

## 河钢股份(000709)/钢铁

## 产量抬升难抵行业下行

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 2.55

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师: 郭皓

执业证书编号: S1010518050001

电话: 021-20315128

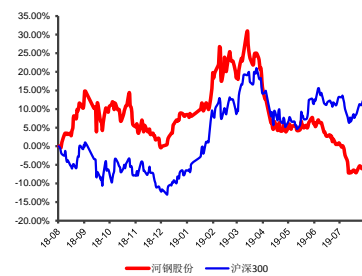
分析师: 邓轲

执业证书编号: S0740518040002

电话: 021-20315223

**基本状况**

总股本(百万股)	10,619
流通股本(百万股)	10,617
市价(元)	2.55
市值(百万元)	27,078
流通市值(百万元)	27,073

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 盈利回归合理水平, 减负增效提上日程
- 2 二季度业绩环比高增
- 3 环保限产拖累公司业绩
- 4 主营业绩稳健, 钒钛锦上添花
- 5 二季度盈利维持较高水平
- 6 业绩处于持续改善通道
- 7 盈利继续维持高位

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	108,983	120,957	119,348	121,174	124,579
增长率 yoy%	46.19%	10.99%	-1.33%	1.53%	2.81%
净利润	1,817	3,626	2,109	2,243	2,401
增长率 yoy%	16.82%	99.57%	-41.85%	6.35%	7.08%
每股收益(元)	0.17	0.34	0.20	0.21	0.23
每股现金流量	1.55	0.94	1.38	1.42	1.21
净资产收益率	3.97%	6.43%	4.26%	4.41%	4.57%
P/E	14.90	7.47	12.84	12.07	11.28
PEG	1.89	-0.56	0.62	1.53	-0.85
P/B	0.59	0.48	0.55	0.53	0.52

备注:

**投资要点**

- **业绩概要:** 公司发布 2019 年半年度报告, 上半年实现营业收入 623.94 亿元, 同比增长 11.1%; 实现归属上市公司股东净利润 11.7 亿元, 同比降低 35.9%; 扣非后归母净利润为 11.5 亿元, 同比降低 35.8%。报告期内 EPS 为 0.11 元, 单季度 EPS 分别为 0.03 元和 0.08 元;
- **吨钢数据:** 报告期内公司生产铁 1410 万吨、产钢 1403 万吨、产材 1326 万吨, 同比分别增长 18.2%、14.9%、13.4%。结合半年报数据折算吨钢售价 4237 元、吨钢成本 3772 元、吨钢毛利 465 元, 同比分别变化-110 元、58 元和-16 8 元;
- **限产因素减弱, 产量抬升难抵行业下行:** 由于公司主要生产基地皆位于限产区域内, 2018 年受环保限产影响导致产量受到压制、成本抬升, 业绩有所拖累。今年上半年在地产强劲拉动下, 钢铁表观需求量大幅增长 12%, 但由于环保限产放松、置换产能投产、企业自身生产效率提升等因素导致供给端持续增压, 行业层面盈利同比较大幅度回落。尽管随着限产放松, 公司钢材产量增长明显, 但行业整体供需关系减弱背景下, 上半年公司吨钢净利润接近 100 元, 同比下滑近 44%, 产量的增长仅抵消了一部分业绩的回落。二季度随着旺季需求展开, 盈利环比提升明显。钒产品方面, 由于部分钢厂采用钌替代情况增加、石煤提钒企业复产增多等原因, 钒行业自身供需关系减弱, 钒产品价格已回归常态水平。上半年公司钒产品业务毛利率为 30.8%, 相比去年同期减少 19.9%;
- **资产负债率有望降低:** 3 月 11 日公司发布公告, 拟按每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配售, 募集资金总额不超过 80 亿元, 扣除发行费用后的净额将全部用于偿还公司有息负债。公司长期以来资产负债率持续位于 70% 以上, 在行业中处于相对较高水平, 导致财务费用高企, 通过此次配股资产负债率有望下降至 67.7%, 有助于降低财务风险提高盈利水平;
- **关注旺季需求复苏力度:** 7 月份以来钢价跌幅较大, 一方面由于地产融资端收紧引发市场对于需求持续性担忧, 另一方面需求季节性走弱背景下, 供给端维持高位导致库存过快累积, 产业链悲观心态加剧。最新宏观经济数据表明整体需求依然维持偏强态势, 现阶段淡季即将结束, 近两周库存连续去化, 市场情绪有所企稳。若旺季终端需求复苏力度较强, 叠加供给端阶段性进一步增加有限, 行业盈利有望进一步扩张;
- **投资建议:** 随着环保限产等供给端限制性政策的减弱, 钢铁行业盈利逐步回归合理水平, 与此同时限产对公司生产不利影响减弱。同时未来配股方案的落实, 将有效解决公司长期以来的资产负债率偏高问题, 提升盈利水平。后续旺季需求复苏力度值得关注, 若力度较强则有望修复市场悲观预期, 钢铁股存在反弹机会。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.20 元、0.21 元和 0.23 元, 对应 PE 分别为 13X、12X 和 11X, 维持“增持”评级;
- **风险提示:** 宏观经济下滑预期, 供给端增加风险, 资产重组不及预期。

**图表 1: 吨钢盈利能力比较**

	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
钢产量 (万吨)	3084	3141	2896	2692	2680	1222	1403
钢铁业营业收入 (百万元)	94276	69601	70574	104738	115123	53126	59451
钢铁业营业成本 (百万元)	83672	59972	60478	91659	98864	45385	52928
销售费用 (百万元)	649	612	811	1009	1075	515	624
管理费用 (百万元)	5327	4003	3498	4327	2446	2331	1168
研发费用 (百万元)							995
财务费用 (百万元)	3866	4492	3990	3702	4422	2186	2136
净利润 (百万元)	717	402	1430	2126	4381	2181	1393
EPS	0.07	0.05	0.15	0.17	0.32	0.17	0.09
吨钢售价 (元/吨)	3057	2216	2437	3891	4296	4347	4237
吨钢成本 (元/吨)	2713	1909	2088	3405	3689	3714	3772
吨钢毛利 (元/吨)	344	307	349	486	607	633	465
吨钢三项费用 (元/吨)	319	290	287	336	296	412	351
吨钢净利润 (元/吨)	23	13	49	79	163	178	99

来源: 中泰证券研究所

**图表 2: 单季度财务指标比较**

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入 (百万元)	32446	22077	25034	31142	34432	30349	29336	33058
营业成本 (百万元)	28713	18887	22148	25941	29936	25638	25836	29573
销售费用 (百万元)	243	317	245	269	232	329	306	319
管理费用 (百万元)	1064	873	886	1445	593	765	818	350
研发费用 (百万元)					216	1890	465	530
财务费用 (百万元)	944	887	1101	1085	1167	1068	1126	1011
资产减值损失 (百万元)	23	936	0	119		34		
利润总额 (百万元)	1324	37	548	2166	2171	543	641	1203
所得税费用 (百万元)	287	241	119	414	412	102	201	250
净利润 (百万元)	1037	-204	429	1752	1759	442	440	953
EPS	0.09	-0.04	0.04	0.14	0.15	0.02	0.03	0.08
毛利率	11.5%	14.4%	11.5%	16.7%	13.1%	15.5%	11.9%	10.5%
三项费用率	6.9%	9.4%	8.9%	9.0%	6.4%	13.4%	9.3%	6.7%
所得税率	21.7%	651.4%	21.7%	19.1%	19.0%	18.8%	31.4%	20.8%
净利润率	3.2%	-0.9%	1.7%	5.6%	5.1%	1.5%	1.5%	2.9%

来源: 中泰证券研究所

图表 3: 财务数据预测

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	108,983	120,957	119,348	121,174	124,579
增长率	46.2%	11.0%	-1.3%	1.5%	2.8%
营业成本	-95,506	-103,663	-108,005	-109,658	-112,739
%销售收入	87.6%	85.7%	90.5%	90.5%	90.5%
毛利	13,477	17,294	11,343	11,516	11,840
%销售收入	12.4%	14.3%	9.5%	9.5%	9.5%
营业税金及附加	-529	-734	-716	-727	-747
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,009	-1,075	-1,098	-1,091	-1,121
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-4,327	-2,446	-2,387	-2,423	-2,492
%销售收入	4.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	7,612	13,039	7,142	7,275	7,480
%销售收入	7.0%	10.8%	6.0%	6.0%	6.0%
财务费用	-3,702	-4,422	-4,151	-4,066	-4,086
%销售收入	3.4%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%
资产减值损失	967	153	148	122	111
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	140	217	205	187	203
%税前利润	2.8%	2.4%	6.0%	5.3%	5.4%
营业利润	5,016	8,986	3,344	3,519	3,708
营业利润率	4.6%	7.4%	2.8%	2.9%	3.0%
营业外收支	-40	55	52	22	43
税前利润	4,976	9,041	3,396	3,541	3,751
利润率	4.6%	7.5%	2.8%	2.9%	3.0%
所得税	-929	-1,047	-589	-626	-671
所得税率	18.7%	11.6%	17.3%	17.7%	17.9%
净利润	2,126	4,381	2,510	2,670	2,859
少数股东损益	309	755	402	427	457
归属于母公司的净利润	1,817	3,626	2,109	2,243	2,401
净利率	1.7%	3.0%	1.8%	1.9%	1.9%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,126	4,381	2,510	2,670	2,859
加: 折旧和摊销	5,702	6,676	6,370	6,437	6,358
资产减值准备	967	153	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	2,662	3,204	4,151	4,066	4,086
投资收益	-140	-217	-205	-187	-203
少数股东损益	309	755	402	427	457
营运资金的变动	6,096	-2,833	1,853	2,134	-233
经营活动现金净流	16,407	9,985	14,679	15,120	12,866
固定资本投资	-6,339	-5,036	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-13,631	-11,101	287	269	295
股利分配	-1,062	-1,062	-633	-880	-789
其他	-211	10,690	-14,708	-14,084	-11,580
筹资活动现金净流	-1,273	9,628	-15,341	-14,965	-12,368
现金净流量	1,503	8,511	-374	425	792

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	17,015	28,150	27,776	28,201	28,993
应收款项	9,473	13,984	13,201	14,710	13,826
存货	23,147	22,248	22,754	21,718	22,751
其他流动资产	2,599	1,684	1,793	1,719	1,840
流动资产	52,234	66,067	65,523	66,348	67,410
%总资产	27.5%	31.6%	32.5%	33.8%	35.4%
长期投资	3,089	3,307	3,307	3,307	3,307
固定资产	111,110	118,387	112,086	105,782	99,476
%总资产	58.4%	56.7%	55.6%	54.0%	52.2%
无形资产	370	228	47	-198	-362
非流动资产	137,914	142,680	136,225	129,704	123,252
%总资产	72.5%	68.4%	67.5%	66.2%	64.6%
资产总计	190,148	208,746	201,749	196,052	190,662
短期借款	43,235	52,847	60,328	50,310	42,816
应付款项	64,092	63,298	64,980	67,512	67,546
其他流动负债	5,913	12,576	12,576	12,576	12,576
流动负债	113,241	128,721	137,884	130,398	122,937
长期贷款	13,100	9,010	0	0	0
其他长期负债	16,148	12,064	11,367	11,367	11,367
负债	142,489	149,795	149,251	141,765	134,305
普通股股东权益	45,827	56,374	49,518	50,881	52,494
少数股东权益	1,832	2,577	2,979	3,406	3,864
负债股东权益合计	190,148	208,746	201,749	196,052	190,662

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.17	0.34	0.20	0.21	0.23
每股净资产(元)	4.32	5.31	4.66	4.79	4.94
每股经营现金净流(元)	1.55	0.94	1.38	1.42	1.21
每股股利(元)	0.10	0.10	0.06	0.08	0.07
回报率					
净资产收益率	3.97%	6.43%	4.26%	4.41%	4.57%
总资产收益率	1.12%	2.10%	1.24%	1.36%	1.50%
投入资本收益率	5.15%	8.40%	5.69%	6.31%	7.16%
增长率					
营业总收入增长率	46.19%	10.99%	-1.33%	1.53%	2.81%
EBIT增长率	21.82%	93.12%	-45.06%	1.97%	3.16%
净利润增长率	16.82%	99.57%	-41.85%	6.35%	7.08%
总资产增长率	2.24%	9.78%	-3.35%	-2.82%	-2.75%
资产管理能力					
应收账款周转天数	9.9	11.9	11.0	11.5	11.2
存货周转天数	87.4	67.6	67.9	66.1	64.3
应付账款周转天数	63.6	65.2	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	345.3	341.5	347.6	323.6	296.6
偿债能力					
净负债/股东权益	79.00%	77.99%	82.53%	59.90%	43.24%
EBIT利息保障倍数	1.8	3.0	1.7	1.8	1.9
资产负债率	74.94%	71.76%	73.98%	72.31%	70.44%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。