宝钢股份在钢铁行业第二波复苏中的投资机会

宝钢股份（600019） 评级：买入（维持）

股价：9.04 元 目标价位：12 元 深度报告

2009 年 7 月 30 日 星期四

吴培文
021-50586660-8619
wpw@longone.com.cn

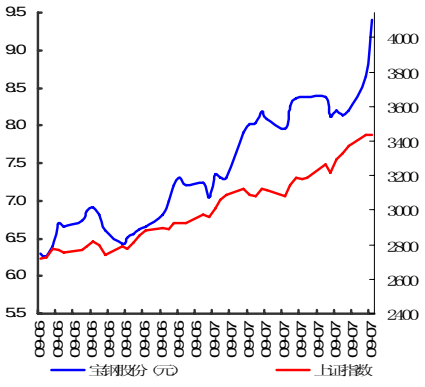
联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	12 元
升值潜力(%)	33%
目标价确定日期:	2009 年 7 月 30 日

重要数据	
总股本(亿股)	175
流通股本(亿股)	175
总市值(亿元)	1580
流通市值(亿元)	1580

市场表现	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	15	10
3 个月	25	15
6 个月	33	23

个股相对上证综指走势图



相关报告：

1.《产量环比猛增，钢价涨成一片》 6 月 24 日

2.《此刻产销两旺，推动板块整体上扬-钢铁行业月报》 6 月 30 日

投资要点

- 在以“四万亿”为代表的大规模固定资产投资的刺激下，各种钢材中建材类的需求率先复苏，可以称之为“第一波复苏”。目前汽车、家电等消费类产品正带动起钢铁行业的第二波复苏。展望 2009~2010 年期间，这波复苏相对于前一波将出现“受益更加持久，价格和毛利上升空间更大，上下游互惠关系更牢固的和受益企业将更集中”等特征。宝钢股份将是钢铁行业第二波复苏的典型代表。
- 二季度汽车和家电行业在行业振兴规划、“以旧换新”、“下乡补贴”、“完善汽车消费信贷”、“提高家电产品出口退税”和房地产市场回暖等一系列政策和市场变化的带动下，迅速复苏。今年中国已成为世界上第一大汽车生产国。同时中国今年家电用钢也将出现 5%以上的增幅。作为国内汽车用钢、家电用钢的第一大生产企业——宝钢股份连续占有国内 50%的冷轧汽车用钢和 37%的冷轧家电用钢市场，在这两个行业的快速发展中受益最大。
- 受下游行业带动，二季度宝钢冷轧产品生产已经恢复到历史最高产量。冷轧产品的价格也在 6 月 11 日和 7 月 13 日分别普遍上调 550 和 500 元/吨。由于需求坚实，后续还有提价空间。预计 2009 年冷轧产品将成为宝钢的第一大产品。
- 宝钢是国内冷轧产能最大的企业，今年将在十大生产区域拥有 1000 万吨冷轧生产能力。并且产品面向高端，技术积淀深厚，已与战略客户逐渐形成了相互依赖、共同发展的产业链分工合作关系，逐渐形成了其他企业新建项目短期内难以复制的综合优势。
- 2008 和 2009 年宝钢冷轧工程集中投产，共新增 300 万吨冷轧轧制产能和 140 万吨后续涂镀能力。这些新建项目正逢当前冷轧市场转暖的时机。依靠宝钢长期积累的技术实力和产品营销网络，今年新增产能将迅速进入市场。
- 不锈钢业务自 2005 年进入宝钢股份以来，被定位于钢铁主业“目标集聚”的重点产品之一。当前不锈钢需求显著好转，不锈钢主要产线纷纷达产或

达到历史最高产量。在曾经引起亏损的镍成本控制上，也通过执行“减少库存、及时生产、不囤货，不赚差价”的理念降低了风险。同时宝钢已将约一半的产能往节镍或不含镍的产品方向开拓。今年镍成本的控制风险已大大降低。此外，在当前市场较好的情况下，恰逢不锈钢冷轧后续工程的关键机组投产，冷轧不锈钢产能大幅提升正是“时机”。综合来看，宝钢的不锈钢业务今年具备了扭亏条件，很可能成为一个亮点。

- 今年宝钢的中厚板产能预期大幅提升。管线钢已成为上半年的亮点。如果下半年船板市场的止跌回升，整个中厚板业务在下半年的增长潜力较大。中厚板分公司上半年虽仍有亏损，但正在培育宝钢未来的核心竞争力——非高炉炼铁技术。
- 在其他业务中，钢管生产强劲反弹，UOE 产品成为亮点。热轧产品的全面回暖还待明年。特钢业务的“四线四中心”即将全部建成，其产品定位高端，盈利着眼未来。
- 在成本控制中，宝钢股份各工序和部门大力开展降本增效活动。目前铁水成本不仅扭转了劣势，并且相对市场价格保持了较大优势。另一方面，管理、销售等可控费用大幅下降 40%以上，超过同期营业收入下降幅度。并且以 2.66%的利率发行了 100 亿中期票据，低于 4%的市场利率和公司 08 年最高 5.67%的人民币长期借款利率。
- 综合来看，宝钢自二季度以来，需求、生产和产品定价上出现了积极地变化，基本确立了宝钢股份复苏的趋势。但由于产品提价接近于上半年末，估计对上半年的盈利已经没有太大影响。所以中报可能难以全面反映宝钢股份此刻的复苏力度。盈利的改善要等到三季报后，才会有更直接的体现。
- 宝钢股份的经营业绩正在走向复苏。正常年份宝钢股份历史 EPS 稳定在 0.7~0.8 元。今年盈利区间预计为 0.39~0.53 元，将恢复到历史正常水平的 50%~70%。对应当前股价 PE 为 17 ~23 倍。当业绩恢复到历史正常水平时，PE 将降至 12 倍，估值非常稳健。从 PB 估值来看，宝钢股份的 PB 当前同时处于自身交易历史和同类企业的低位，上升空间较大。
- 宝钢股份历来保持 40%以上的 EPS 分红比例。是当前少数股息率高于当期银行活期和一年期定期存款利率的公司。具有十分稳健的投资价值。
- 综合来看，宝钢股份复苏趋势明确，具有长期增长的能力。当前股价仍未充分体现价值，维持“买入”评级，给予 12 元的目标价。

目录

1. 消费产品带动钢铁行业第二波复苏 5
2. 量升价涨，成本下降，宝钢复苏趋势确定 6
2.1 总产量与高端产品产量齐升，宝钢已走上复苏之路 6
2.2 价格大幅回升，当前仍在上升轨道 6
2.3 铁水成本扭转劣势成优势 7
2.4 降本增效取得成绩 7
2.5 二季度确立增长趋势，下半年体现盈利 8
3. 宝钢冷轧产品的下游行业和用户已经复苏 8
3.1 汽车、家电行业政策简要回顾 8
3.2 世界第一汽车生产大国的第一大汽车板生产商 8
3.3 世界第一大家电生产国的第一大家电用钢生产商 9
4. 冷轧产品强劲复苏，受益最大是宝钢 10
4.1 冷轧产品季度产量连续环比上升，恢复到历史最高水平 10
4.2 十大生产区域，1000 万吨冷轧生产能力 10
4.3 产品定位高端 11
4.4 技术积淀深厚 11
4.5 “产品+服务”，与用户联手打造最具竞争力的供应链 12
4.6 又有大规模冷轧工程产能爬坡或投产，赶上好时机 13
5. 不锈钢业务具备扭亏条件，全年产销量预期增加 30% 13
5.1 需求显著好转，生产开足马力，主要不锈钢产线首次月达产 13
5.2 着眼长期资源瓶颈，大力发展节镍产品，50%的产品不需要镍 14
5.3 镍成本控制力加强 15
5.4 镍价持续上涨有助于不锈钢业务盈利 15
5.5 不锈钢大规模冷轧项目投产恰逢市场走暖，把握“时机”成就“商机” 15
5.6 针对重点区域、重点客户完善不锈钢加工与配送体系 16
5.7 可待连续三季度不锈钢业务环比好转，今年期望毛利转正 16
6. 钢管产量强劲反弹创新高，50 万吨 UOE 成为亮点 16
6.1 钢管产量强劲反弹，创新高 16
6.2 UOE 项目开足马力向西气东输工程供管 17
7. 中厚板产量提升，中厚板分公司仍有边际贡献 17
7.1 全年中厚板产量预计大幅提升 17
7.2 期待造船市场回暖，管线钢为今年宽厚板业务亮点 18
7.3 中厚板分公司孵化世界级炼铁技术和短流程生产工艺 18
8. 热轧产能转向冷轧产品，需求全面好转还待明年 19
8.1 着眼未来，业务增长空间较大 19
8.2 一流的生产运营能力，实际产量远超设计产能 19
9. 特钢业务投入“大手笔”，产品定位高端，盈利着眼未来 20
10. 年度主要财务指标预测 21
11. 稳健的投资价值和巨大的估值提升空间 22

图形目录

图 1. 国际经济危机以来宝钢钢材、粗钢、生产的复苏估计 6
图 2. 2009 年以来宝钢镀层板的生产估计 6
图 3. 09 年以来宝钢股份普冷、冷轧镀层板和热轧板典型产品价格 7
图 4. 模拟的宝钢股份炼铁成本相对于市场铁水价的优势 7
图 5. 2007 年至今国内汽车生产情况 9
图 6. 宝钢中低牌号电工钢产品用途分布 9
图 7. 宝钢股份自 2008 年四季度以来冷轧产品的复苏势头 10
图 8. 宝钢覆盖全国主要工业基地的剪切配送体系 12
图 9. 宝钢不锈钢业务自国际经济危机以来生产情况估计 14
图 10. 2006 年以来 LME 镍价格和不锈钢指数走势 15
图 11. 宝钢钢管业务自国际经济危机以来生产情况估计 17
图 12. 近三年宝钢船板占中厚板商品材的比例 18
图 13. 宝钢股份自 2008 年四季度以来热轧商品材产销形势 19
图 14. 宝钢近 5 年 EPS 和分红情况 22
图 15. 宝钢股份市净率相对自身交易历史以及其他普钢板块个股的比较 23

表格目录

表 1. 主要家电生产及耗钢情况 9
表 2. 宝钢股份庞大的冷轧产品生产基地 10
表 3. 200、300、400 系不锈钢合金成分对比 15
表 4. 宝钢股份不锈钢业务主要生产基地 16
表 5. 宝钢股份与下游战略客户紧密结合的不锈钢加工配送网络 16
表 6. 不锈钢业务进入宝钢股份以来的业绩与今年预测 16
表 7. 特钢业务进入宝钢股份以来的业绩 20
表 8. 宝钢特钢业务“四线四中心“的建设情况 21
表 9. 基于基本分析的 2009 年业务预测 21
表 10. 主要财务指标预测 21

1. 消费产品带动钢铁行业第二波复苏

在以“四万亿”为代表的大规模固定资产投资刺激下，各种钢材中建材类的需求率先复苏，可以称之为“第一波复苏”。螺纹钢、棒材等传统观念中的低端产品，在 2008 年 12 月就实现了月产量的同比正增长。在第一波复苏中，冷轧板产品相对滞后。相应的，以冷轧产品为主导的宝钢股份前期涨势也相对落后。

现在钢铁行业正经历着由汽车、家电等消费类产品带动的第二波复苏。主要信号是宝钢股份的普冷、涂镀板类和电工钢等冷轧类产品于六月和 7 月中旬显著提价。全国冷轧类（含冷轧薄宽带钢、冷轧薄板、涂镀板带、电工钢等）产品产量也终于在 6 月实现了同比正增长。目前看来，冷轧类产品已开始转向产销两旺。冷轧产品价格涨势确定，后续还可看多。

展望 2009~2010 年期间，消费产品带动的第二波复苏相对于建筑钢材带动的第一波复苏有以下显著特征:

- 受益将更加持久。扩大内需是中国的长期政策，也是大势所趋。中国消费者的收入提高和消费转型，能支持汽车消费在很长的期间里保持增长。而家电等产品在中国广阔的农村还有很大市场，在国际上也是中国具有比较优势的产业。
- 价格和毛利率上升空间更大。汽车、家电等产品是相对技术密集型产品，钢材成本占比较低，而产品有较大的升级换代空间。下游客户相对而言对成本较不敏感，而要求外观更漂亮，力学性能更优、质量更稳定的钢材和更好的增值服务。
- 上下游互惠关系更加牢固，业绩增长更加平稳。汽车、家电等行业集中度较高，并正在向更高的集中度发展。大型钢铁企业与这些大型下游客户，有更大的动力和能力进行产业链合作。甚至在跨地区和跨国生产中，开展“体系对体系”、“全国化对全国化”、“全球化对全球化”的合作和用户跟随战略。
- 受益企业更加集中。综上所述，消费品钢材市场是一个钢铁行业的“蓝海”，门槛更高，更体现技术、研发、营销、管理等综合能力。只有宝钢股份等少数行业龙头才有能力立足。

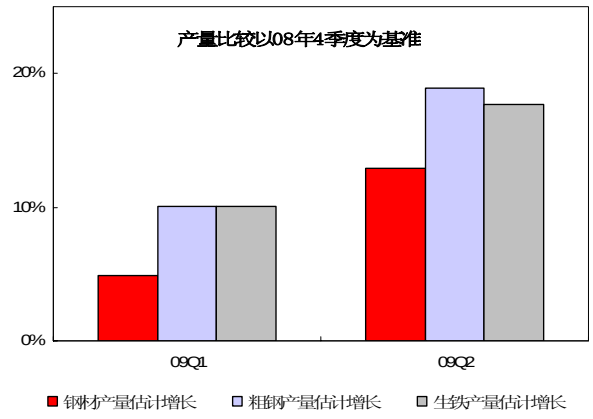
在第二波复苏中，最大的受益者就是国内汽车用钢、家电用钢第一大生产企业——宝钢股份。尽管宝钢股份尚未全面复苏，但主导产品已带动宝钢已走上确定的复苏之路。以下将介绍宝钢近两个季度的总体经营情况和冷轧类产品强劲复苏的背景和现状。除了冷轧产品，还分析了宝钢不锈钢、钢管、热轧、中厚板、特钢等业务的近期亮点和增长潜力。

2. 量升价涨，成本下降，宝钢复苏趋势确定

2.1 总产量与高端产品产量齐升，宝钢已走上复苏之路

自国际经济危机以来，宝钢钢材、粗钢和生铁产量连续环比增长，体现生产正在持续复苏。我们估计其中冷轧产品、不锈钢、钢管产品已经最先完成 V 型反转，其产量已达到历史高点。

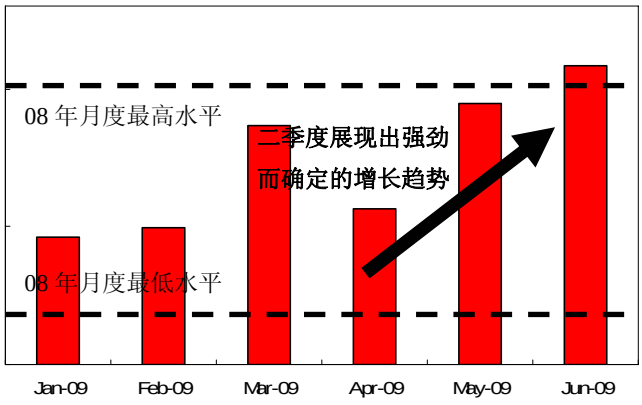
图1. 国际经济危机以来宝钢钢材、粗钢、生产的复苏估计



资料来源：东海证券研究所（图示数据为估计值，仅作半定量示意）

二季度受汽车、家电行业拉动，高端冷轧产品—镀层板的产量快速上升。估计 6 月的镀层板产量已经超过了 08 年的最高月度水平。

图2. 2009 年以来宝钢镀层板的生产估计



资料来源：东海证券研究所（图示数据为估计值，仅作半定量示意）

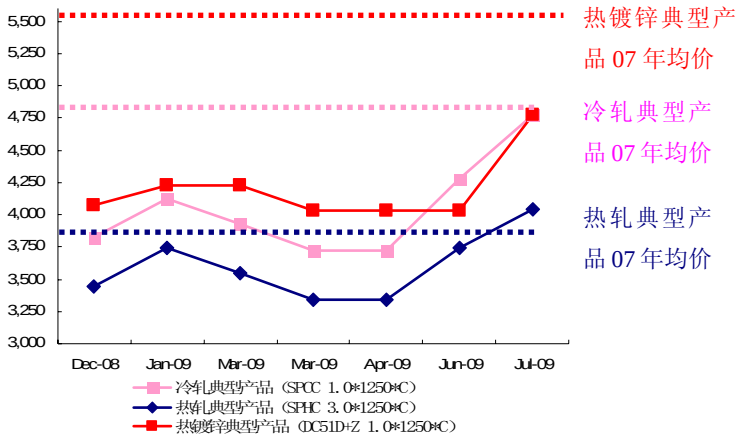
2.2 价格大幅回升，当前仍在上升轨道

宝钢产品价格在经历了 3、4 月间的二次探底后，在 6 月开始了强劲的反弹。7 月 13 日再次调价后，相对于 4 月的价格，普冷板涨势最猛，典型产品上升了 1050 元/吨。冷轧热镀锌典型产品上升了 750 元/吨，热轧典型产品上升了 700 元/吨。

目前宝钢产品价格已经达到了年内最高点。但从历史来看，这一价格并不算高，由于下游需求坚实，预计宝钢产品价格仍处在上升轨道。相对于与原材

料价格基本接近的 2007 年，当前普冷和热轧板仅相当于 2007 年的均价，还有上涨空间。冷轧涂镀类产品，距 07 年均价还偏低 800 元，上涨空间更大。

图3. 09 年以来宝钢股份普冷、冷轧镀层板和热轧板典型产品价格

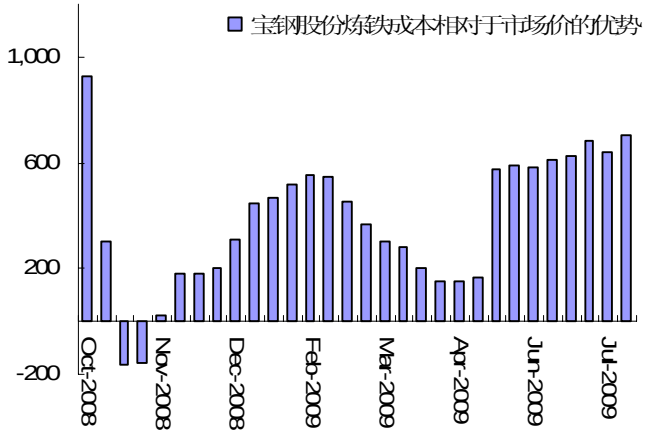


资料来源：宝钢股份、我的钢铁

2.3 铁水成本扭转劣势成优势

2008 年下半年由于铁矿石现货快速跌破长协价格，使得宝钢股份背上了沉重的成本包袱。目前随着铁矿石现货价再次高于长协价，模拟的宝钢股份铁水成本再获优势，并且与市场的差价在二季度维持在高位。

图4. 模拟的宝钢股份炼铁成本相对于市场铁水价的优势



资料来源：东海证券研究所（图示数据为估计值，仅作半定量示意）

据了解宝钢股份有能力维持今年铁矿石供应和价格的稳定。其前几年投资的合资矿份额如今已能保障近一半的使用需求。早前与矿企签订的长达数年的合约也仍然有效。目前不算在途矿石，已有 2 个月库存，铁矿石谈判的波折不会影响正常的日常运营。

2.4 降本增效取得成绩

自国际经济危机以来，宝钢股份努力压缩成本费用水平，倒逼产品成本。各工序、各部门开展降本增效活动。

据了解，其中上半年销售、管理等可控费用下降 40%以上，大于同期营业收入的降幅。为了降低财务成本，5 月 25 日和 6 月 30 日分别发行了二期各 50 亿中期票据。该中期票据期限 3 年，付息固定为 2.66%。低于目前 4%的同类市场的利率和 08 年最高最高 5.67%的人民币长期借款利率。

2.5 二季度确立增长趋势，下半年体现盈利

综上所述，宝钢自二季度以来，在需求、生产和产品定价上出现了积极地变化，基本确立了复苏的趋势。但值得注意的是，由于产品提价接近于二季度末，估计对上半年的盈利已经没有太大影响。二季度的产品均价甚至低于一季度。所以中报可能难以全面反映宝钢股份此刻的复苏力度。盈利的改善要等到三季报后，才会有更直接的体现。

3. 宝钢冷轧产品的下游行业和用户已经复苏

宝钢的冷轧产品主要有普冷板、镀锌/锡/合金板、彩涂板、电工钢等品种。主要的下游用户集中在汽车和家电等行业。现在这两个行业在“促消费、拉内需”政策和房地产市场回暖的带动下，迅速复苏。

3.1 汽车、家电行业政策简要回顾

为了应对国际金融危机，促进消费，拉动内需。2009 年 1、2 月，国务院审议并原则通过了汽车行业和轻工业调整振兴规划。此后出台了“下乡补贴”和“以旧换新”等一系列政策，覆盖汽车、摩托车、彩电、冰箱、洗衣机、空调、微波炉等用钢量较大的消费品。此外，汽车行业还享受小排量车购置税减半的优惠，下半年将出台完善汽车消费信贷的政策。家电行业享受“上调出口退税”的优惠。

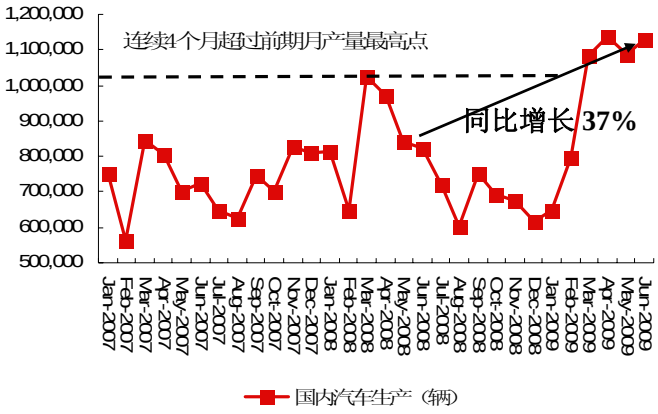
3.2 世界第一汽车生产大国的第一大汽车板生产商

中国汽车产量自今年 2 月以来猛增，汽车行业率先走出低谷。3 月至 6 月，连续 4 个月产量超过前期的最高点。6 月产量同比大增 37%。从月度统计来看，中国已成为全球第一大汽车生产国。

宝钢是全国汽车用钢生产规模最大，品种最齐全和档次最高的企业。宝钢的冷轧板、热轧板、不锈钢和特钢业务中都有大量针对汽车行业的产品，有能力向汽车生产企业提供整车用钢方案。宝钢先后获得了通用汽车全球最佳供应商和上汽通用五菱、东风日产、长安福特马自达、江铃汽车、江淮汽车、陕西重汽等企业优秀供应商的称号。宝钢最主要的汽车用钢—冷轧汽车板，连续占有全国 50%以上的份额，其中汽车外板占 80%份额。

2009 年宝钢汽车板以“外板、高强、占有率”为指导方针。充分发挥汽车外板产品的优势，并依靠新投产的五冷轧高强钢产品，力保宝钢汽车板市场占有率超过 50%。

图5. 2007 年至今国内汽车生产情况



资料来源：CEIC

3.3 世界第一大家电生产国的第一大家电用钢生产商

中国是世界第一大家电生产国，有近 3 0种家电产量居世界首位。其中冰箱、洗衣机产量占全球 4 0 %以上，空调、微波炉产量占全球 7 0 %，小家电几乎占全球 9 0 %。2009 年二季度用钢最大的家电产品—电冰箱和洗衣机出现较大增长。采用二季度同比数据做保守估计，全年将带动家电用钢整体增长 5%以上。家电板的需求已经完全走出了前期国际经济危机的低谷。

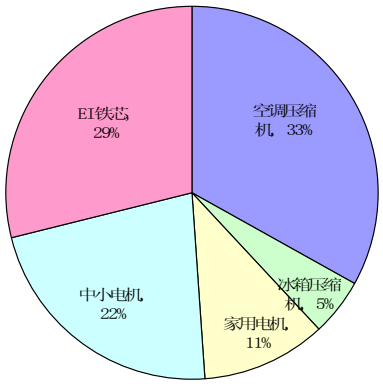
表1. 主要家电生产及耗钢情况

	单耗 Kg/台	08Q2（千台）	09Q2（千台）	季度同比
电冰箱	45	14813	17864	21%
洗衣机	30	9540	9901	4%
空调	18	30620	28071	-8%
微波炉（估）	6	16951	14984	-12%
加权总计				五大用钢家电总计用钢增长 5%以上

资料来源：东海证券研究所

宝钢是中国最大的家电用钢生产企业。其中冷轧家电板占全国市场份额的 37%。无取向硅钢虽然未统计入冷轧家电板，但其是制作家电用电机的主要原材料。宝钢冷轧无取向硅钢占全国量的 22%，今年也将受到家电产品的拉动。

图6. 宝钢中低牌号电工钢产品用途分布



资料来源：宝钢产品介绍

4. 冷轧产品强劲复苏，受益最大是宝钢

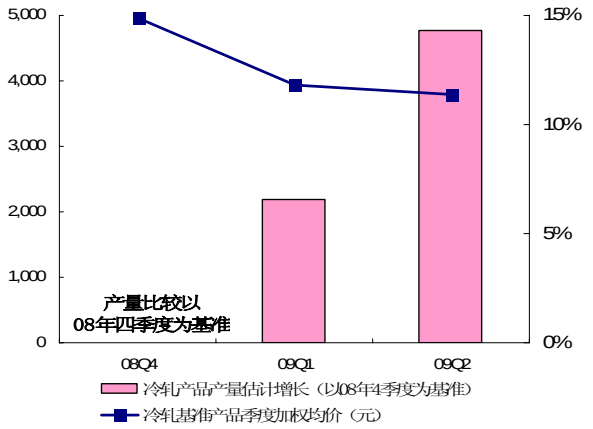
冷轧产品复苏势头强劲，宝钢股份是其中最大的受益者。

4.1 冷轧产品季度产量连续环比上升，恢复到历史最高水平

我们估算，今年以来宝钢冷轧产品产量连续两个季度环比上升。宝钢二季度冷轧产品生产已经恢复到历史最高产量。

价格方面，宝钢 6 月 11 日和 7 月 13 日分别将冷轧产品普遍上调 550 和 500 元/吨。但如前所述，由于 3~5 月宝钢价格位于低位，所以二季度均价低于一季度，近期冷轧板价格大幅上调的效益将延至下半年体现。

图7. 宝钢股份自 2008 年四季度以来冷轧产品的复苏势头



资料来源：东海证券研究所（图示数据为估计值，仅作半定量示意）

4.2 十大生产区域，1000 万吨冷轧生产能力

宝钢股份是全国最大的冷轧板生产企业。今年在十大生产区域将具有近 1000 万吨的冷轧产品生产潜力，相当于 08 年商品材产量的 44%。预计经过产能爬坡将在 2010 年完全释放。虽然粗钢产量仅占全国的 4.5%，但宝钢股份冷轧类产品的产能相当于 2008 年全国产量的 15%，其中涂镀和电工钢产品更相当于 28%和 22%。

表2. 宝钢股份庞大的冷轧产品生产基地

分/子公司	说明	主体工程投产时间	冷轧参考产量（万吨）
原宝钢分公司 2030 区域	第一个冷轧工程，原设计生产建筑用钢和普通家电板，目前已具备生产高级汽车板、家电板的能力	1988	230
原宝钢分公司 1420 区域	第二个冷轧工程，专业的镀锡板生产厂	1998	90
原宝钢分公司 1550 区域	第三个冷轧工程，以汽车板、家电板为目标市场	2001	150
宝日汽车板有限公司（持股 50%）	第四个冷轧工程，宝钢、新日铁、安塞乐的冷轧合资项目，世界先进水平的汽车板生产厂	2005	170
原宝钢分公司五冷轧区域	第五个冷轧工程，以高强钢和超高强钢汽车板、高质量家电板为目标	2008	165
原宝钢分公司彩涂分厂	集中历次冷轧工程建设的彩涂产线，专业化彩涂生产基地	1989~2004	55
原宝钢分公司硅钢部	专业的取向、无取向电工钢生产基地	2008 取向二期规划	108 10
原宝钢分公司冷轧薄板厂	国内最具竞争力的百万吨级包装材精品生产基地	1991	95
梅山钢铁股份有限公司	投资 35 亿元，进行 1422 热轧产品结构调整技术改造，	正陆续投产	85

（持股 74%）	将梅钢产品向冷轧拓展		
黄石涂镀板有限公司	在原有镀锌和彩涂机组的基础上，正在扩建成一个年产量	2009	20
（持股 39%）	可达 40 万吨的冷轧薄板厂	二期规划	20

注：冷轧参考产量中含区域间的相互供料

资料来源：宝钢股份经营报表、东海证券研究所

4.3 产品定位高端

宝钢股份不仅冷轧产能庞大，而且几乎全部面向高端。1000 万吨冷轧轧制能力配备了 700 万吨冷轧退火，500 万吨镀锌、锡及其合金，100 万吨无取向电工钢，60 万吨彩涂和 8 万吨取向电工的后续生产能力。产品以建造汽车、家电、电机、变压器、高档建筑为主要用途。

宝钢分公司先后建设的五大冷轧工程，全部以高难度、高附加值的汽车和家电用板为目标市场。1988 年投产的第一个冷轧工程，最初定位于普通冷轧板和建筑用材。经过改造后，也具备了先进的汽车板生产能力。2005 年投产的四冷轧与新日铁和安塞乐合资成立了宝日汽车板有限公司，是世界先进水平的汽车板生产厂。2008 年投产的五冷轧工程更是以高强钢为特色，代表了高档冷轧汽车用钢的发展方向。目前高强钢在国际新车型中的应用已达到了 20%。由于此前国内主要依赖进口，价格高、供货周期长，还没有大范围采用。今年宝钢新产线和新产品的投产将促进这块新需求的快速增长。

宝钢的硅钢生产区域集中了三冷轧和五冷轧的硅钢机组，是专业的电工钢生产基地。2008 年投产了宝钢自主研发的取向硅钢和高牌号、高效无取向硅钢。目前取向硅钢的高磁感产品比例和无取向硅钢的最高牌号等关键经济和技术指标达到了国内领先的水平。取向硅钢正在规划二期基地，将把产能扩大到 20 万吨的水平，产品目标主要是生产节能变压器的高磁感 HiB 产品。

宝钢冷轧薄板厂和二冷轧的部分产能以精品包装材料为目标市场。所生产的 DI 材和 K 板，处于国内垄断地位。宝钢的彩涂板除了常规建筑用途，还大量用于质量要求苛刻的家电生产，领导彩涂板在国内家电领域的应用。

4.4 技术积淀深厚

宝钢冷轧产品技术积淀深厚。以汽车板为例，自 1990 年生产国内第一张汽车外板起，宝钢已经积累了近 20 年的汽车板生产经验。先后经历了完善普冷板软钢生产技术；提升深冲能力和表面质量；系统发展镀层板生产技术；应用和推广高强钢等四个阶段的提升。目前随着五冷轧的投产，正在向超高强钢（1200Mpa）的方向发展。历史上每一次提升都包含了从炼钢、热轧到冷轧的全工序系统性进步，每一次提升都包含了继承和创新，逐渐形成了其他企业新建项目短期内难以复制的技术优势。

目前，宝钢汽车板已完成世界汽车界各种主要的标准质量管理认证体系认证，长期向大众、通用、奥迪、北美福特、北美通用、菲亚特、凯迪拉克、宝马、奔驰等一流汽车企业供货。具有中高档车型的整车供货能力，能够向客户提供整车用钢方案和一站式采购服务。

此外宝钢还广泛参与汽车企业新车型的开发。一汽大众奥迪 B8、北京克莱斯勒 300C、广州本田 08 款雅阁都选用宝钢的产品试模。参与合作开发，使得宝钢汽车板不仅实现替代进口，更在车型研发期就能确定用户的使用意向。

4.5 “产品+服务”，与用户联手打造最具竞争力的供应链

宝钢通过与客户联手打造供应链，不再仅仅是卖冷轧板产品，同时也卖服务。在这种模式下，宝钢既为客户实现了增值，也牢牢“抓住”了用户。

今年宝钢与一汽大众合作建设的成都宝钢钢材加工配送中心项目是该模式的典型代表。成都宝钢钢材加工配送中心的加工线参考一汽大众的技术要求设计，设计规模和建设进度与一汽大众成都工厂的整车项目相匹配。项目建成后将向新建设的一汽大众成都工厂提供钢材的供应、仓储、加工、配送等服务，实现 JIT 的供料模式，帮助一汽大众的钢材库存降低到零。同时双方还将建立供应链信息管理系统，共同优化钢材采购流程、订单管理、物流运输等全过程的供应链，降低一汽大众成都工厂的完全采购成本。

回顾宝钢冷轧产品的营销发展，从最初的推动产品认证、推动替代进口、进行产品的仓储物流管理到目前与客户合作建立钢材加工配送中心并向冲压成形、零配件加工等延伸，在客户的生产区域中或周围建设“厂中厂”、“厂边厂”。其理念就是走出与客户间单纯的供求关系，在供应链建设上推进更丰富、更深层次的合作，共同打造一条最具竞争力的产业供应链。使客户的生产和运营更离不开宝钢，也使宝钢分享供应链优化创造的价值。

图8. 宝钢覆盖全国主要工业基地的剪切配送体系

资料来源：宝钢国际、东海证券研究所

目前宝钢以剪切配送中心为核心的供应链已经覆盖了以冷轧产品为主的 600 万吨商品材。规划将达到 800 万吨的能力。是国内剪切加工量最大、加工

网点最多、地域分布最广的钢材剪切加工配送服务网络。覆盖了长三角、珠三角、渤海湾、东北等国内主要工业基地。

4.6 又有大规模冷轧工程产能爬坡或投产，赶上好时机

2008 年和 2009 年是宝钢冷轧工程的集中投产时段，共有 300 万吨冷轧轧制产能和 140 万吨后续涂镀产能投产，约将原有产能扩大了 45%。这些新建项目的产能爬坡或投产正逢当前冷轧市场转暖的时机。依靠宝钢长期积累的技术实力和产品营销网络，今年新增产能将迅速进入市场。

这些处于产能爬坡和新投产的工程有：

- 五冷轧主体工程：2008 年陆续投产，汽车板区域有 165 万吨高强钢产能，硅钢区域有 20 万吨中高牌号电工钢和 8 万吨取向硅钢产能。
- 2030 区域电镀锌机组：2008 年投产，新增 30 万吨镀锌板产能。
- 五冷轧超高强钢中试机组：2009 年二季度投产，新增 20 万吨产能。
- 梅钢热轧产品结构调整技改：将在 2009 年下半年陆续投产，将新增 85 万吨的冷轧和涂镀板产能。
- 黄石涂镀板公司冷轧工程：2009 年三季度投产，新增 20 万吨冷轧板轧制产能。

5. 不锈钢业务具备扭亏条件，全年产销量预期增加 30%

宝钢的不锈钢业务自 2005 年进入宝钢股份以来，被定位于钢铁主业“目标集聚”的重点产品之一。当前该业务需求显著好转，生产开足马力，主要的不锈钢产线纷纷达产或达到历史最高产能水平。在曾经引起亏损的镍成本控制上，也通过执行“减少库存、及时生产、不囤货，不赚差价”的理念降低了风险。同时宝钢已将约一半的产能往节镍或不含镍的产品方向开拓。今年镍的成本控制风险已经大大降低。在当前市场较好的情况下，恰逢不锈钢冷轧后续工程的关键机组投产，冷轧不锈钢产能大幅提升正是“时机”。综合来看，宝钢的不锈钢业务今年具备了扭亏条件，很可能成为一个亮点。

5.1 需求显著好转，生产开足马力，主要不锈钢产线首次月达产

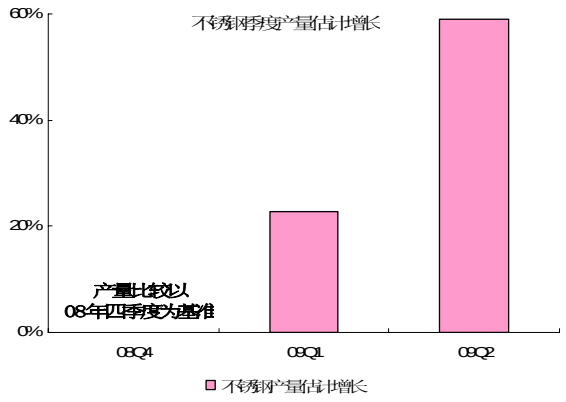
二季度以来宝钢不锈钢产品的市场需求有显著好转。宝钢不锈钢的下游用户主要集中在汽车、家电、厨卫器皿、建筑装潢、环保、石化等领域。下游行业的转暖，带动了宝钢不锈钢产品的产销量。产销规模的扩张将成为今年宝钢不锈钢业务提升盈利能力的关键。

整个不锈钢事业部 5 月份不锈钢产量近 13 万吨，创不锈钢工程投产 5 年来的新纪录。16 项经济技术指标刷新历史最好成绩。宝钢不锈钢分公司是宝钢不锈钢连铸坯和热轧板的生产基地。今年 5 月该基地两条不锈钢连铸线的出坯量均超过 6 万吨，首次实现双线月达产。不锈钢热轧板生产线，由于订单饱满

7 月将挑战机组设计产能。

宁波宝新是宝钢股份目前最重要的不锈钢冷轧生产基地，设计产能为 60 万吨。曾经由于需求不足，2006~2008 年都仅实现 40~45 万吨的产量。而今年 5、6 月宝新不锈钢的生产、销售都达到了 5 万吨，实现了四期投产 4 年来首次月达产。

图9. 宝钢不锈钢业务自国际经济危机以来生产情况估计



资料来源：东海证券研究所（图示数据为估计值，仅作半定量示意）

综上所述，宝钢不锈钢业务的炼钢、热轧、冷轧工序近期都创造或接近了历史最高产量。根据我们的模型测算，自国际经济危机以来，宝钢不锈钢业务很可能出现连续三个季度环比改善。今年全年的产量可能挑战 120 万吨的历史记录。

5.2 着眼长期资源瓶颈，大力发展节镍产品，50%的产品不需要镍

镍是生产传统 300 系奥氏体不锈钢的重要而昂贵的原材料，占原材料成本的 80%。镍价的波动是不锈钢业务成本控制的难点。宝钢不锈钢业务曾在 2007 年因为镍价的下跌而亏损。同时较高的镍含量，使得 300 系不锈钢的价格在镍价较高时可比基本不含镍的 400 系列贵一倍以上，用户的使用成本也较高。

为了节约较为稀有的镍原料，也避免长期资源瓶颈对不锈钢业务的制约，宝钢一直是国内低镍不锈钢品种的积极开发和推广者。宝钢不锈钢工程的节镍产品设计比例是 20%。通过多年的技术开发和用户拓展，当前产品中基本不含镍的 400 系列已经达到了近 50%的比例。同时宝钢已经具备了低镍的 200 系列不锈钢产品的自主知识产权和批量生产能力，正在加紧拓展下游用户。

这是一个符合国际发展趋势、引领国内产业进步的战略。在日美等发达国家，400 系不锈钢占到不锈钢产量的 40%。日本著名钢厂 JFE 在 2004 年已经将所有的不锈钢产能全部转成 400 系，停止了含镍的 300 系不锈钢生产。而拥有庞大不锈钢产能的宝钢股份，如今把一半以上的产能转移到低镍或基本无镍的不锈钢品种上去，既减少了高价镍原料的制约，也可以向用户提供性价比更优

的不锈钢产品，是一个双赢的选择。

表3. 200、300、400 系不锈钢合金成分对比

	镍	铬	锰
200 系列典型牌号：201	3.5~5.5	16~18	5.5~7.5
300 系列典型牌号：304	8.0~10.5	18~20	≤2.00
400 系列典型牌号：430	≤0.03	16~18	≤0.8

资料来源：《中外钢铁牌号》

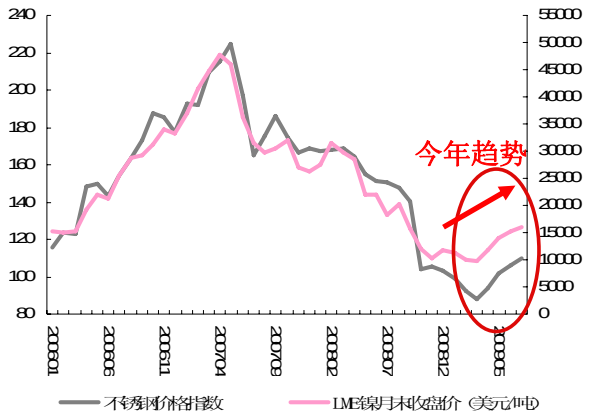
5.3 镍成本控制力加强

为了避免再次出现镍价大幅下降过程中，产品价格跌幅大于成本跌幅的“超跌”情况。宝钢股份目前推进高镍原料“JIT”供货模式对镍成本进行控制。即减少镍库存，使得采购的镍原料尽可能早地进入销售产品的成本，增加产品成本与价格的“匹配”程度，严格执行“不囤货，不赚差价”的理念。

5.4 镍价持续上涨有助于不锈钢业务盈利

今年二季度以来，镍价持续上涨。由于当前价格仍然位于 2006 年以来的低位，随着世界经济的逐渐复苏，未来镍价即使不延续升势，大幅下跌的可能性很小。这使得高镍原料 JIT 采购模式下，当期产品中镍成本能保持在低于或相当于镍原料市场价的水平，对控制产品毛利非常有利。

图10. 2006 年以来 LME 镍价格和不锈钢指数走势



资料来源：我的钢铁、Wind

5.5 不锈钢大规模冷轧项目投产恰逢市场走暖，把握“时机”成就“商机”

今年 7 月，宝钢不锈钢分公司冷轧后续项目中的核心机组—单机架 20 辊冷轧机和冷轧板退火酸洗机组进入热负荷试车。预计产品将在三季度末全面推出。此前宝钢股份的冷轧不锈钢板材仅有宁波宝新一个生产基地。该机组投产后，将新增 66 万吨不锈钢冷轧板生产能力，将宝钢股份的冷轧不锈钢产能提高到 126 万吨的水平，相当于 2008 年全国产量的约 40%。

此前不锈钢分公司已经实现 150 万吨不锈钢炼钢和热轧生产能力。不锈钢分公司的冷轧后续工程建成后，宝钢股份将具有对原有 150 万吨不锈钢连铸和热轧产能充分的深加工能力。根据当前不锈钢冷轧板与热轧板的价差来看，09

年将增加近 10 亿的营业收入。

表4. 宝钢股份不锈钢业务主要生产基地

分/子公司	产线	主体工程投产时间	参考产量（万吨）
不锈钢分公司	世界上第一座不锈钢、碳钢联合钢厂，其中炼钢与热轧部分已于 2005 年投产，冷轧工程将于 2007~2010 年陆续投产。	2005	130（热轧）
		正陆续投产	66（冷轧）
宝新不锈钢有限公司（持股 54%）	1996 年由宝钢集团于日新制钢等合资组建，先后分四期建成 60 万吨冷轧不锈钢生产能力。	1998~2005	62

注：其中未包含总投资近 50 亿元的上海克虏伯不锈钢有限公司。该公司由宝钢集团占有 40%股份。目前有约 29 万吨的冷轧不锈钢板生产能力。不锈钢分公司的产线中未包括碳钢产量。

资料来源：宝钢股份经营报表、东海证券研究所

5.6 针对重点区域、重点客户完善不锈钢加工与配送体系

不锈钢产品是宝钢加工配送体系的重要产品之一。宝钢几乎在不锈钢工程投产的同时就开始了专业加工配送中心的建设。针对下游客户在在汽车、家电、厨具行业较为集中的情况，分别在广东、浙江和上海等上述制造业密集的区域建立了不锈钢专业加工配送中心。采用与汽车板相类似的手段，进行不锈钢产品的营销。

表5. 宝钢股份与下游战略客户紧密结合的不锈钢加工配送网络

分/子公司	公司定位
佛山宝钢不锈钢加工配送有限公司（100%）	定位于全国最大的不锈钢加工配送中心之一，产品主要为家用电器和汽车用不锈钢板。用户包括当地美的、科龙和格兰仕、广州本田等下游行业龙头。
上海宝钢不锈钢加工配送有限公司（100%）	定位于华东地区乃至全国的不锈钢冷、热轧、棒、线、管坯产品的加工配送、表面处理、交易的物流基地和不锈钢领域最具竞争力的超市式营销服务平台。
宁波宝钢不锈钢加工有限公司（100%）	定位于向浙江地区的不锈钢用户提供从订货到剪切加工、物流配送的全流程个性化服务。用户包括方太、帅康、老板等多家著名家电、厨卫生产企业。

资料来源：宝钢股份经营报表、东海证券研究所

5.7 可待连续三季度不锈钢业务环比好转，今年期望毛利转正

总体来说，不锈钢业务自国际经济危机以来，在今年前三季度出现环比改善的可能性很大。今年全年的产销量预计比 2008 年增加 30%。由于不锈钢钢价仍位于低位，营业收入预期基本持平，但毛利率转正。

表6. 不锈钢业务进入宝钢股份以来的业绩与今年预测

统计期	销量万吨	营业收入（百万元）	营业成本（百万元）	毛利率
2006 年	104	18862	16557	12%
2007 年	99.5	20582	21771	-6%
2008 年	96.5	14976	16382	-9%
2009 年（全年）E	预计全年产销量提升 30%。由于不锈钢钢价仍位于低位，营业收入预期基本持平，但毛利率转正。			

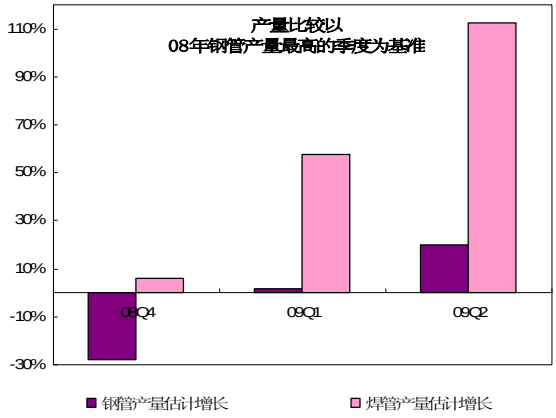
资料来源：宝钢股份定期经营报表，东海证券研究所

6. 钢管产量强劲反弹创新高，50 万吨 UOE 成为亮点

6.1 钢管产量强劲反弹，创新高

受国际经济危机影响，宝钢钢管产量曾在四季度环比大幅下滑约 40%。据估算，今年 1 季度已经强劲反弹至经济危机以前的情况，二季度预计产量创新高。其中焊管产量增加明显，中口径 HFW 和新投产的大口径 UOE 产线，基本处于满负荷状态。

图11. 宝钢钢管业务自国际经济危机以来生产情况估计



资料来源：东海证券研究所（图示数据为估计值，仅作半定量示意）

6.2 UOE 项目开足马力向西气东输工程供管

宝钢 UOE 项目 2008 年投产，设计产能 50 万吨，其中管线 40 万吨，结构管 10 万吨，是目前世界上装备最先进的大口径直缝埋弧焊管。该产品填补了我国高档次大口径油气输送管的空白。由于充分发挥了宝钢高水平炼钢-厚板-制管全流程的一贯制质量控制优势，在国内具有绝对领先的实力。今年该产线充分受益于西气东输项目，产品供不应求，产量屡创新高。6 月份产量破 3 进 4，全年产量预计超过 45 万吨。

7. 中厚板产量提升，中厚板分公司仍有边际贡献

今年是中厚板产品较为困难的一年。虽然估计二季度产量已恢复到历史高位，但由于今年宝钢产中厚板产能有较大提升，产能利用率仍然不高。随着主打产品船板需求大幅下降，中厚板价格相对其他产品反弹力度较弱。两个生产单元中，目前宝钢分公司厚板厂处于盈亏平衡状态。中厚板分公司仍有边际贡献，但仍有亏损。当前的亮点是管线钢的需求旺盛。随着下半年船板市场的止跌回升，整个中厚板业务在下半年的增长潜力较大。

7.1 全年中厚板产量预计大幅提升

今年宝钢中厚板业务的产量提升来源于中厚板分公司的产量爬坡与原宝钢分公司 5m 轧机二期完善工程的投产。

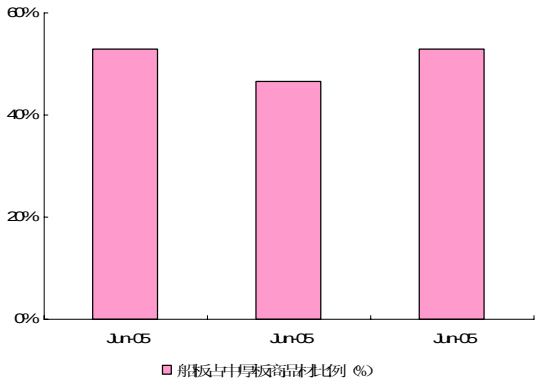
- 中厚板分公司 2008 年销量约 45 万吨。而期设计产能达 150 万吨。今年处于产能爬坡阶段，预计产量接近 100 万吨。
- 2008 年 12 月原宝钢分公司 5m 宽厚板轧机二期完善工程投产。在增加一台粗轧机后，将该轧机原先 140 万吨的产能提高到 180 万吨。该工程已于今年 3 月实现月达产。

所以乐观估计，2009 年中厚板产量可能提高到 250 万吨以上的水平（计入对 UOE 的内部供料）。其中商品材 210 万吨，比 2008 年的 171 万吨提升 23%。

7.2 期待造船市场回暖，管线钢为今年宽厚板业务亮点

船板历来占宝钢中厚板商品材的 50%左右，并且毛利较高。是船板、结构钢、管线钢、锅炉用钢、压力容器用钢等宝钢中厚板五大产品之首。由于国际经济危机后，造船业持续低迷。这是影响今年中厚板业务最大的不利因素。

图12. 近三年宝钢船板占中厚板商品材的比例



资料来源：宝钢股份经营报表

在造船市场不景气的情况下，宽厚板管线钢产品随着西气东输等石油运输工程的推进和宝钢 UOE 项目的投产，逐步发挥起业绩支撑的作用。宝钢 08 年投产的 UOE 生产线所有用板由宝钢分公司厚板厂 5m 轧机提供。预计全年 5m 轧机仅向 UOE 项目内部供料就将达 45 万吨。

7.3 中厚板分公司孵化世界级炼铁技术和短流程生产工艺

中厚板分公司是宝钢生产宽厚板的两大生产基地之一。今年预期占宽厚板产量的 35%左右。中厚板分公司 2008 年投产当年出现了亏损。今年上半年预计仍然处于亏损状态。盈利能力相对弱于近些年连续赢利的原宝钢分公司厚板厂。

宝钢在碳钢领域具有很强的产品开发能力和综合管理能力，厚板产品也不例外。2005 年宝钢分公司厚板厂投产当年就实现了月盈利。这是宝钢第一次涉足中厚板产品市场。而今宝钢已在中厚板的产品研发、生产经验和用户开发上有了较为成熟的经验，船板、管线钢等主要产品技术都处于全国领先。所以中厚板分公司的亏损，在产品上没有根本性的限制因素。

与宝钢分公司厚板厂区别较大的是，中厚板分公司采用了全新的熔融还原炼铁技术—Corex。Corex 是世界上唯一实现工业化生产的熔融还原炼铁技术，此前全世界仅有 4 套。该技术的根本性优势在于，能大幅节约焦炭和熟料矿，直接采用煤和块矿，从而更节能和环保。但这项技术至今仍未完善。中厚板分公司所遇到的基础投资大，原材料要求苛刻，设备故障多，铁水质量控制难，副产品煤气处理复杂等等都是 Corex 的典型问题，影响了产品的品质和产量的爬升。

所以，我们建议将中厚板分公司当前的亏损，看做是宝钢股份对完善 Corex 生产技术的投资。韩国浦项也曾投资 Corex 项目，并基于 Corex 开发出具有自主知识产权的 Finex 技术。如今 Finex 技术已经成为浦项推进海外扩张的重要砝码。未来宝钢同样有可能开发出稳定、成熟的，基于 Corex 的全套非高炉炼铁技术。作为传统高炉的重要替代技术之一，这具有重要的战略意义。一旦开发成功并推广，将大量节约生产用地，大幅度降低对环境的污染和对能源的消耗。其中二氧化硫排放不到高炉的 5%，且生产过程中产生的余能、余热、煤气等都能得到综合利用，形成完整的钢铁制造业循环经济产业链。相对传统的高炉炼铁，堪称“绿色炼铁”，对发展我国循环经济和城市环保意义重大。

宝钢拥有“高炉炼铁技术世界第一”的美誉，有系统的炼铁工序设计、建设、大修和运营能力。当前在第二套 Corex 的建设中，宝钢已经参与了设计，并在生产领域进行大量的二次创新设计和研究。虽然参考浦项的研发过程，宝钢的非高炉炼铁技术还难免要经历“十年磨一剑”的过程。但展望未来，宝钢将有可能凭借越来越成熟的非高炉炼铁技术，在国内落后产能的重组和国际新项目竞争中，获得巨大的优势。

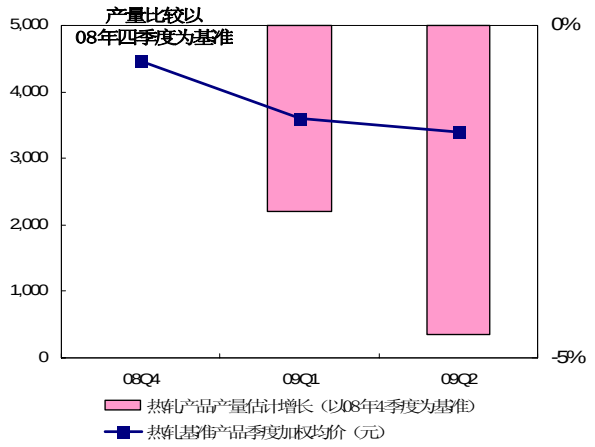
8. 热轧产能转向冷轧产品，需求全面好转还待明年

8.1 着眼未来，业务增长空间较大

根据估算，相对 08 年 4 季度，今年前两季度宝钢的热轧轧制量不减。其中主要是冷轧产品的带动。而热轧商品材由于市场需求不振，略有下降。目前整体产能还没有释放，待 2010 年好转后，该业务还有较大增长空间。

价格方面，与冷轧产品一样，二季度均价低于一季度。宝钢 6~7 月的涨价要到下半年才能有所体现。

图13. 宝钢股份自 2008 年四季度以来热轧商品材产销形势



资料来源：东海证券研究所（图示数据为估计值，仅作半定量示意）

8.2 一流的生产运营能力，实际产量远超设计产能

宝钢股份的热轧产线通过生产、设备、管理技术的改善和开发，实际产量

大大超过设计产能。如 2050 产线设计 400 万吨产能，如今已具备 540 万吨的能力。梅钢的 1422 产线是日本的二手设备，只有 70 万吨产能，技改后已达到 330 万吨的能力。宝钢股份 5 条热轧产线，总计已达到 1850 万吨的碳钢热轧生产能力（其中已扣除 150 万吨不锈钢热轧产能）。

9. 特钢业务投入“大手笔”，产品定位高端，盈利着眼未来

预计 2009 年上半年特钢业务仍然亏损。由于今明两年，将陆续有合金板带工程、热挤压钢管生产线等重大项目投产。较高的折旧将在 2010 年新产线产能爬坡和品种拓展期加大盈利的难度。

然而，自宝钢集团重组原五钢、二钢、钢研所和普钢的特钢业务以来，先后淘汰了原五钢 150 万吨落后炼钢产能，至 2010 年将累计投入近 100 亿技改资金。届时，宝钢的特钢业务将基本建成现代化的“四线四中心”，主要生产设备基本上全部由 2002 年以后新建或改造的现代化装备组成，宝钢特钢业务的资产质量发生了翻天覆地的变化。无论是合金板带、不锈钢型材等生产线还是钢丝绳、合金钢管等加工中心等都瞄准了高端产品，定位与国内已经出现过剩的中低端特钢产品有明显差别。预计特钢业务将在 2010 年经历新产线的产量爬坡、品种拓展和市场开拓，在 2011 年起将对股份公司的盈利做出持续和较为显著的贡献。

表7. 特钢业务进入宝钢股份以来的业绩

统计期	销量万吨	营业收入（百万元）	营业成本（百万元）	毛利率
2005 年	64.2	4476	4246	5.13%
2006 年	82.6	7978	7357	7.8%
2007 年	93.4	10561	10756	-1.8%
2008 年	82.4	9650	9926	-2.9%
2010 年 E	115	14600	/	预计毛利为负
2012 年 E	150（年复合增长 16%）	22500(年复合增长 23%）	/	预计毛利转正

资料来源：宝钢股份定期经营报表，东海证券研究所

目前在建的特种金属暨合金板带工程是宝钢特钢业务 “四线四中心” 战略规划中最后、也是投资规模最大、产品档次最高的投资项目，总投资高达 60 亿。2009 年 6 月，合金板带工程中炼钢连铸、炉卷热轧、一次冷轧和特种冶炼四大项目之一的炉卷热轧产线顺利投产。全部工程预计在 2010 年全部建成。届时将具有 28 万吨合金热轧板卷和 7.5 万吨合金冷轧板卷的生产能力。产品主要满足国家航空、航天、核电等领域的发展需求，为市场紧缺的钛及钛合金、高温合金、镍基耐蚀合金、精密合金、特种不锈钢、合金结构钢、合金工具钢等七类钢种板卷，不少产品将填补国内空白。预计年销售收入 83 亿元。

特钢分公司另一条在建的主要产线—热挤压钢管生产线，预计也将于 2010 年建成。投产后将年产 2 万吨产镍基合金、钛及钛合金、双相不锈钢等无缝钢

管，填补国内不锈钢热轧成品管的空白，产品将广泛应用于核电建设、石油钻探、火电、化工等领域。

表8. 宝钢特钢业务“四线四中心“的建设情况

	项目	投产时间	简介
“四线”	不锈钢长型材生产线	2003	具有世界顶尖水准的中国首条不锈钢长型材生产线
	合金钢棒材生产线	2005	现代化的高效连轧机
	特殊合金及高合金生产线	2007	镍基合金、高合金钢及工模具钢生产线
	合金板带生产线（工程）	正陆续投产	国内首条大型特种金属及合金板带工程。
“四中心”	银亮材加工中心	2002	主要生产特钢银亮精品材，实物质量达到国际先进水平
	金属制品加工中心	2002	专业生产高性能钢丝绳、油回火弹簧钢丝、PC 钢丝钢铰线、弹簧钢丝、镀锌-铝钢丝等
	精密冷带加工中心	2003	国内最大的精密冷带材料生产基地。产品广泛应用于电子、电力、电讯及国防军事工业。
	特种合金钢管加工中心	主线在建	将通过热挤压钢管生产线（在建）提升产品档次和产量

资料来源：宝钢股份经营报表、东海证券研究所

10. 年度主要财务指标预测

自二季度以来宝钢股份复苏趋势确定。但由于产品提价的时间接近上半年末，预计中报可能难以全面反映宝钢股份此刻的复苏力度。盈利的改善要等到下半年才会有更直接的体现。展望 2010~2011 年，第二波复苏将具有“受益更加持久，价格和毛利上升空间更大，上下游互惠关系更牢固的和受益企业将更集中”的特点，宝钢股份的业绩预计仍能保持增长趋势。

根据上述对各业务的分析和总结，提出了对宝钢今年各业务开展情况的基本预测。针对目前钢材销量和价格节节上升的现状，在基本预测的基础上，还做了乐观性预测。从而给出了可能的盈利区间。

表9. 基于基本分析的 2009 年业务预测

	基本预测		乐观预测	
	全年商品材销量	下半年均价	全年商品材销量	下半年均价
冷轧业务	↑7%	↑5%	↑14%	↑11%
热轧业务	↓17%	↑3%	↓13%	↑7%
中厚板业务	↑10%	↑3%	↑22%	↑6%
钢管业务	↑15%	↑3%	↑30%	↑7%
不锈钢业务	↑18%	↑4%	↑30%	↑8%
特钢业务	↑0%	↑1%	↑15%	↑2%
其他主要业务：贸易			营业收入按钢材业务的固定比例设定，毛利率参考历史数据	

注 1：冷轧业务含宝日冷轧产量，相应的热轧业务除去向宝日的内部供料。
注 2：全年商品材销量变化百分比为相对 2008 年的预测。下半年价格变化百分比为相对 09 年 7 月出台价格的预测。

对 2009 年宝钢股份的主要财务预测如下：

表10. 主要财务指标预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E 基本	2009E 乐观
营业收入（百万元）	58638	126608	162142	191273	200331	159857	170651
营业利润（百万元）	13548	18485	19535	19477	8304	8693	11835
净利润（百万元）	9439	12534	13600	13422	6601	6958	9468
每股收益（元）	0.75	0.80	0.74	0.73	0.37	0.39	0.53
每股净资产（元）	3.35	4.25	4.68	5.05	5.25	5.40	5.40

以上业绩预测基于对市场的一系列假设，可能存在以下风险：

- 钢材整体需求虽然已经起来，但随着市场好暖，停产或减产的企业将

重新开足马力，未来庞大的生产能力有可能对当前较为兴旺的市场造成负面冲击。

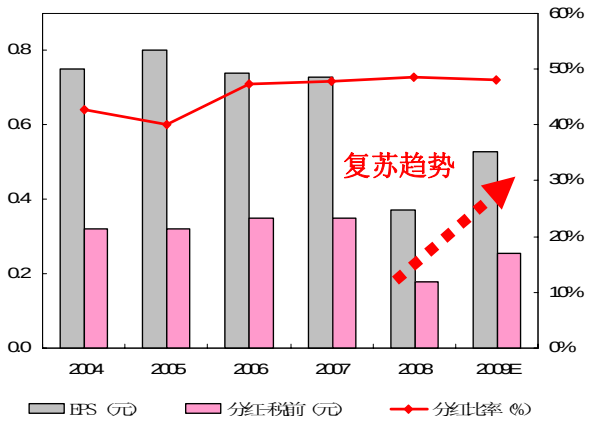
- 当前其他大型钢厂的新建冷轧项目较多，并大多以汽车板、家电板等宝钢的主要冷轧产品市场为目标，正在积极开拓用户。所以存在宝钢的冷轧产品被其他国内钢厂产品替代，或宝钢冷轧产品量增、价难提的风险。
- 以造船、集装箱制造业等为代表的热轧和中厚板下游用钢行业仍未实现 V 型反转，需求仍然不旺。宝钢的这两大业务盈利复苏的前景仍不确定，还需动态跟踪。
- 宝钢今年有较多重大项目投产，包括梅钢的热轧产品结构调整技改工程、不锈钢冷轧工程、特钢的合金板带工程、黄石冷轧工程等。虽然有宝钢强大的体系支撑，但梅钢、不锈钢分公司、特钢分公司和黄石涂镀板公司都是首次投产类似工程，存在投产过程不顺利的风险。

11. 稳健的投资价值和巨大的估值提升空间

宝钢股份的经营业绩正在走向复苏。正常年份宝钢股份历史 EPS 稳定在 0.7~0.8 元。今年预计盈利区间为 0.39~0.53 元，将恢复到历史业绩的 50~70%。对应当前股价 PE 为 17~23 倍。当业绩恢复到历史正常水平时，PE 将降至 12.2 倍。

宝钢股份历来坚持高分红。近 5 年中分红始终高于当年 EPS 的 40%，正常经营年份的分红保持在每股 0.32~0.35 元。根据历史分红比例，当前股价相当于今年 1.9~2.7%和经营复苏后 3.6%的股息率，是少数股息率高于当期银行活期和一年期定期存款利率的公司。具有十分稳健的价值投资价值。

图14. 宝钢近 5 年 EPS 和分红情况

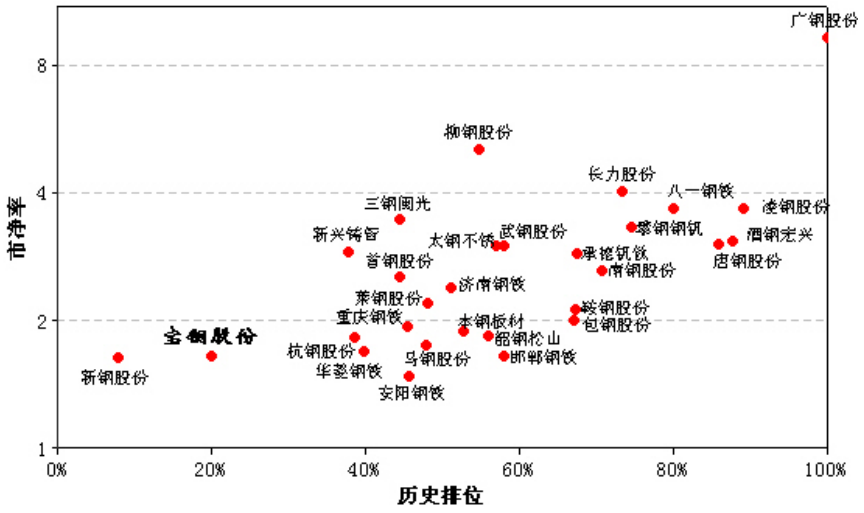


资料来源：宝钢经营报表

钢铁是强周期行业。2008、2009 年钢铁行业处于低谷期，钢铁公司的 EPS 相对正常年份波动较大，容易造成短期 PE 估值的失真。此时，PB 估值由于稳

定的优点，成为另一个值得参考的估值方式。宝钢股份的 PB 估值当前同时处于自身交易历史和同类企业的低位，明显相对低估。

图15. 宝钢股份市净率相对自身交易历史以及其他普钢板块个股的比较



资料来源：Wind、东海证券研究所

综合来看，宝钢股份复苏趋势明确，并有能力维持长期增长。当前价位仍未充分反映价值，维持“买入”评级。给予目标价 12 元，对应于自身交易历史上 PB 估值的的中位数水平，相当于复苏后正常经营年份的 16 倍 PE 和 2.7%的股息率水平。

附注:

分析师简介:

吴培文：钢铁行业助理分析师。工学硕士，毕业于清华大学材料工程与科学系。4 年行业工作经验，曾在大型钢铁企业从事战略产品的开发，全面参与了我国自主集成与开发的取向硅钢产品项目。拥有大型生产项目开工调试经验和多项钢铁专利及技术秘密。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10% - 20%
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅>10%

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层
网址：http://www.longone.com.cn
电话：（86-21）50586660 转 8638
传真：（86-21）50819897
邮编：200122