

张士宝 林向涛
 0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn

2009年12月13日

宝钢股份(600019.SH)/9.17元

如期上调出厂价格，龙头风范尽显

原材料·钢铁

目标估值: 12元

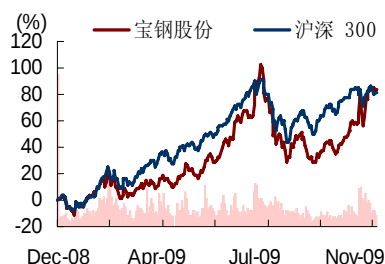
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3247
总股本(万股)	1751200
已上市流通股(万股)	1751200
总市值(亿元)	1606
流通市值(亿元)	1606
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	-2.5
资产负债率	50.8%
主要股东	宝钢集团有限公司
主要股东持股比例	74.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	37	73
相对表现	21	14	-10



相关报告

- 1、《钢铁行业 2010 年度投资策略——规模和资源、区域优势及整合是 2010 年钢铁股投资主线》2009/12/08
- 2、《宝钢股份(600019)——业绩符合预期，估值优势显现》2009/10/30
- 3、《宝钢股份(600019)——业绩超预期 继续深耕独有领先产品》2009/9/1
- 4、《宝钢股份(600019)——高处“能”胜寒》2008/9/4

宝钢上周末出台 2010 年 1 月份出厂价格，几乎所有品种价格进行上调并取消优惠价格，经测算，在成本不变的情况下此次调价将增厚单月 EPS0.03 元，增厚 10 年一季度 EPS0.09 元。宝钢深耕独有领先产品，是国内技术最先进、规模最大、盈利能力最强的钢企之一，在钢铁行业大变革环境中将继续享有领先优势，且历年分红比例高，我们重申公司“审慎推荐-A”的投资评级，目标价 12 元。

- **大部分钢铁产品出厂价格上调 300-600 元/吨：**其中热轧上调 300 元/吨，取消 200 元优惠，冷轧上调 550 元/吨，酸洗上调 400 元/吨，热镀锌上调 400 元/吨，电镀锌上调 600 元/吨，彩涂上调 300 元/吨，硅钢上调 600 元/吨，厚板、船板上调 50 元/吨，取消 100 元优惠；
- **调价增厚 2010 年 1 季度 EPS0.09 元。**按照单季度销售 580 万吨钢材估算，在成本不变的情况下增厚 2010 年 1 季度利润税前 20.9 亿，折 EPS0.12 元，考虑所得税增厚 1 季度 EPS0.09 元；
- **预计宝钢 2010 年新增粗钢产量 100 万吨，钢材增加 150 万吨左右。**其中冷轧新增产量 100-130 万吨，子公司梅钢设计产能 85 万吨，明年达产后新增产量 70-80 万吨，而五冷轧设计产能 150 万吨，2009 年产量 100 万吨左右，2010 年达产达效新增产量 50 万吨；
- **深耕独有领先产品，重点产品实现创新突破：**宝钢产品覆盖以汽车板、家电板为代表的战略产品群，取向硅钢直接瞄准最高档次的产品和最新低温工艺技术，全部覆盖高磁感低铁损产品的所有牌号；建设成国内第一条、国际第四条超高强度钢板专用生产线，瞄准汽车工业对高强度钢的巨大市场需求；
- **市场影响：**虽然宝钢调价一般滞后市场，但宝钢作为国内钢铁龙头企业，出厂价格一般具有风向标左右，引发其他钢企跟风上调出厂价格。
- **预估每股收益 09 年 0.36 元、10 年 0.65 元。**宝钢是国内技术最先进、规模最大、盈利能力最强的钢企之一，在钢铁行业大变革环境中将继续享有领先优势，且历年分红比例高，给予 6 个月目标价 12 元，相当于 2010 年 18 倍 PE。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	191559	200638	152602	186363	208347
同比增长	18%	5%	-24%	22%	12%
营业利润(百万元)	19904	8687	8054	14884	16942
同比增长	0%	-56%	-7%	85%	14%
净利润(百万元)	13145	6842	6260	11308	12542
同比增长	-2%	-48%	-9%	81%	11%
每股收益(元)	0.75	0.39	0.36	0.65	0.72
PE	12.2	23.5	25.7	14.2	12.8
PB	1.8	1.7	1.7	1.5	1.4

资料来源：招商证券

表1: 宝钢股份2010年1月份出厂价调整方案

品种	调价幅度
中厚板	中厚板上调 50 元/吨, 取消优惠 100 元/吨; 普通船板(A 板)表列价 4000, 普碳 Q235A 价 3700, 低合金 Q345A 价 3850, 容器板 Q345R 价 4000;
热轧	上调 300 元/吨, 取消优惠 200 元/吨; 现 2.75-3.0mmSPHC 表列价为 4242 元/吨, SS400 直发卷表列价为 3842 元/吨;
冷轧	上调 550 元/吨; 现 1.0mmSPCC 表列价为 5526 元/吨;
酸洗	上调 400 元/吨; 现 2.75-3.0mmSPHC 表列价为 4797 元/吨;
镀锌板	热镀锌: 上调 400 元/吨; 现 1.0*1250DC51D+Z 表列价 5377 元/吨; 电镀锌: 上调 600 元/吨; 彩涂: 上调 300 元/吨;
无取向硅钢	上调 600 元/吨。

资料来源: Mysteel, 招商证券

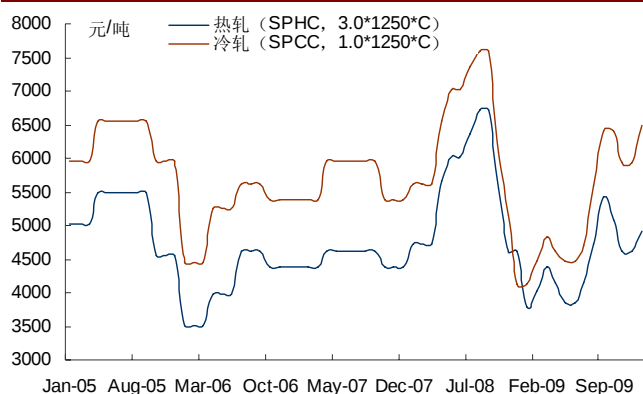
值得关注的是, 台湾中钢11月份末下调了2010 年一、二月内销价格。平均下调280 台币/吨, 平均跌幅1.33%, 较12 月盘价跌幅缩小。其中跌幅最大为钢板, 每吨调降1,384 台币, 跌幅6%, 其余冷轧、电磁钢片及热浸镀锌跌幅介于1%-4%, 比较值得注意的是大宗品-热轧钢卷则维持平盘, 另外棒线及电镀锌钢卷亦维持平盘, 调整后钢价与市场水平相当。

台湾中钢只是下调了部分产品出厂价格, 大宗品热轧价格保持不变。在预期煤炭、铁矿石涨价的背景下, 2010年1季度钢价有望保持升势。

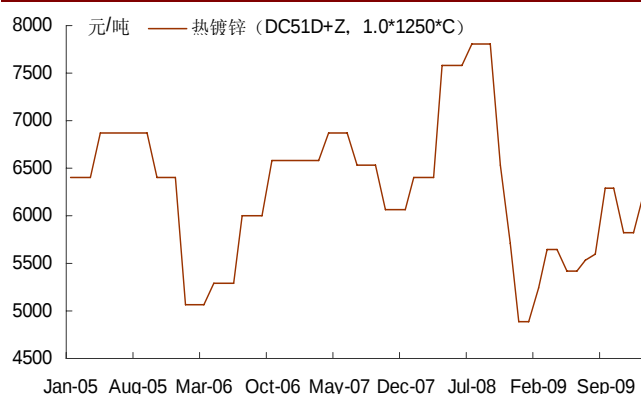
表2: 台湾中钢2010年1-2月钢材内销价格

品种	台币		美元		人民币	
	价格	涨跌	价格	涨跌	价格	涨跌
中厚板	22770	-1384	706	-43	4824	-293
棒线	23817	0	738	0	5046	0
热轧板卷	18813	0	583	0	3986	0
冷轧板卷	22909	-129	710	-4	4854	-27
热镀锌	29535	-1157	916	-36	6257	-245
电镀锌	25600	0	794	0	5424	0
电工钢	26680	-800	827	-25	5653	-169

资料来源: 招商证券

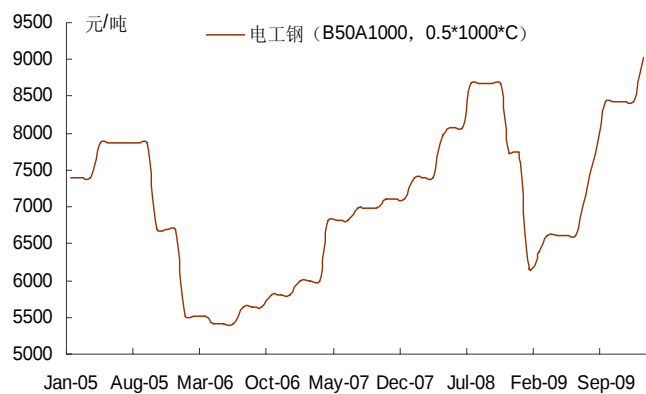
图1: 冷轧上调550元/吨, 热轧上调300元/吨


资料来源: 宝钢股份, 招商证券研发中心

图2: 热镀锌上调 400 元/吨


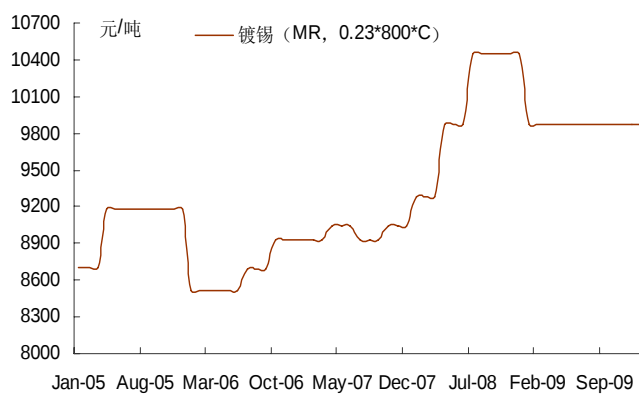
资料来源: 宝钢股份, 招商证券研发中心

图3：无取向硅钢上调600元/吨



资料来源：宝钢股份，招商证券研发中心

图4：镀锡板价格保持不变



资料来源：宝钢股份，招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	76624	58759	61644	90724	118313
现金	11240	6852	19257	38385	57080
交易性投资	1638	1141	1045	1256	1480
应收票据	5657	4501	4578	5591	6250
应收款项	6312	5269	3931	5144	6325
其它应收款	866	736	687	839	938
存货	39069	35645	28296	34640	40439
其他	11842	4616	3850	4870	5800
非流动资产	111712	141262	124585	111668	100136
长期股权投资	3754	3850	3850	3850	3850
固定资产	81552	109188	109983	97532	86491
无形资产	5627	5965	5368	4831	4348
其他	20779	22260	5384	5455	5448
资产总计	188336	200021	186229	202392	218449
流动负债	75885	72042	53906	62081	69280
短期借款	20481	24104	15000	15000	15000
应付账款	17176	18622	14437	17044	19032
预收账款	9338	9219	7425	8603	9788
其他	28891	20097	17044	21434	25459
长期负债	17850	30141	30041	29999	29951
长期借款	16432	14202	14172	14142	14112
其他	1418	15939	15869	15857	15839
负债合计	93735	102183	83946	92079	99230
股本	17512	17512	17512	17512	17512
资本公积金	33646	36807	36807	36807	36807
留存收益	37418	37748	42130	50045	58825
少数股东权益	6097	5881	5944	6058	6185
母公司所有者权益	88576	92066	96448	104364	113143
负债及权益合计	188336	200021	186229	202392	218449

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	19506	16244	28542	23654	23348
净利润			6260	11308	12542
折旧摊销			13896	13251	11757
财务费用			1620	1460	1269
投资收益			(670)	(690)	(710)
营运资金变动			9931	(2165)	(1754)
其它			(2494)	489	243
投资活动现金流	(22309)	(27602)	(95)	(311)	(274)
资本支出			0	0	0
其他投资			(95)	(311)	(274)
筹资活动现金流	1636	2704	(16041)	(4215)	(4380)
借款变动			(13155)	(30)	(30)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1878)	(3392)	(3763)
其他			(1009)	(792)	(587)
现金净增加额	(1167)	(8654)	12406	19128	18694

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	191559	200638	152602	186363	208347
营业成本	162926	175894	137494	162322	181262
营业税金及附加	1252	1219	763	1118	1250
营业费用	2018	1853	1526	2050	2292
管理费用	5220	5676	3815	5218	6042
财务费用	955	2096	1620	1460	1269
资产减值损失	810	5894	0	0	0
公允价值变动收益	28	3	30	10	10
投资收益	1499	677	640	680	700
营业利润	19904	8687	8054	14884	16942
营业外收入	257	472	350	360	370
营业外支出	427	622	400	410	420
利润总额	19734	8537	8004	14834	16892
所得税	5885	1553	1681	3412	4223
净利润	13849	6984	6323	11422	12669
少数股东损益	704	142	63	114	127
母公司所有者净利润	13145	6842	6260	11308	12542
EPS (元)	0.75	0.39	0.36	0.65	0.72

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	18%	5%	-24%	22%	12%
营业利润	0%	-56%	-7%	85%	14%
净利润	-2%	-48%	-9%	81%	11%
获利能力					
毛利率	14.9%	12.3%	9.9%	12.9%	13.0%
净利率	6.9%	3.4%	4.1%	6.1%	6.0%
ROE	14.8%	7.4%	6.5%	10.8%	11.1%
ROIC	10.9%	6.3%	5.8%	9.0%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	49.8%	51.1%	45.1%	45.5%	45.4%
净负债比率	20.8%	21.2%	15.7%	14.4%	13.3%
流动比率	1.0	0.8	1.1	1.5	1.7
速动比率	0.5	0.3	0.6	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0
存货周转率	4.6	4.7	4.3	5.2	4.8
应收帐款周转率	32.3	34.7	33.2	41.1	36.3
应付帐款周转率	11.2	9.8	8.3	10.3	10.0
每股资料(元)					
每股收益	0.75	0.39	0.36	0.65	0.72
每股经营现金	1.11	0.93	1.63	1.35	1.33
每股净资产	5.06	5.26	5.51	5.96	6.46
每股股利	0.18	0.18	0.11	0.19	0.21
估值比率					
PE	12.2	23.5	25.7	14.2	12.8
PB	1.8	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	15.0	19.9	21.3	16.9	16.7

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。07、08年两度入围新财富钢铁行业最佳分析师，2009年新财富钢铁行业最佳分析师第四名。

林向涛：招商证券钢铁行业助理分析师，清华大学金融学学士。

黄星：经济学硕士，2009 年加入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。