

业绩表现优异

- 2010 年一季度宝钢股份实现营收 443 亿元，同比增长 37%，实现营业利润 51 亿元，同比大幅增长 137 倍，实现净利润 39.3 亿元，实现每股收益 0.22 元，去年同期仅为 0.01 元。

研究结论

- 一季度宝钢盈利基本符合我们预期（见《一季报前瞻》），也明显好于行业整体水平。单季度吨钢毛利 1019 元/吨，环比增长 38%，不过仍低于 1200 元/吨的历史平均水平，这主要受益于产品售价的提升和成本上涨的滞后。
- 公司预计中报业绩同比增长 6 至 10 倍，即在 0.28~0.44 元之间，意味着二季度环比可能下滑，这主要是受铁矿石价格大幅上涨的影响。尽管如此，在今年 4、5 月继续上调价格后，二季度均价较一季度上涨 400 元/吨以上，预计二季度宝钢业绩表现仍将继续好于行业平均。
- 近期宝钢股价的弱势表现主要受以下因素影响：1) 进口矿石从年度长协转为季度定价；2) 汽车板和家电用板定单下滑预期。我们认为股价下跌对负面预期已经反映过度。
- 虽然矿石谈判预期对长协比例最高的宝钢影响负面，但产品定价能力使公司受新定价模式的影响相对有限，从历史看宝钢盈利主要取决于其产品差异化的盈利能力，而矿石优势占比较低。从下游需求看，在汽车产销量没有明显下滑前，宝钢冷轧系产品将保持较强的定价能力。
- 从工业化阶段看，中国钢铁行业已经从量增发展到质变阶段，普通钢铁产品需求增速将呈下降趋势，而随着我国汽车等高端耐用品的快速增长和先进设备制造业崛起、中国对高端钢材需求仍有大幅增长空间。定位于高端板材产品的宝钢将是未来行业发展趋势的明显受益者。
- 从行业层面看，随着进口矿石定价机制从年度转向季度定价和超预期地产新政的实施，市场对钢铁行业未来需求和盈利趋势忧虑加重，我们认为近期股价下跌已经充分反映这些负面冲击，但钢铁股的乐观表现仍需等待趋势向上的驱动因素。
- 从估值看，对应 10 年盈利预测的 P/E、P/B 分别为 9.3 倍和 1.1 倍，目前股价大幅下跌后具备明显吸引力，维持买入投资评级。

风险因素：

- 钢价下跌或订单下降



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

徐卫

钢铁行业分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108111182

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2010 年 4 月 29 日) 6.5 元

目标价格 10.5 元

总股本/A 股 (百万股) 17512/17512

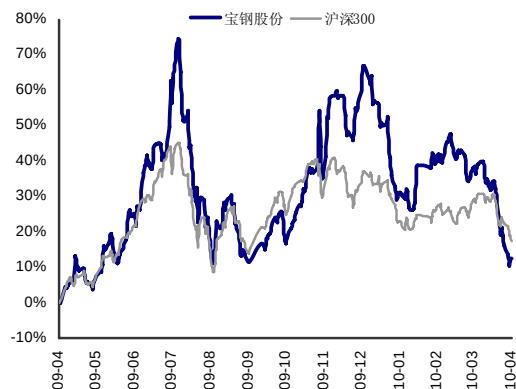
A 股市值 (百万元) 137995

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告日期 2010 年 4 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-5.1	-12.6	35.7
相对表现 (%)	-4.9	-8.2	3.6

资料来源：WIND

财务预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	197872	214934	226767
营业利润 (百万)	16959	18364	18828
净利润 (百万)	12837	13900	16033
EPS (元)	0.70	0.76	0.87
ROE (%)	12%	12%	13%
P/E(X)	9.3	8.6	7.4
P/B(X)	1.1	1.0	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

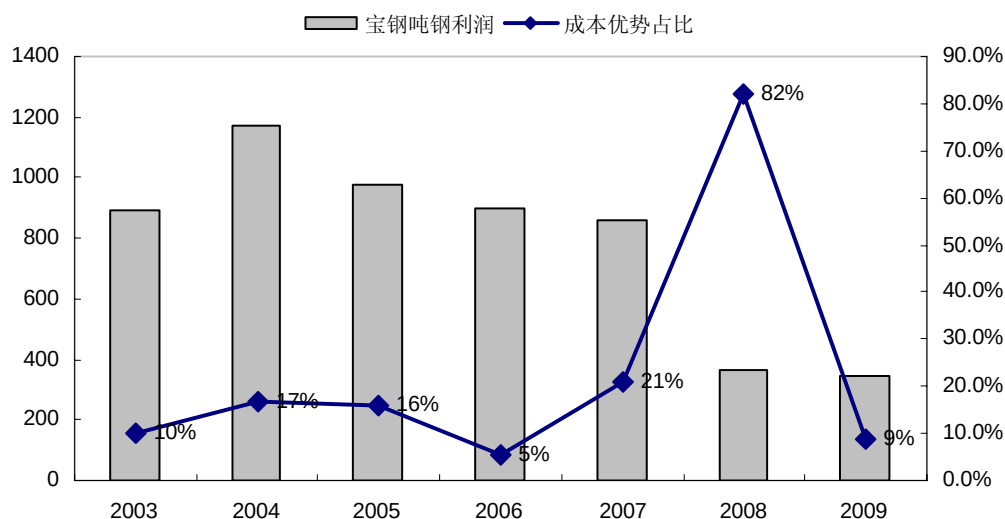
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：宝钢股份季度经营情况

		2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	YOY	QOQ
营业收入	百万元	32279	33104	40986	41958	44278	37.2%	5.5%
营业成本	百万元	31151	30925	34823	37434	37571	20.6%	0.4%
销售费用	百万元	307	327	369	456	404	31.6%	-11.5%
管理费用	百万元	934	1094	1158	1407	1011	8.3%	-28.1%
财务费用	百万元	521	372	414	369	365	-29.9%	-1.1%
减值损失	百万元	-960	95	190	40	-42		
营业利润	百万元	37	721	4165	2330	5134	13656.3%	120.3%
利润总额	百万元	141	755	4178	2221	5269	3636.9%	137.2%
净利润	百万元	89	580	3036	2112	3930	4316.8%	86.1%
EPS	(元)	0.010	0.028	0.172	0.120	0.220	2100.0%	83.3%
销售毛利率	(%)	3.50	6.58	15.03	10.78	15.15	11.7	4.4
粗钢产量	(万吨)	512.6	499.8	617.6	612.9	658.0	28.4%	7.4%
吨钢成本	(元/吨)	6077	6187	5639	6108	5710	-6.0%	-6.5%
吨钢售价	(元/吨)	6297	6623	6636	6846	6729	6.9%	-1.7%
吨钢毛利	(元/吨)	220	436	998	738	1019	363.1%	38.1%
吨钢费用	(元/吨)	344	359	314	364	271	-21.3%	-25.7%
吨钢利润	(元/吨)	7	144	674	380	780	10616.5%	105.2%

资料来源：东方证券研究所

图 1：宝钢成本优势在其吨钢利润中占比并不大


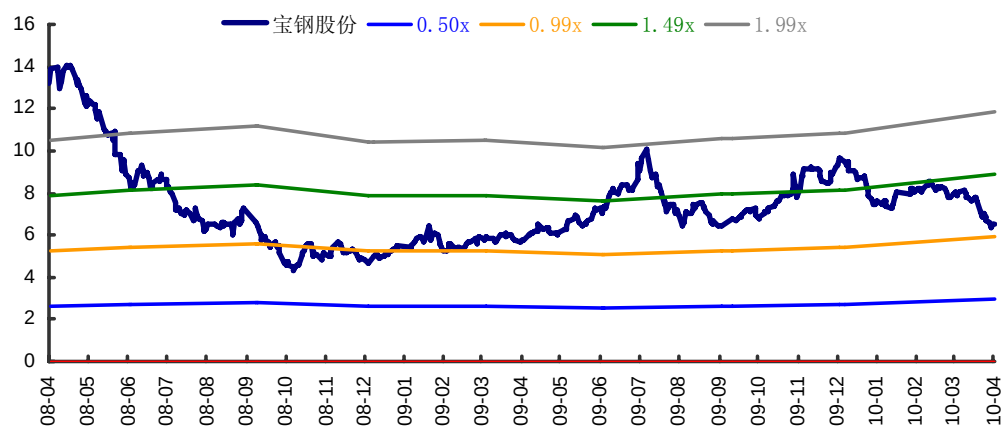
资料来源：东方证券研究所

图 2：宝钢 PE band 图



资料来源：东方证券研究所

图 3：宝钢 PB band 图



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	59607	72521	77128	79502	营业总收入	148525	197872	214934	226767
现金	5558	9894	10747	11338	营业总成本	141993	181641	197335	208742
应收票据	6674	8892	9658	10190	营业成本	134332	170673	186362	197114
应收账款	5566	5936	6448	6803	销售费用	1459	1979	2149	2268
预付账款	11045	14034	15323	16208	管理费用	4592	4947	4943	5216
存货	29462	32428	33545	33509	财务费用	1676	2440	2140	2219
非流动资产	143167	147124	148950	142721	其他经营收益	953	729	765	803
长期投资	4338	4555	4782	5021	投资净收益	953	729	765	803
固定资产	115466	119565	122582	126989	营业利润	7485	16959	18364	18828
在建工程	14437	14278	12111	3401	营业外收入减支出	41	-68	-74	2268
无形资产	7872	7915	8597	6803	利润总额	7526	16891	18290	21096
资产合计	202773	219644	226078	222223	减：所得税	2484	4054	4390	5063
应付项目	35389	34135	37272	39423	净利润	5043	12837	13900	16033
付息负债	52474	60990	53499	55485	少数股东损益	279	588	636	734
短期借款	21037	33733	24124	23669	归属母公司净利润	4764	12250	13264	15299
长期付息负债	31437	27258	29375	31816					
其他负债	13699	15489	17809	51	成长能力				
负债合计	101562	110614	108580	94959	营业收入同比	-26%	33%	9%	6%
所有者权益	101211	109031	117498	127264	EBITA 同比	-1%	70%	6%	3%
实收资本	17512	17512	17512	17512	归属母公司净利润同比	-26%	157%	8%	15%
资本公积	37314	37314	37314	37314	利润水平				
留存收益	40302	47652	55611	64790	销售毛利率	10%	14%	13%	13%
少数股东权益	6082	6552	7061	7648	销售净利率	3%	6%	6%	7%
负债和权益合计	202773	219644	226078	222223	整体绩效				
经营活动现金流	20407	19429	28608	32774	ROE	5%	12%	12%	13%
净利润	5043	12837	13900	16033	ROIC	5%	8%	8%	9%
折旧摊销	13281	14936	15322	16645	运营效率				
营运资金变动	2428	-7616	150	900	应收账款周转率	27.4	34.4	34.7	34.2
投资活动现金流	-14232	-18164	-16384	-9612	存货周转率	4.6	6.4	6.5	6.8
资本支出	-18454	-18920	-16854	-10548	偿债能力				
长期投资	602	512	537	564	流动比率	1.1	1.1	1.3	1.3
筹资活动现金流	-7468	3071	-11371	-22570	速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7
短期借款	-3067	12696	-9608	-455	EBITA / I	2.5	7.7	9.2	9.1
长期借款	-2145	-4180	2117	2442	资产负债率	50%	50%	48%	43%
普通股增加	0	0	0	0	每股指标				
资本公积	508	0	0	0	EPS	0.27	0.70	0.76	0.87
其他	-2764	-5445	-3879	-24557	每股净资产	5.43	5.85	6.31	6.83
现金净增加额	-1293	4335	853	592	P/E	23.9	9.3	8.6	7.4
					p/B	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn