

普钢



宝钢股份（600019）

推荐（维持）

行业性因素推动公司亏损业务环比有所好转

市场数据

报告日期	2010-8-28
收盘价(元)	6.32
总股本(百万股)	17512.05
流通股本(百万股)	17512.05
总市值(百万元)	110676.14
流通市值(百万元)	110676.14
净资产(百万元)	99471.05
总资产(百万元)	211240.09
每股净资产	5.68

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	148326	197475	223344	235628
同比增长(%)	-26.0%	33.1%	13.1%	5.5%
净利润(百万元)	5816	11486	13973	15228
同比增长(%)	-10.0%	97.5%	21.7%	9.0%
毛利率(%)	9.4%	12.0%	12.8%	13.1%
净利率(%)	3.9%	5.8%	6.3%	6.5%
净资产收益率(%)	6.1%	11.1%	12.3%	12.1%
每股收益(元)	0.33	0.66	0.80	0.87
每股经营现金流(元)	1.37	0.62	1.47	1.34

相关报告

《宝钢 7 月产品期价全面下调》2010-6-6

投资要点

事件:

公司公布2010年中报。报告期内公司销售商品坯材1,247.7万吨,实现营业总收入979.4亿元,合并利润总额108.4亿元,归属上市公司股东净利润80.51亿元。上半年实现基本每股受益0.46元。

点评:

- 产销按计划推进,上半年公司实现全年计划销售量和营业收入的50%和57.6%。公司2010 1H实现钢材销量1247.万吨,同比增幅23.2%,环比增幅1.39%;实现营业总收入979.4亿元,同比环比增幅分别为49.6%和17.9%;实现净利润80.51亿元,同比环比增幅分别为97.8%和56.2%。公司2010年计划销量商品坯材销量为2499 万吨、营业总收入1700 亿元、营业成本1481 亿元。上半年公司实现全年销售量和销售收入的50%,57.6%。公司计划全年毛利率在12.9%,上半年毛利率14.9%,考虑到公司7,8月份产品期价下调较大,同时三季度长协矿成本压力环比加大,我们预计公司全年毛利率水平难达预期。
- 受益钢价上涨和高盈利冷轧产品销量上升,公司毛利率综合毛利率为14.9%,同比环比均有上升。报告期内受益于下游汽车行业需求同比大幅回暖,公司钢材价格同比环比均有大幅上升。上半年公司吨材销售价格为5839元/吨,同比09 1H上升23.1%(4742元/吨),环比09 2H上升13.7%(5135元/吨);而同期受原料库存等影响,吨材成本上升幅度慢于价格上涨,2010 1H同比环比分别上涨10.5%和8.2%。

兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

刘建刚

S0190207100103

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

- 分产品看：
 - 冷轧产品：上半年冷轧贡献40%的销售收入，却贡献了69.3%的营业毛利，公司对冷轧产品的依赖性增强一方面说明报告期内下游汽车家电行业景气度好，冷轧品无论销量都历史高点；另一方面也反映公司其它产品盈利能力未有明显变化。上半年公司冷轧产品销量451万吨，同比上升141万吨，过去三个半年度冷轧产品的毛利率分别为6.81%、24.97%、28.2%。
 - 热轧：上半年热轧产品对营业收入和毛利的贡献分别为24%和32%。过去三个半年度热轧产品的毛利率分别为6.03%、18.3%、21.7%。
 - 钢管产品：上半年钢管产品对营业收入和毛利的贡献分别为7%和1.8%。过去三个半年度钢管的毛利率分别为16.4%、10.5%、4.4%。钢管产品受美欧双反影响以及国内钢管市场供大于求，毛利率下降很快。自09年上半年以来公司钢管产品销量基本没有上升，2009 1H, 2009 2H, 2010 1H销量分别为83.2, 82.8, 85.56万吨。而价格则一直处于历史低位，按公司分产品收入就散的吨钢管销售价格2009 1H, 2009 2H, 2010 1H分别为6816, 5670, 5622元/吨（不含税）。
 - 宽厚板：上半年宽厚板对营业收入和毛利的贡献分别为9%，营业毛利为-1.75亿元。过去三个半年度宽厚板的毛利率分别为-5.62%、-6.34%、-3.72%。上半年宽厚板尽管仍亏损，但毛利率环比有所回升，这主要得益于造船市场上半年小幅回暖，带动船板价格低位反弹。公司上半年宽厚板平均价格4390元/吨，环比升幅7.6%。船板市场的回暖在其它公司如鞍钢、莱钢、韶钢等的中报中也有体现。
 - 特殊钢产品：上半年特殊钢产品对营业收入和毛利的贡献分别为6%，营业毛利为-3.56亿元，亏损面环比大幅下降。尽管特殊钢产量环比上升不大（2009 2H和2010 1H分别为45.1和48万吨），但公司吨特钢销售价格从去年下半年的平均8876元/吨上升到10 1H的9651元/吨，升幅8.7%。从市场价格看，公司钢材价格的提升主要得益于市场价格的好转，公司本身在特钢产品结构方面的升级调整目前还没明显反应在价格上。过去三个半年度特殊钢产品的毛利率分别为-12.7%、-13.3%、-7.69%。
 - 不锈钢板卷：上半年不锈钢板卷对营业收入和毛利的贡献分别为12%和0.4%。过去三个半年度不锈钢产品的毛利率分别为3.08%、5.04%、0.57%。不锈钢业务盈利能力环比同比均有大幅下降。从公司单吨不锈钢价格来看，2009 1H, 2009 2H, 2010 1H 的均价为10264, 12007, 12955元/吨（不含税），而同期吨不锈钢成本分别为9949, 11401, 12881元/吨，一方面说明下游不锈钢行业需求没有明显好转，另一方面成本上涨迅速，主要表现在合金元素Ni, Cr的上涨。长期来看，品种调整固然是提升不锈钢溢价的途径之一，但如何有效控制合金成本大幅波动是该业务稳定盈利的关键，目前普遍采用的策略包括3系不锈钢向4系过度，同时上游一体化也是方向之一，但总的效果还有待观察。
- 成本方面，公司铁矿石基本全部为长协矿，2季度力拓长协矿价格同比09年度价格上涨99%左右，按照季度定价原则，三季度长协矿结算价格环比将上升20%左右，因此公司在2, 3季度成本压力依然很大。上半年公司吨材成本为

4900元/吨（不含税），环比升幅10.5%。

- 公司三项费率3.77%，为处于08年底以来的最低点，财务费用比下降比较明显，上半年利息支出同比减少（2009 1H到9.85到2010 1H8.18亿元），同时报告期内利息资本化金额同比有所下降。
- 公司上半年资产减值损失共计2.04亿元（其中2季度单季为2.46亿元），主要为存货跌价准备损失1.9亿元，由于公司主要为长协矿，因此存货跌价主要为4月以来钢材价格持续下滑所计提准备，由于钢材价格近期有所反弹，公司9月期价也上调，因此该部分计提后期可能部分转回。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.66，0.80，0.87元。公司当前市净率为1.12，处于历史低置。尽管当前钢铁行业下游需求疲软，上游受原材料成本挤压，但我们仍维持对公司“长期推荐”的评级。公司作为中国钢铁行业的标杆，无论在技术、产品结构、市场占有率等方面都具有其它企业难以比拟的优势，公司在下游产业链的延伸以及湛江项目的不断推进长期来看有望给市场带来超预期。

表 1 2010 年三大钢生产计划对比：

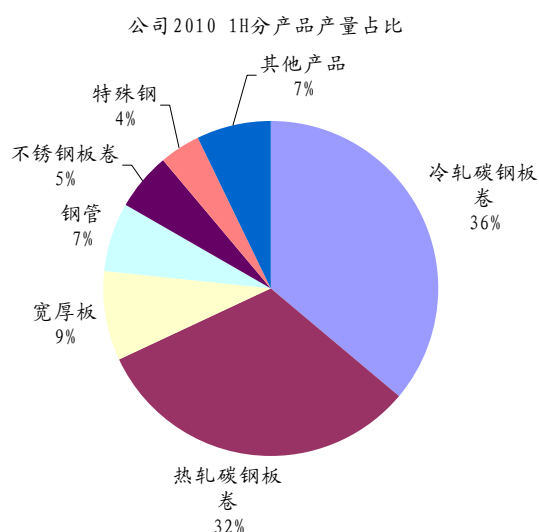
上市公司	2009钢材产量（万吨）	2009收入（亿元）	2010产量（万吨）	产量同比增长%(2010vs.2009)
宝钢股份	2243*	1485	2499	11.4
鞍钢股份	1900	701	2098	10.4
武钢股份	1254	537	1605	24

表 2 力拓铁矿石（精粉/块矿）历年长协价格变动情况

	2Q 2010		2009 年		2008 年		2007 年		2006 年	
	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅
RIO-Hamersley 粉矿	193.68	99.7%	97	-32.95%	144.66	79.88%	80.43	9.50%	73.45	19%
RIO-Hamersley 块矿	217.68	94.4%	112	-44.46%	201.69	96.50%	102.65	9.50%	93.74	19%

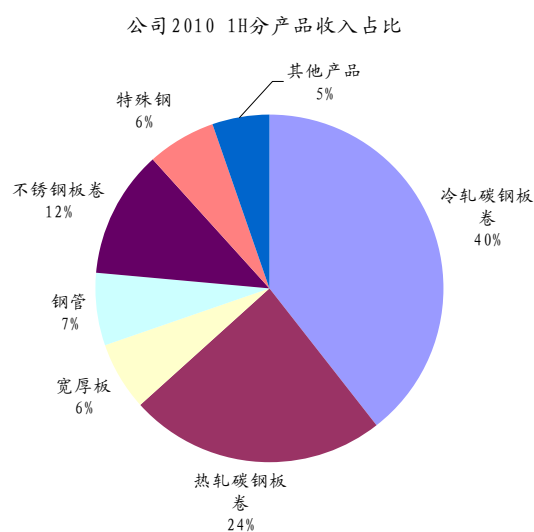
数据来源：Mysteel；兴业证券研究所整理

图1 公司2010 1H年分产品产量占比



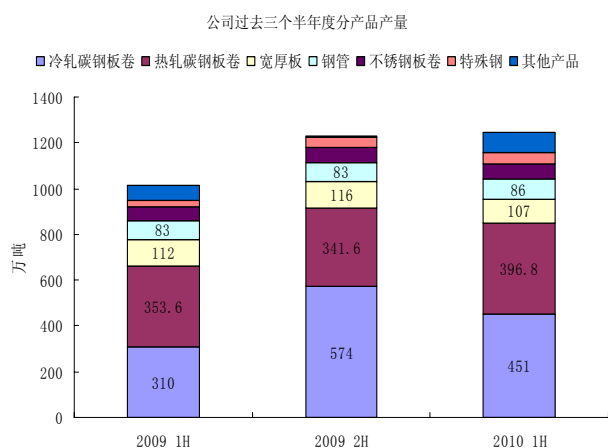
数据来源：公司公告；兴业证券

图2 公司2010 1H年分产品营业收入占比



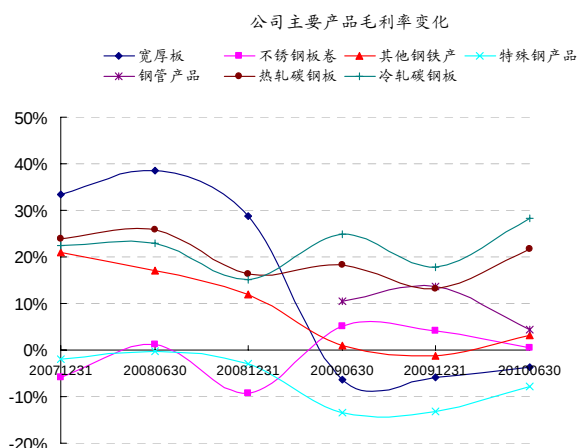
数据来源：公司公告；兴业证券

图3 公司过去三个半年度分产品产量



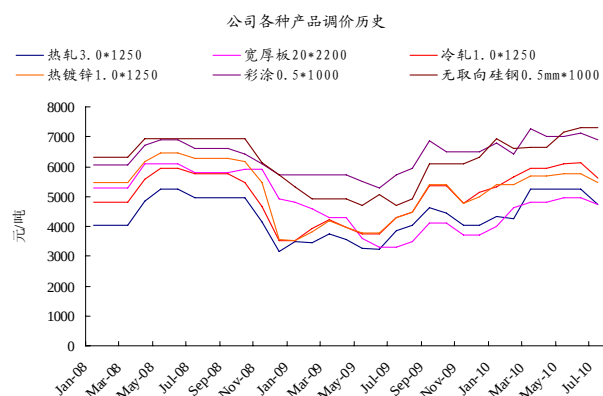
数据来源：公司公告；兴业证券

图4 公司主要产品毛利率变化



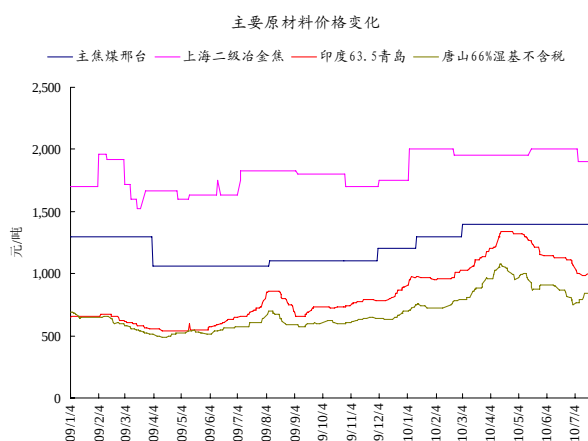
数据来源：公司公告；兴业证券

图5 公司主要产品调价历史



数据来源：公司公告；兴业证券

图6 主要原材料市场价变化



数据来源：公司公告；兴业证券

图7 公司三费率变化

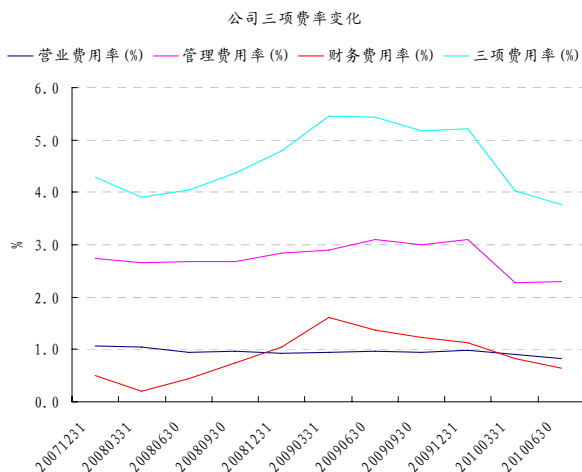


图8 公司下游需求按行业分

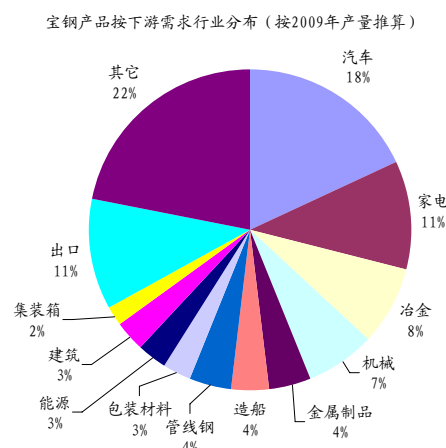
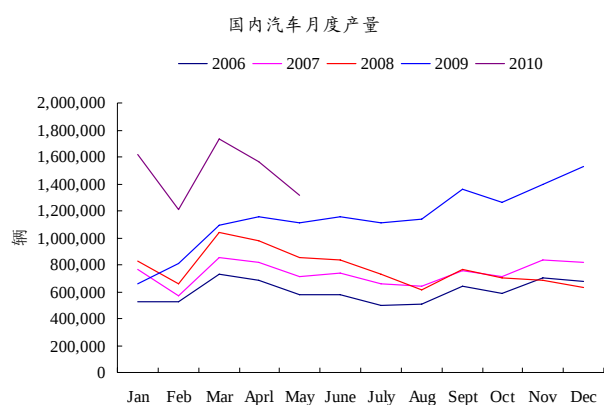


图9 国内汽车产量季节性较明显



数据来源: Wind

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	52666	67964	74787	78714
货币资金	5558	6936	6463	6470
交易性金融资产	546	927	836	818
应收账款	5566	6523	7462	8005
其他应收款	754	898	1023	1095
存货	29462	40538	45143	47413
非流动资产	14847	16250	18088	19167
可供出售金融资产	1056	0	0	0
长期股权投资	4207	4013	4051	4064
投资性房地产	131	0	0	0
固定资产	11546	14074	15712	16733
在建工程	13747	6449	4590	3318
油气资产	0	0	0	0
无形资产	7837	9437	11037	12637
资产总计	20114	23046	25567	27038
流动负债	70722	90613	10453	10640
短期借款	24274	43769	45810	46293
应付票据	4855	5132	6008	6409
应付账款	18583	21197	24299	25823
其他	23010	20514	28416	27878
非流动负债	29202	30151	30480	31074
长期借款	5295	5895	6495	7095
其他	23907	24256	23985	23979
负债合计	99923	12076	13501	13747
股本	17512	17512	17512	17512
资本公积	37314	37314	37314	37314
未分配利润	22584	28845	37220	46661
少数股东权益	6082	6478	6960	7485
股东权益合计	10121	10970	12065	13290
负债及权益合计	20114	23046	25567	27038

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	5816	11486	13973	15228
折旧和摊销	212	6595	7999	9090
资产减值准备	-4802	-1035	104	55
无形资产摊销	212	24	25	24
公允价值变动损失	-107	-3	0	0
财务费用	1676	1684	1981	2069
投资损失	-953	-820	-841	-853
少数股东损益	279	396	482	525
营运资金的变动	-6362	11984	-4138	2467
经营活动产生现金流量	7034	10819	25732	23533
投资活动产生现金流量	-4400	-2451	-2342	-1896
融资活动产生现金流量	-3966	15070	-2778	-4558
现金净变动	-1332	1378	-473	7
现金的期初余额	6852	5558	6936	6463
现金的期末余额	5520	6936	6463	6470

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	14832	19747	22334	23562
营业成本	13433	17371	19475	20476
营业税金及附加	570	995	1117	1178
销售费用	1459	1679	1921	2050
管理费用	4592	4542	5137	5419
财务费用	1676	1684	1981	2069
资产减值损失	-635	120	0	0
公允价值变动	-107	-3	0	0
投资收益	953	820	841	853
营业利润	7254	15563	19274	21004
营业外收入	496	400	0	0
营业外支出	455	120	0	0
利润总额	7295	15843	19274	21004
所得税	1199	3961	4818	5251
净利润	6095	11882	14455	15753
少数股东损益	279	396	482	525
归属母公司净利润	5816	11486	13973	15228
EPS (元)	0.33	0.66	0.80	0.87

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-26.0	33.1%	13.1%	5.5%
营业利润增长率	-12.6	114.5	23.8%	9.0%
净利润增长率	-10.0	97.5%	21.7%	9.0%
盈利能力(%)				
毛利率	9.4%	12.0%	12.8%	13.1%
净利率	3.9%	5.8%	6.3%	6.5%
ROE	6.1%	11.1%	12.3%	12.1%

偿债能力(%)

资产负债率	49.7%	52.4%	52.8%	50.8%
流动比率	0.74	0.75	1	1
速动比率	0.31	0.30	0	0

营运能力(次)

资产周转率	73.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	2548	3041	2974	2836

每股资料 (元)

每股收益	0.33	0.66	0.80	0.87
每股经营现金	1.37	0.62	1.47	1.34
每股净资产	5.43	5.89	6.49	7.16

估值比率 (倍)

PE	19.0	9.6	7.9	7.3
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。