

2010年8月31日

宝钢股份

估值十分便宜

A
买入 (▲持有)

600019.SS - 人民币 6.47

目标价格: 人民币 8.00 (▲7.18)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(33)	(1)	(0)	(6)
相对新华富时A50指数(%)	(9)	(0)	(0)	5

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	17,512
流通股 (%)	27
流通股市值 (人民币 百万)	30,592
3个月日均交易额 (人民币 百万)	243
净负债比率 (%)	29
主要股东(%)	
上海宝钢集团公司	73

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*陈蓓蓓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

鉴于其在估值上的吸引力以及在成本控制方面的突出表现,我们将宝钢股份的评级从持有上调至买入。目前估值相当于 1.1 倍 2010 年预期市净率,低于 1.12 倍的国内同业平均水平及 1.30 倍的全球同业平均水平。我们预测其盈利将于 2010 年 3 季度见底,大多数负面因素应已体现在价格上。我们将目标价由 7.18 元上调至 8.00 元。

支撑评级的要点

- 作为国内最大的钢铁厂,宝钢股份目前的估值相当于 1.1 倍 2010 年预期市净率,低于 1.12 倍的国内同业平均水平及 1.30 倍的全球同业平均水平。另外,尽管今年盈利回升,但目前估值甚至低于去年 1.30 倍的平均水平。
- 盈利应于 3 季度见底,之后企稳回升。公司的下游行业仍保持良好的增长态势。

影响评级的主要风险

- 经济或宝钢主要的下游产业(如汽车和家电)出现大幅下挫。

估值

- 由于公司公告盈利高于市场普遍预期,我们将 2010-2012 年盈利预测上调 103%-153%。目前估值相当于 1.1 倍 2010 年预期市净率,颇具吸引力。基于 2009 年全年 1.30 倍的平均市净率,我们将目标价从 7.18 元上调至 8.00 元。

图表 1.投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币百万)	200,332	148,326	171,567	193,456	218,039
变动 (%)	5	(26)	16	13	13
净利润 (人民币百万)	6,459	5,816	10,417	11,675	14,167
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.369	0.332	0.595	0.667	0.809
变动 (%)	(49.2)	(10.0)	79.1	12.1	21.3
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.583	0.679	0.794
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.235	0.312	0.399
调整幅度 (%)	-	-	153.2	113.5	102.7
全面摊薄市盈率 (倍)	17.5	19.5	10.9	9.7	8.0
每股现金流量 (人民币)	1.94	1.43	0.81	2.14	0.55
价格/每股现金流量 (倍)	3.3	4.5	7.9	3.0	11.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	7.4	5.8	5.1	4.8	4.2
每股股息 (人民币)	0.148	0.200	0.238	0.267	0.324
股息率 (%)	2.3	3.1	3.7	4.1	5.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

将 2010-2012 年盈利预测上调 103%-153%

宝钢股份对 2010 年下半年盈利前景持谨慎态度，预测盈利同比增长 140-160%，说明前 9 个月公司盈利为 89 亿人民币至 96 亿人民币，3 季度盈利 8 亿人民币至 15 亿人民币，环比下降 73%-86%。基于公司最新的盈利预测及优于预期的成本管理，我们将 2010-2012 年盈利预测上调 103%-153%至 104 亿-142 亿人民币。2 季度，公司管理费用率从 3.1%下降至 2.3%。

毛利率将保持稳定

宝钢股份超过 95%的铁矿石由澳大利亚及巴西进口。公司暂时没有任何铁矿石收购计划，管理层预计今后几年铁矿石价格将出现下降，因为新的铁矿石供应源有可能出现。按照今年 3 季度的铁矿石现货价格趋势，我们预测 4 季度的铁矿石合同价将环比下降 10%。我们预测今后几年毛利率（不包含折旧）将维持在 17%-18%之间，与前四年的平均毛利率基本持平。

汽车板需求预计将回升

宝钢股份在汽车板市场占有超过 50%的份额，2009 年约有 20%的钢材销往汽车制造业。继上半年汽车销量大涨 47.7%至 900 万辆后，由于紧缩政策力度加大和高基数效应，市场普遍预计下半年汽车销量总体增长将面临减速。我们的汽车行业国内市场分析预测，2010 年全年汽车销售量同比增长 23%至 1,680 万辆，而下半年销量仅同比增长 3%。我们的分析师认为，3 季度是汽车销售的传统淡季，但自 9 月份后销量将开始回升。由于据报道政府可能将消费税税率由目前的 7.5%恢复至 2008 年的 10%，我们预测到年底可能出现小排量车（1.6 升以下）的购买热潮。今后两年里，我们继续对汽车市场持乐观态度，因为消费者的购买力持续增长，而国内汽车拥有率仅为 4%，这将继续推升乘用车购买需求。不断推进的城市化进程和生活方式的转变也将起到积极作用。

稳定的产能提升计划

宝钢股份计划于 2010 年将原钢产能从 2009 年的 2,600 万吨提升至 2,800 万吨，于 2005 年进一步提升至 3,300 万吨，即在不发生并购的情况下，2009-2015 年间实现 4% 的年均复合增长率。但根据今年 200 亿人民币的预算，资本性支出应稳定在 170 亿-180 亿人民币左右。当前产能利用率维持在 90% 左右的健康水平。与同业不同的是，宝钢并未将年度维修计划提前，说明订单情况良好。

估值及推荐

作为国内最大、成本效益最高的钢铁厂，宝钢股份理应享有高于同行的估值溢价。2009 年 **鞍钢股份** (000898.SZ/人民币 8.26; 0347.HK/港币 11.20, 买入) 和 **马钢股份** (600808.SS/人民币 3.49, 买入; 0323.HK/港币 3.99, 持有) 利润分别下降 75% 和 45%，而宝钢股份净利润仅同比下降 11%，既表现出较高的盈利稳定性，也体现了估值溢价的合理性。鉴于其股价今年截至目前已深跌 34%，我们将该股评级由持有上调为 **买入**。基于 1.30 倍 2009 年平均市净率的估值，我们同时将目标价位由 7.18 港币上调至 8.00 港币。相对于国内同业 1.12 倍市净率和全球同业 1.30 倍市净率的平均水平，该股目前估值相对合理。此外，尽管今年盈利出现回升，公司当前估值甚至低于去年 1.30 倍市净率的平均水平。

图表 2. 中期业绩摘要

(人民币, 百万)	09 上半年	10 年上半年	同比变动%
营业收入	65,382	97,812	50
营业成本	(62,075)	(83,373)	34
营业税金及附加	(360)	(316)	(12)
毛利润	2,947	14,123	379
其他运营收入	803	(207)	NM
分销及运营费用	(634)	(797)	26
管理费用	(2,028)	(2,249)	11
营业利润	1,089	10,870	898
净财务收入	(962)	(597)	(38)
投资收入	631	426	(32)
其他营业收入	137	136	(1)
税前利润	896	10,836	1,110
税金	(124)	(2,518)	1,932
少数股东权益	(103)	(267)	160
税后利润	669	8,051	1,103
税后核心利润	665	8,050	1,111
利润率(%)			
毛利率	4.5	14.4	
运营利润率	1.7	11.1	
净利率	1.0	8.2	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 1 季度	10 年 2 季度	环比变动(%)
营业收入	41,958	55,854	33
营业成本	(37,434)	(45,939)	23
营业税及附加	(109)	(207)	90
毛利润	4,416	9,707	120
其他经营收入	807	(1,015)	NM
销售费用	(456)	(341)	(25)
管理费用	(1,407)	(842)	(40)
财务费用	(358)	(238)	(34)
营业利润	3,002	7,271	142
营业外收入	(906)	1,343	NM
营业外支出	125		NA
税前利润	2,221	8,615	288
税金	(123)	(2,395)	1,849
税后利润	2,098	6,220	196
少数股东权益	13	(280)	NM
净利润	2,112	5,940	181
主要比率(%)			
毛利率	10.5	17.4	
经营利润率	7.2	13.0	
净利率	5.0	10.6	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	200,332	148,326	171,567	193,456	218,039
销售成本	(175,894)	(134,333)	(135,818)	(155,229)	(175,546)
运营费用	(4,093)	10,544	(6,288)	(7,094)	(7,998)
息税折旧前利润	20,345	24,537	29,460	31,133	34,496
折旧与摊销	(10,243)	(15,681)	(15,079)	(15,055)	(15,089)
营业利润 (息税前利润)	10,102	8,856	14,381	16,078	19,406
净利息收入/(费用)	(1,799)	(1,603)	(1,656)	(1,639)	(1,577)
其它盈利/(亏损)	(149)	41	1,451	1,451	1,451
税前利润	8,154	7,295	14,177	15,890	19,280
所得税	(1,553)	(1,199)	(3,261)	(3,655)	(4,435)
少数股东损益	(142)	(279)	(500)	(560)	(679)
净利润	6,459	5,816	10,417	11,675	14,167
核心净利润	6,459	5,816	10,417	11,675	14,167
每股收益 (人民币)	0.369	0.332	0.595	0.667	0.809
核心每股收益 (人民币)	0.369	0.332	0.595	0.667	0.809
每股派息 (人民币)	0.148	0.200	0.238	0.267	0.324
营收增长率 (%)	5	(26)	16	13	13
系税前利润增长率 (%)	(49)	(12)	62	12	21
息税折旧前利润增长率 (%)	(32)	21	20	6	11
每股收益增长率 (%)	(49)	(10)	79	12	21
核心每股收益增长率 (%)	(49)	(10)	79	12	21

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	6,852	5,558	5,000	6,500	8,500
应收帐款	5,269	5,566	8,166	11,360	12,707
库存	35,645	36,136	33,564	38,363	43,385
其它流动资产	10,994	5,405	12,344	12,344	12,344
流动资产合计	58,759	52,666	59,073	68,567	76,935
固定资产	126,578	129,903	111,421	116,366	119,277
无形资产	5,965	7,837	7,837	7,837	7,837
其它长期资产	8,719	10,737	12,102	22,715	5,796
长期资产合计	141,262	148,476	131,360	146,918	132,910
总资产	200,021	201,143	190,433	215,484	209,845
应付账款	45,486	18,583	40,018	54,361	42,191
短期债	24,104	24,274	24,515	24,515	24,515
其它流动负债	2,452	27,865	1,225	4,928	2,959
流动负债合计	72,042	70,722	65,758	83,804	69,665
长期借款	14,202	5,295	11,133	11,133	11,133
其他长期负债	15,939	23,907	6,081	6,081	6,081
股本	17,512	17,512	17,512	17,512	17,512
储备	74,445	77,625	83,866	90,872	99,372
股东权益	91,957	95,137	101,378	108,384	116,884
少数股东权益	5,881	6,082	6,082	6,082	6,082
负债权益总计	200,021	201,143	190,433	215,484	209,845
每股账面价值(人民币)	5.25	5.43	5.79	6.19	6.67
每股有形资产(人民币)	4.91	4.99	5.34	5.74	6.23
每股净负债/(现金)(人民币)	1.80	1.37	1.75	1.66	1.55

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	8,154	7,295	14,177	15,890	19,280
折旧与摊销	10,243	15,681	15,079	15,055	15,089
净利息费用	1,799	1,603	1,656	1,639	1,577
运营资本变动	5,968	3,317	(11,938)	10,053	(20,508)
税金	(1,553)	(1,199)	(3,261)	(3,655)	(4,435)
其他经营现金流	9,304	(1,631)	(1,451)	(1,451)	(1,451)
经营活动产生的现金流	33,915	25,065	14,262	37,531	9,554
购买固定资产净值	(652)	(539)	(18,077)	(20,000)	(18,000)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(652)	(539)	(18,077)	(20,000)	(18,000)
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	0	0	0	0	0
支付股息	(3,341)	(4,251)	(4,855)	(2,171)	(5,874)
其它筹资现金流	(34,353)	(21,568)	8,112	(13,859)	16,320
筹资活动产生的现金流	(37,694)	(25,819)	3,256	(16,031)	10,446
现金余额变动	(4,430)	(1,293)	(558)	1,500	2,000
年初现金	11,282	6,852	5,558	5,000	6,500
公司自由现金流	34,237	25,676	(2,674)	18,688	(7,227)
股权自由现金流	31,759	23,877	(4,517)	16,845	(9,070)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	10.2	16.5	17.2	16.1	15.8
息税前利润率	5.0	6.0	8.4	8.3	8.9
税前利润率	4.1	4.9	8.3	8.2	8.8
净利率	3.2	3.9	6.1	6.0	6.5
流动性 (倍)					
流动比率	0.8	0.7	0.9	0.8	1.1
利息覆盖率	4.8	4.9	7.8	8.7	10.5
净权益负债率 (%)	32.1	23.7	28.5	25.5	22.1
速动比率	0.3	0.2	0.4	0.4	0.5
估值 (倍)					
市盈率	17.5	19.5	10.9	9.7	8.0
核心业务市盈率	17.5	19.5	10.9	9.7	8.0
目标价对应核心业务市盈率	21.7	24.1	13.4	12.0	9.9
市净率	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
价格/现金流	3.3	4.5	7.9	3.0	11.9
企业价值/息税折旧前利润	7.4	5.8	5.1	4.8	4.2
周转率					
存货周转天数	77.5	97.5	93.7	84.6	85.0
应收帐款周转天数	11.4	13.3	14.6	18.4	20.1
应付帐款周转天数	85.2	78.8	62.3	89.0	80.8
回报率 (%)					
股息支付率	40.0	60.2	40.0	40.0	40.0
净资产收益率	7.2	6.2	10.6	11.1	12.6
资产收益率	4.2	3.7	5.7	6.1	7.0
已运用资本收益率	7.6	6.8	10.6	11.1	12.7

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371