

优质高端路线，冷轧受益突出

——宝钢股份（600019）2010 年半年度报告点评

要点：

- **10 年中期业绩：**公司 2010 年上半年实现营业收入 979 亿元，同比增长 121%；利润总额 108 亿元，同比增长 1110%，实现净利润 79.48 亿元，同比增长 3470%；折合 EPS0.46 元，二季度和一季度分别为 0.22 元和 0.235 元；每股净资产 5.68 元，同比增长 11%；加权 ROE 为 8.17%，同比增长 8 个百分点，业绩基本符合预期。
- **中期业绩评论：**（1）**产量增长。**上半年公司铁钢材产能有效发挥，同比分别增长 17%、22%和 23%。钢材产量 1312 万吨，其中碳钢 1129 万吨，不锈钢 68 万吨，特钢 48 万吨。公司继续推进品种结构优化，资源积极向高盈利品种集聚，上半年共销售商品坯材 1248 万吨，其中独有及领先产品销量 594 万吨，同比增长 46%，占总销量比重达到 47.6%，而独有产品增速竟达 67%，大大超越均速。（2）**冷轧受益。**公司良好的业绩主要受益于冷轧需求的旺盛，公司以汽车板和家电板见长，而受政策刺激上半年汽车与家电继续产销两旺，使得宝钢的冷轧板充分受益。上半年冷轧销售 451 万吨，收入增长近 1 倍，毛利率大幅提升 21 个百分点至 28.18%。梅钢冷轧二季度亦实现盈利。（3）**毛利提升。**二季度矿价上涨，公司长期坚持高端产品战略更受益，除冷轧外，热轧毛利率亦大幅回升至 22%，宽厚板、不锈钢等毛利均小幅回升，综合吨钢毛利达 1150 元/吨，毛利率达 16%。（4）**费用下降。**上半年费用控制良好，期间费用率由去年同期的 5.44%下降至 3.77%，其中管理费用和财务费用降幅较大，分别下降 0.8 百分点至 2.3%和下降 0.7 百分点至 0.65，使得净利润增长弹性更大。
- **未来展望及关键看点：**（1）**高端路线战略。**公司是钢铁行业龙头，一贯坚持高端路线，技术和大部分产品均为国内同行之首。公司将持续受益于国家产业转型和大消费时代的来临，预计下半年汽车家电需求不减，公司业绩增速仍将超越行业平均。不锈钢和中厚盈利改善，硅钢贡献利润尚需时间。（2）**长协解体矿价优势不再。**公司之前全部为长协矿，在矿价年年涨，现货矿始终高于长协的旧时代，和国内竞争对手比公司充分享受长协优势，但目前长协已变成季度定价，今后可能继续发展为指数化定价，与现货价接近趋同，价差优势不再。公司只能继续以提高产品档次走差异竞争路线。
- **盈利预测和投资评级：**预测公司 2010 至 2012 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.76 元和 0.89 元，对应目前股价的 PE 为 9.7 倍、8.5 倍和 7.2 倍。PB 为 1 倍，作为优质钢铁龙头估值偏低，给予公司强烈推荐评级。
- **风险提示：**如钢价大幅下降，公司可能存在盈利低于预期风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2010 年 8 月 31 日

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060—8781

✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S10702100050004

投资评级：强烈推荐

市场数据

最新股价：6.46 元

总市值（亿元）	1133.03
流通市值（亿元）	1133.0
总股本（万股）	1,751,205
流通股本（万股）	1,751,205
12 个月最高/最低	35.06/14.05
十大流通股占总股本	77.14%
大股东	宝钢集团有限公司

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入	148326	180958	200864
(+/-%)	-26.0%	22.0%	11.0%
净利润	5816	11730	13313
(+/-%)	-10.0%	101.7%	13.5%
摊薄每股收益	0.33	0.67	0.76
PE	19.5	9.7	8.5

公司股价表现图

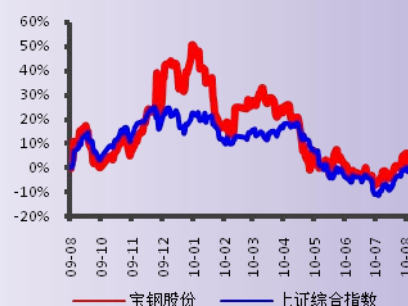


表 1: 公司盈利预测表

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	21844	32766	37681	40695	成长性				
营业成本	20479	30964	35420	37643	营业收入增长	-20.3%	50.0%	15.0%	8.0%
销售费用	239	328	377	407	营业成本增长	-17.0%	51.2%	14.4%	6.3%
管理费用	590	491	565	610	营业利润增长	-81.4%	211.1%	61.7%	83.5%
财务费用	250	281	270	259	利润总额增长	-79.6%	178.7%	61.7%	83.5%
投资净收益	5	0	0	0	净利润增长	-74.2%	135.6%	54.0%	72.0%
营业利润	170	530	856	1571	盈利能力				
营业外收支	20	0	0	0	毛利率	6.2%	5.5%	6.0%	7.5%
利润总额	190	530	856	1571	销售净利率	0.8%	1.3%	1.7%	2.8%
所得税	1	85	171	393	ROE	2.2%	4.9%	7.1%	10.9%
少数股东损益	9	20	31	53	ROIC	3.0%	4.8%	6.6%	10.4%
净利润	180	425	654	1125	营运效率				
资产负债表 (百万元)					销售费用/营业收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
流动资产	9012	13373	16126	18628	管理费用/营业收入	2.7%	1.5%	1.5%	1.5%
货币资金	2981	4769	6275	8129	财务费用/营业收入	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
应收帐款	562	842	969	1046	投资收益/营业利润	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	316	475	546	590	所得税/利润总额	0.6%	16.0%	20.0%	25.0%
存货	4084	5883	6730	7152	应收帐款周转率	31.8%	46.7%	41.6%	40.4%
非流动资产	15185	14898	14329	13689	存货周转率	4.9%	6.2%	5.6%	5.4%
固定资产	13568	13307	12765	12152	流动资产周转率	2.4%	2.9%	2.6%	2.3%
资产总计	24197	28271	30455	32317	总资产周转率	0.9%	1.2%	1.3%	1.3%
流动负债	12351	16037	17623	18455	偿债能力				
短期借款	5116	5116	5116	5116	资产负债率	65.8%	69.4%	69.6%	68.2%
应付款项	3590	5428	6209	6599	流动比率	0.73	0.83	0.92	1.01
非流动负债	3569	3569	3569	3569	速动比率	0.40	0.47	0.53	0.62
长期借款	820	820	820	820	每股指标 (元)				
负债合计	15921	19606	21192	22024	EPS	0.13	0.30	0.47	0.81
股东权益	8276	8665	9263	10293	每股净资产	5.94	6.22	6.65	7.39
股本	1393	1393	1393	1393	每股经营现金流	0.54	2.04	1.72	2.01
留存收益	6847	7216	7783	8760	每股经营现金/EPS	4.2	6.7	3.7	2.5
少数股东权益	36	56	87	140	估值				
负债和权益总计	24197	28271	30455	32317	PE	49.9	21.2	13.8	8.0
现金流量表 (百万元)					PEG	0.59	0.34	0.19	-
经营活动现金流	759	2846	2394	2805	PB	1.1	1.0	1.0	0.9
其中营运资本减少	813	1112	339	184	EV/EBITDA	5.19	4.10	3.46	2.65
投资活动现金流	-816	-1002	-802	-802	EV/SALES	40.17	26.78	23.29	21.56
其中资本支出	-1238	-1002	-802	-802	EV/IC	0.58	0.61	0.64	0.67
融资活动现金流	270	-56	-86	-149	ROIC/WACC	0.34	0.55	0.76	1.19
净现金总变化	201	1788	1506	1854	REP	1.71	1.11	0.84	0.56

数据来源: 长城证券研究所 注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任钢铁行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所
地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034
传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366650
网址: <http://www.cgws.com>