

估值已具安全边际

研究结论

- 宝钢股价已经接近反映悲观预期。在悲观、中性和乐观三种情景假设下，通过 DCF 测算宝钢的估值分别是 5.68 元、12.83 元和 23.94 元，目前股价较悲观估值高 10%，较中性低和乐观估值分别低 49%和 98%。中性假设下风险收益比为 1：11，乐观假设下风险收益比为 1：30
- 隐含吨钢利润已具安全边际。目前股价下宝钢隐含吨钢利润为 364 元，低于历史上多数年份的吨钢利润（略高于 2009 年），远低于历史（2001—2010 年）平均吨钢利润 715 元。
- 行业盈利测算验证宝钢安全边际。基于 2001—2010 年宝钢与行业平均利润差（497 元/吨），宝钢目前股价隐含行业吨钢利润为-133 元，明显低于行业历史平均吨钢利润 218 元，也明显低于 2001—2010 行业盈利最低点的 122 元/吨（全行业没有年度亏损过）。
- 目前股价下，中宝钢 P/B 和 P/E 具明显吸引力：1) 基于 2010 年盈利预测，宝钢 P/B 为 1.1 倍，P/E 为 8.4 倍，较之行业平均分别低 21%和 69%；2) 根据 2000 年至今的历史数据，宝钢平均 P/B 为 1.8 倍，P/E 为 14.5 倍，目前宝钢估值较历史平均分别折价 39%和 42%。



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

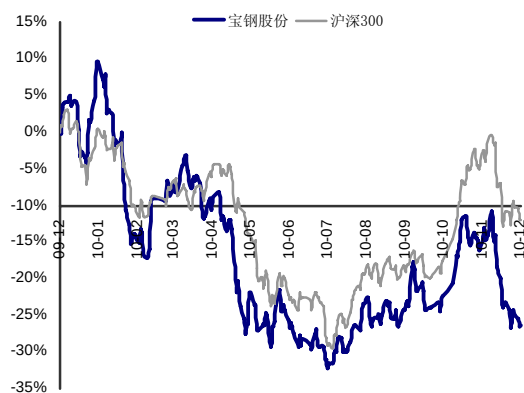
021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价（2010 年 12 月 1 日）	6.29 元				
目标价格	11.40 元				
总股本/A 股（万股）	1751205/1751205				
A 股市值（百万元）	12562				
国家/地区	中国				
行业	钢铁				
报告日期	2010 年 12 月 2 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-12.2	1.6	-23.0
相对表现 (%)	-4.3	-10.5	-14.7

资料来源：WIND

财务预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	202739	227377	242861
营业利润（百万）	18668	21719	23458
净利润（百万）	13949	16230	19415
EPS（元）	0.76	0.88	1.06
ROE（%）	13%	14%	15%
P/E(X)	8.3	7.1	5.9
P/B(X)	1.1	1.0	0.9

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。

宝钢 DCF 估值情景分析：

模型简化假设：

- 1、宝钢从 2013 年开始保持 60 亿元资本开支以维持设备正常运转和企业持续运营，产能产量和产品结构维持目前水平。
- 2、宝钢未来 10 年保持稳定的吨钢利润，之后随着折旧大幅下降，盈利有小幅增加（根据历史上宝钢吨钢利润）。
- 3、根据行业目前折旧率，当前的固定资产、无形资产及近三年资本开支通过折旧和摊销在 10 年内提取结束。

悲观情景假设：

- 1、行业基本面假设：钢铁产能过剩长期持续，国内经济转型导致粗钢消费已经达到峰值，未来消费增速为零或者呈下降趋势。
- 2、基于上述较为悲观的基本面预期，我们假设未来 10 年宝钢吨钢利润维持在历史最低的 311 元。
- 3、从历史看，从 2001 至 2010 年宝钢的平均吨钢利润为 715 元，未来宝钢再次经历金融危机期间的高价原材料库存、钢价大幅下跌局面概率很低，因此我们上述假设已经反映行业未来最悲观的假设，具备足够的安全边际。
- 4、市场风险溢价为 7%。

中性情景假设：

- 1、行业基本面背景：随着经济逐步转型，粗钢需求增速明显放缓，淘汰落后产能使供需处于基本均衡状态。
- 2、行业平均处于小幅盈利状态，因为需求增速的明显下降，假设宝钢吨钢利润维持在历史平均的 715 元。
- 3、市场风险溢价为 5%。

乐观情景假设：

- 1、行业基本面背景：基于地产和基建的固定资产投资仍是经济增长的主导因素，粗钢需求增速仍处于较高水平，随着近期钢铁产能增速的明显放缓，未来钢铁将现供不应求状态
- 2、假设行业平均处于较高盈利状态，宝钢平均利润恢复至近 10 年的历史高点的 1136 元。
- 3、市场风险溢价为 3%。

按照以上假设，悲观、中性、乐观情景下每股价值分别为 5.68 元、12.83 元、23.94 元；在当前股价 6.29 元的情况下，中性假设下风险收益比为 1：11，乐观假设下风险收益比为 1：30。

表 1：主要估值假设

主要估值假设	悲观	中性	乐观
无风险收益率	4.0%	4.0%	4.0%
风险溢价	7.0%	5.0%	3.0%
贝塔值	1.01	1.01	1.01
股权资本成本	11%	9%	7%
所得税率	20%	20%	20%
债务资本成本	6%	6%	6%
目标权益比例	80%	80%	80%
目标债务比例	20%	20%	20%
WACC	9.8%	8.2%	6.6%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 2：宝钢股份 DCF 估值情景分析

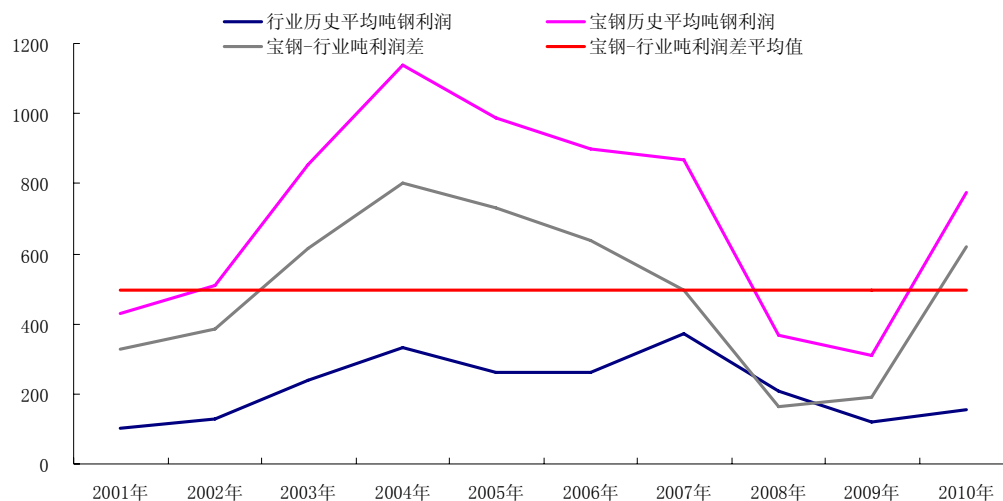
	单位	悲观	中性	乐观
WACC	%	9.8%	8.2%	6.6%
宝钢吨钢利润	元/吨	311	715	1136
永续增长率	%	0%	0%	0%
预测期 FCF 折现	百万元	141762	235074	357701
永续经营价值	百万元	20514	56192	134228
企业经营价值	百万元	162277	291266	491928
加：非核心资产	百万元	4884	4884	4884
减：债务价值	百万元	64534	64534	64534
少数股东权益比例	百万元	3%	3%	3%
权益价值	百万元	99548	224667	419310
总股本	百万元	17512	17512	17512
DCF 每股价值	元	5.68	12.83	23.94

资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 3：宝钢股份吨钢利润敏感性测试

		WACC								
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
假定吨 利润	宝钢									
	200	8.6	7.1	6.0	5.1	4.3	3.7	3.1	2.7	2.3
	300	10.5	8.8	7.4	6.3	5.4	4.7	4.0	3.5	3.0
	400	12.5	10.4	8.8	7.5	6.5	5.7	4.9	4.3	3.8
	500	14.4	12.0	10.2	8.8	7.6	6.7	5.8	5.2	4.6
	600	16.3	13.6	11.6	10.0	8.7	7.7	6.8	6.0	5.3
	700	18.2	15.3	13.0	11.3	9.8	8.6	7.7	6.8	6.1
	800	20.1	16.9	14.4	12.5	10.9	9.6	8.6	7.6	6.8
	900	22.0	18.5	15.8	13.7	12.0	10.6	9.5	8.5	7.6
	1000	23.9	20.1	17.2	15.0	13.1	11.6	10.4	9.3	8.3
	1100	25.9	21.8	18.6	16.2	14.2	12.6	11.3	10.1	9.1
	1200	27.8	23.4	20.1	17.4	15.3	13.6	12.2	10.9	9.9
	1300	29.7	25.0	21.5	18.7	16.4	14.6	13.1	11.7	10.6

资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 1：2001-2010 宝钢股份与行业历史平均吨钢利润、宝钢-行业吨利润差及平均


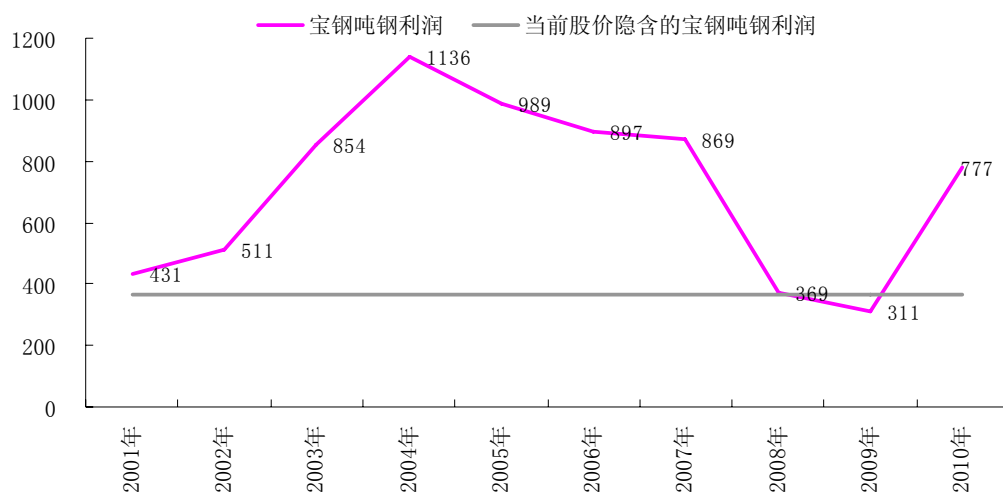
资料来源：公司公告、东方证券研究所

隐含吨钢利润已具安全边际

如图 2 所示，按照当前 6.3 元的股价、9.8% 的加权平均资本收益率来测算，宝钢隐含的吨钢利润为 364 元，远低于历史平均的吨钢利润 715 元，仅略高于最低点 09 年的 311 元/吨的水平，考虑 08-09 年金融危机下订单剧烈下滑和库存跌价损失的非常态和特殊性，市场对宝钢盈利水平的假定已经具备安全边际。

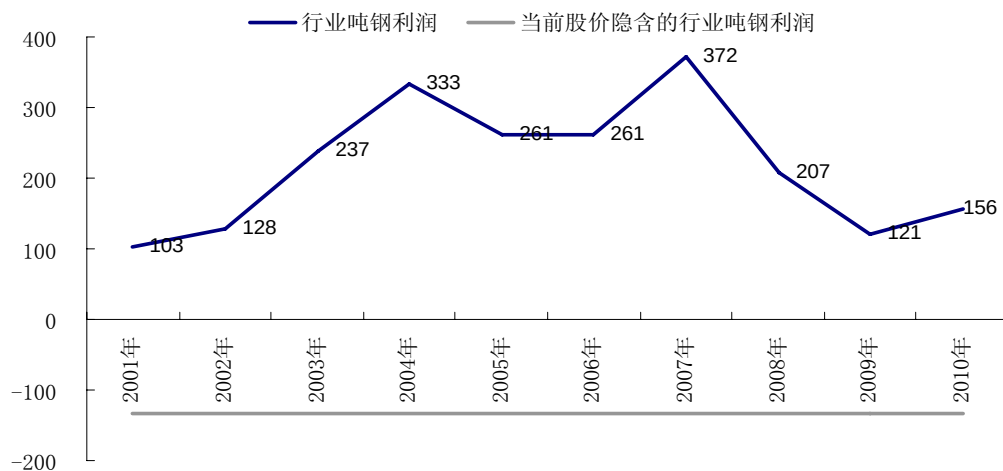
按照宝钢与行业吨钢利润差测算：宝钢 6.3 元的股价隐含的行业吨钢利润为亏损-133 元，远远低于行业历史平均的 218 元，也低于行业历史最低点的 121 元。这也间接验证宝钢股份股价已经具备最够的安全边际。

图 2：宝钢目前股价隐含吨钢利润与历史吨钢利润比较（WACC=9.8%）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：宝钢目前股价隐含行业吨钢利润与行业历史吨钢利润比较（按照宝钢与行业吨钢利润差测算）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

宝钢 PE、P/B 历史分析

目前股价下，在钢铁公司中宝钢估值最具吸引力：1) 基于 2010 年盈利预测，宝钢 P/B 为 1.1 倍，P/E 为 8.4 倍，较之行业平均分别低 21%和 69%；2) 根据 2000 年至今的历史数据，宝钢平均 P/B 为 1.8 倍，P/E 为 14.5 倍，目前宝钢估值较历史平均分别折价 39%和 42%。

表 4：宝钢估值与行业平均和历史平均比较

	P/E		P/B	
	2009E	2010E	2009E	2010E
行业平均	34.2	26.9	1.4	1.4
宝钢股份	19.5	8.4	1.2	1.1
宝钢相对业平均折价	-43.1%	-68.6%	-16.2%	-20.9%
宝钢历史平均	14.5		1.8	
宝钢相对历史平均折价	-41.8%		-39.4%	

资料来源：东方证券研究所

图 4：宝钢股份 PE bands



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：宝钢股份 PB bands



资料来源：公司公告、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	52666	73947	81118	84602	营业总收入	148525	202739	227377	242861
现金	5558	10137	11369	12143	营业总成本	141993	184800	206424	220207
应收票据	6674	9110	10218	10913	营业成本	134332	173608	195461	209105
应收账款	5566	6082	6821	7286	销售费用	1459	2027	2274	2429
预付账款	4099	14275	16072	17194	管理费用	4592	5068	5230	5586
存货	29462	32985	35183	35548	财务费用	1676	2454	1617	1049
非流动资产	148476	141721	129369	114930	其他经营收益	846	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	119552	110980	100604	营业利润	7378	18668	21719	23458
在建工程	14437	8575	3430	1372	营业外收入减支出	41	-70	-78	2429
无形资产	7872	8110	9095	7286	利润总额	7419	18599	21641	25886
资产合计	201143	215668	210488	199532	减：所得税	1199	4650	5410	6472
应付项目	35389	34722	39092	41821	净利润	6095	13949	16230	19415
付息负债	55712	61351	40430	26225	少数股东损益	279	638	743	889
短期借款	24274	33924	10532	-6630	归属母公司净利润	5816	13310	15488	18526
长期付息负债	31437	27427	29899	32855					
其他负债	8822	9887	11370	65	成长能力				
负债合计	99923	105960	90893	68111	营业收入同比	-26%	37%	12%	7%
所有者权益	101211	109708	119595	131421	EBITA 同比	-25%	143%	11%	5%
实收资本	17512	17512	17512	17512	归属母公司净利润同比	-10%	129%	16%	20%
资本公积	37314	37314	37314	37314	利润水平				
留存收益	40302	48289	57581	68697	销售毛利率	10%	14%	14%	14%
少数股东权益	6082	6593	7187	7898	销售净利率	4%	7%	7%	8%
负债和权益合计	201134	215668	210488	199532	整体绩效				
经营活动现金流	28400	13225	28902	31907	ROE	6%	13%	14%	15%
净利润	6095	13949	16230	19415	ROIC	5%	9%	10%	12%
折旧摊销	13281	14938	13899	12580	运营效率				
营运资金变动	9374	-14939	-461	716	应收账款周转率	27.4	34.8	35.2	34.4
投资活动现金流	-19542	-7454	-782	2663	存货周转率	4.6	6.5	6.7	6.9
资本支出	-18454	-13400	-1167	1664	偿债能力				
长期投资	602	512	537	564	流动比率	0.8	1.1	1.6	2.4
筹资活动现金流	-10151	-1192	-26888	-33795	速动比率	0.4	0.6	0.9	1.4
短期借款	170	9650	-23393	-17162	EBITA / I	4.5	8.3	14.0	22.6
长期借款	-2145	-4011	2472	2957	资产负债率	50%	49%	43%	34%
普通股增加	0	0	0	0	每股指标				
资本公积	508	0	0	0	EPS	0.33	0.76	0.88	1.06
其他	-8685	-6832	-5967	-19590	每股净资产	5.43	5.89	6.42	7.05
现金净增加额	-1293	4579	1232	774	P/E	18.9	8.3	7.1	5.9
					p/B	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值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行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

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