

买入(首次)

从钢铁行业的不利因素看宝钢的投资价值

——宝钢股份被低估的几点理由

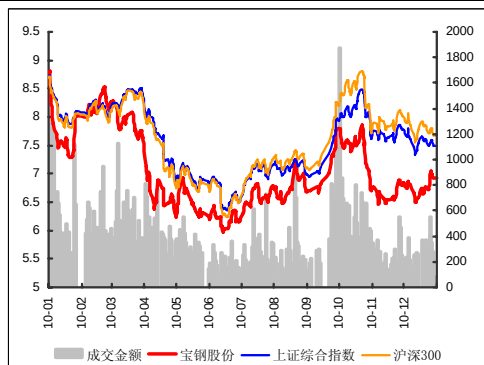
市场数据

钢铁指数	3055.59
三个月涨跌幅	-2.7%
上证综合指数	2821.30
沪深300指数	3142.34

基础数据

每股净资产(元)	5.84
资产负债率(%)	49.61%
总股本(百万)	17500
流通股本(百万)	17500

公司股价相对表现



相关研究

钢铁有色研究小组

联系人: 蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

用好公司的标准衡量宝钢: 宝钢在行业“熊市”中显示出卓越盈利能力。钢铁行业处于内外交困的局面中, 10 年宝钢股份的毛利率水平却相当于 07 年行业高景气时期, 净利率水平则相当于 06 年的行业最高点, 独立于行业景气周期的态势。得益于其产品高端化优势和优秀的管理水平, 宝钢股份显示出明显优于行业平均水平的盈利能力。

公司产品结构抗周期, 且具备成长性, 深加工和服务附加值高: 行业格局改变行业格局的改变对宝钢盈利方式产生重大影响, 在众多复杂因素作用下, 上游的强势地位不断强化, 加之铁矿石定价方式改变, 宝钢的长协矿体系下的低成本优势大大削弱。深加工和服务环节贡献利润, 公司产品附加值较高, 其优势和独有产品比例一直提高, 且发挥钢材综合服务功能, 高成本环境下依然保持高利润。由于高端板材及其他高端钢材的进口替代空间较大, 公司产品成长性尚在, 产品结构与消费和高端装备制造业的关系愈来愈大, 抗周期能力显著。

公司战略: 产品差异化和成本控制。具体内容为: 将资源集中于技术壁垒较强的高端优势产品; 加强产品链的延伸, 增加对下游用户的服务比例, 提供用钢整体方案; 科技创新, 加强环保建设, 实现低排放。低成本的具体内容包括产业链整合和内部管理优化。

盈利预测、估值与投资建议: 我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 2020 亿元, 2185 亿元, 2371 亿元, 对应每股收益分别为 0.73 元, 0.8 元, 0.93 元, 宝钢股份现价 6.53 元, 对应市盈率分别为 9、8、7 倍, 估值十分便宜, 安全性十足。综合考虑各因素, 我们认为宝钢股份的投资价值被大大低估, 给予其“买入”评级, 目标价 9 元。

财务预测和估值数据摘要

财务及估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	148326.36	202000.00	218564.00	237141.90
增长率(%)	-25.96%	36.19%	8.20%	8.50%
每股收益(EPS)	0.332	0.727	0.807	0.938
销售毛利率	9.43%	13.00%	13.20%	13.80%
销售净利率	4.11%	6.60%	6.78%	7.26%
净资产收益率(ROE)	6.11%	12.60%	13.16%	14.28%
市盈率(P/E)	19.66	8.99	8.09	6.96
市净率(P/B)	1.20	1.13	1.06	0.99

资料来源:公司公告, 德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

目录

1	用好公司的标准衡量宝钢.....	3
	行业“熊市”中显卓越的盈利能力	3
2	不只是简单的“冶炼加工”环节.....	4
	行业格局改变使得宝钢低成本优势不再	4
	“深加工和服务”环节贡献盈利	5
3	宝钢的下游越来越“抗周期”，且“成长性”尚在.....	6
4	公司战略：成功的关键	7
5	盈利预测、估值与投资建议.....	7

图表目录

图表 1 历史 ROE 对比（宝钢/行业加权平均）	3
图表 2 2010 年盈利能力对比（宝钢/行业加权平均）	3
图表 3 宝钢毛利率/净利率走势	4
图表 4 宝钢三项费用率走势	4
图表 5 铁矿石港口价格	4
图表 6 国内矿价走势	4
图表 7 分类产品收入	5
图表 8 分类产品收入构成比例	5
图表 9 分类产品毛利率	5
图表 10 产量结构	5
图表 11 宝钢优势产品占有率	6
图表 12 按用途分宝钢产品分布比例	6
图表 13 09 年进口品种结构	7
图表 14 09 年出口品种结构	7
图表 15 宝钢股份三年盈利预测	7

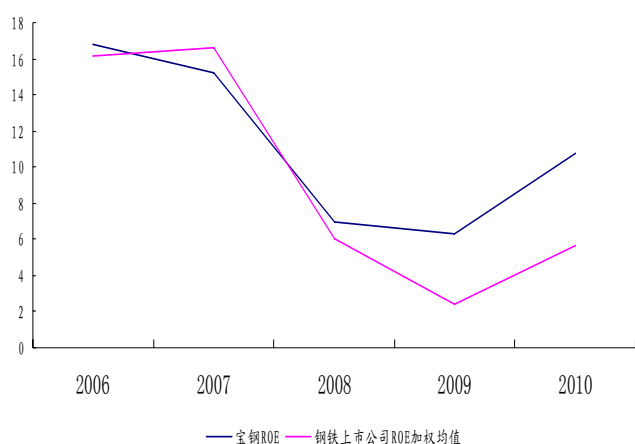
目前钢铁行业的主要不利因素是上游资源品议价能力强大，成本压力过大，行业盈利能力逐渐下滑；固定资产投资高增速难以持续，钢铁下游需求成长性差；产业结构不合理，集中度较低；产能过剩，同质产品竞争激烈；能源环保压力较大等。我们从上述行业不利因素出发考察宝钢应对上述问题的能力，结论是：公司应当获得超过行业平均水平的估值。

1 用好公司的标准衡量宝钢

行业“熊市”中显卓越的盈利能力

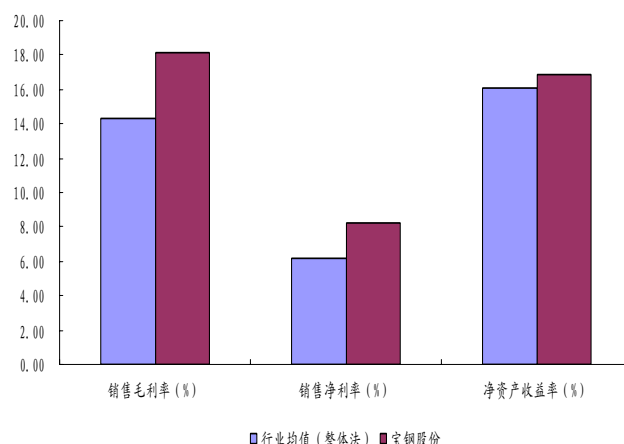
比较从 06 年到 10 年公司和钢铁板块上市公司加权平均 ROE 数据，06、07 年行业处于景气高峰时，宝钢与行业平均绩效基本保持一致，金融危机之后，钢铁行业处于内外交困的局面，“内”的因素在于内需增速下降，产能过剩严重；“外”的因素在于进口铁矿石成本高企，出口低迷。得益于其产品高端化优势和优秀的管理水平，宝钢股份显示出明显优于行业平均水平的盈利能力。

图表 1 历史 ROE 对比（宝钢/行业加权平均）



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

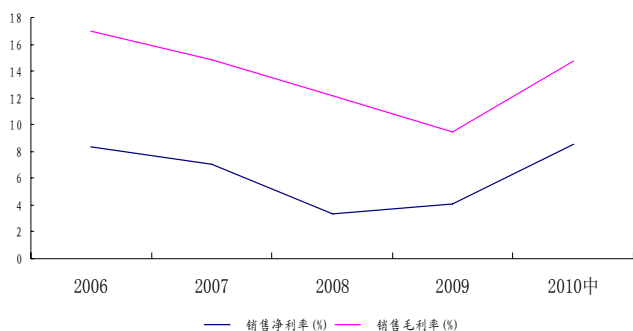
图表 2 2010 年盈利能力对比（宝钢/行业加权平均）



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

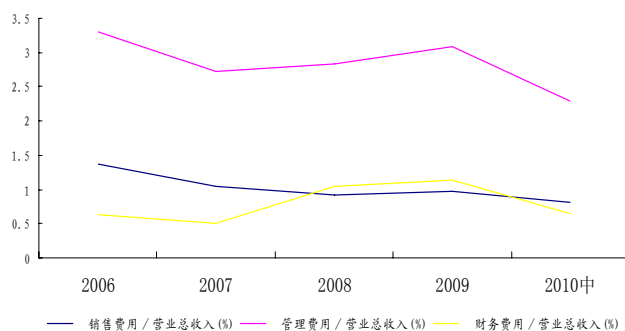
观察宝钢的历史盈利数据，今年宝钢股份的毛利率水平相当于 07 年行业高景气时期，净利率水平则相当于 06 年的行业最高点，完全表现出独立于行业景气周期的态势。净利率走势更加优于毛利率走势，原因在于公司管理费用和销售费用占比的下降，也反映出了公司优秀的营销和管理能力。

图表 3 宝钢毛利率/净利率走势



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 4 宝钢三项费用率走势



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

盈利波动低于行业水平、行业“熊市”中表现出优秀的盈利能力、优秀的管理水平、持续的高财务绩效，足以定义一个“好公司”。受行业景气度所累，宝钢股份的投资价值并未被投资者充分认识。

2 不只是简单的“冶炼加工”环节

行业格局改变使得宝钢低成本优势不再

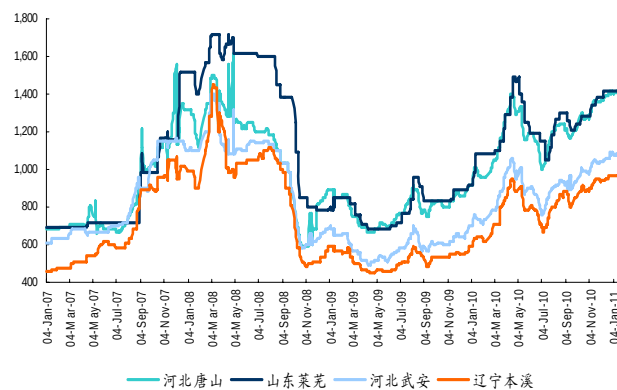
行业格局的改变对宝钢盈利方式产生重大影响，近两年来，上游行业议价能力不断增强，在众多复杂因素作用下，其强势地位不断强化，具有铁矿石资源的钢铁上市公司普遍占有较大优势，宝钢股份铁矿石基本依赖于协议进口铁矿石，且铁矿石定价方式改变，目前的季度定价与现货价相比已无太大优势，宝钢的长协矿体系下的低成本优势大大削弱。

图表 5 铁矿石港口价格



资料来源:my steel; 德邦研究

图表 6 国内矿价走势

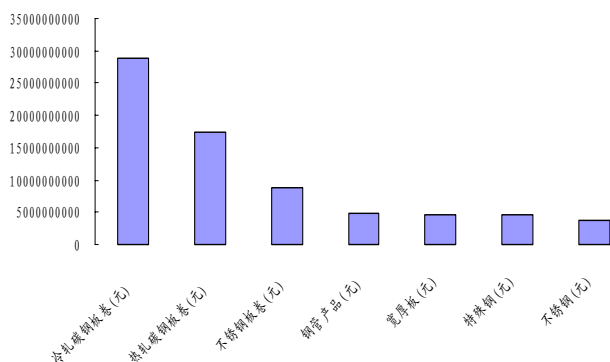


资料来源:my steel; 德邦研究

“深加工和服务”环节贡献盈利

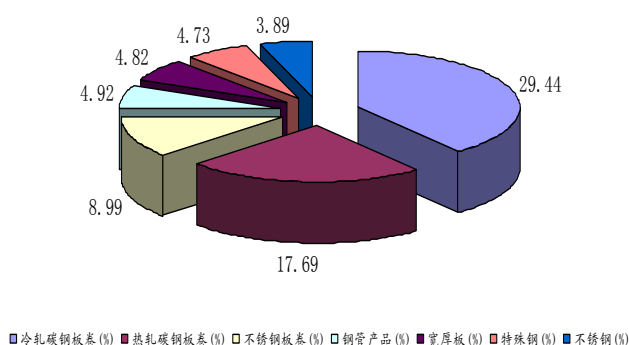
公司产品按大类分为冷轧、热轧、不锈钢、钢管、中厚板、特殊钢等。按 10 年中报营业收入占比，冷轧居第一位，毛利率也高达 28% 以上，贡献了公司大部分的利润，冷轧是公司传统优势产品，而不锈钢等品种则尚处于磨合阶段。

图表 7 分类产品收入



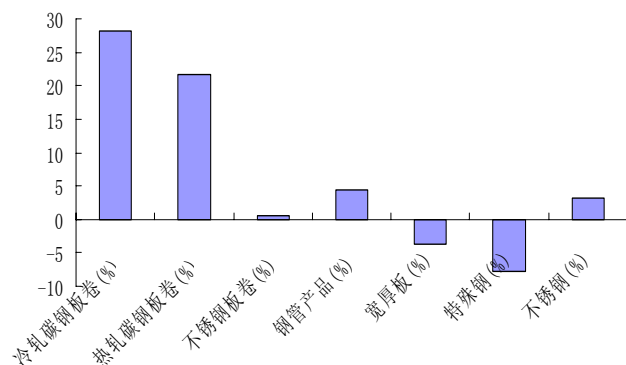
资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 8 分类产品收入构成比例



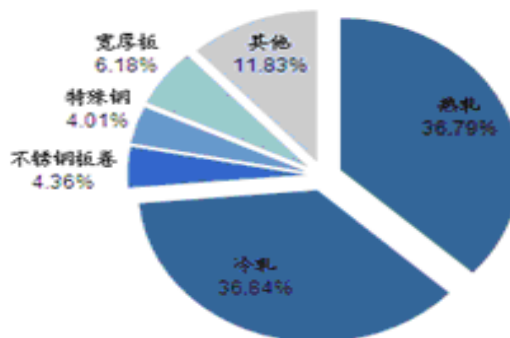
资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 9 分类产品毛利率



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图表 10 产量结构



资料来源:德邦研究

公司主要产品广泛应用于汽车制造、家电生产、石油开采、管道输送等领域。目前已基本建成我国汽车板、不锈钢、造船板、电工钢、石油管和高效建筑用钢等六大钢铁精品生产的主要基地，公司以“成为世界一流的钢铁制造商，致力于向社会提供超值的产品和服务”为使命，专注于生产高技术含量、高附加值的钢铁产品。公司一直通过巩固和提高在高技术含量、高附加值钢材产品上的市场份额。在国内冷轧汽车板、家电用钢、无取向电工钢产品方面保持着绝对的领先地位，另外在管线钢、油井管和钢帘线等钢材产品方面也保持着较高的市场占有率。

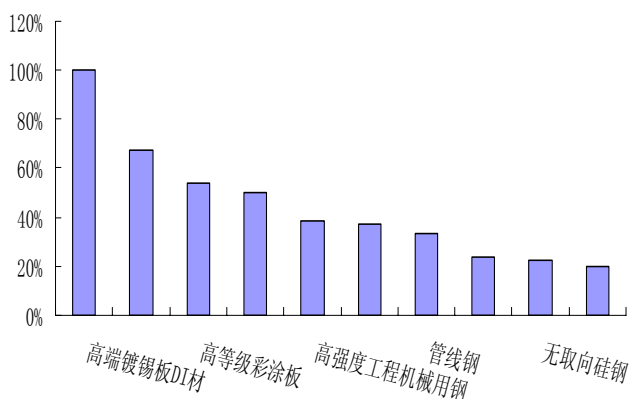
随着竞争对手的跟进，宝钢在装备及技术上的优势有被逐渐弱化的趋势，公司秉承以用户为中心的经营理念，不断缩短交货周期，提高市场响应速度，全面深化与用户的战略合作，致力于为用户提供超值的服务，努力打造全球钢铁业最优价值链。03年后公司敏捷制造管理系统上线运行，战略用户实现按周交货，实行战略用户24小时内服务到现场，公司开通网上“客户通道”，开发建设基于完整业务链信息协同运作的网上协同商务系统。“优质的产品+优质的服务”给宝钢带来大批忠诚的客户，公司一直在努力扩大直供用户和战略用户的比例，目前直供用户已达到300多家，主要集中在汽车、家电、石油管线、集装箱、金属制品、包装等行业，公司70%以上的产品销售给直供用户和战略用户，并让这些客户在选择新供应商时将承担很高的转换成本。目前公司在汽车板的服务环节已经展开，对下游用户提供整车用钢方案等服务，全国建立剪切中心服务于战略用户。

3 宝钢的下游越来越“抗周期”，且“成长性”尚在

符合一个产业的发展路径，中国钢铁业也经历了两个发展阶段：1、要素驱动阶段，2000年之前钢厂基本分布于靠近矿山的地点。2、投资驱动阶段，国内城市化进程带动钢铁下游基建房地产等产业高速增长，钢铁产能大幅扩张。而未来固定资产投资增速必然下降，钢铁业将进入创新驱动阶段。

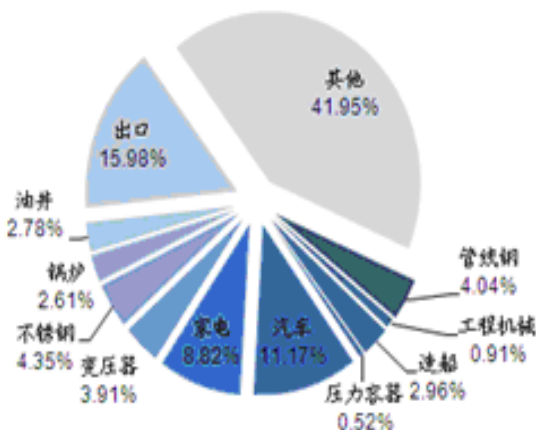
参照宝钢的产品结构，与固定资产投资关联度相对较小，与消费和高端装备制造业的关系愈来愈大，其下游愈来愈“抗周期”，且“成长性”尚在。公司粗钢产量仅占全国产量比例为4%，但其冷轧汽车板、家电用钢、无取向硅钢、油井管和钢帘线的市场占有率分别达到了50%、37%、18%、21%、9%。有限的粗钢产能分布到了优势产品，且这些优势或独有产品的比例尚在不断提高。

图表 11 宝钢优势产品占有率



资料来源：德邦研究

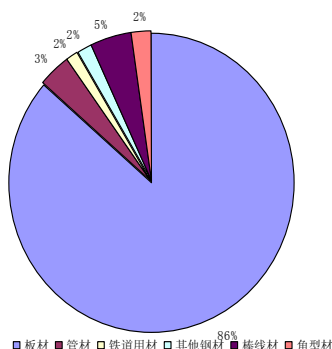
图表 12 按用途分宝钢产品分布比例



资料来源：德邦研究

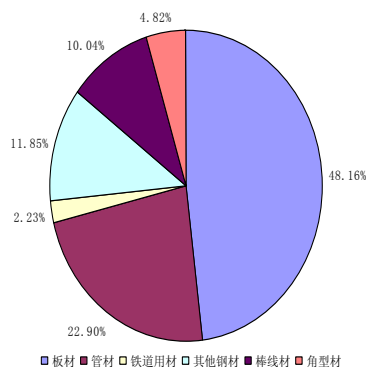
进口替代空间仍在。目前我国进口钢材品种主要为板材，尤其是高端板材，我国目前出口结构和进口结构互不匹配，根源在于国内钢材需求结构和产品结构并不匹配。高端板材及其他高端钢材的进口替代空间较大。

图表 13 09 年进口品种结构



资料来源:德邦研究

图表 14 09 年出口品种结构



资料来源:德邦研究

4 公司战略：成功的关键

优秀的公司最核心的能力在于有战略应对各种困难和调整

目前钢铁行业面临的问题主要有：（1）上游资源品议价能力强大，成本压力过大，行业盈利能力逐渐下滑；（2）固定资产投资高增速难以持续，钢铁下游需求成长性差；（3）产业结构不合理，集中度较低；（4）产能过剩，同质产品竞争激烈；（5）能源环保压力较大等。

公司在应对上述问题的战略是**产品差异化和提高成本控制能力**。产品差异化的具体内容包括（1）将资源集中于技术壁垒较强的高端优势产品，加强研发，拓展领域，提高高端产品比例，提高议价能力；（2）加强产品链的延伸，增加对下游用户的服务比例，提供用钢整体方案；（3）科技创新，加强环保建设，实现低排放。低成本的具体内容包括产业链整合和内部管理优化。目前公司在铁矿石资源方面行动相对谨慎，公司重视对整合铁矿石资源的时机选择，并不盲目扩张上游版图，而内部管理优化通过公司成本端的下降已经得到逐渐证明。

5 盈利预测、估值与投资建议

结合行业走势，对宝钢股份三年的盈利预测如下：

图表 15 宝钢股份三年盈利预测

利润表	2010E	2011E	2012E
营业收入	202000.00	218564.00	237141.90
减：营业成本	175740.00	189713.55	204416.32
营业税金及附加	775.76	839.38	910.72

营业费用	1696.80	1835.94	1991.99
管理费用	4888.40	5289.25	5738.83
财务费用	1185.60	1205.82	1210.65
资产减值损失	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00
营业利润	17713.43	19680.07	22873.38
加：其他非经营损益	68.91	68.91	68.91
利润总额	17782.35	19748.98	22942.29
减：所得税	4445.59	4937.24	5735.57
净利润	13336.76	14811.73	17206.72
减：少数股东损益	610.42	677.93	787.54
归属母公司股东净利润	12726.34	14133.81	16419.17

我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 2020 亿元，2185 亿元，2371 亿元，对应每股收益分别为 0.73 元，0.8 元，0.93 元，宝钢股份现价 6.53 元，对应市盈率分别为 9、8、7 倍，估值十分便宜，安全性十足。

通过以上对行业不利因素的分析，可知宝钢凭借其出色的管理能力、优秀的技术水平和高端的产品结构，均能有效化解行业不利因素，其公司竞争力远超行业平均水平，未来也必将成为行业整合者，我们认为公司理应获得至少不低于行业平均水平的估值。目前行业平均 PB 为 1.4 倍，按 PB 等于 1.4 倍计算，宝钢股价为 8.2 元，对应 11 年市盈率为 10.2 倍，远低于行业平均 PE18 倍的估值。综合考虑各因素，我们认为宝钢股份的投资价值被大大低估，给予其“买入”评级，目标价 9 元。

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	191273.49	200331.77	148326.36	202000.00	218564.00	237141.90
减：营业成本	162925.59	175893.83	134332.46	175740.00	189713.55	204416.32
营业税金及附加	1252.36	1219.14	569.63	775.76	839.38	910.72
营业费用	2018.37	1852.52	1458.74	1696.80	1835.94	1991.99
管理费用	5219.56	5676.35	4592.12	4888.40	5289.25	5738.83
财务费用	955.05	2095.74	1675.50	1185.60	1205.82	1210.65
资产减值损失	810.45	5893.87	-635.10	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	1498.62	677.17	953.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	27.81	3.42	-107.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-140.82	-76.75	74.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	19477.73	8304.17	7253.77	17713.43	19680.07	22873.38
加：其他非经营损益	-170.04	-149.80	40.79	68.91	68.91	68.91
利润总额	19307.69	8154.37	7294.56	17782.35	19748.98	22942.29
减：所得税	5885.06	1553.27	1199.35	4445.59	4937.24	5735.57
净利润	13422.63	6601.09	6095.20	13336.76	14811.73	17206.72
减：少数股东损益	704.30	141.89	278.97	610.42	677.93	787.54
归属母公司股东净利润	12718.33	6459.21	5816.23	12726.34	14133.81	16419.17
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	8391.81	7921.62	5447.28	2020.00	44140.28	52304.31
应收和预付款项	18838.73	15107.32	17093.76	20827.54	20175.87	24223.52
存货	39068.73	35644.59	29462.17	48819.38	35686.54	55368.57
其他流动资产	7436.07	1141.17	546.38	546.38	546.38	546.38
长期股权投资	3754.35	3849.50	4207.11	4207.11	4207.11	4207.11
投资性房地产	135.69	136.75	130.54	110.07	89.60	69.13
固定资产和在建工程	98679.74	126578.28	129902.56	104088.24	78273.92	52459.60
无形资产和开发支出	5626.75	5964.55	7837.11	6972.71	6108.30	5243.90
其他非流动资产	2637.28	2953.12	5344.50	5327.23	5309.96	5309.96
资产总计	184569.16	199296.91	199971.41	192918.66	194537.97	199732.48
短期借款	20481.13	24104.13	24274.43	14292.53	0.00	0.00
应付和预收款项	30906.38	33232.96	35499.62	31995.46	40755.52	37641.84
长期借款	16431.95	21986.91	23362.09	23362.09	23362.09	23362.09
其他负债	22148.71	22135.22	15615.97	15609.69	15609.69	15609.69
负债合计	89968.16	101459.22	98752.11	85259.76	79727.29	76613.62
股本	17512.00	17512.00	17512.00	17512.00	17512.00	17512.00
资本公积	33645.81	36806.69	37314.31	37314.31	37314.31	37314.31
留存收益	37346.20	37638.18	40310.59	46139.77	52613.62	60134.27

归属母公司股东权益	88504.01	91956.87	95136.90	100966.08	107439.93	114960.58
少数股东权益	6096.98	5880.82	6082.40	6692.82	7370.75	8158.29
股东权益合计	94601.00	97837.69	101219.30	107658.90	114810.68	123118.87
负债和股东权益合计	184569.16	199296.91	199971.41	192918.66	194537.97	199732.48
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	18663.87	15199.50	23803.36	15691.99	65226.90	17271.53
投资性现金净流量	-22309.37	-27601.69	-17492.47	45.40	51.68	51.68
筹资性现金净流量	1636.22	2703.73	-7942.09	-19164.66	-23158.30	-9159.18
现金流量净额	-1914.12	-9880.97	-1638.24	-3427.28	42120.28	8164.03

财务分析与估值指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	14.82%	12.20%	9.43%	13.00%	13.20%	13.80%
三费/销售收入	4.28%	4.80%	5.21%	3.85%	3.81%	3.77%
EBIT/销售收入	11.03%	5.64%	6.18%	9.93%	9.59%	9.78%
EBITDA/销售收入	17.68%	12.96%	15.13%	23.16%	21.81%	21.04%
销售净利率	7.02%	3.30%	4.11%	6.60%	6.78%	7.26%
资产获利率						
ROE	14.37%	7.02%	6.11%	12.60%	13.16%	14.28%
ROA	11.43%	5.67%	4.58%	10.40%	10.77%	11.62%
ROIC	14.89%	7.48%	5.65%	10.78%	11.22%	19.18%
增长率						
销售收入增长率	17.97%	4.74%	-25.96%	36.19%	8.20%	8.50%
EBIT 增长率	1.28%	-46.49%	-18.90%	119.09%	4.42%	10.73%
EBITDA 增长率	2.87%	-23.25%	-13.54%	108.48%	1.90%	4.68%
净利润增长率	-1.31%	-50.82%	-7.66%	118.81%	11.06%	16.17%
总资产增长率	14.86%	7.98%	0.34%	-3.53%	0.84%	2.67%
股东权益增长率	8.88%	3.90%	3.46%	6.13%	6.41%	7.00%
经营营运资本增长率	185.56%	-62.51%	-51.11%	1083.60%	-75.51%	372.46%
资本结构						
资产负债率	48.74%	50.91%	49.38%	44.19%	40.98%	38.36%
投资资本/总资产	65.64%	67.29%	69.59%	72.35%	46.51%	45.47%
带息债务/总负债	41.03%	45.43%	48.24%	44.16%	29.30%	30.49%
流动比率	1.02	0.83	0.75	1.28	1.98	2.78
速动比率	0.40	0.34	0.33	0.42	1.28	1.62
股利支付率	48.19%	94.89%	54.20%	54.20%	54.20%	54.20%
收益留存率	51.81%	5.11%	45.80%	45.80%	45.80%	45.80%
资产管理效率						
总资产周转率	1.04	1.01	0.74	1.05	1.12	1.19
固定资产周转率	2.35	1.83	1.28	1.94	2.79	4.52
应收账款周转率	15.98	20.50	12.12	16.01	15.31	15.91
存货周转率	4.17	4.93	4.56	3.60	5.32	3.69

业绩和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	21105.12	11294.16	9159.82	20067.95	20954.80	23202.94
EBITDA	33817.53	25955.51	22440.43	46784.41	47671.26	49902.14
NOPLAT	14713.03	9064.87	7570.96	14999.28	15664.41	17350.53
净利润	12718.33	6459.21	5816.23	12726.34	14133.81	16419.17
EPS	0.726	0.369	0.332	0.727	0.807	0.938
BPS	5.054	5.251	5.433	5.766	6.135	6.565
PE	8.99	17.70	19.66	8.99	8.09	6.96
PB	1.29	1.24	1.20	1.13	1.06	0.99
EV/EBIT	6.97	13.86	17.29	7.62	4.65	3.89
EV/EBITDA	4.35	6.03	7.06	3.27	2.04	1.81
EV/NOPLAT	9.99	17.27	20.92	10.20	6.22	5.20
EV/IC	1.21	1.17	1.14	1.10	1.08	0.99
ROIC-WACC	14.89%	7.48%	5.65%	9.27%	9.74%	17.69%

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。