

宝钢股份(600019)

研究员: 印晓明 执业证书编号: S0570510120001

☎ 025-84784691 ✉ yxmwwq@sina.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4086

稳健的经营者

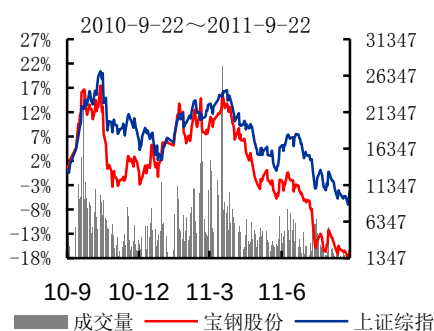
投资评级: 推荐(维持)

钢铁 II

当前价格(元): 5.17

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

- 1 《宝钢股份(600019):业绩符合预期》2010.8
- 2 《宝钢股份(600019):价值发现须有时》2010.6

投资要点:

◆ **差异化战略确保竞争优势。**钢铁行业作为产能过剩行业,通过淘汰落后产能和产业升级来提高行业竞争力始终是国家产业政策的主基调。公司作为国内钢铁行业的龙头企业,在产品研发和技术创新方面始终走在行业的前列。2010 年公司独有领先产品实现销售 1190 万吨,同比增长 22.9%,约占公司商品坯材销售的 47%。

◆ **稳定的投资回报** 公司认为创造价值首先是创造股东价值。公司上市以来,发展迅速,经营业绩良好,每年给予投资者稳定的回报。据统计,公司自 2000 年 12 月上市以来截止到 2010 年 12 月累计分红达 379.41 亿元,平均分红比例超过公司预定的 40%。

◆ **业绩增长点** 未来公司业绩增长途径主要有:产能从目前的 2600 万吨提高到 2015 年的 3300 万吨;采取措施将部份亏损产品扭亏为盈;通过差异化竞争战略来获取较高的收益。

◆ **潜在资产注入** 公司控股股东宝钢集团始终走在钢铁行业兼并整合的前端,其战略定位遵循“精品+规模”的发展模式。宝钢集团的钢铁资产未来可能会进入公司,为公司规模扩张创造条件。

◆ **风险因素** 当前中国钢铁工业正步入高成本、低盈利的发展阶段,未来钢铁消费增速将减缓,市场竞争将更加激烈。若未来经济景气度继续下降,将会对整个行业造成影响,公司也在所难免。

◆ **投资建议** 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.54、0.62、0.65 元,对应动态 PE 分别为 9.62、8.28、7.91。目前公司股价已经低于净资产,公司在行业中具有较强的竞争优势且经营业绩优于行业平均水平,具备一定投资价值,给予公司“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	1751204.81
流通 A 股(万)	1751204.81
52 周内股价区间(元)	5.03-8.04
总市值(亿)	905.37
总资产(亿)	2248.46
每股净资产(元)	5.98

主要经营指标预测

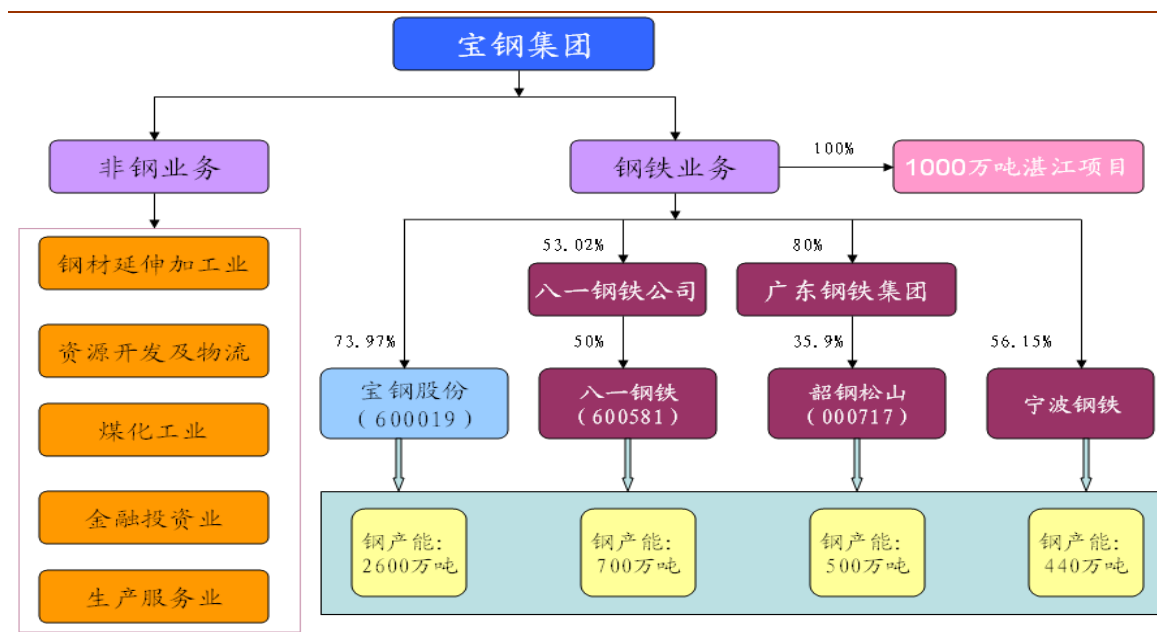
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	2021.49	2184.40	2267.36	2341.30
+/-%	36.29	8.1	3.8	3.3
净利润(百万)	12889.08	9414	10939	11450
+/-%	119.20	-27.0	16.2	4.7
EPS(元)	0.74	0.54	0.62	0.65
P/E	6.99	9.62	8.28	7.91

1、依托宝钢集团实现跨越式发展

1.1 宝钢集团历史沿革

1978年12月,宝钢在上海动工兴建。1998年11月,宝钢集团与上钢、梅山联合重组。2000年2月,宝钢股份(以下简称公司)正式创立,同年12月在上交所上市。2007年,宝钢集团重组新疆八一钢厂。2008年,与广钢、韶钢重组,成立广东钢铁,在淘汰落后产能的同时积极筹建湛江制造基地。2009年3月,与杭州钢铁集团公司签署协议,重组宁波钢铁有限公司。2010年12月9日宝钢集团与福建吴钢集团有限公司签署了重组福建德盛镍业有限公司的协议。这是宝钢集团实施的又一次跨地区重组举措。

图表 1: 宝钢集团业务结构



资料来源：华泰证券

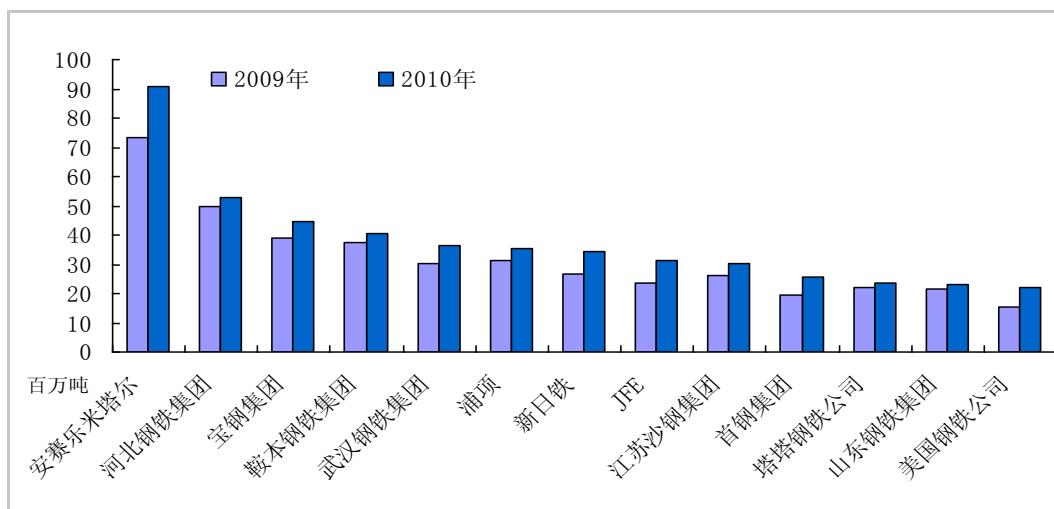
1.2 集团规模大 综合实力强

宝钢集团立足钢铁主业,生产高技术含量、高附加值钢铁精品,已形成普碳钢、不锈钢、特钢三大产品系列,产品畅销国内外市场。近年来,宝钢集团重点围绕钢铁供应链、技术链、资源利用链加大内外部资源整合力度,提高竞争力,提高行业地位,已形成了包括钢铁主业和资源开发及物流、钢材延伸加工、工程技术服务、煤化工、金融投资、生产服务等六大相关产业协同发展的业务结构。2010年宝钢集团产钢4450万吨,位列全球钢铁企业第三位。五年来,宝钢集团实现了在业务规模、品种结构、空间布局、技术创新、企业软实力等方面的跨越式发展,全面提升了综合竞争力。

1.3 公司依靠集团做大做强

宝钢集团始终走在钢铁行业兼并整合的前端，其战略定位遵循“精品+规模”的发展模式。集团并购来的钢铁资产未来可能进入公司，为公司的规模扩张创造条件。目前，宝钢集团拟以全资方式投资建设湛江钢铁项目，项目规划产能1000万吨。目前，湛江项目除了港口和码头已经开工建设外，基本处于停滞状态。未来湛江项目只要条件具备，公司就会在合适的时候进行收购，有利于公司开发有潜力的华南市场，以及在东南亚市场形成较强的竞争力。

图表2：宝钢集团粗钢产量位居世界前列



资料来源：华泰证券

2、技术创新造就竞争优势

2.1 加大研发投入 创造差异化竞争优势

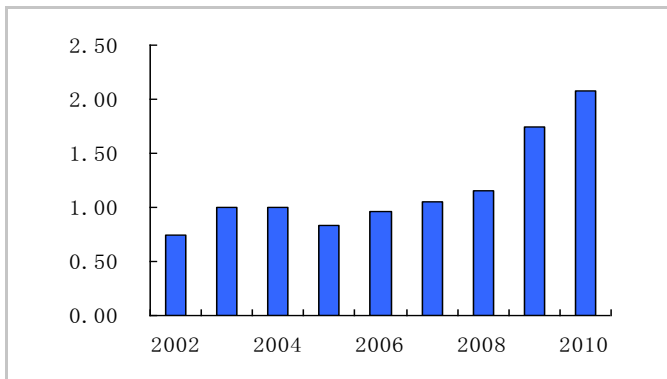
钢铁行业作为产能过剩行业，通过淘汰落后产能和产业升级来提高行业竞争力始终是国家产业政策的主基调。公司作为国内钢铁行业的龙头企业，在产品研发和技术创新方面始终走在行业的前列。以2010年为例，公司R&D投入率达到2.08%，专利申请量首次超过千件达1068件，其中发明专利比例为40%。公司新产品研发围绕新钢材替代、新用途替代和新材料替代，重点开发高强韧、高耐蚀、易焊接、易成型性钢材，提供材料整体解决方案，形成了公司的差异化竞争优势。2010年公司科研直接新增效益达16.07亿元，技术推广产生经济效益2.95亿元，技术贸易签订额为9485万元。

2.2 主要产品处于有利竞争地位

2010年公司管线钢（包括热轧、厚板、钢管）销售量为81.4万吨，国内市场占有率30.0%；高强度工程机

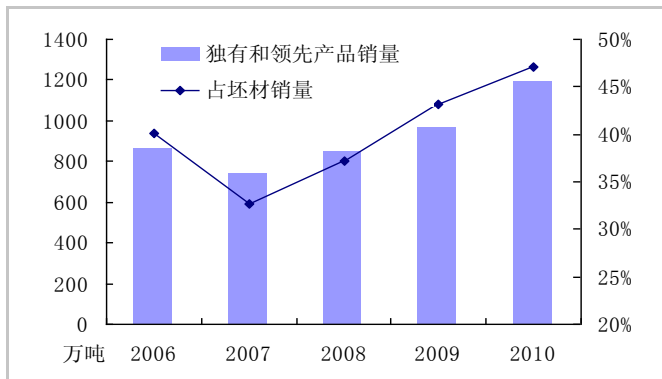
械用钢销售量为10.50万吨，国内市场占有率37.5%。冷轧汽车板销售量为450.3万吨，国内市场占有率50.5%；家电用钢板销售量为256.4万吨，国内市场占有率31.0%；高等级彩涂板销售量为14.3万吨，国内市场占有率57.5%；无取向电工钢销售量为119.0万吨，国内市场占有率20.7%。

图表 3: 公司 R&D 投入率



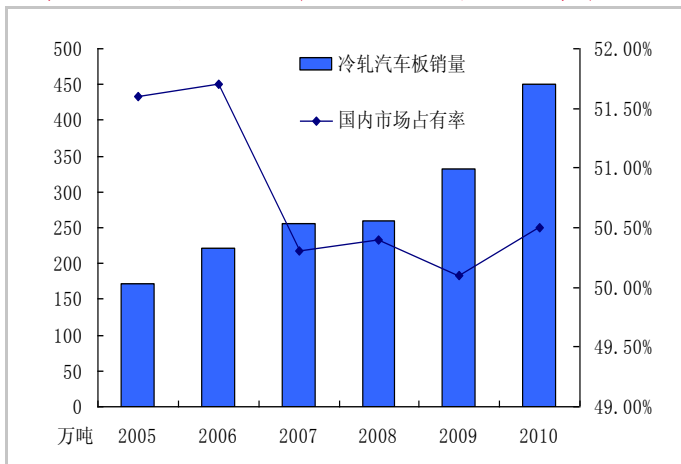
资料来源：华泰证券

图表 4: 公司独有领先产品销量及比例



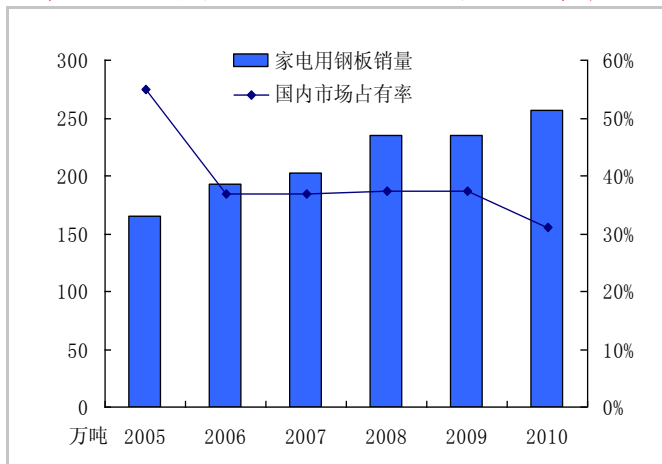
资料来源：华泰证券

图表 5: 公司冷轧汽车板销量及市场占有率



资料来源：华泰证券

图表 6: 公司家电用钢板销量及市场占有率

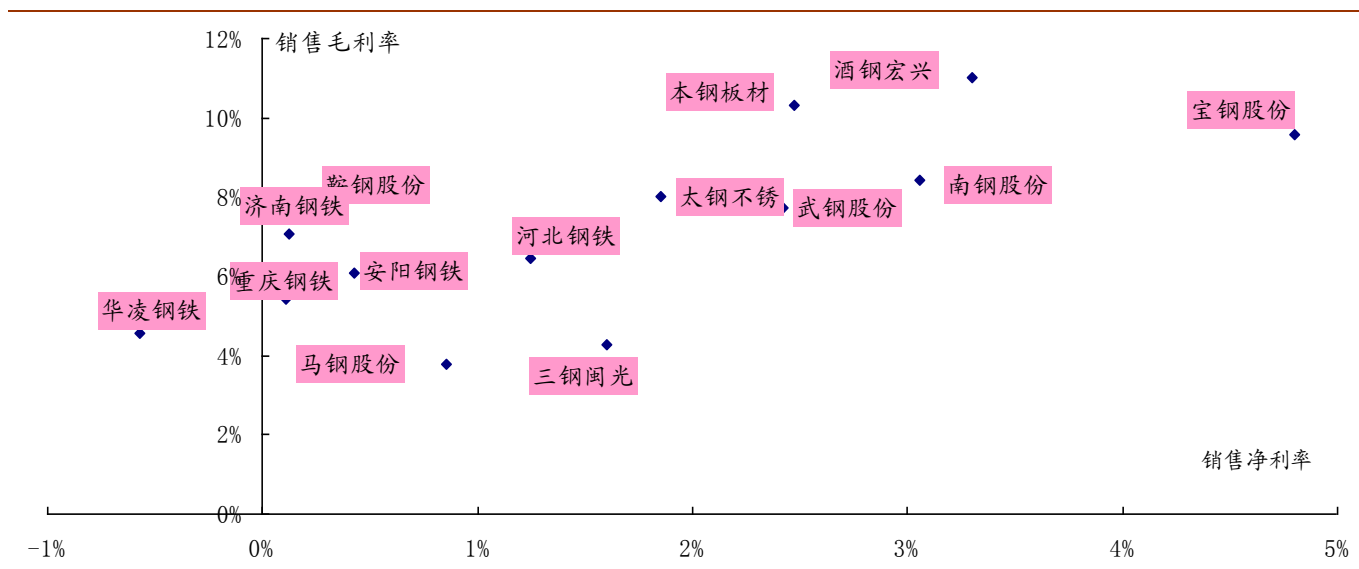


资料来源：华泰证券

2.3 经营绩效位居行业前列

2011年上半年，公司营业收入达1110亿元，同比增长了13.5%，净利润只有50.8亿元，相比去年同期的80.5亿元，大幅下降了36.9%。公司盈利下降的主要原因是：一方面，下游需求减缓，公司汽车板等产品销售不畅；另一方面，铁矿石、煤炭等上游资源价格居高不下。从上半年行业经营业绩来看，在含有板材经营项目的上市公司中，公司销售毛利率排名居前，销售净利润率居于首位。这说明公司经营管理能力较强，产品竞争力较高。在当前市场不景气的状况下，公司将加强管理，降低成本。

图表 7: 主要上市钢企销售毛利率和净利率比较



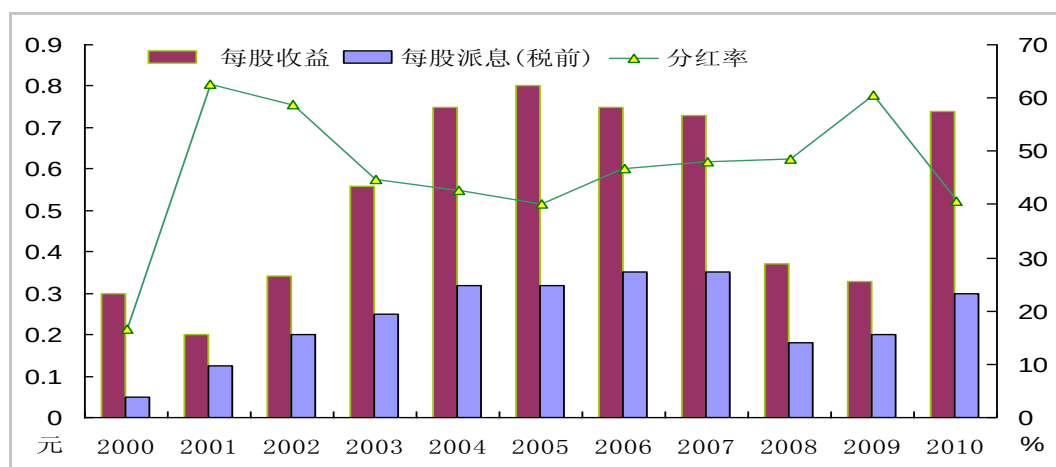
资料来源: WIND, 华泰证券

3、经营状况良好 股东回报稳定

3.1 稳定的回报

公司始终认为,创造价值首先是创造股东价值,有了股东的支持,公司才能更好、更快地发展。2004 年度公司股东大会审议通过了关于现金股利政策的议案,明确规定未来每年现金分红比例不低于当年净利润的 40%。通过承诺最低现金分红比例,稳定了投资者的预期,保障投资者得到稳健的回报。公司自 2000 年 12 月上市以来截止到 2010 年 12 月累计分红达 379.41 亿元。我们预计 2011 年公司将实现每股收益 0.54 元,按 40% 分红率计算,每股可以得到 0.216 元红利(税前),按股价 5.17 元/股计算,投资回报率约为 3.3%。

图表 8: 公司历年收益与分红对比



资料来源: 华泰证券

3.2 未来盈利增长点

通过调研，我们了解到未来公司业绩增长的途径主要有以下三个方面：

- ◆ **扩张产能** 一方面公司加大技改力度，扩大现有产能；另一方面，将在合适时机通过收购集团钢铁资产实现规模扩张，预计公司钢铁产能将从目前的2600万吨提高到2015年的3300万吨。
- ◆ **扭亏为盈** 目前公司尚有一些产品亏损，例如宽厚板产品今年上半年毛利率为-9.84%，继续亏损，公司将积极采取措施将这部份产品扭亏为盈。近两年，国内新增厚板产能铺天盖地，同行各类设备与公司不相上下，船板订单需求却大幅下滑，公司扭亏任务艰巨。
- ◆ **提高附加值** 2010年公司独有及领先产品销量657.3万吨，占比51.49%，同比增长3.49个百分点，公司将继续通过差异化竞争战略获取较高的收益。

图表 7：公司拟建、在建项目

项目名称	产品或用途	设计能力 (万吨)	项目总投资 (亿元)	预计投产 时间
鲁宝钢管搬迁和结构调整	高压锅炉管、管线管、结构管等	50	43	2011 年
取向硅钢后续工程第一步	取向硅钢	10	17	2012 年 2 月
取向硅钢后续工程第二步	取向硅钢	10	18	2013 年
梅钢装备升级改造工程	热轧板卷	400	115	2012 年 6 月
高牌号无取向硅钢工程	无取向硅钢	21	7	2013 年 6 月
3 号高炉原地大修	铁水	411	12	2013 年

资料来源：公司公告 华泰证券

4、冷轧板卷市场分析

4.1 冷轧产能增长较快

2010 年公司冷轧产品销售量为1091.6 万吨，占公司碳钢商品坯材销售总量的46.7%。因此，我们重点分析国内冷轧板卷市场状况。目前，国内冷轧总产能在1.18亿吨左右，其中大型钢厂的冷轧产能约4731万吨，占到总产能的47.3%。2010年新增的已投产冷轧生产线有14条，增加产能在750万吨左右，多为生产高端汽车板和家电板配套。2011年约有700万吨的冷轧项目投产，未来几年冷轧产品供给将持续增长。

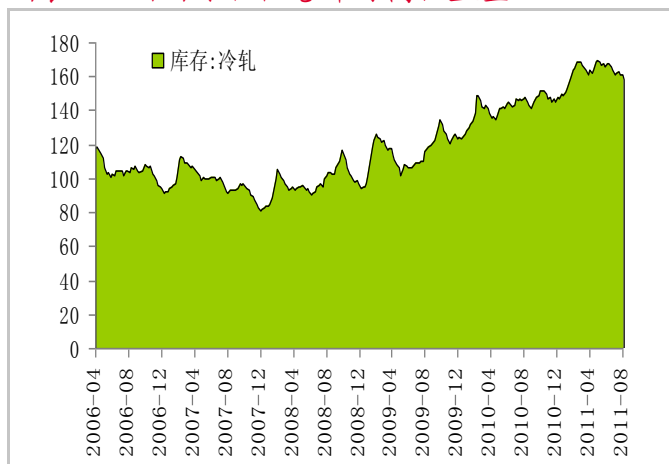
4.2 产量与库存同增加

2010 年国内冷轧板卷产量为 5177 万吨，比 2005 年增长 230.34%。预计今年冷轧板卷产量将达 5600 万吨，产能利用率约为 47.46%，产能利用率较低。截止 9 月 16 日，全国冷轧库存总量为 157.05 万吨，与去年同期相比增长 10.77%。我们注意到产量的增加大于库存的增加，市场对冷轧产品保持一定的需求。从价格来看，冷轧产品价格整体稳中有降，说明市场竞争激烈。

4.3 冷轧效益呈下滑趋势

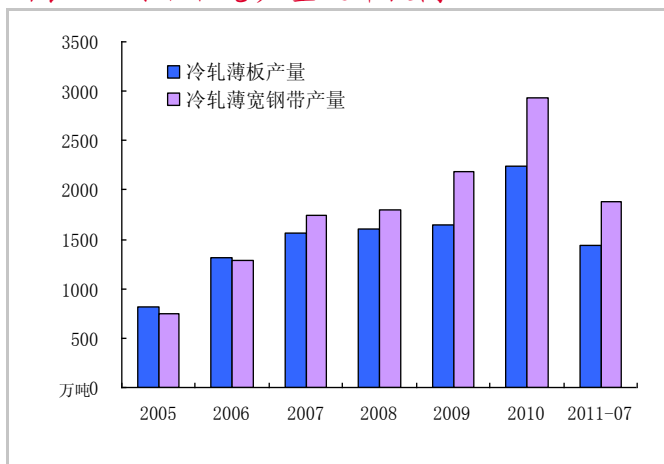
目前我们模拟天津市场的四周库存的冷轧板卷(1.0)盈利状况不理想。铁矿石、焦煤等原材料价格的上涨,压缩了钢厂的利润空间。需求不稳定、供大于求使得冷轧板卷价格上涨幅度低于原材料涨幅。未来可能随着下游需求的起色及钢材价格的回升,冷轧产品效益可能会好转。

图表 8: 国内冷轧板卷库存高位盘整



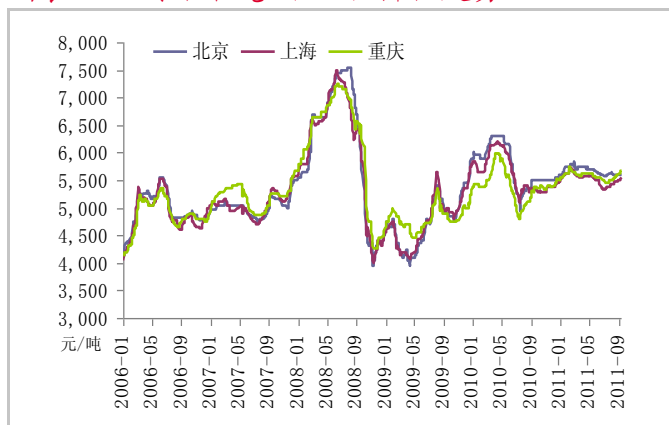
资料来源: 华泰证券

图表 9: 冷轧板卷产量逐年提高



资料来源: 华泰证券

图表 10: 冷轧板卷(1.0)价格走势



资料来源: 华泰证券

图表 11: 冷轧板卷毛利模拟走势



资料来源: 华泰证券

4.4 “十二五” 板材需求有望向好

目前热轧板卷产能利用率较高, 市场需求较好; 冷轧板卷产能利用率较低, 市场竞争激烈。总体上, 板材产能相对过剩, 盈利能力下降。我们应该看到, 扩大内需是“十二五”期间我国调整经济结构的首要任务,

城镇化建设是扩内需的重要途径。城镇化建设必然带动城镇居民消费，汽车、家电等耐用消费品行业将有较好表现，从而推动未来冷轧、热轧等板材产品的需求向好，一定程度上缓解产能过剩带来的供需矛盾。

5、盈利预测与投资建议

5.1 主要假设条件

预测公司 2011 年全年产品价格时，我们以 2011 年公司上半年价格为基础，并考虑需求和成本变化因素。预计 2012 年、2013 年公司产品平均价格将高于上一年平均价格。我们预测公司未来业绩时，主要考虑冷轧、热轧、宽厚板、钢管、不锈钢和特殊钢等六类主要钢材收入成本状况，其他品种钢材收入和其他收入占公司全部收入比重较低，使用 2010 年数据，且假设今后三年保持不变。

5.2 业绩预测结论

根据对公司主营业务的分析，预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 2184.40 亿元、2267.36 亿元、2341.30 亿元，毛利率分别为 9.62%、10.21%和 10.29%。基于对公司盈利预测，得出公司 2011 年归属母公司股东净利润为 94.14 亿元，同比增长-27.00%；2012 年净利润为 109.39 亿元，同比增长 16.2%；2013 年净利润为 114.50 亿元，同比增长 4.7%。

表 12：公司主要产品销售预测

		2010A	2011E	2012E	2013E
冷轧产品	营业收入（百万元）	56,997	60,439	64,114	67,358
	产量（万吨）	1,092	939	958	976.70
	吨钢平均价格（元）	5,221	6,438	6,696	6,896
	营业成本（百万元）	44,367	51,131	53,855	56,581
	吨钢平均成本（元）	4,064	5,447	5,624	5,793
	毛利率	22.16%	15.40%	16.00%	16.00%
热轧产品	营业收入（百万元）	34,856	40,489	42,537	44,256
	产量（万吨）	676	818	834	851
	吨钢平均价格（元）	5,159	4,952	5,101	5,203
	营业成本（百万元）	29,161	34,658	36,157	37,618
	吨钢平均成本（元）	4,316	4,239	4,336	4,422
	毛利率	16.34%	14.40%	15.00%	15.00%
宽厚板产品	营业收入（百万元）	10,090	11,578	11,927	12,288
	产量（万吨）	219	223	228	233
	吨钢平均价格（元）	4,605	5,181	5,232	5,285
	营业成本（百万元）	10,564	12,675	12,762	13,148
	吨钢平均成本（元）	4,821	5,672	5,599	5,655
	毛利率	-4.70%	-9.48%	-7.00%	-7.00%
钢管	营业收入（百万元）	10,162	10,773	10,990	11,322
	产量（万吨）	168	156	157	161

不锈钢产品	吨钢平均价格（元）	6,063	6,912	6,981	7,051
	营业成本（百万元）	9,714	10,391	10,572	10,892
	吨钢平均成本（元）	5,796	6,666	6,716	6,783
	毛利率	4.40%	3.55%	3.80%	3.80%
	营业收入（百万元）	17,687	18,894	19,846	20,445
特殊钢产品	产量（万吨）	134	132	137	140
	吨钢平均价格（元）	13,170	14,355	14,499	14,644
	营业成本（百万元）	17,535	18,731	19,667	20,261
	吨钢平均成本（元）	13,057	14,232	14,368	14,512
	毛利率	0.86%	0.86%	0.90%	0.90%
	营业收入（百万元）	9,801	12,937	13,992	15,132
	产量（万吨）	99	109	114	120
	吨钢平均价格（元）	9,910	11,892	12,249	12,616
	营业成本（百万元）	10,100	12,962	13,712	14,678
	吨钢平均成本（元）	10,212	11,915	12,004	12,238
	毛利率	-3.05%	-0.19%	2.00%	3.00%

资料来源：华泰证券研究所

5.3 投资建议

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.54、0.62、0.65 元，对应动态 PE 分别为 9.62、8.28、7.91。目前公司股价已经低于净资产，公司在行业中具有较强的竞争优势且经营业绩优于行业平均水平，具备一定的投资价值，我们给予公司“推荐”评级。

5、风险因素

钢铁产能过剩、供大于求、成本上升、下游需求减缓、产品同质化竞争激烈、节能减排压力加大、资源保障脆弱这是中国钢铁行业的现状。中国钢铁工业正步入高成本、低盈利的发展阶段，未来钢铁消费增速将减缓，市场竞争将更加激烈。若未来经济景气度下降，将会对整个行业造成影响，公司也在所难免。

附：公司报表预测摘要

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	68864	89507	100575	112399	营业收入	202149	218440	226736	234130
现金	9201	25019	32788	42762	营业成本	177817	197415	203592	210043
应收账款	6729	7018	7328	7590	营业税金及附加	525	703	659	717
其它应收款	1089	1078	1135	1181	营业费用	1785	1857	1927	1990
预付账款	5464	6045	6245	6438	管理费用	5304	5570	5782	5970

存货	38027	41968	43384	44862
其他	8355	8379	9695	9566
非流动资产	147201	147051	143576	139128
长期投资	4432	4161	4266	4286
固定资产	117737	123301	121716	118457
无形资产	8149	8265	8373	8478
其他	16882	11324	9222	7906
资产总计	216065	236559	244151	251526
流动负债	73176	87233	86977	86198
短期借款	23611	28000	27000	26000
应付账款	19164	23162	24664	24242
其他	30401	36071	35313	35956
非流动负债	31547	33465	34646	36397
长期借款	8587	10087	11587	13087
其他	22960	23378	23059	23310
负债合计	104723	120698	121622	122595
少数股东权益	6596	6930	7369	7798
股本	17512	17512	17512	17512
资本公积	37566	37566	37566	37566
留存收益	49798	53959	60191	66171
归属母公司股东权益	104746	108931	115159	121134
负债和股东权益	216065	236559	244151	251526

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	18856	25310	18069	20958
净利润	13361	9749	11378	11878
折旧摊销	237	8528	9248	9705
财务费用	807	1088	1126	1098
投资损失	-827	-340	-430	-500
营运资金变动	-8030	4849	-2675	-1332
其它	13307	1436	-579	108
投资活动现金流	-12610	-8659	-5110	-4856
资本支出	13246	9000	5000	5000
长期投资	-83	-483	172	46
其他	553	-142	62	190
筹资活动现金流	-3167	-833	-5190	-6127
短期借款	-663	4389	-1000	-1000
长期借款	3292	1500	1500	1500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	252	0	0	0
其他	-6048	-6722	-5690	-6627
现金净增加额	3114	15818	7769	9974

资料来源: 华泰证券研究所

财务费用	807	1088	1126	1098
资产减值损失	188	200	200	200
公允价值变动收益	12	0	0	0
投资净收益	827	340	430	500
营业利润	16666	11947	13879	14612
营业外收入	590	519	535	548
营业外支出	179	419	351	316
利润总额	17076	12047	14063	14843
所得税	3715	2299	2685	2965
净利润	13361	9749	11378	11878
少数股东损益	472	334	439	428
归属母公司净利润	12889	9414	10939	11450
EBITDA	17709	21563	24254	25415
EPS (元)	0.74	0.54	0.62	0.65

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	36.3%	8.1%	3.8%	3.3%
营业利润	129.8%	-28.3%	16.2%	5.3%
归属于母公司净利润	121.6%	-27.0%	16.2%	4.7%
获利能力				
毛利率	12.0%	9.6%	10.2%	10.3%
净利率	6.4%	4.3%	4.8%	4.9%
ROE	12.3%	8.6%	9.5%	9.5%
ROIC	11.9%	9.2%	10.7%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	48.5%	51.0%	49.8%	48.7%
净负债比率	34.12%	34.33%	34.53%	34.65%
流动比率	0.94	1.03	1.16	1.30
速动比率	0.40	0.52	0.64	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.97	0.94	0.94
应收账款周转率	32	31	31	31
应付账款周转率	9.42	9.33	8.51	8.59
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.74	0.54	0.62	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.08	1.45	1.03	1.20
每股净资产 (最新摊薄)	5.98	6.22	6.58	6.92
估值比率				
P/E	7.02	9.62	8.28	7.91
P/B	0.86	0.83	0.79	0.75
EV/EBITDA	8	6	6	5

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。