



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年12月12日

钢铁

研究部

罗炜

丁玥

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511090001

luowei@cicc.com.cn

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511080001

dingyue@cicc.com.cn

推荐

宝钢股份 (600019.SH)

拟向集团出售不锈钢和特钢资产, 利好公司业绩

主要财务信息

(单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	200,332	148,326	202,149	218,076	224,727
(+/-%)	5	-26	36	8	3
息税前利润	23,273	25,834	34,802	26,177	24,453
(+/-%)	-30	11	35	-25	-7
净利润	6,459	5,816	12,889	7,435	8,381
(+/-%)	-49	-10	122	-42	13
每股盈利 (元)	0.37	0.33	0.74	0.42	0.48
(+/-%)	-49	-10	122	-42	13
净资产收益率(%)	6.6%	5.7%	11.6%	6.5%	7.0%
投入资本回报率(%)	6.3%	5.7%	9.5%	5.9%	6.1%
每股分红 (元)	0.18	0.20	0.30	0.21	0.24
分红收益率(%)	3.4%	3.8%	5.7%	4.0%	4.5%
市盈率	14.3	15.9	7.2	12.4	11.0
市净率	1.0	1.0	0.9	0.86	0.83
每股经营现金流(元)	0.9	1.4	1.1	0.6	1.2
股价/经营现金	5.7	3.8	4.9	8.9	4.2

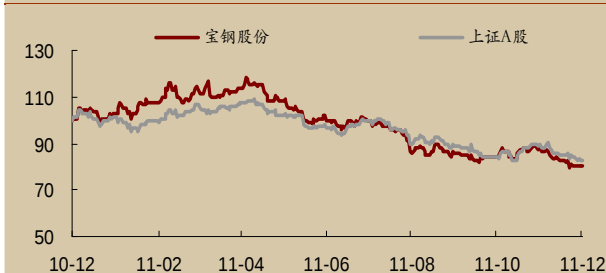
股票信息

A股	
股票代码	600019.CH
当前股价(元)	人民币4.88
日成交量(百万股)	18.99
52周最高价/最低价	人民币7.68/4.81
总市值(百万元)	85,459
发行股数(百万股)	17,512
其中:流通股(百万股)	17,512
主要股东(持股比例)	宝钢集团有限公司(74.08%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[600019.SH]	-0.61	-8.96	-5.97	-19.93
[上证A股]	-3.00	-7.73	-7.28	-17.50
[中金钢铁股指数]	-2.16	-1.74	-15.26	-22.93

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

拟向集团出售不锈钢和特钢资产:

宝钢股份拟向控股股东宝钢集团出售不锈钢、特钢事业部相关资产。预计涉及资产的帐面价值不超过总资产的 20%。目前尚未完成资产评估以及细化的资产出售方案。

评论:

- 剥离亏损业务, 强化优势主业。** 不锈钢、特钢事业部连续多年亏损, 对上市公司业绩一直是负贡献。粗略计算, 这两块亏损业务剥离后, 公司将减亏约 9 亿元, 考虑到对所得税的抵消影响, 剥离这两块亏损业务后业绩提升 6.7 亿元。(具体计算见表 1)。宝钢最具有优势的产品一直集中于优质碳钢扁平材领域, 此次资产调整后, 公司资源将更专注于优势领域, 有助于公司长期战略的实现。
- 若股本不变, EPS 提升 9%; 若缩股提升幅度更大。** 由于涉及调整的资产价值评估和资产出售方案的细则尚未公布, 难以判断出售资产对业绩的确定影响。若集团以现金收购, 维持股本不变, 2011 年 EPS 上升 9% 至 0.463 元/股; BPS 维持不变, 但 ROE 提升。若集团收购后注销股份, 则 EPS 提升幅度更大。BPS 也会上升。
- 不锈钢资产独立发展。** 在完成资产剥离后, 未来不锈钢业务会在集团层面独立发展。后续可能涉及获政府资助、搬迁等事项, 不再需要上市公司股东大会的批准。

估值与建议:

暂时维持 2011 和 2012 年的盈利预测至 0.42 和 0.48 元/股。待二董公布资产评估价值和出售资产的细化方案出台后, 再进行调整。但剥离亏损业务对公司形成利好, EPS 至少上升 9%; ROE 会上升, 对应 PB 估值也会得到提升。

当前股价对应 2011/2012 年 PE 分别为 11.5x 和 10.2x; 对应上调后的 EPS, 2011 年 PE10.5x。当前股价对应 2011/2012 年 PB 分别为 0.80x 和 0.77x, PB 估值已接近 2008 年 10 月的历史底部水平。剥离亏损业务后公司 ROE 提升, 有望成为 PB 估值触底回升的催化剂。

风险:

宏观经济下滑或紧缩政策超预期。

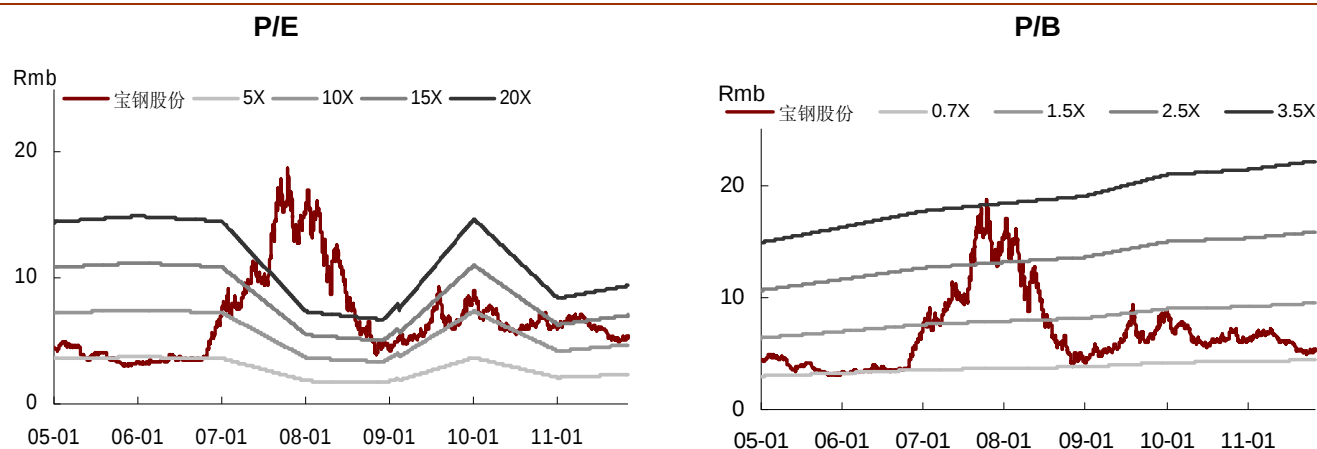
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 2009-2011E 不锈钢、特钢利润贡献测算

万吨 百万元	2011E	1H2011		2010		2009	
		不锈钢	特钢	不锈钢	特钢	不锈钢	特钢
营业收入		9,284	6,304	17,687	9,801	14,106	6,495
营业成本		9,205	6,316	17,535	10,010	13,516	7,345
毛利		79	-12	152	-209	590	-850
销量		65	55	134	99	126	76
吨毛利		122	-22	113	-211	468	-1,115
吨费用假设		450	400	450	400	450	400
吨净利		-328	-422	-337	-611	18	-1,515
利润贡献		-214	-232	-452	-605	22	-1,155
剔除所得税 抵免后的利 润贡献		-160	-174	-339	-453	17	-866
合计	-668.25	-334.13		-792.71		-849.53	
股份公司税 后净利润	7,435	5045		12889		5816	
对股份公司 税后净利润 的影响	-9%	-7%		-6%		-15%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: 历史与预测的财务指标

(人民币百万元)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入	191,273	200,332	148,326	202,149	218,076	224,727
主营业务成本	(162,926)	(175,894)	(134,332)	(177,817)	(199,892)	(204,677)
主营利润	27,096	23,219	13,424	23,807	17,530	19,376
管理费用	(5,220)	(5,676)	(4,592)	(5,304)	(6,106)	(6,517)
销售费用	(2,018)	(1,853)	(1,459)	(1,785)	(1,963)	(2,247)
财务费用	(955)	(2,096)	(1,676)	(807)	(1,103)	(867)
税前利润	19,308	8,154	7,295	17,076	9,783	11,174
所得税	(5,885)	(1,553)	(1,199)	(3,715)	(1,957)	(2,235)
净利润	12,718	6,459	5,816	12,889	7,435	8,381
总股本 (百万股)	17,512	17,512	17,512	17,512	17,512	17,512
每股盈利 (元/股)	0.73	0.37	0.33	0.74	0.42	0.48
每股分红 (元/股)	0.35	0.18	0.20	0.30	0.21	0.24
主要财务运营指标						
毛利率	14.8%	12.2%	9.4%	12.0%	8.3%	8.9%
净利率	6.6%	3.2%	3.9%	6.4%	3.4%	3.7%
息税折旧前利润率	17.4%	11.6%	17.4%	17.2%	12.0%	10.9%
净资产收益率	13.4%	6.6%	5.7%	11.6%	6.5%	7.0%
投入资本收益率	10.4%	6.3%	5.7%	9.5%	5.9%	6.1%
净债务权益比率	23.4%	52.0%	49.5%	42.7%	38.7%	29.1%
利息保障倍数	35	11	15	43	24	28
资产负债率	49.8%	51.1%	49.7%	48.5%	50.2%	46.4%
流动比率	1.0	0.8	0.7	0.9	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
应收帐款周转天数	22	20	27	24	36	47
存货周转天数	79	78	88	69	74	78
净利润	12,718	6,459	5,816	12,889	7,435	8,381
折旧及摊销	12,551	14,475	13,068	13,023	16,864	16,919
经营活动产生的现金流	19,506	16,244	23,993	18,856	10,333	21,799
每股经营活动现金流 (元)	1.11	0.93	1.37	1.08	0.59	1.24
投资活动现金流	-22,309	-27,602	-17,492	-12,610	-10,536	-7,771
筹资活动现金流	1,636	2,704	-7,942	-3,167	2,057	-14,140
净现金增加/ (减少)	-1,072	-8,837	-1,448	3,114	1,855	-112
资产						
流动资产	68,033	52,266	47,261	61,837	81,188	84,094
现金及现金等价物	16,996	6,852	5,558	9,201	9,793	9,681
应收款项	11,969	9,770	12,241	14,609	28,679	29,553
存货	39,069	35,645	29,462	38,027	42,717	44,861
固定资产净值	81,552	109,188	115,466	117,737	110,515	103,730
长期投资	3,754	3,850	4,207	4,432	5,319	6,383
无形资产及其他资产	7,544	9,837	13,180	13,356	12,541	8,555
资产合计	188,336	200,021	201,143	216,065	228,630	222,388
负债及所有者权益						
流动负债						
短期借款	20,481	24,104	24,274	23,611	21,010	21,010
其他短期负债	55,404	47,938	46,448	49,565	62,355	60,447
流动负债合计	75,885	72,042	70,722	73,176	83,365	81,457
长期借款	16,432	14,202	5,295	8,587	10,505	10,505
其他长期负债	1,418	609	747	1,943	1,943	1,943
负债合计	93,735	102,183	99,923	104,723	114,715	103,251
少数股东权益	6,097	5,881	6,082	6,596	6,987	7,546
股东权益	88,504	91,957	95,137	104,746	106,928	111,591
负债及所有者权益	188,336	200,021	201,143	216,065	228,630	222,388

资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率		市净率		企业价值/息税折旧前利润			
			2011-12-11	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600019.SH	宝钢股份	CNY	4.9	6.6	11.6	10.2	0.8	0.8	0.7	4.5	5.5	5.7
600005.SH	武钢股份	CNY	3.1	14.4	14.2	9.5	0.9	0.8	0.8	8.2	7.3	6.4
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	4.8	17.0	69.3	23.1	0.6	0.6	0.6	6.8	8.1	6.9
600808.SH	马钢股份	CNY	2.7	18.8	49.3	27.4	0.8	0.8	0.7	5.2	5.8	5.7
000825.SZ	太钢不锈	CNY	4.1	19.7	13.6	12.9	1.1	1.0	1.0	8.1	7.1	6.5
600231.SH	凌钢股份	CNY	5.8	7.8	9.3	8.2	1.3	1.1	1.0	6.9	6.9	6.4
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	4.1	17.6	9.6	7.8	1.5	1.4	1.2	9.6	6.6	5.6
600581.SH	八一钢铁	CNY	8.3	12.2	9.5	8.1	1.9	1.6	1.3	7.9	6.5	6.1
600117.SH	西宁特钢	CNY	7.8	24.9	13.6	12.0	2.3	2.0	1.8	9.1	8.8	8.7
000778.SZ	新兴铸管	CNY	6.8	9.6	8.9	7.4	1.2	1.1	1.0	8.9	6.7	5.2
中金覆盖A股平均值				14.9	20.9	12.7	1.2	1.1	1.0	7.5	6.9	6.3
中金覆盖A股中位数				15.7	12.6	9.8	1.2	1.1	1.0	8.0	6.8	6.2
600022.SH	济南钢铁	CNY	4.3	n.a	30.8	21.6	1.9	n.a	n.a	10.2	n.a	n.a
600102.SH	莱钢股份	CNY	8.3	62.2	12.6	12.6	1.3	n.a	n.a	7.2	n.a	n.a
600282.SH	南钢股份	CNY	3.0	12.4	10.0	7.1	1.1	1.0	0.9	8.3	7.6	6.4
002110.SZ	三钢闽光	CNY	7.7	37.3	16.2	11.3	1.5	1.4	1.2	8.9	n.a	n.a
000629.SZ	攀钢钒钛	CNY	6.2	32.7	14.9	8.7	2.2	2.1	1.8	13.7	11.4	8.4
000708.SZ	大冶特钢	CNY	11.1	8.9	8.2	7.2	2.0	1.7	1.4	7.1	6.7	5.8
000717.SZ	韶钢松山	CNY	3.0	236.8	20.8	12.4	0.8	0.8	0.8	9.3	n.a	n.a
000761.SZ	本钢板材	CNY	4.9	16.5	15.5	12.8	1.0	1.0	0.9	8.2	6.5	6.2
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	2.8	n.a	26.3	14.0	0.6	0.6	0.6	24.1	n.a	n.a
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.4	37.5	11.3	8.8	1.7	n.a	n.a	13.3	n.a	n.a
600010.SH	包钢股份	CNY	4.3	144.0	22.7	18.5	2.2	2.1	2.0	10.8	n.a	n.a
600126.SH	杭钢股份	CNY	4.3	10.3	10.0	10.4	1.0	0.9	0.9	6.5	n.a	n.a
600782.SH	新钢股份	CNY	4.7	18.0	13.7	10.2	0.8	0.7	0.7	6.7	n.a	n.a
600894.SH	广钢股份	CNY	7.1	n.a	16.7	12.4	11.2	3.3	2.6	34.3	18.8	17.8
601003.SH	柳钢股份	CNY	3.8	15.3	12.7	10.2	1.8	1.6	1.5	9.7	n.a	n.a
601005.SH	重庆钢铁	CNY	3.1	543.7	13.1	9.8	1.0	0.9	0.8	21.2	n.a	n.a
A股市场平均值				57.6	17.9	12.1	1.7	1.3	1.1	10.6	8.0	7.2
A股市场中位数				17.6	13.6	10.3	1.2	1.0	1.0	8.6	6.9	6.4
347 HK	鞍钢股份	HKD	5.39	16.4	64.9	20.3	0.6	0.6	0.6	5.9	6.7	5.4
323 HK	马钢股份	HKD	2.31	13.9	35.1	18.4	0.6	0.5	0.5	6.4	7.1	7.1
中金覆盖H股平均值				15.2	50.0	19.3	0.6	0.6	0.5	6.1	6.9	6.2
中金覆盖H股中位数				15.2	50.0	19.3	0.6	0.6	0.5	6.1	6.9	6.2
1053 HK	重庆钢铁	HKD	1.21	180.2	72.9	36.1	0.4	0.5	0.5	18.3	21.6	16.6
656 HK	复星国际	HKD	4.24	7.5	10.0	12.4	1.1	1.1	1.1	6.1	6.0	5.7
581 HK	东方集团	HKD	3.01	9.7	6.8	6.7	1.3	1.2	1.1	5.2	4.4	4.1
697 HK	首长国际	HKD	0.47	7.8	10.2	6.7	0.4	0.4	0.4	15.9	13.0	9.8
H股市场平均值				39.2	33.3	16.8	0.7	0.7	0.7	9.6	9.8	8.1
H股市场中位数				11.8	22.7	15.4	0.6	0.6	0.5	6.3	6.9	6.4
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	13.8	11.1	8.9	7.9	0.3	0.3	0.3	2.8	1.3	1.0
NUE US	纽柯钢铁	USD	39.6	94.2	16.1	12.4	1.8	1.7	1.5	5.4	1.9	1.0
X US E	美国钢铁	USD	26.6	n.a	350.1	11.0	1.0	1.0	0.9	n.a	2.0	1.0
5401 JP	新日铁	JPY	192.0	n.a	12.3	13.0	0.7	0.7	0.7	0.8	1.5	1.0
5411 JP	JFE控股	JPY	1,472.0	17.1	10.3	101.1	0.5	0.5	0.5	0.7	1.3	1.0
005490 KS	浦项钢铁	KRW	388,000.0	n.a	8.4	7.0	0.9	0.9	0.8	1.3	1.0	1.0
TATA IN	塔塔钢铁	INR	403.0	n.a	6.2	7.6	1.6	1.3	1.0	0.8	1.8	1.0
其他市场平均值				40.8	58.9	22.9	1.0	0.9	0.8	2.0	1.6	1.0
其他市场中位数				17.1	10.3	11.0	0.9	0.9	0.8	1.1	1.5	1.0
所有市场平均值				53.7	30.1	15.4	1.4	1.0	0.9	8.9	6.7	5.8
所有市场中位数				16.5	13.7	11.8	1.0	0.9	0.8	7.1	6.7	5.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED