

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

集中精力，专攻一点

事件描述

宝钢股份发布公告，为优化资产配置，本公司拟向控股股东宝钢集团出售不锈钢、特钢事业部相关资产，预计涉及资产的账面价值将不超过公司最近一期经审计的总资产的 20%。

事件评论

第一，计划出售不锈钢与特钢事业部相关资产，专心经营优质板材领域领先地位

公司公告称，为优化资产配置，巩固并强化公司在优质碳钢扁平材领域的领先地位，提升公司业绩，本公司拟向公司控股股东宝钢集团出售不锈钢、特钢事业部的相关资产：

- ✓ 预计涉及资产的账面价值将不超过公司最近一期经审计的总资产的 20%（最近一期经审计 2010 年财务报告的资产总价值为 2160.35 亿元）；
- ✓ 公司将聘请中介机构对上述资产进行评估，进一步细化资产出售方案。该资产出售方案在经公司董事会非关联董事审议通过后，将提交股东大会，由公司非关联股东审议批准；
- ✓ 宝钢集团将通过布局优化，继续发展不锈钢和特钢事业。

2005 年 4 月，公司增发 50 亿股（向集团公司定向增发 30 亿股，向社会公众公开增发 20 亿股）向集团公司收购一钢、五钢等资产，是不锈钢与特钢事业部的前身。

表 1：2005 年增发募集资金计划收购的资产

具体目标资产	拟收购资产评估净值
一钢拟收购资产及业务	92.95
五钢拟收购资产及业务	22.97
钢研所拟收购资产及业务	2.38
梅钢 74.01%股份	54.80
梅山房地产	1.06
宝钢国际 100%股权	37.13
宝新 54%股权	17.62
宝钢化工 100%股权	25.15
宝信 57.22%股份	2.21
海外公司股权	6.09

马迹山港区资产及业务	12.30
合计	274.67

资料来源：公司资料，长江证券研究部

● 不锈钢事业部所包含主要资产：原一钢与宝新公司；

不锈钢事业部成立于 2009 年 3 月底，宝钢股份不锈钢事业部拥有炼铁、炼钢、热轧、冷轧等配套完整的、不锈钢和碳钢联合生产线。全年可产不锈钢 150 万吨、碳钢 190 万吨，热轧不锈钢板卷 128 万吨、碳钢板卷 181 万吨，冷轧不锈钢 66 万吨、冷轧碳钢 140 万吨。不锈钢形成了铁素体、奥氏体、马氏体、双相钢等四大系列产品；碳钢形成抗氢诱裂纹（HIC）管线、高韧性管线、汽车结构、焊接气瓶等十大系列产品。产品广泛应用于核电、工业结构件、食品机械、化工设备、海洋运输、车辆船舶结构件、铁路货车、建筑装潢、家用电器、厨房设备等多种领域和行业，远销美国、德国、意大利、罗马尼亚、韩国和台湾等国家和地区。

不锈钢事业部下辖宁波宝新不锈钢有限公司（后称宁波宝新）。宁波宝新始建于 1996 年 3 月，由宝山钢铁股份有限公司、浙甬钢铁投资（宁波）有限公司和日本国日新制钢株式会社、三井物产株式会社、阪和兴业株式会社联合出资组建。宁波宝新专业生产冷轧不锈钢薄板和冷轧不锈钢焊管，年设计产能分别达到 60 万吨和 1 万吨。主要产品为 300、400 系列冷轧不锈钢板卷和汽车排气系统及工业用不锈钢焊管，广泛用于电梯、汽车配件、家用电器、厨具餐具、卫生洁具、医疗器械、食品机械、化工设备、电子元件、建筑装潢等。

1、不锈钢事业部的主要资产为一钢公司，其前身为上海第一钢铁厂

一钢系集团公司的控股子公司，前身为上海第一钢铁厂，集团公司持有其 87.58% 的股权。1995 年 12 月联合上海新沪钢铁厂、上海矽钢片厂，兼并上海第八钢铁厂，组建“上海第一钢铁(集团)有限公司”。1998 年 11 月，宝钢集团吸收合并上海冶金控股(集团)公司和上海梅山(集团)有限公司后，一钢成为集团公司的全资子公司。2001 年 5 月，一钢通过债转股从国有独资公司变更为有限责任公司。

一钢是集炼铁、炼钢、轧钢为一体的钢铁联合生产企业，主要从事钢板、螺纹钢、生铁、钢锭、钢坯及其他产品(水渣、扒渣、废次材、烧结矿)的生产。2004 年度，一钢共销售碳钢热轧卷约 156 万吨，热轧不锈钢卷约 14 万吨，钢板约 20 万吨，螺纹钢约 98 万吨，矽钢钢坯约 11 万吨。

表 2：一钢公司 2004 年主要指标

总资产	222.89
总负债	105.07
净资产	117.82
主营业务收入	131.04
主营业务成本	100.97
净利润	17.82

资料来源：公司资料，长江证券研究部

2005 年收购的资产及业务为不锈钢热轧生产线及碳钢热轧生产线，包括烧结炼铁系统、新建的炼钢、1780 不锈钢碳钢热轧生产线及不锈钢在建工程以及安徽皖宝矿业股份有限公司 8% 的股份、东方钢铁电子商务有限公司 4% 的股权。

表 3：2005 年收购一钢时，所收购的主要设备和装备

名称	数量	设备类型	产品	设计产能
炼铁系统	1	132 平方米烧结机 3 台、750 立方米及 2500 立方米高炉各 1 座	铁水	303（实际）
转炉	2	150 吨	钢水	191
电炉/转炉	1	100 吨/120 吨	钢水	72

碳钢连铸生产线	2	-	碳钢板坯	217
不锈钢连铸生产线	1	-	不锈钢板坯	72
不锈钢、碳钢热轧板卷生产线	1	1780 毫米	碳钢/不锈钢热轧板卷	212/70

资料来源：公司资料，长江证券研究部

一钢的不锈钢项目是国内最大的国债技改贴息项目，也是世界上第一个集电炉和转炉、碳钢和不锈钢生产为一体的工程项目，其冶炼设备和工艺分别从日本和德国引进，代表了世界钢铁技术的先进水平。该项工程一期的设计生产能力为热轧碳钢 212 万吨、热轧不锈钢板卷 70 万吨。其不锈钢扩建工程部分完成后整个设计生产能力达到热轧碳钢板卷 181 万吨、热轧不锈钢板卷 129 万吨、不锈钢商品板坯 12 万吨。

公司于 2005 年拟收购的一钢资产最终评估价值为 92.95 亿元。

表 4：所收购的一钢资产评估情况

资产评估	账面价值	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	41.19	42.36	1.17	2.85%
固定资产	123.02	122.48	-0.53	-0.43%
无形资产	10.03	14.47	4.44	44.25%
资产总计	174.53	179.60	5.07	2.91%
负债总计	86.59	86.65	0.06	0.07%
净资产	87.94	92.95	5.01	5.70%

资料来源：公司资料，长江证券研究部（无形资产主要指土地使用权）

表 5：拟收购的资产对应的模拟财务报表如下

指标	2004 年	2003 年
总资产（期末）	206.14	135.78
净资产（期末）	103.99	76.09
主营业务收入	117.14	45.6
主营业务利润	29.8	13.16
净利润	19.66	9.85

资料来源：公司资料，长江证券研究部

2、宝新公司是不锈钢事业部的另一块主要资产

宝新成立于 1996 年 3 月，是由集团公司、浙甬钢铁投资(宁波)有限公司和日新制钢株式会社、三井物产株式会社、阪和兴业株式会社合资组建的冷轧不锈钢薄板生产企业，经过多次增资，截至 2004 年 12 月 31 日，宝新的注册资本为 284,837.94 万元，其中集团公司持有 54% 的股权。

表 6：宝新公司资产评估日的评估结果

资产评估	账面价值	调整后账面值	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	18.51	18.51	18.83	0.33	1.78%
固定资产	30.61	30.46	30.59	0.12	0.41%
无形资产	0.73	0.88	1.74	0.86	98.24%
资产总计	50.17	50.17	51.50	1.34	2.67%
负债总计	18.90	18.90	18.88	-0.02	-0.11%
净资产	31.26	31.26	32.62	1.36	4.34%

资料来源：公司资料，长江证券研究部（无形资产主要指土地使用权）

表 7: 宝新公司主要财务指标

财务状况	2004
总资产	59.74
净资产	32.01
主营业务收入	51.09
主营业务利润	4.08
净利润	3.46

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

● 特钢事业部主要资产: 原五钢与钢研所;

宝钢股份特钢事业部前身是上海第五钢铁厂, 创建于 1958 年 9 月, 是专业开发、生产、销售特殊钢材的大型国有企业。公司创建以来, 为国民经济和国防事业的建设作出了巨大贡献, 曾荣获国家一级企业和国家质量管理奖等荣誉称号, 被称为特钢行业的排头兵。

1995 年 12 月, 公司被上海市列为第一批现代企业制度试点单位, 改制为上海沪昌钢铁有限公司。1996 年 12 月, 上海冶金控股(集团)决定, 公司与上海十钢有限公司、上海冷拉型钢厂组建为上海五钢(集团)有限公司。1998 年 11 月, 经国务院批准, 宝钢、上钢和梅山联合成立上海宝钢集团公司后, 公司更名为宝钢集团上海五钢有限公司(简称五钢公司)。为加速特钢精品基地的建设, 2003 年宝钢集团公司分别于 8 月、10 月宣布上海钢研所和宝钢集团上海二钢有限公司由五钢公司托管。

2005 年 5 月, 五钢公司的核心资产被宝山钢铁股份有限公司收购, 新组建成为宝山钢铁股份有限公司特殊钢分公司。2009 年 4 月, 宝山钢铁股份有限公司实施体制变革, 特殊钢分公司更变为宝钢股份特钢事业部。

1、五钢公司前身为上海第五钢铁厂;

五钢系集团公司的控股子公司, 集团公司持有其 83.81% 的股权。五钢前身“上海第五钢铁厂”系 1958 年 9 月 14 日由原上海机修总厂合金钢系统改名而来。1995 年 12 月改制为“沪昌钢铁有限公司”, 1996 年吸收上海十钢有限公司、上海冷拉型钢厂组建“上海五钢(集团)有限公司”, 1998 年 11 月, 宝山钢铁(集团)公司吸收合并上海冶金控股(集团)公司和上海梅山(集团)有限公司后, 五钢成为集团公司的全资子公司。2001 年 6 月五钢通过债转股方式由国有独资公司改制为有限责任公司。

五钢是宝钢集团的特钢生产基地, 其主要产品汽车用钢、轴承钢、弹簧钢、冷锻钢、合结钢、易切削钢、不锈钢、工模具钢、高温合金和钛合金等多种特殊钢和合金材料, 广泛应用于航天、航空、海洋工程、船舶、核电、铁路、汽车、机械、电子仪表和石油化工等领域。2004 年, 五钢销售热轧产品约 78 万吨, 特钢产品约 89 万吨。

表 8: 五钢公司 2004 年主要报表指标

总资产	13.44
总负债	5.51
净资产	7.93
主营业务收入	18.90
主营业务成本	18.21
净利润	-0.99

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

2005 年收购的五钢的核心资产和业务包括了五钢的炼钢厂、特种冶炼厂、条钢厂、银亮钢厂、钢管厂以及五钢下属子公司上海五钢气体有限公司 94.5% 的股权、上海五钢浦东国际贸易公司 90% 的股权、上海实达精密不锈钢有限公司 40% 的股权、东方钢铁电子商务有限公司 4% 的股权和东莞市宝特模具钢加工有限公司 10% 的股权。

表 9：所收购的五钢资产的评估情况

资产评估	账面价值	调整后账面值	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	24.53	24.53	24.96	0.44	1.77%
固定资产	38.72	38.72	38.28	-0.44	-1.13%
无形资产	0.16	0.16	7.38	7.22	4453.33%
资产总计	67.03	67.03	74.36	7.33	10.94%
负债总计	51.37	51.37	51.39	0.03	0.05%
净资产	15.66	15.66	22.97	7.31	46.65%

资料来源：公司资料，长江证券研究部（无形资产主要指土地使用权）

2、钢研所精密冷带生产线进入上市公司；

钢研所是集团公司全资拥有的企业，钢研所前身是“华东矿冶局实验室”，于 1968 年 3 月 5 日改称为“上海钢铁研究所”，1998 年 11 月随宝山钢铁(集团)公司吸收合并上海冶金控股(集团)公司和上海梅山(集团)有限公司后进入宝钢集团。2000 年 1 月 1 日起，钢研所由地方型科研院所转制为科技型企业。

五钢受集团公司委托经营钢研所的资产。钢研所主要生产精密冷带产品，主要用于彩色显象管和彩色显示器、集成电路、磁头、电脑软磁盘、通信器件、荧光显示器、开关与控制器、计时器、扣式电池、汽车仪表电器以及机车电器等。2004 年钢研所生产了 3000 吨精密冷带产品。

本次拟收购的钢研所的主要资产为钢研所精密冷带生产线，其始建于上世纪 60 年代，80 年代对生产设备作过更新改造，2002 年集团公司又注入资金进行大规模技术改造，于 2003 年底基本完成并投入使用。该生产线生产能力为 2500 吨/年，其中：精密合金 1070 吨/年、弹性及高温合金 30 吨/年、横拼双金属 1200 吨/年、不锈钢 206 吨/年。

表 10：钢研所拟收购资产评估情况

资产评估	账面价值	调整后账面值	评估价值	增减值	增值率%
流动资产	0.73	0.73	0.76	0.03	3.98%
固定资产	1.06	1.06	1.20	0.14	13.30%
无形资产	0.95	0.95	1.17	0.22	23.01%
资产总计	2.74	2.74	3.13	0.39	14.17%
负债总计	0.75	0.75	0.75	0.00	0.13%
净资产	1.99	1.99	2.38	0.39	19.44%

资料来源：公司资料，长江证券研究部（无形资产主要指土地使用权）

● 土地使用权纳入评估范围，评估价值为 42.26 亿元；

2005 年增发收购股权的公司及其直接或间接控制的子公司占用的土地及拟收购资产所包括并纳入整体上市收购评估范围的土地共 110 宗。其中 108 宗土地为纳入本次收购评估范围的土地，包括国有出让土地、按上海市《关于进行盘活工商企业国有房地产试点的实施意见》办理的空转地、国有划拨土地和集体土地。面积总计约 1240 万平方米，评估价值约为人民币 42.26 亿元。其中收购股权的公司及其子公司拥有土地共 75 宗，面积约为 577 万平方米，评估价值约为 18.34 亿元；收购资产部分包含的土地共 33 宗，面积约为 663 万平方米，评估价值约为 23.92 亿元。

表 11：2005 年增发所涉及相关土地资产情况统计

	权证完备		有权证/需更名		无权证		总计			
	宗数	面积	宗数	面积	宗数	面积	宗数	宗数占比	面积	面积占比
出让土地	67	492			1	33	68	63%	525	42%
空转地	6	25	8	276			14	13%	302	24%
划拨土地	7	140	11	177	5	88	23	21%	404	33%

集体土地	2	9			1	1	3	3%	10	1%
总计	82	665	19	453	7	122	108	100%	1240	100%
占全部土地比例	75.90%	53.70%	17.60%	36.50%	6.50%	9.80%	100%		100%	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

对土地价值的评估，充分遵循了评估规范，考虑了评估对象的土地用途（主要为工业用地）。纳入增发评估范围的土地的账面原值共计约为 23.71 亿元，评估价值约为 42.26 亿元，增值约 18.55 亿元，增值率约为 78.3%。

表 12：所涉及土地评估及增值情况统计

百万元	权证完备		有权证/需更名		无权证		总计			
	调整后账 面原值	评估 价值	调整后账 面原值	评估 价值	调整后账 面原值	评估 价值	调整后账 面原值	评估 价值	占土地评估 价值比重	占土地总 增值比重
出让土地	1,227	1,661	0	0	26	76	1,253	1,737	41%	484
空转地	95	117	1,020	1,306	0	0	1,115	1,423	34%	308
划拨土地	2	190	0	584	0	286	2	1,060	25%	1,058
集体土地	0	6	0	0	0	1	1	7	0%	6
总计	1,324	1,974	1,020	1,890	27	362	2,371	4,226	100%	1,855

资料来源：公司资料，长江证券研究部

● 股份公司后期对不锈钢与特钢资产有持续投入。

自 2005 年将一钢、宝新、五钢与钢研所相关资产收归股份后，后续仍有一系列的投入。

表 13：冷轧不锈钢带钢工程历年资金投入情况

冷轧不锈 带钢工程	第一期项目于 2006 年 4 月 26 日开工，于 2007 年 12 月 18 日建成，年新增 70 万吨不锈钢热轧酸洗卷生产能力，115 万吨碳钢热轧酸洗卷生产能力。；第二期于 2007 年 11 月 18 日开工，2010 年 12 月全线建成投运，新增不锈钢冷轧卷产能 33 万吨/年、不锈钢酸洗卷产能 33 万吨/年、碳钢冷轧卷 140 万吨/年。2008-2010 年分别使用募投资金 15.09 亿元、15.09 亿元和 57 万元。
2006	第一步实施方案的内容包括：热带酸洗退火机组、罩式炉、连续式酸洗机组等，建成后可年产不锈钢热轧酸洗卷 70 万吨，碳钢热轧酸洗卷 115 万吨。项目于 2006 年 4 月 26 日开工，于 2007 年 12 月 18 日建成，年新增 70 万吨不锈钢热轧酸洗卷生产能力，115 万吨碳钢热轧酸洗卷生产能力。
2007	后续工程建设内容包括一条五机架冷连轧机组、一条不锈钢单机架多辊轧机、一条不锈钢冷带退火酸洗机组、一条碳钢连续退火机组、一条热镀锌机组等，建成后总生产规模 206 万吨/年，其中不锈钢产品 66 万吨，碳钢产品 140 万吨。工程于 2007 年 11 月 18 日开工，计划 2010 年 5 月建成。
2008	当年使用募集资金 15.09 亿元
2009	当年使用募集资金 15.09 亿元
2010	当年使用募集资金 57 万元，后续工程于 2010 年 12 月全线建成投运，新增不锈钢冷轧卷产能 33 万吨/年、不锈钢酸洗卷产能 33 万吨/年、碳钢冷轧卷 140 万吨/年。

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 14：特钢炉卷轧机工程历次改造情况

特钢炉卷 轧机工程	工程于 2007 年 9 月 3 日开工，2010 年 5 月全线建成投运，新增热轧合金板卷产能 28.2 万吨/年。
2007	建设一套炉卷轧机及相应的配套设施，项目建成后年产板卷 28.2 万吨，其中钛及钛合金、高温合金、镍基耐蚀合金、精密合金 2.6 万吨。工程于 2007 年 9 月 3 日开工，计划 2009 年 9 月建成。
2008	建设一套炉卷轧机及相应的配套设施，建成后可年产板卷 28.2 万吨，其中钛及钛合金、高温合金、

	镍基耐蚀合金、精密合金 2.6 万吨。2007 年 9 月开工，计划 2009 年 7 月建成板生产线，2010 年 2 月建成卷生产线。
2009	建设一套炉卷轧机及相应的配套设施，建成后可年产板卷 28.2 万吨，其中钛及钛合金、高温合金、镍基耐蚀合金、精密合金 2.6 万吨。2007 年 9 月开工，目前板生产线已建成，卷生产线计划 2010 年 2 月建成。
2010	特钢事业部炉卷轧机工程于 2010 年 5 月全线建成投运，新增热轧合金板卷产能 28.2 万吨/年。

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 15：其余与不锈钢及特钢相关的资产改造情况

其他项目	
不锈钢扩建工程	2005 年 6 月 18 日，不锈钢分公司不锈钢扩建工程热负荷试车一次成功。工程采用国内外一系列先进工艺技术，包括 100 吨电炉、120 吨转炉、120 吨精炼炉各一座，一台板坯连铸机以及一座加热炉等装备，新增热轧不锈钢设计产能 59 万吨，可生产奥氏体、马氏体、铁素体等各类热轧不锈钢。
合金钢棒材生产线改造工程	2005 年 3 月 11 日，特殊钢分公司的合金钢棒材生产线改造工程按计划完成，改造后可生产合金钢棒材 45 万吨，新增产能 15 万吨。规格从原来的 $\phi 55$ 增大到 $\phi 90$ ，产品结构得到了优化。
高合金钢生产线改造工程	通过引进关键工艺、设备，淘汰改造原有的高合金钢热轧生产线，调整、优化了产品结构。改造后，可形成镍基合金、钛合金、高合金钢等产品生产能力 10 万吨。工程于 8 月 15 日正式开工，项目计划 2007 年 1 月建成。
特殊钢分公司高合金钢生产线改造工程	2006 年 12 月 15 日高合金钢生产线热负荷试生产，该产线可年产高合金钢 10 万吨。

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，由于不锈钢特钢盈利能力偏低，资产出售后，股份公司盈利确定性改善

从过去历年数据来看，不锈钢与特钢资产盈利一直都处于较低水平，拖累了股份公司整体的盈利能力。其中，不锈钢业务毛利率勉强为正，而特钢业务基本处于毛利亏损的状态。

表 16：宝钢股份分产品营业收入统计

宝钢营业收入分产品统计	2007	2008	2009	2010	2011H1
冷轧碳钢板卷	324.54	380.43	368.1	569.97	301.14
热轧碳钢板卷	423.41	478.58	283.12	348.56	198.35
不锈钢	205.82	149.76	141.06	176.87	92.84
特殊钢	105.61	96.5	64.95	98.01	63.04
宽厚板	79.37	120.51	96.26	100.9	55.76
钢管产品			103.66	101.62	53.74
其他钢铁产品	144.81	197.81	54.8	77.48	45.05
其他	972.13	1177.33	905.94	1198.53	654.04

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 17：宝钢股份分产品盈利能力统计

毛利率	2007	2008	2009	2010	2011H1
冷轧碳钢板卷	22.35%	15.15%	17.78%	22.16%	15.29%

热轧碳钢板卷	23.96%	16.35%	13.10%	16.34%	13.64%
不锈钢	-5.78%	-9.39%	4.18%	0.86%	0.85%
特殊钢	-1.85%	-2.86%	-13.08%	-3.05%	-0.19%
宽厚板	33.44%	28.86%	-5.98%	-4.70%	-9.48%
钢管产品	0.00%	0.00%	13.74%	4.40%	3.51%
其他钢铁产品	20.93%	11.85%	-1.20%	0.86%	1.59%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

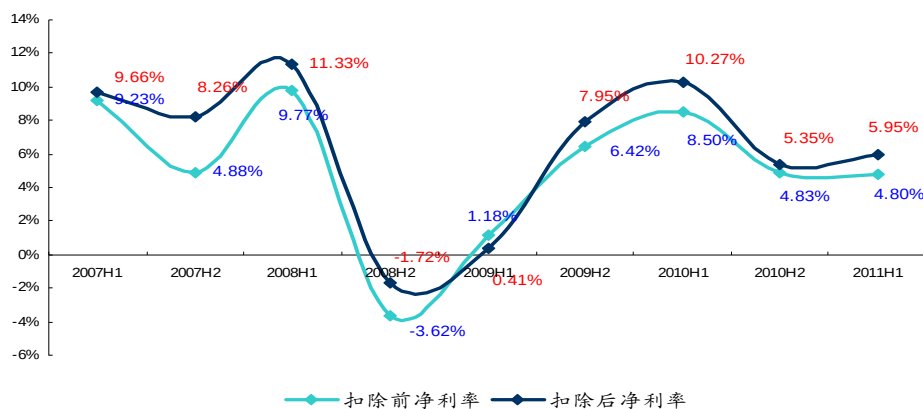
经过简单测算，在出售不锈钢与特钢资产后，公司毛利率与净利率得以改善是较为确定的事实。

表 18：不锈钢与特钢资产剥离后，公司资产整体盈利能力将增强

资产剥离利于盈利提升	2007	2008	2009	2010	2011H1
不锈与特钢营业收入	311	246	206	275	156
其中：不锈钢	206	150	141	177	93
其中：特殊钢	106	97	65	98	63
不锈与特钢营业成本	325	263	209	276	155
其中：不锈钢	218	164	135	175	92
其中：特殊钢	108	99	73	101	63
公司营业收入总计	1,913	2,003	1,483	2,021	1,110
扣除不锈钢与特钢营业收入	1,601	1,757	1,277	1,747	954
营业成本总计	1,629	1,759	1,343	1,778	1,003
扣除不锈钢与特钢营业成本	1,304	1,496	1,135	1,502	848
扣除前毛利率	14.82%	12.20%	9.43%	12.04%	9.59%
扣除后毛利率	18.57%	14.87%	11.16%	14.02%	11.08%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 1：剥离不锈钢与特钢资产后，净利率有所增强



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

剥离不锈钢与特钢资产后，净利润出现小幅增厚。

表 19：剔除特钢与不锈钢资产后业绩测算

剥离后利润变化测算	2007H1	2007H2	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2	2011H1
公司营业收入	939.76	972.97	1034.73	968.58	653.82	829.44	978.12	1043.37	1109.89
公司营业成本	774.15	855.11	860.08	898.86	620.75	722.57	833.73	944.44	1003.48

公司毛利	165.61	117.87	174.66	69.72	33.07	106.87	144.39	98.93	106.41
公司三费水平	36.40	45.53	41.29	54.95	35.54	41.73	36.86	42.10	37.59
公司三项费用率	3.87%	4.68%	3.99%	5.67%	5.44%	5.03%	3.77%	4.03%	3.39%
公司利润总额	101.35	90.33	124.95	-27.21	3.41	65.64	108.41	58.62	69.32
实际所得税	35.29	23.56	29.04	-13.51	1.24	10.75	25.18	11.98	14.62
实际所得税率	34.82%	26.09%	23.25%	49.66%	36.36%	16.38%	23.23%	20.43%	21.09%
公司净利润	66.06	66.77	95.91	-13.70	2.17	54.88	83.23	46.65	54.70
不锈钢与特钢营业收入	184.30	127.13	150.91	95.35	86.60	119.41	134.17	140.71	155.88
不锈钢与特钢营业成本	172.31	152.96	149.95	113.13	87.88	120.73	137.23	139.12	155.21
不锈钢与特钢毛利	12.00	-25.84	0.95	-17.77	-1.28	-1.32	-3.06	1.59	0.67
三项费用率	3.87%	4.68%	3.99%	5.67%	5.44%	5.03%	3.77%	4.03%	3.39%
三项费用水平	7.14	5.95	6.02	5.41	4.71	6.01	5.06	5.68	5.28
不锈钢与特钢利润总额	4.86	-31.79	-5.07	-23.18	-5.98	-7.33	-8.11	-4.09	-4.61
剥离不锈钢与特钢后利润总额	96.49	122.12	130.02	-4.03	9.39	72.97	116.52	62.71	73.93
实际所得税率	34.82%	26.09%	23.25%	49.66%	36.36%	16.38%	23.23%	20.43%	21.09%
实际所得税	33.59	31.86	30.22	-2.00	3.41	11.96	27.06	12.81	15.59
剥离不锈钢与特钢后净利润	62.90	90.26	99.80	-2.03	5.98	61.01	89.46	49.90	58.33

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，假设回售资产评估出现一定的增值，可带来一次性营业外收入增加

关于不锈钢与特钢事业部相关资产评估的增值情况，成为了此次收购的重要关注点。经过我们的简单测算：

- 如果拟出售资产其负债率为 50%，对应收购评估增值为 1.1 倍时，可带来营业外收入一次性增加约 21.61 亿元；
- 如果拟出售资产其负债率为 40%，对应收购评估增值为 1.1 倍时，可带来营业外收入一次性增加约 25.93 亿元；

表 20：资产评估如有增值，所对应营业外收入将有增加

资产剥离的测算		2011 年数据进行测算				
公司最近一期审计过总资产（亿元）		2,160.65				
特钢与不锈钢资产占比		不超过 20%				
相应总资产（亿元）		不超过 432.13				
股份公司资产负债率（2011Q3）		52.03%				
公司现有总股本（亿股）		175.12				
2011 年净利润预测（亿元）		73.55				
2011 年 EPS 预测（元）		0.42				
资产出售后对，营业外收入增加情况测算						
特钢与不锈钢资产负债率假设 1	50%	50%	50%	50%	50%	50%
对应此次出售资产的权益合计（亿元）	216.07	216.07	216.07	216.07	216.07	216.07
假定出售的资产评估	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25
对应营业外收入增加（亿元）	0.00	10.80	21.61	32.41	43.21	54.02
对应 EPS 一次性增加（元）	0.00	0.06	0.12	0.19	0.25	0.31
特钢与不锈钢资产负债率假设 2	40%	40%	40%	40%	40%	40%
对应此次出售资产的权益合计（亿元）	259.28	259.28	259.28	259.28	259.28	259.28
假定出售的资产评估	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25
对应营业外收入增加（亿元）	0.00	12.96	25.93	38.89	51.86	64.82

对应 EPS 一次性增加 (元)

0.00

0.07

0.15

0.22

0.30

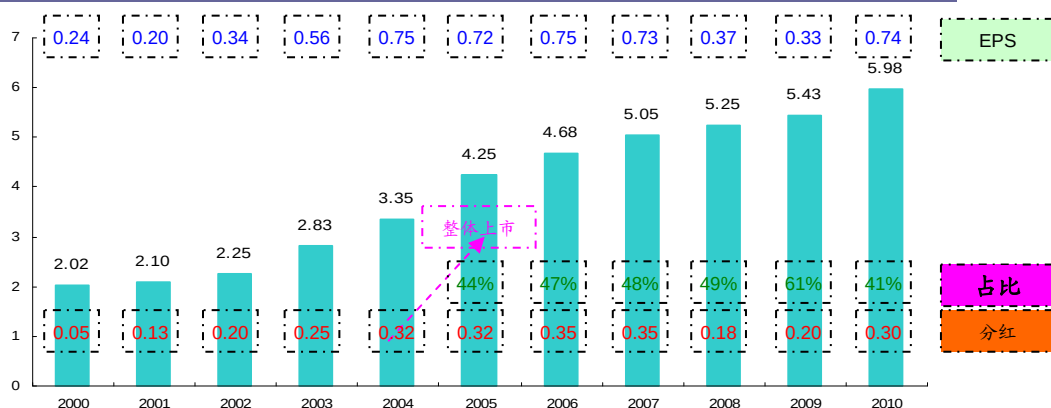
0.37

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第四, 营业外收入导致利润增厚, 或可提高 2012 年分红收益率

假设此次回售资产最终评估存在增值, 则增值部分转化为营业外收入后会增加公司当年净利润。从过去历年分红比例来看, 都要高于 40%, 我们按 40% 保守估计测算如下:

图 2: 宝钢股份历年每股净资产变化情况



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

- 由于具体方案尚未最终确认, 实际流程的完成可能需要较长的时间, 预计在 2012 年完成;
- 按我们的盈利预测, 预计 2012 年公司实现 EPS 约为 0.51 元;
- 据此测算, 评估增值 10% 的情况下, 若对应拟出售资产负债率为 50%, 则税后分红收益率可达 4.86%; 若拟出售资产负债率为 40%, 则税后分红收益率为 5.04%。**当然, 这一测算结果受 2012 年公司实际盈利能力与评估增值率的直接影响, 与最终实际结果会存在一定出入, 仅供模拟测算参考。**

表 21: 剥离不锈钢与特钢资产后 2012 年分红收益率或有提高

剥离不锈钢与特钢资产后 2012 年分红收益率或有提高						
原 2012 年盈利预测	88.78	88.78	88.78	88.78	88.78	88.78
对应 EPS	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51
预计不锈与特钢净利润	-5	-5	-5	-5	-5	-5
当前最新股价 (元/股)	4.88					
假定分红比例为 40%						
特钢与不锈钢资产负债率假设 50%, 对应评估价	100%	105%	110%	115%	120%	125%
对应营业外收入增加 (亿元)	0.00	10.80	21.61	32.41	43.21	54.02
对应 EPS	0.54	0.60	0.66	0.72	0.78	0.84
税前分红收益率	4.39%	4.90%	5.40%	5.91%	6.41%	6.92%
税后分红收益率	3.95%	4.41%	4.86%	5.32%	5.77%	6.23%
特钢与不锈钢资产负债率假设 40%, 对应评估价	100%	105%	110%	115%	120%	125%
对应营业外收入增加 (亿元)	0.00	12.96	25.93	38.89	51.86	64.82
对应 EPS	0.54	0.61	0.68	0.76	0.83	0.91
税前分红收益率	4.39%	5.00%	5.60%	6.21%	6.82%	7.42%
税后分红收益率	3.95%	4.50%	5.04%	5.59%	6.13%	6.68%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第五, 维持“推荐”评级

我们预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.42 元和 0.51 元, 维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	202413	216189	233472	246531	货币资金	9201	21619	23347	35607
营业成本	177817	197164	212132	222097	交易性金融资产	297	297	297	297
毛利	24597	19026	21340	24434	应收账款	7818	8194	8849	9344
% 营业收入	12.2%	8.8%	9.1%	9.9%	存货	38027	42014	45203	47325
营业税金及附加	525	561	606	639	预付账款	5464	6095	6557	6865
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	158	166	180	190
销售费用	1785	1946	2101	2219	流动资产合计	68864	86835	93643	109348
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	1254	1254	1254	1254
管理费用	5304	5621	6070	6410	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	长期股权投资	4432	5284	6071	6961
财务费用	807	1553	1090	540	投资性房地产	155	155	155	155
% 营业收入	0.4%	0.7%	0.5%	0.2%	固定资产合计	128004	117190	106202	95043
资产减值损失	188	30	49	37	无形资产	8149	7742	7355	6987
公允价值变动收益	12	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	827	851	872	890	递延所得税资产	1135	7	12	9
营业利润	16827	10167	12296	15479	其他非流动资产	4072	4072	4072	4072
% 营业收入	8.3%	4.7%	5.3%	6.3%	资产总计	216065	222538	218762	223827
营业外收支	410	0	0	0	短期贷款	27148	23328	7710	0
利润总额	17076	10167	12296	15479	应付款项	21386	23832	25641	26845
% 营业收入	8.4%	4.7%	5.3%	6.3%	预收账款	11796	12539	13541	14299
所得税费用	3715	2542	3074	3870	应付职工薪酬	1641	1769	1904	1993
净利润	13361	7626	9222	11610	应交税费	1123	822	975	1195
归属于母公司所有者					其他流动负债	10082	11229	12083	12655
的净利润	12889.1	7340.9	8877.8	11176.1	流动负债合计	73176	73520	61855	56987
少数股东损益	472	285	344	433	长期借款	8587	8587	8587	8587
EPS (元/股)	0.74	0.42	0.51	0.64	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	396	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	22563	22563	22563	22563
经营活动现金流净额	18856	21453	22503	24952	负债合计	104723	104671	93005	88137
取得投资收益	586	0	0	0	归属于母公司	104746	110986	118532	128032
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	6596	6881	7225	7658
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	111342	117867	125757	135690
固定资产投资	-13123	-2562	-2735	-2765	负债及股东权益	216065	222538	218762	223827
其他	11861	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1261	-2562	-2735	-2765		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.736	0.419	0.507	0.638
股权融资	223	0	0	0	BVPS	5.98	6.34	6.77	7.31
银行贷款增加 (减少)	4002	-3820	-15618	-7710	PE	6.63	11.64	9.63	7.65
筹资成本	4524	-2654	-2421	-2216	PEG	-1.43	-2.51	-2.07	-1.65
其他	-11916	0	0	0	PB	0.82	0.77	0.72	0.67
筹资活动现金流净额	-3167	-6473	-18040	-9926	EV/EBITDA	3.63	3.75	2.85	1.93
现金净流量	14427	12418	1728	12260	ROE	12.3%	6.6%	7.5%	8.7%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。