

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751760 wanght1@cjsc.com.cn

优化结构调整，加强成本控制

事件描述

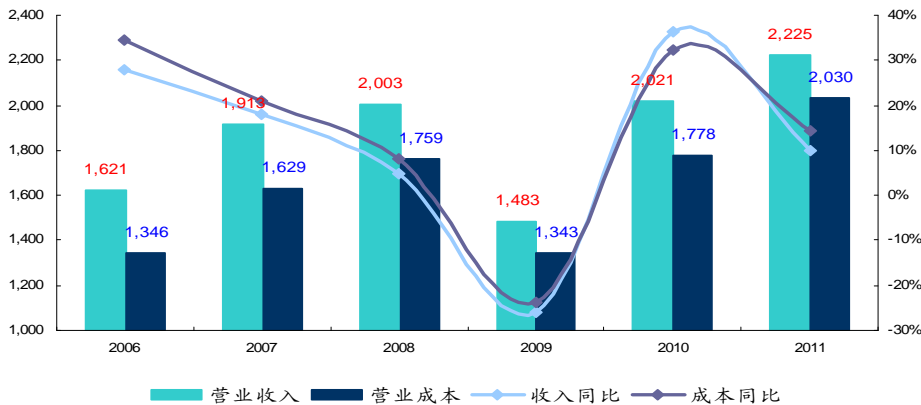
宝钢股份于 2012 年 4 月 5 日召开 2011 年度报告业绩说明会。

事件评论

第一，2011 年公司净利润有所下滑，2012 年专注结构调整与成本控制

2011 年公司实现营业收入 2225 亿元，同比增长 10.07%；实现营业成本 2030 亿元，同比增长 14.19%；由于营业成本的同比增幅大于收入，导致公司 2011 年综合毛利率同比 2010 年出现下滑。

图 1：2011 年公司收入成本同比都增长，但收入增速小于成本



资料来源：公司资料，长江证券研究部

从分产品盈利能力来看，除不锈钢与钢管毛利率同比略有回升外，其余品种毛利率均有不同程度的回落。

表 1：年度分产品盈利能力统计

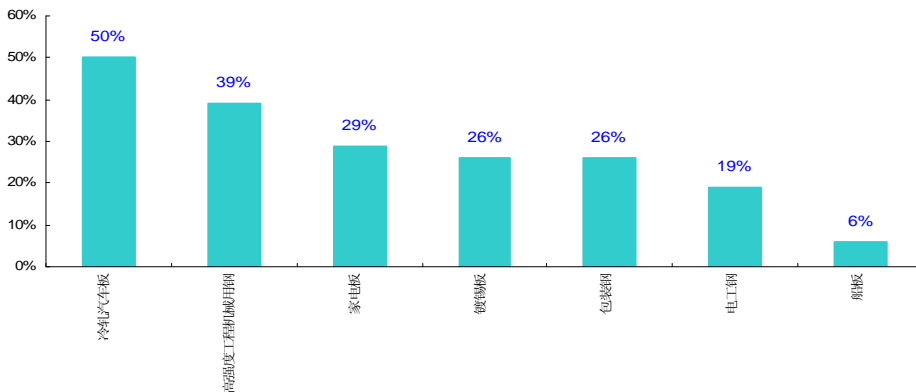
年份	冷轧板卷	热轧板卷	不锈钢	宽厚板	特殊钢	钢管
2000						
2001		21.64				
2002						
2003	34.3	38.82				

2004	29.78	42.78				
2005	26.71	37.86	-10.2		5.13	
2006	24.25	28.03			7.78	
2007	22.35	23.96	-5.78	33.44	-1.85	
2008	15.15	16.35	-9.39	28.86	-2.86	
2009	17.78	13.1	4.18	-5.98	-13.08	13.74
2010	22.16	16.34	0.86	-4.7	-3.05	4.4
2011	12.33	10.86	1.37	-8.86	-0.91	9.45

资料来源：公司资料，长江证券研究部

而公司主流品种的市场份额依旧维持，其中冷轧汽车板国内市场份额依旧占到 50%。

图 2：主流品种 2011 年市场份额的统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

2012 年公司重点推进的工作主要集中在以下五点：

● **强化产品经营，提升公司整体盈利能力；**

公司将进一步加大新产品的开发力度，围绕重点行业的领域需求，加速竞争力强、盈利空间大和环境友好的新产品开发，加速用户使用技术研发，推进整体解决方案，巩固宝钢差异化竞争优势。

公司努力提高战略及独有领先产品的市场份额，2011 年公司销售冷轧汽车板 454.8 万吨，维持了 50% 的市场份额。

● **加强成本改善，推进风险管控；**

1、强化成本倒逼机制，优化原燃料结构：①优化配煤配矿方案，减少高价进口煤炭采购，加大国内高性价比煤炭替代；②优化合金品种，扩大低成本合金替代；③增加中混废使用量，替代纯净废钢。

2、营销和采购体系加强价格联动，加强市场预判，提高大宗原燃材料采购和产品销售市场的价格贡献。

3、严格管控各项费用，推进技术降本和低成本制造：①进一步加大对维修费、协力费、厂务费、可控销管费等的控制；②开展成本对标分析，深化同工序成本对标。

4、健全风险管理体系，完善预警、风险报告及监控机制，提升风险管理能力。

● **提升用户服务能力，实现从制造到服务的转型；**

1、明晰产品经营责任。进一步简化管理流程，调整厚板、条钢产品经营责任体系，支持提升产品竞争力；

2、深化技术服务模式，提高销售体系能力，探索建立以用户为中心的营销机制；

3、加强与用户技术合作，提供技术营销支持。优化技术服务体系，提升技术服务能力。

● **聚焦节能减排，实施环境经营；**

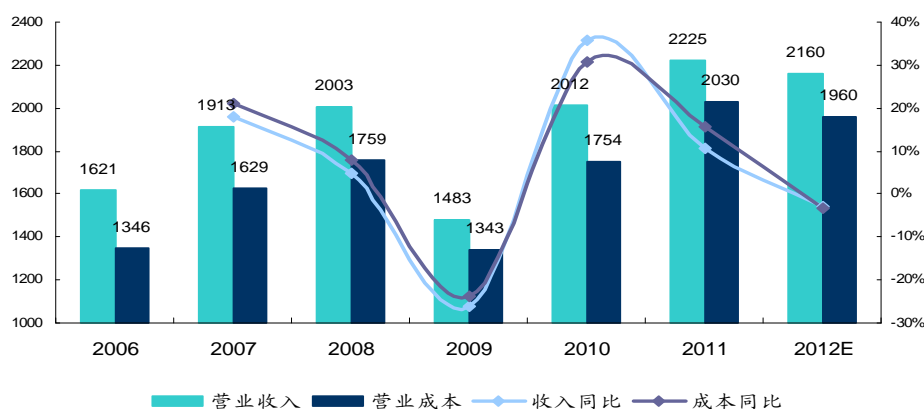
推广移植总部能源管理体系，全方位开展节能减排。发挥合同能源管理新机制优势，加快节能项目实施和节能技术推广。围绕环境经营，打造绿色采购到绿色使用的钢铁产品产业价值链，实现产品研发由传统设计向生态设计的转变。

● **重点固定资产投资项目平稳受控；**

遵循“量入为出、谨慎投资”的原则，公司 2011 年完成固定资产投资 165.67 亿元。一批重大项目相继建成，重点项目建设进度平稳受控。预计 2012 年固定资产投资 127.4 亿元。

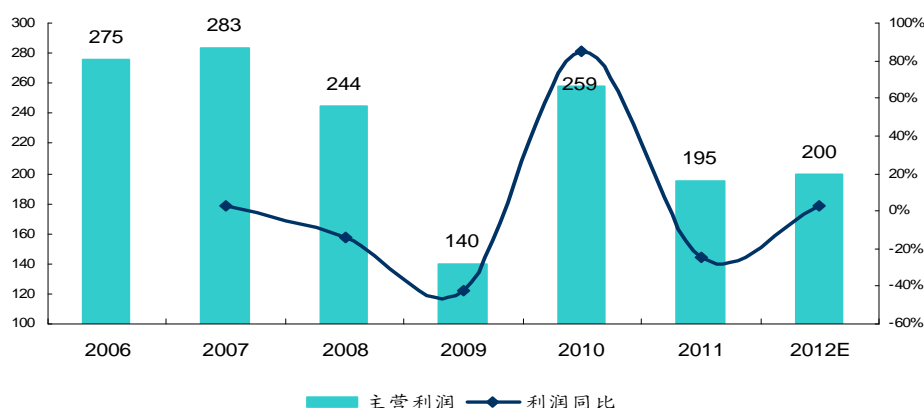
基于以上政策，公司预计 2012 年实现营业收入 2160 亿元，同比下降 2.92%；营业成本 1960 亿元，同比下降 3.47%。据此推算，公司 2012 年实现主营利润 200 亿元，同比 2011 年 194.64 亿元小幅增长 2.75%。

图 3：公司预计 2012 年营业收入与营业成本同比均有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 4：公司预计 2012 年主营利润同比小幅增长



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，出售不锈钢与特钢资产，专注碳钢业务

公司计划出售盈利能力偏低的不锈钢与特钢资产，专注碳钢业务。由于特钢与不锈钢资产盈利一直都处于相对较差的水平，相关资产剥离后，公司整体盈利水平将有所提升。

表 2: 所出售的资产 2011 年均处于亏损或者微利状态

截止	不锈钢	特钢	宁波	实达	日鸿	宝银	五钢	宝特	中航
2011-12-31	事业部	事业部	宝新	精密	不锈钢	钢管	气体	金属	特材
总资产	200.89	148.39	58.99	14.75	2.22	4.38	1.21	4.79	8.32
总负债			29.77	1.95	1.69	2.59	0.04	4.17	4.17
所有者权益合计			29.22	12.80	0.53	1.79	1.18	0.63	4.15
2011 年									
营业收入	256.39	115.96	106.99	13.71	5.24	0.64	1.41	17.22	8.07
营业成本	258.83	116.80	104.48	11.46	5.01	1.12	1.26	16.86	7.63
利润总额	-11.22	-5.31	1.79	1.25	0.00	-0.64	0.01	0.12	0.24
净利润	-11.22	-5.31	1.79	1.06	0.00	-0.64	0.01	0.09	0.18

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

表 3: 扣除负债后, 标的资产的基准价为 451.92 亿元

序号	项目	受让方	出让比例	评估价值	基准价格
1	不锈钢事业部本部资产	上海不锈	100.00%	265.29	256.30
2	特钢事业部本部资产		100.00%	174.91	166.56
3	股份公司持有的宝特金属股权		100.00%	0.72	0.72
4	股份公司持有的宝银钢管股权	宝钢特钢	58.50%	0.93	0.93
5	股份公司持有的五钢气体股权		94.50%	1.10	1.10
6	股份公司持有的中航特材股权		9.71%	0.40	0.40
7	股份公司持有的宁波宝新股权		54.00%	19.57	19.57
8	股份公司持有的实达精密股权	宝钢集团	40.00%	6.16	6.16
9	股份公司持有的日鸿不锈钢股权		20.00%	0.18	0.18
合计				469.26	451.92

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

关于资金的支付与使用主要有以下几个途径: 1、一次性支付及承担债务, 公司获得现金 226.92 亿元, 包括 100 亿承担股份公司借款获得的现金; 2、采用分期付款支付方式支付 225 亿元, 分期付款额按 5 年等额支付, 从 2013 年开始至 2017 年于每年 4 月 1 日支付本息, 分期付款利息按 1 年期贷款基准利率下浮 10% 计算。

表 4: 标的资产转让款支付方式概况

受让方	出让资产或股权	付款安排
	股权小记 (一次性现金支付)	25.91
1 集团公司	股份公司持有的宁波宝新股权	19.57
	股份公司持有的实达精密股权	6.16
	股份公司持有的日鸿不锈钢股权	0.18
	不锈钢事业部本部资产	256.30
2 上海宝钢不锈 钢公司	(1) 一次性获得现金小计	126.30
	一次性现金支付	64.30
	② 承担股份公司银行借款获得现金	62.00
	(2) 分期付款	130.00
3 宝钢特钢公司	特钢事业部本部资产+股份公司持有的宝银钢管、 宝特金属、五钢气体及中航特材股权	169.72
	(1) 一次性获得现金小计	74.72

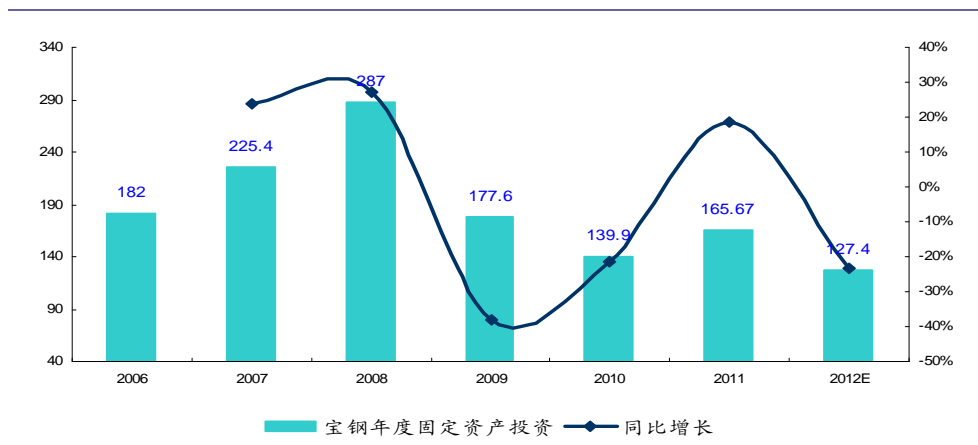
一次性现金支付	36.72
②承担股份公司银行借款获得现金	38.00
(2)分期付款	95.00
合计	451.92
(1)一次性获得现金小计	226.92
4 一次性现金支付	126.92
②承担股份公司银行借款获得现金	100.00
(2)分期付款	225.00

资料来源：公司资料，长江证券研究部

除通过剥离亏损资产来实现整体盈利能力的提升之外，公司还积极推进一系列技改与高端新建项目，努力调整自身品种结构，进一步充分发挥自身优势品种的竞争优势。公司 2012 年预计生产铁 2325 万吨、钢 2525 万吨，销售商品坯材 2425 万吨，同比 2580.3 万吨略有下滑：1、特钢与不锈钢资产剥离后，使得公司产能有所下降；2、梅钢技改生产线预计于 2012 年 6 月投产，设计产能为 400 万吨热轧板卷，可适当缓解 2012 年产量的下滑。

2012 年公司计划安排固定资产投资 127.4 亿元，用于建设梅钢产品结构及工艺装备升级技术改造工程、取向硅钢后续工程（第二步）、炼钢厂二炼钢新增 6#RH 精炼装置等一批续建和新建项目，并投入部分资金用于技术改造项目。

图 5：宝钢年度固定资产投资计划列示



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，近几个月经营稳步恢复，盈利能力逐步提升

受制于钢价的下跌与高价原材料库存周转，公司 1 月份经历了年初至今最为困难的时期。随着钢价的逐步回升，根据我们的测算，公司近几个月的盈利水平持续恢复。

表 5：公司 1 季度各月份盈利能力环比持续恢复

宝钢 2012 年利润估算	2011 年 3 季度			2011 年 4 季度			1 季度		2 季度	
	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11	Jan-12	Feb-12	Mar-12	Apr-12
产量	214	219	216	208	200	211	209	200	210	210
营业收入		560.78		181.20	173.38	176.13	175.89	168.05	179.60	179.18
营业成本		530.84		170.79	164.36	169.53	168.02	160.53	164.46	164.34
吨钢收入		8,652		8,702	8,652	8,352	8,402	8,402	8,552	8,532
吨钢成本		8,190		8,202	8,202	8,040	8,027	8,027	7,831	7,826
净利润		12.42		4.90	3.72	1.02	2.33	2.23	9.59	9.29
吨钢毛利		462		500	450	313	376	376	721	707

吨钢净利	192		235	185	48	111	111	457	442	
吨钢费用	270		265	265	265	265	265	265	265	
价格增加	-50	50	50	50	-50	-300	50	0	150	-20
长协矿占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
长协矿上涨幅度	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-8.3%	-8.3%	-8.3%	-11.9%	-11.9%	-11.9%	-
长协价格(美金)	174	174	174	160	160	160	141	141	141	-
长协价格变动带动成本增加	0	0	-39	0	0	-148	0	0	-193	0
BDI 均值	1,366	1,387	1,838	1,800	1,835	1,869	1,039	703	800	800
二级冶金焦价格均值	2,020	2,020	2,050	2,050	2,013	1,980	1,980	1,974	1,960	1,960
成本增加	-4	0	-39	12	0	-163	-13	0	-195	-6
估算吨钢净利	192		235	185	48	111	111	457	442	
估算净利润	12.42		4.90	3.72	1.02	2.33	2.23	9.59	9.29	
总股本	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12
相应时期对应 EPS	0.07		0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.05	0.05	
累计 EPS	0.36		0.39	0.41	0.42	0.01	0.03	0.08	0.13	

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 维持“推荐”评级

由于资产剥离方案尚未完成, 暂不考虑其影响。预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.41 元和 0.47 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)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	222857	234310	241427	239218	货币资金	14379	23431	24143	23922
营业成本	203041	209856	215649	213228	交易性金融资产	353	353	353	353
毛利	19816	24454	25778	25990	应收账款	8212	8462	8719	8640
% 营业收入	8.9%	10.4%	10.7%	10.9%	存货	37390	38436	39497	39054
营业税金及附加	441	464	478	474	预付账款	5298	5444	5594	5532
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	496	529	545	540
销售费用	1950	2109	2173	2153	流动资产合计	79234	90492	93100	92160
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	1505	1505	1505	1505
管理费用	8584	9138	9416	9329	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	长期股权投资	4498	4498	4498	4498
财务费用	72	2626	2002	1154	投资性房地产	487	487	487	487
% 营业收入	0.0%	1.1%	0.8%	0.5%	固定资产合计	132460	122092	111315	100180
资产减值损失	350	18	14	-4	无形资产	8126	7720	7334	6967
公允价值变动收益	-7	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	630	0	0	0	递延所得税资产	1189	4	4	0
营业利润	9042	10100	11695	12884	其他非流动资产	3600	3600	3600	3600
% 营业收入	4.1%	4.3%	4.8%	5.4%	资产总计	231100	230399	221844	209398
营业外收支	421	0	0	0	短期贷款	55686	46136	28744	8498
利润总额	9260	10100	11695	12884	应付款项	21948	22629	23253	22992
% 营业收入	4.2%	4.3%	4.8%	5.4%	预收账款	10790	11247	11589	11482
所得税费用	1524	2525	2924	3221	应付职工薪酬	1553	1675	1721	1702
净利润	7736	7575	8772	9663	应交税费	-988	120	136	148
归属于母公司所有者 的净利润	7362.0	7170.7	8303.8	9147.6	其他流动负债	9848	10149	10431	10315
少数股东损益	374	404	468	515	流动负债合计	98838	91955	75874	55137
EPS (元/股)	0.42	0.41	0.47	0.52	长期借款	7326	7326	7326	7326
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	317	0	0	0
经营活动现金流净额	12142	25047	24165	25244	其他非流动负债	11149	11149	11149	11149
取得投资收益	414	0	0	0	负债合计	117630	110430	94349	73612
收回现金					归属于母公司	106495	112591	119649	127424
长期股权投资	19	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	6975	7378	7846	8362
固定资产投资	-15037	-2743	-2814	-2692	股东权益	113470	119969	127495	135786
其他	-1113	0	0	0	负债及股东权益	231100	230399	221844	209398
投资活动现金流净额	-16130	-2743	-2814	-2692	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	212	0	0	0	EPS	0.420	0.409	0.474	0.522
银行贷款增加(减少)	18862	-9550	-17391	-20246	BVPS	6.08	6.43	6.83	7.28
筹资成本	6912	-3701	-3248	-2526	PE	11.47	11.77	10.16	9.23
其他	-16694	0	0	0	PEG	1.53	1.57	1.35	1.23
筹资活动现金流净额	9293	-13252	-20639	-22772	PB	0.79	0.75	0.71	0.66
现金净流量	5305	9052	712	-221	EV/EBITDA	5.99	4.36	3.48	2.70
					ROE	6.9%	6.4%	6.9%	7.2%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。
