

2013-4-1

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

**宝钢股份 (600019)**
**经营相对平稳，专注耐用消费碳钢用材**

分析师：刘元瑞

 (8621)68751760

 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

分析师：王鹤涛

 (8621)68751760

 wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

联系人：陈文敏

 (8621)68751760

 chenwm@cjsc.com.cn

**报告要点**
**■ 事件描述**

宝钢股份发布 2012 年年报，报告期内实现营业收入 1911.36 亿元，同比下降 14.10%；营业成本 1768.79 亿元，同比下降 12.88%；实现归属母公司净利润 103.86 亿元，同比增长 41.08%，其中扣非后归属母公司净利润 47.20 亿元，同比下降 32.66%；按最新股本计算，实现 EPS 为 0.61 元。

其中，4 季度实现营业收入 453.45 亿元，同比下降 18.21%；营业成本 418.14 亿元，同比下降 15.71%；实现归属母公司净利润-4.05 亿元，同比下降 139.89%，其中扣非后净利润 17.17 亿元；按最新股本计算，4 季度 EPS 为-0.02 元，3 季度为 0.07 元；

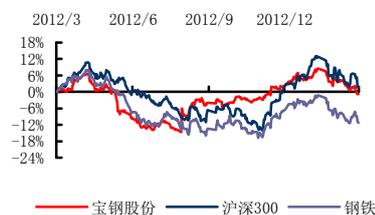
**■ 事件评论**

**专注耐用消费品用材，定位高端差异化发展之路：**一直以来，专注下游耐用消费品领域是公司战略发展的方向，剥离盈利较差的不锈钢、特钢事业部、罗泾 COREX 资产，投资汽车、家电板为主的湛江项目等资本运作对此均有所体现。与此同时，公司定位高端产品，延伸加工配送、技术支持等一站式服务的差异化发展道路，使其汽车、家电等领域的优势明显，2012 年公司冷轧汽车板国内市场占有率达 50%，硅钢占有率 19.6%，镀锡板占有率 26.5%。公司全年毛利率为 7.46%，同比仅下降 1.29 个百分点；实现扣非后归属母公司净利润 47.20 亿元，32.66%的降幅并不算大。与行业其他公司相比经营更加稳健，抵御周期向下风险的能力也更强。停止亏损的罗泾中厚板产线后，在下游汽车和家电相对景气的 2013 年，公司盈利能力将进一步恢复。

**4 季度毛利率恢复带动主营改善，亏损源于资产减值损失：**虽然 4 季度国内钢价有所上涨，但月度调价模式使得公司出厂价调整相对滞后，4 季度公司主流产品季度销售均价环比均有所下跌。同时，罗泾项目停产使得公司产量也有所下降，量价齐跌导致公司 4 季度收入环比下降。不过，公司 4 季度毛利率跟随行业复苏，由 3 季度的 6.40% 上升至 7.79%，并最终带动主营改善。公司 4 季度净利润亏损源于计提罗泾资产减值损失。

**出厂价上调覆盖成本压力上升，1 季度经营业绩环比基本持平：**简单估算，1 季度公司出厂价上调基本覆盖成本压力上升，1 季度经营业绩基本持平。不过测算结果将受到最终原料结算价格的影响，我们的测算考虑因素也较为简单，无法完全模拟实际经营过程中的种种变化，可能与实际经营数据存在一定出入。预计公司 2013、2014 年 EPS 分别为 0.40 元、0.47 元，维持“推荐”评级。

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

**相关研究**

《传统旺季现货跌价风险小，继续上调 4 月出厂价》 2013/3/11

《3 月调价因春节因素提前发布，涨幅较大或源于成本压力》 2013/1/23

《4 季度经营利润环比改善，计提罗泾资产减值后亏损》 2013/1/11

## 2012 年年报重要信息

2012 年公司销售商品坯材 2356.6 万吨，同比下降 8.67%。

表 1: 公司产品销量统计

宝钢股份	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A
冷轧碳钢	674.0	760.0	770.4	788.4	883.9	1091.6	1138.4	942.6
热轧碳钢	667.0	852.0	917.0	914.5	695.2	675.7	682.1	802.0
不锈钢	69.0	104.0	99.5	96.5	126.2	79.5	135.3	61.7
特殊钢	64.0	83.0	93.4	82.4	76.2	98.9	96.2	19.9
钢管	108.0	119.0	141.7	147.0	166.0	167.6	150.0	149.5
线材	58.0	69.0	58.8	53.2	46.1	60.1	57.7	
钢坯	239.0	149.0	61.2	59.2	46.6	79.5	87.1	
中厚板			144.4	171.0	228.0	219.1	231.8	185.0
其他								195.8
<b>销量</b>	<b>1879.0</b>	<b>2136.0</b>	<b>2286.4</b>	<b>2312.2</b>	<b>2268.2</b>	<b>2526.1</b>	<b>2580.3</b>	<b>2356.6</b>

资料来源：公司资料，长江证券研究部

2012 年公司拟向在派息公告中确认的股权登记日在册的全体股东派发现金股利总额为 22.78 亿元，因公司目前仍在回购期，因此每股现金分红额不确定。按年报公布最新股本计算，每股派发现金红利 0.13 元。

2013 年公司计划产铁 2149 万吨、钢 2256 万吨、销售商品坯材 2226 万吨、营业总收入 1715 亿元、营业成本 1559 亿元。

表 2: 2012 年公司营业收入同比有所下降，扣非后归属母公司净利润同比有所下降

宝钢股份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	1266.08	1621.42	1912.73	2003.32	1483.26	2021.49	2225.05	1911.36
--同比		28.07%	17.97%	4.74%	-25.96%	36.29%	10.07%	-14.10%
钢材销量	1879	2140	2260	2281	2243	2526	2580	2357
--同比		13.92%	5.61%	0.94%	-1.68%	12.63%	2.15%	-8.67%
毛利率	21.03%	16.99%	14.82%	12.20%	9.43%	12.04%	8.75%	7.46%
三项费用率	6.12%	5.31%	4.28%	4.80%	5.21%	3.91%	4.77%	5.01%
三项费用	77.46	86.14	81.93	96.25	77.26	78.96	106.06	95.79
投资净收益	1.81	7.84	14.99	6.77	9.53	8.27	6.30	12.15
营业利润	184.85	195.36	194.78	83.04	72.54	166.66	88.39	35.97
营业外收入	0.66	0.93	2.57	4.72	4.96	5.90	6.46	105.02
营业外支出	2.65	4.25	4.27	6.22	4.55	1.79	2.25	9.59
利润总额	183.11	192.04	193.08	81.54	72.95	170.76	92.60	131.40
所得税	57.77	56.04	58.85	15.53	11.99	37.15	15.24	27.07
归属母公司净利润	126.66	130.77	127.18	64.59	58.16	128.89	73.62	103.86
净利率	10.00%	8.07%	6.65%	3.22%	3.92%	6.38%	3.31%	5.43%
<b>扣非后归属母公司净利润</b>	<b>127.43</b>	<b>132.47</b>	<b>125.45</b>	<b>69.58</b>	<b>54.65</b>	<b>125.85</b>	<b>70.09</b>	<b>47.20</b>
存货	250.46	312.36	390.69	356.45	294.62	380.27	373.90	287.91

股本	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22
EPS	0.74	0.76	0.74	0.38	0.34	0.75	0.43	0.61

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

图 1: 2012 年公司吨钢收入与吨钢毛利同比有所下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 3: 公司各品种毛利率同比均有所下降

宝钢股份		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
收入构成	冷轧	24.56%	16.97%	18.99%	24.82%	28.20%	26.50%	27.22%
	热轧	19.42%	22.14%	23.89%	19.09%	17.24%	17.44%	16.72%
	钢管				6.99%	5.03%	4.87%	5.37%
	宽厚板		4.15%	6.02%	6.49%	4.99%	5.28%	4.44%
毛利率	冷轧	24.25%	22.35%	15.15%	17.78%	22.16%	12.33%	11.18%
	热轧	28.03%	23.96%	16.35%	13.10%	16.34%	10.86%	8.80%
	钢管				13.74%	4.40%	9.45%	8.97%
	宽厚板		33.44%	28.86%	-5.97%	-4.71%	-8.86%	-11.61%
毛利贡献	冷轧	35.06%	25.59%	23.59%	46.78%	51.90%	37.35%	40.79%
	热轧	32.04%	35.79%	32.01%	26.51%	23.40%	21.65%	19.72%
	钢管				10.18%	1.84%	5.27%	6.47%
	宽厚板		9.36%	14.23%	-4.11%	-1.95%	-5.35%	-6.92%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

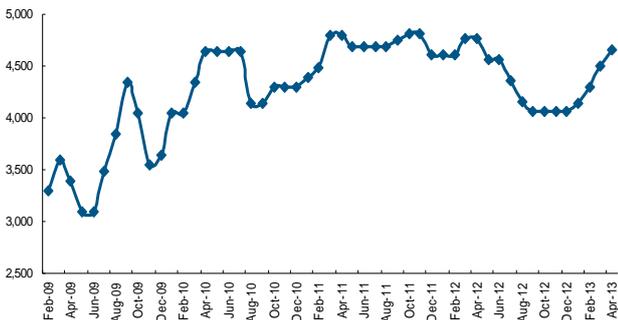
表 4: 4 季度收入环比有所下降, 净利润亏损源于资产减值损失, 扣非后净利润环比有所改善

宝钢股份利润表简化	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入	539.40	570.49	560.78	554.38	473.11	505.91	478.89	453.45
--同比	21.82%	6.57%	9.66%	4.21%	-12.29%	-11.32%	-14.60%	-18.21%
--环比	1.40%	5.76%	-1.70%	-1.14%	-14.66%	6.93%	-5.34%	-5.31%
产量估算	629.03	647.47	668.64	635.16	593.85	591.65	594.92	576.18
--同比	1.47%	3.14%	5.65%	-1.60%	-5.59%	-8.62%	-11.03%	-9.28%
--环比	-2.55%	2.93%	3.27%	-5.01%	-6.50%	-0.37%	0.55%	-3.15%
毛利率	11.18%	8.08%	5.34%	10.52%	7.52%	8.11%	6.40%	7.79%

三项费用率	3.39%	3.38%	3.26%	9.05%	6.07%	4.77%	4.82%	4.38%
三项费用	18.30	19.29	18.29	50.17	28.73	24.12	23.08	19.86
资产减值损失	0.80	0.37	-1.46	3.80	-2.83	3.12	-0.39	20.94
投资净收益	1.41	0.37	1.01	3.51	2.13	1.94	6.79	1.29
营业利润	41.64	25.96	13.21	7.58	11.73	15.45	14.19	-5.41
营业外收入	0.47	0.67	1.64	3.69	3.64	98.63	1.47	1.28
营业外支出	0.38	0.49	0.42	0.96	0.39	5.72	0.31	3.18
利润总额	41.73	26.14	14.42	10.31	14.99	108.35	15.35	-7.30
所得税费用	9.60	5.02	0.91	-0.29	2.33	24.16	3.83	-3.26
归属于母公司净利润	30.70	20.09	12.42	10.41	12.21	83.89	11.81	-4.05
<b>扣除非经常性损益后净利润</b>	<b>30.63</b>	<b>19.82</b>	<b>11.25</b>	<b>8.39</b>	<b>9.78</b>	<b>13.97</b>	<b>6.28</b>	<b>17.17</b>
净利率	5.69%	3.52%	2.21%	1.88%	2.58%	16.58%	2.47%	-0.89%
存货	423.95	431.77	444.02	373.90	383.42	349.29	315.74	287.91
最新股本	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22
每股收益	0.18	0.12	0.07	0.06	0.07	0.49	0.07	-0.02

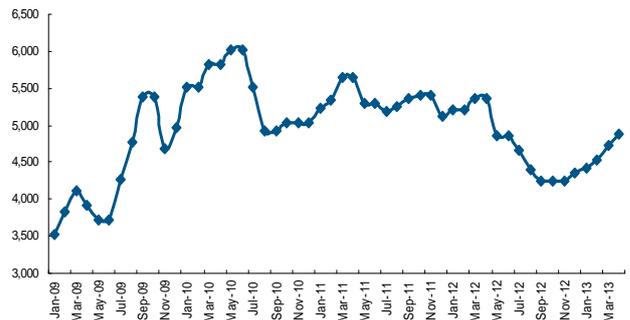
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 2: 4 季度公司热轧产品出厂价维持稳定



资料来源: 钢之家, 中联钢, 长江证券研究部

图 3: 4 季度公司冷轧产品出厂价 10、11 月维持不变, 12 月有所上调



资料来源: 钢之家, 中联钢, 长江证券研究部

表 5: 2013 年 1 季度出厂价上调, 成本压力也上升, 公司经营业绩环比基本持平

宝钢 2013 年利润估算	4 季度			2013 年 1 季度			2 季度
	Oct-12	Nov-12	Dec-12	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13
产量		583		190	180	200	210
营业收入		453.45		149.04	143.00	162.49	173.76
营业成本		418.14		138.16	131.50	151.52	159.09
吨钢收入		7,784		7,844	7,944	8,124	8,274
吨钢成本		7,178		7,272	7,306	7,576	7,576
净利润		17.17		4.80	5.74	4.57	7.53
吨钢毛利		606		573	639	549	699
吨钢净利		295		253	319	229	359
吨钢费用		311		320	320	320	340
调价变化	0	0	40	40	100	180	150
长协矿占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

长协矿上涨幅度	9.6%	9.6%	9.6%	20.7%	20.7%	20.7%	-
长协价格(美金)	123	123	123	148	148	148	-
长协价格变动带动成本增加	0	0	108	0	0	254	0
BDI 均值	952	1,025	856	750	745	876	870
二级冶金焦价格均值	1,455	1,564	1,633	1,732	1,780	1,780	1,770
成本增加	-40	2	145	24	34	270	0
估算吨钢净利		295		253	319	229	359
估算净利润		17.17		4.80	5.74	4.57	7.53
总股本	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22
相应时期的经营 EPS		0.10		0.03	0.03	0.03	0.04
累计 EPS		0.61		0.03	0.06	0.09	0.13

资料来源: Bloomberg, Wind, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>191512</b>	<b>174886</b>	<b>178378</b>	<b>180561</b>	货币资金	8840	17489	17838	18056
营业成本	176879	156687	158353	158815	交易性金融资产	90	90	90	90
<b>毛利</b>	<b>14633</b>	<b>18198</b>	<b>20024</b>	<b>21745</b>	应收账款	9670	8827	9003	9113
%营业收入	7.6%	10.4%	11.2%	12.0%	存货	28791	25711	25984	26059
营业税金及附加	308	281	287	290	预付账款	3716	3285	3319	3329
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	5828	5317	5423	5489
销售费用	1926	1749	1784	1806	<b>流动资产合计</b>	<b>69381</b>	<b>72118</b>	<b>73284</b>	<b>73906</b>
%营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	1468	1468	1468	1468
管理费用	7238	6611	6743	6825	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	长期股权投资	9119	9119	9119	9119
财务费用	416	513	454	318	投资性房地产	477	477	477	477
%营业收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	固定资产合计	89518	90917	88773	83153
资产减值损失	2084	-40	7	5	无形资产	6153	5845	5553	5275
公允价值变动收益	-13	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1215	0	0	0	递延所得税资产	2027	0	2	1
<b>营业利润</b>	<b>3864</b>	<b>9084</b>	<b>10750</b>	<b>12501</b>	其他非流动资产	36215	36215	36215	36215
%营业收入	2.0%	5.2%	6.0%	6.9%	<b>资产总计</b>	<b>214357</b>	<b>216159</b>	<b>214891</b>	<b>209615</b>
营业外收支	9543	0	0	0	短期贷款	33367	35056	26203	12540
<b>利润总额</b>	<b>13140</b>	<b>9084</b>	<b>10750</b>	<b>12501</b>	应付款项	21911	19356	19561	19618
%营业收入	6.9%	5.2%	6.0%	6.9%	预收账款	11195	10143	10346	10473
所得税费用	2707	2271	2687	3125	应付职工薪酬	1565	1408	1423	1427
净利润	10433	6813	8062	9376	应交税费	1238	1057	1231	1414
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>10386.4</b>	<b>6776.4</b>	<b>8019.2</b>	<b>9326.0</b>	其他流动负债	12950	11534	11662	11701
少数股东损益	47	36	43	50	<b>流动负债合计</b>	<b>82227</b>	<b>78553</b>	<b>70425</b>	<b>57172</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.61</b>	<b>0.40</b>	<b>0.47</b>	<b>0.54</b>	长期借款	2732	2732	2732	2732
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	321	0	0	0
					其他非流动负债	11737	11737	11737	11737
					<b>负债合计</b>	<b>97016</b>	<b>93021</b>	<b>84894</b>	<b>71641</b>
					归属于母公司	111387	117147	123963	131891
					少数股东权益	5954	5991	6034	6084
					<b>股东权益</b>	<b>117342</b>	<b>123138</b>	<b>129997</b>	<b>137974</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>214357</b>	<b>216159</b>	<b>214891</b>	<b>209615</b>
					<b>基本指标</b>				
						2012A	2013E	2014E	2015E
					EPS	0.607	0.396	0.468	0.545
					BVPS	6.51	6.84	7.24	7.70
					PE	7.80	11.95	10.10	8.68
					PEG	-2.21	-3.39	-2.86	-2.46
					PB	0.73	0.69	0.65	0.61
					EV/EBITDA	6.91	4.79	3.93	3.06
					ROE	9.3%	5.8%	6.5%	7.1%

**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	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@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。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。