


2014-3-31

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

宝钢股份 (600019)
受益汽车相对景气经营业绩明显改善，股权激励助力业绩稳步增长


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 2013 年年报, 报告期内公司实现营业收入 1896.88 亿元, 同比下降 0.76%; 营业成本 1717.18 亿元, 同比下降 2.92%; 实现归属于母公司净利润 58.18 亿元, 同比下降 43.98%; 2013 年实现 EPS 为 0.35 元。

4 季度公司实现营业收入 474.24 亿元, 同比增长 4.59%; 实现营业成本 418.04 亿元, 同比下降 0.02%; 实现归属于母公司所有者净利润 11.76 亿元, 去年同期亏损 4.05 亿元; 4 季度实现 EPS0.07 元, 3 季度为 0.06 元。

■ 事件评论

受益下游相对景气与产品结构优势, 经营业绩明显改善: 受 3 号高炉大修影响, 公司 2013 年销量同比下降 6.67%, 不过公司全年营业收入同比仅下降 0.76%, 或主要源于相对强势出厂价政策。扣除非经常性因素影响, 公司 2013 年扣非净利润 63.21 亿元, 同比增长 33.92%, 经营状况同比明显好转主要得益于公司优势品种结构和全年挖潜增效成果显著: 1、除钢管产品之外, 公司全年所有产品毛利率同比明显提高, 并最终带动公司全年综合毛利率同比提高超过 2 个百分点, 奠定了全年业绩同比好转基调; 2、在人民币兑美元升值增加汇兑收益及加强海外资金平台利用降低融资成本的带动下, 公司全年财务费用同比减少 10.33 亿元。整体而言, 在行业低迷之下, 公司经营状况同比明显好转, 主要源于公司先进管理水平及专注汽车家电优势碳钢的产品结构优势。

出厂价相对强势, 4 季度盈利改善: 在出厂价相对强势的带动下, 公司 4 季度营业收入和毛利环比提升成为业绩环比改善的主要原因, 虽然因处置、转让相关资产发生的资产减值损失集中在 4 季度计提使得 4 季度资产减值损失环比增加 19.64 亿元, 不过公司 4 季度营业外收入环比增加 4.14 亿元, 一定程度上有助于公司 4 季度盈利的改善。

率先实施股权激励, 助力业绩长期稳步增长: 本次股权激励首期拟授予激励对象约 0.47 亿股限制性股票, 占本公司股本总额的 0.29%, 均从二级市场回购, 结合目前 3.81 元/股的价格来看, 授予价格 1.91 元/股相对较低。本次计划授予股票禁售期 2 年, 解禁期 3 年, 相关考核指标并未考虑湛江项目。结合公司目前经营状况来看, 本次计划限售股票解禁条件并不算高, 有利于公司业绩长期稳步增长。作为国资委直属央企, 公司在行业内率先实施股权激励, 以此作为切入口的国企改革或有助激发国有钢企管理水平的进一步提升。

预计公司 2014、2015 年的 EPS 分别为 0.41 元和 0.45 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

《受益品种结构优势, 4 月出厂价维稳》2014/3/13

 《季节性需求恢复, 3 月出厂价稳中小涨》
 2014/2/13

 《预期需求季节性好转, 2 月出厂价上调》
 2014/1/13

2013 年报主要信息

2013 年度利润分配方案为每 10 股派发现金股利 1 元 (含税), 不送红股, 不以公积金转增股本。

表 1: 2013 年销售商品坯材 2199 万吨同比有所下降

产品	2013 年销量	销量较上年同期增减
冷轧碳钢板卷	944.47	0.20%
热轧碳钢板卷	809.93	1.00%
宽厚板	116.94	-36.80%
钢管产品	155.7	4.10%
其他钢铁产品	172.27	-12.00%
合计	2,199.31	-6.70%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

公司 2014 年计划产铁 2149 万吨、产钢 2207 万吨、销售商品坯材 2179 万吨、营业总收入 1950 亿元、营业成本 1768 亿元。

下游汽车家电相对景气, 经营业绩明显改善

宝钢股份发布 2013 年年报, 报告期内公司实现营业收入 1896.88 亿元, 同比下降 0.76%; 营业成本 1717.18 亿元, 同比下降 2.92%; 实现归属于母公司净利润 58.18 亿元, 同比下降 43.98%; 2013 年实现 EPS 为 0.35 元。

受行业景气度不高及 3 号高炉大修影响, 公司 2013 年销量同比下降 6.67%, 在此背景下, 公司全年营业收入同比仅下降 0.76%, 或主要源于产品结构优势支撑下, 公司全年相对强势出厂价政策。分产品来看, 公司优势产品冷轧、热轧销量同比基本持平, 其中受汽车行业景气度较高影响, 公司冷轧汽车板销量同比增长 10.8%, 高盈利产品比重加大对公司营业收入的稳定形成有力支撑。

公司全年盈利下降 43.98%, 主要源于 2012 年出售特钢及不锈钢事业部相关资产导致营业外收入增加 96.38 亿元的高基数。扣除非经常性因素影响, 公司 2013 年扣非净利润 63.21 亿元, 同比增长 33.92%, 经营状况同比明显好转主要得益于公司优势品种结构和全年挖潜增效成果显著: 1、除钢管产品之外, 公司全年所有产品毛利率同比明显提高, 并最终带动公司全年综合毛利率同比提高超过 2 个百分点, 奠定了全年业绩同比好转基调; 2、在人民币兑美元升值幅度同比提高增加汇兑收益及加强海外资金平台利用降低融资成本的带动下, 公司全年财务费用同比减少 10.33 亿元, 成为公司三项费用同比减少 12.79 亿元的关键原因。

整体而言, 在行业低迷之下, 公司经营状况同比明显好转, 主要源于公司先进管理水平及专注汽车家电优势碳钢产品的品种结构。

表 2: 2013 年公司营业收入有所下降, 毛利率有所上升

宝钢股份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	1912.73	2003.32	1483.26	2021.49	2225.05	1911.36	1896.88
--同比	17.97%	4.74%	-25.96%	36.29%	10.07%	-14.10%	-0.76%
钢材销量	2260	2281	2243	2526	2580	2357	2199

--同比	5.61%	0.94%	-1.68%	12.63%	2.15%	-8.67%	-6.67%
毛利率	14.82%	12.20%	9.43%	12.04%	8.75%	7.46%	9.47%
三项费用率	4.28%	4.80%	5.21%	3.91%	4.77%	5.01%	4.38%
三项费用	81.93	96.25	77.26	78.96	106.06	95.79	83.00
投资净收益	14.99	6.77	9.53	8.27	6.30	12.15	6.84
营业利润	194.78	83.04	72.54	166.66	88.39	35.97	76.84
营业外收入	2.57	4.72	4.96	5.90	6.46	105.02	8.82
营业外支出	4.27	6.22	4.55	1.79	2.25	9.59	5.56
利润总额	193.08	81.54	72.95	170.76	92.60	131.40	80.10
所得税	58.85	15.53	11.99	37.15	15.24	27.07	19.69
归属母公司净利润	127.18	64.59	58.16	128.89	73.62	103.86	58.18
--同比	-2.74%	-49.21%	-9.95%	121.61%	-42.88%	41.08%	-43.98%
净利率	6.65%	3.22%	3.92%	6.38%	3.31%	5.43%	3.07%
存货	390.69	356.45	294.62	380.27	373.90	287.91	310.87
最新股本	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	171.22	164.72
每股收益	0.74	0.38	0.34	0.75	0.43	0.61	0.35

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 3: 除钢管外, 2013 年公司主要产品盈利能力均同比提升

产品	2013 年销量	销量同比	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
冷轧碳钢板卷	944.47	0.20%	50,883	43,470	14.57%	-2.19%	-5.92%	3.40%
热轧碳钢板卷	809.93	1.00%	31,320	26,637	14.95%	-1.97%	-8.58%	6.20%
宽厚板	116.94	-36.80%	4,893	5,124	-4.73%	-42.41%	-45.96%	6.90%
钢管产品	155.7	4.10%	9,830	9,467	3.69%	-4.31%	1.24%	-5.30%
其他钢铁产品	172.27	-12.00%	7,111	7,037	1.04%	-60.28%	-61.86%	4.10%
合计	2,199.31	-6.70%	104,036	91,736	11.82%	-13.77%	-18.56%	5.20%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 4: 2013 年公司经营各行业收入均出现不同程度下降

行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
钢铁制造	1,283	1,161	9.46	-13.31	-16.48	3.4
加工配送	1,787	1,748	2.21	-1.26	-1.14	基本持平
信息科技	36	27	23.78	-1.57	-5.64	3.3
电子商务	35	35	1.04	-	-	-
化工	109	99	9.47	-5.26	-6.58	1.3
金融	5.84	2.71	53.64	-6.15	-4.99	-0.6
分部间抵销	-1,355	-1,353	0.14	-11.56	-11.25	-0.16
合计	1,901	1,720	9.54	-0.79	-2.94	2

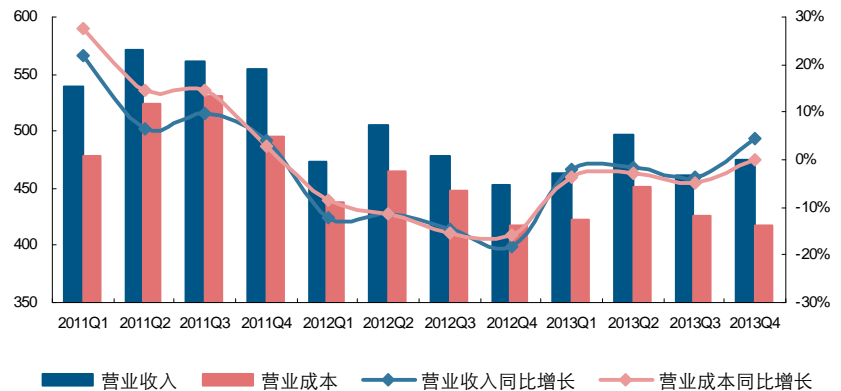
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

4 季度收入同比、环比均增长

4 季度公司实现营业收入 474.24 亿元，同比增长 4.59%；实现营业成本 418.04 亿元，同比下降 0.02%；实现归属于母公司所有者净利润 11.76 亿元，去年同期亏损 4.05 亿元；4 季度实现 EPS0.07 元，3 季度为 0.06 元。

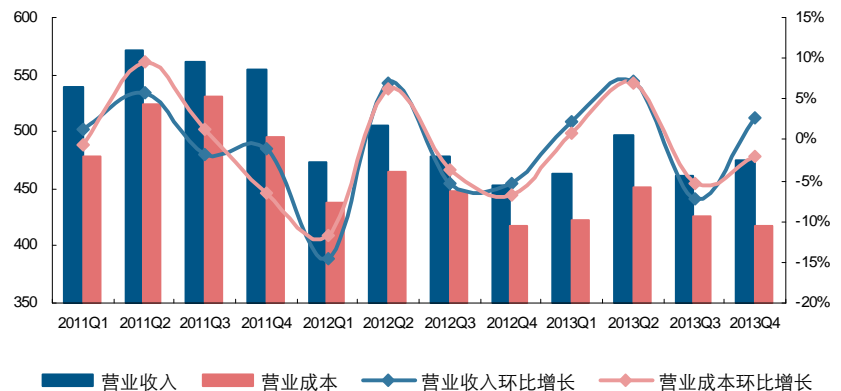
环比来看，4 季度营业收入环比增长 2.73%，3 季度营业收入环比增速为-7.20%；营业成本环比下降 1.98%，3 季度营业成本环比增速为-5.39%。

图 1：4 季度营业收入同比有所增长，营业成本同比略有下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

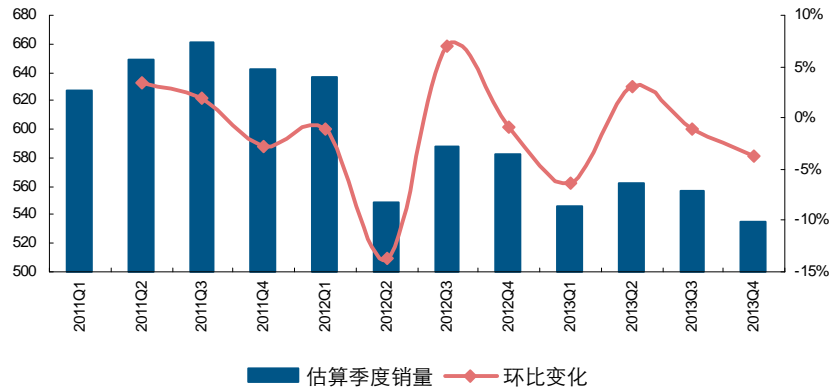
图 2：4 季度营业收入环比有所增长，营业成本环比有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从产量来看，受 3 号高炉大修影响，4 季度公司产销量环比略有下滑。

图 3：我们股算公司 4 季度销量环比 3 季度下降-3.79%



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

价格方面, 虽然国内市场钢价持续低迷, 但下游汽车和家电的相对景气和公司的品种优势使得公司主要产品 4 季度销售均价环比均有不同幅度的上涨, 表现明显强于市场平均水平。

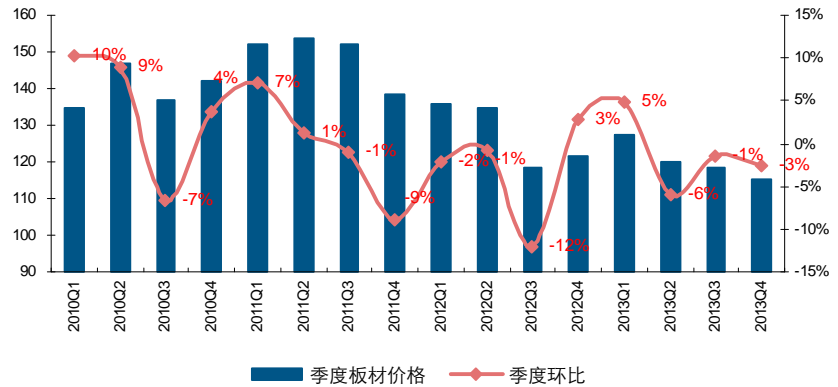
因此, 在销量环比略有下滑的情况下, 营业收入环比增长 2.73% 主要源于公司 4 季度相对坚挺的出厂价。

图 4: 2013 年 4 季度钢价综合指数环比下跌 1.62%



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 5: 公司板材价格在 4 季度整体弱势下跌



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

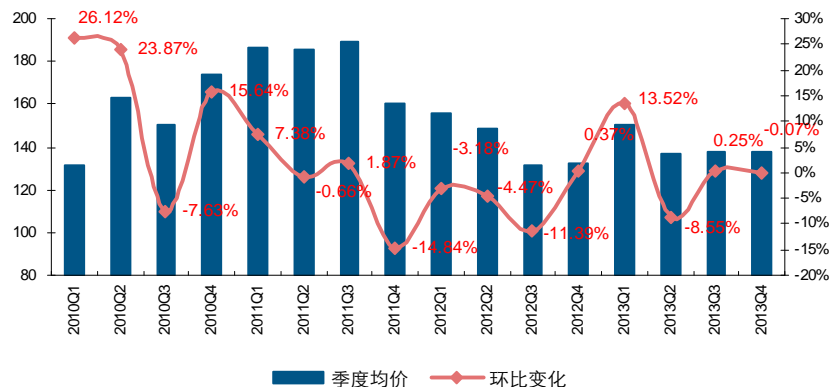
表 5: 公司 4 季度主要产品季度均价环比均上涨, 明显强于市场平均水平

产 品	热轧产品		冷轧产品		热镀锌	电工钢
	SS400	上海	SPCC	上海	DC51D+Z	B50A800
规 格	5.5*1500mm	含税价	1.0*1250*C	含税价	1.0*1250*C	
01/Jul/13	4,272	3,573	4,536	4,534	5,117	4,840
01/Aug/13	4,272	3,618	4,536	4,445	5,117	4,840
01/Sep/13	4,422	3,561	4,656	4,470	5,237	4,960
季度均价	4,322	3,584	4,576	4,483	5,157	4,880
季度环比	-5.88%	-0.83%	-5.38%	-5.82%	-1.15%	-1.21%
01/Oct/13	4,422	3,472	4,756	4,443	5,337	4,960
01/Nov/13	4,422	3,479	4,756	4,408	5,337	4,960
01/Dec/13	4,422	3,494	4,756	4,391	5,337	4,960
季度均价	4,422	3,481	4,756	4,414	5,337	4,960
季度环比	2.31%	-2.87%	3.93%	-1.54%	3.49%	1.64%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

成本方面, 4 季度国内铁矿石价格小幅下跌, 受益于此, 公司 4 季度营业成本环比有所下降。

图 6: 4 季度矿价综合指数环比下跌 0.07%

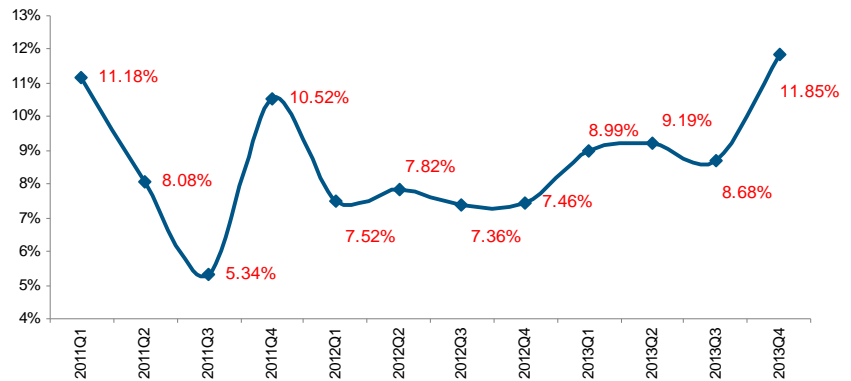


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

出厂价相对强势, 4 季度盈利改善

季度盈利能力方面, 在收入环比增长而成本环比下滑的情况下, 4 季度公司毛利率环比由 3 季度的 8.68 上升至 11.85%。

图 7: 公司 4 季度毛利率环比有所改善



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从简化利润表来看, 在出厂价相对强势的带动下, 公司 4 季度营业收入和毛利环比提升成为业绩环比改善的主要原因, 虽然因处置、转让相关资产发生的资产减值损失集中在 4 季度计提使得 4 季度资产减值损失环比增加 19.64 亿元, 不过公司 4 季度营业外收入环比增加 4.14 亿元, 一定程度上有助于公司 4 季度盈利的改善。

表 6: 4 季度公司盈利改善主要源于收入及毛利率上升

宝钢股份利润简表	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4
营业收入	473.11	505.91	478.89	453.45	463.55	497.45	461.64	474.24
--同比	-12.29%	-11.32%	-14.60%	-18.21%	-2.02%	-1.67%	-3.60%	4.59%
--环比	-14.66%	6.93%	-5.34%	-5.31%	2.23%	7.31%	-7.20%	2.73%
钢材销量	636.20	549.30	588.10	583.00	545.80	562.00	556.30	535.21
--同比	1.35%	-15.34%	-11.04%	-9.29%	-14.21%	2.31%	-5.41%	-8.20%
--环比	-1.01%	-13.66%	7.06%	-0.87%	-6.38%	2.97%	-1.01%	-3.79%
毛利率	7.52%	8.11%	6.40%	7.79%	8.99%	9.38%	7.62%	11.85%
销售费用	4.41	4.51	4.80	5.54	4.09	4.65	4.63	6.26
管理费用	21.07	17.86	16.47	16.97	13.56	15.47	17.95	21.83
财务费用	3.25	1.75	1.81	-2.65	0.45	-2.96	-1.05	-1.88
三项费用率	6.07%	4.77%	4.82%	4.38%	3.91%	3.45%	4.67%	5.53%
资产减值损失	-2.83	3.12	-0.39	20.94	0.63	2.19	0.71	20.35
投资净收益	2.13	1.94	6.79	1.29	0.13	2.79	2.47	1.45
营业利润	11.73	15.45	14.19	-5.41	22.15	29.14	14.92	10.63
营业外收入	3.64	98.63	1.47	1.28	0.98	0.88	1.41	5.55
营业外支出	0.39	5.72	0.31	3.18	0.62	0.75	2.42	1.77
利润总额	14.99	108.35	15.35	-7.30	22.51	29.27	13.91	14.41

所得税费用	2.33	24.16	3.83	-3.26	5.74	7.90	3.58	2.47
归属于母公司净利润	12.21	83.89	11.81	-4.05	16.28	20.75	9.39	11.76
净利率	2.58%	16.58%	2.47%	-0.89%	3.51%	4.17%	2.03%	2.48%
存货	383.42	349.29	315.74	287.91	319.02	314.70	310.72	310.87
最新股本	164.72	164.72	164.72	164.72	164.72	164.72	164.72	164.72
每股收益	0.07	0.51	0.07	-0.02	0.10	0.13	0.06	0.07

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

4 季度费用环比上升, 现金流减少

从全年来看, 2013 年公司销售费用略有增加, 管理费用和财务费用均有所下降, 其中财务费用同比降幅较大主要源于人民币兑美元升值同比提升及海外资金平台的应用导致融资成本同比下降。

表 7: 2013 年公司财务费用降幅较大, 管理费用小幅下降, 财务费用有所上升

项目	2013	2012	同比
销售费用	19.63	19.26	1.94%
管理费用	68.81	72.38	-4.93%
财务费用	-5.44	4.16	-230.87%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

季度方面, 4 季度公司销售费用率和管理费用率有所上升, 应该与费用年底集中结算的财务制度有关, 4 季度财务费用率则有所下降。

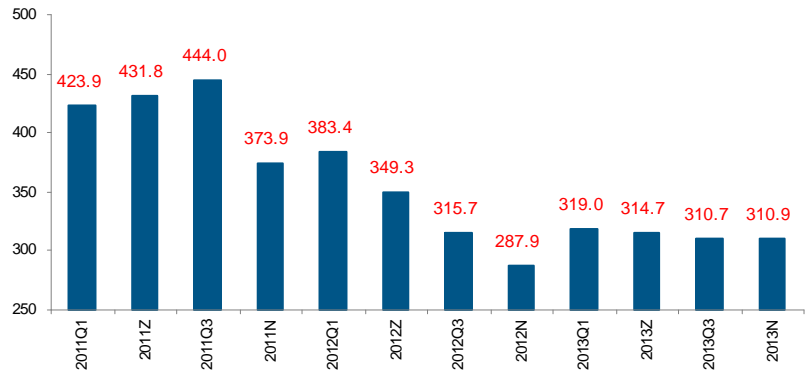
表 8: 4 季度公司销售费用率和管理费用率有所上升, 财务费用率有所下降

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率		三项费用率	
	宝钢股份	行业均值	宝钢股份	行业均值	宝钢股份	行业均值	宝钢股份	行业均值
2011Q1	0.77%	1.04%	2.52%	2.53%	0.10%	1.25%	3.39%	4.82%
2011Q2	0.82%	1.04%	2.54%	2.55%	0.02%	1.16%	3.38%	4.75%
2011Q3	0.90%	1.05%	2.44%	2.66%	-0.09%	1.15%	3.26%	4.86%
2011Q4	1.01%	1.11%	7.94%	3.04%	0.10%	1.23%	9.05%	5.38%
2012Q1	0.93%	1.14%	4.45%	2.77%	0.69%	1.68%	6.07%	5.59%
2012Q2	0.89%	1.13%	3.53%	2.79%	0.35%	1.74%	4.77%	5.66%
2012Q3	1.00%	1.22%	3.44%	2.86%	0.38%	1.89%	4.82%	5.97%
2012Q4	1.22%	1.29%	3.74%	3.79%	-0.58%	1.49%	4.38%	6.57%
2013Q1	0.88%	1.17%	2.93%	2.87%	0.10%	1.63%	3.90%	5.67%
2013Q2	0.93%	1.16%	3.11%	2.80%	-0.60%	1.23%	3.45%	5.19%
2013Q3	1.00%	1.26%	3.89%	2.80%	-0.23%	1.43%	4.66%	5.49%
2013Q4	1.32%		4.60%		-0.40%		5.53%	

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

存货方面, 4 季度末公司存货为 310.87 亿元, 环比 3 季度末的 310.72 亿元基本持平。

图 8: 4 季度公司存货环比基本持平



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

分品种存货来看, 相对年初, 公司原材料、在产品、产成品存货均有所上升, 备品备件及其他库存小幅下滑。

表 9: 公司原材料、在产品、产成品存货均有所上升, 备品备件及其他库存小幅下滑

项目	2013			2012		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	76.53	1.67	74.86	73.10	0.22	72.88
在产品	92.07	3.93	88.14	77.72	1.81	75.91
产成品	117.98	5.91	112.07	105.34	3.48	101.86
备品备件及其他	36.40	0.61	35.79	38.70	0.62	38.08
合计	322.99	12.12	310.87	294.86	6.14	288.72

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

此外, 报告期内公司计提存货跌价准备 10.1 亿元, 转回 4.09 亿元。

表 10: 存货跌价准备统计

	年初数	本年计提	转回	核销/转销	外币报表折算差额	年末数
原材料	0.22	2.65	1.20	-	-	1.67
在产品	1.81	2.87	0.74	-	-	3.93
产成品	3.48	4.57	2.14	0.01	-0.002	5.91
备品备件及其他	0.62	0.02	0.01	0.02	-	0.61
合计	6.14	10.10	4.09	0.03	-0.002	12.12

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

2013 年公司实现经营现金流 120.9 亿元, 去年同期为 221.86 亿元, 主要是公司主动扩大下游客户授信所致。

4 季度公司经营活动产生的现金流量净额为 23.73 亿元, 环比 3 季度的 31.63 亿元有所减少。

图 9: 4 季度公司经营活动产生的现金流量净额小幅下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

稳步推进股权激励, 助力长期业绩增长

公司公告, 董事会审议通过了《关于<宝山钢铁股份有限公司限制性股票计划(草案)>的议案》, 公司首期拟授予激励对象 4,745.82 万股限制性股票, 占本公司截止本计划草案公告日股本总额的 0.29%。

本方案授予激励对象限制性股票的授予价格不低于定价基准的 50%, 按照定价基准本方案授予激励对象的限制性股票授予价格为 1.91 元/股。

本次所授股票来源于二级市场回购的 A 股流通股, 与公司目前股价 3.81 元/股相比, 授予价格 1.91 元/股相对较低。

表 11: 本次股权激励首期授予价格 1.91 元/股

激励对象	公司高管
首期授予股份	4,745.82 万股
授予价格	1.91 元/股
禁售期	2 年
解锁期	禁售期满次日后的 3 年

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

➤ 首期授予方案规定的公司授予限制性股票业绩条件:

公司 2013 年度:

- 1、利润总额达到同期国内对标钢铁企业平均利润总额的 2.2 倍及以上, 且吨钢经营利润位列境外同行对标钢铁企业前三名, 并完成国资委下达宝钢集团分解至宝钢股份的 EVA 考核目标;
- 2、营业总收入较 2012 年度增长 1.1%, 达到 1812 亿元, 且不低于同期国内同行业上市公司营业总收入增长率的加权平均值;
- 3、EOS (EBITDA/营业总收入) 不低于 9%, 且不低于同期国内同行业上市公司 EOS 的平均值。

其中,

“宝钢股份 2012 年度营业总收入”：指公司 2012 年度报告合并利润表中的营业总收入剔除不锈钢、特殊钢产品及罗泾厂区厚板产品营业收入后的值，即 1792.19 亿元；

“国内同行业 A 股上市公司”：指“申银万国一级行业指数 - 黑色金属行业”分类中的全部 32 家上市公司（不含宝钢股份）；

“国内对标钢铁企业”：指的是 2012 年度营业收入排名前 8 名的国内同行业 A 股上市公司（不含宝钢股份），分别是：河北钢铁、太钢不锈、武钢股份、鞍钢股份、马钢股份、山东钢铁、酒钢宏兴、华菱钢铁；

“境外对标钢铁企业”：指韩国浦项钢铁公司、日本新日铁住金株式会社、日本钢铁工程控股公司（英文简称“JFE”）、美国钢铁公司、阿塞洛米塔尔钢铁集团和台湾中国钢铁股份有限公司共六家企业。

从历年数据来看，2013 年公司经营业绩满足限制性股票授予条件是大概率事件。

表 12: 历年来看，宝钢利润总额明显超过对标企业平均水平

利润总额	2008	2009	2010	2011	2012	2013
宝钢股份	81.54	72.95	170.76	92.60	131.40	80.10
河北钢铁	24.56	11.07	16.64	17.77	2.31	-
太钢不锈	11.10	9.55	14.57	18.12	10.02	-
*ST 鞍钢	38.42	8.43	23.58	-32.81	-54.96	-
华菱钢铁	11.33	0.58	-25.37	0.84	-33.57	1.66
武钢股份	63.50	19.57	22.07	14.23	1.12	-
山东钢铁	10.60	1.47	1.27	0.82	-37.79	-
酒钢宏兴	0.19	4.20	11.70	18.38	5.01	-
马钢股份	8.06	5.63	17.11	3.01	-37.46	3.22
对标钢企平均	20.97	7.56	10.20	5.05	-18.17	2.44
宝钢倍数	3.89	9.65	16.75	18.35	对标企业均值为负	32.84

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 13: 2012 年公司吨钢营业利润仅次于浦项，预计 2013 年公司吨钢营业利润进入前三概率较大

新日铁	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业利润	4790.24	3426.48	345.13	1937.77	1005.84	243.3758
产量	36.23	31.24	29.92	34.92	32.44	46.03
吨钢营业利润（美元/吨）	132.22	109.68	11.54	55.49	31.01	5.29
JFE	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业利润	4482.40	4074.70	957.33	2139.09	567.52	482.552
产量	34.27	29.28	31.24	31.47	29.24	30.69
吨钢营业利润（美元/吨）	130.79	139.16	30.64	67.97	19.41	15.72
浦项制铁	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业利润	6645.63	3048.49	4796.84	4928.17	3244.70	-
产量	33.14	29.53	33.71	37.32	37.99	-
吨钢营业利润（美元/吨）	200.53	103.23	142.30	132.05	85.41	-
美国钢铁	2008	2009	2010	2011	2012	2013

营业利润	2801.00	-1828.00	-153.00	144.00	383.00	-
产量		16.75	24.53	24.24	23.64	-
吨钢营业利润 (美元/吨)	-	-109.13	-6.24	5.94	16.20	-
安赛乐米塔尔	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业利润	19395.00	-906.00	4116.00	5229.00	1809.00	-
产量	103.30	73.00	75.00	91.89	88.23	-
吨钢营业利润 (美元/吨)	187.75	-12.41	54.88	56.90	20.50	-
宝钢股份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业利润	1399.38	1185.94	2454.30	1287.10	868.56	1269.26
产量	22.81	22.43	25.26	25.80	23.57	22
吨钢营业利润 (美元/吨)	61.34	52.88	97.16	49.88	36.86	57.71

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

表 14: 宝钢 EOS 明显高于同业上市公司均值, 除 2013 年外, EOS 均高于 10%

EOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013
宝钢股份	12.94%	15.11%	15.86%	10.91%	13.20%	9.93%
同业上市公司均值	5.56%	1.25%	7.85%	7.13%	5.16%	5.41%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

➤ **本计划首期授予方案规定的公司解锁限制性股票业绩条件:**

本次股权激励授予的限制性股票在 2 年禁售期结束后, 分 3 年解锁, 解锁条件如下:

表 15: 结合公司目前经营状况来看, 本次股权激励解禁条件并不算高

解锁条件	第一次	第二次	第三次
年份	2015	2016	2017
利润总额/对标企业均值	2.5	2.8	3
吨钢营业利润排名	前三	前三	前三
营业总收入增值率	2%	3%	5%
营业总收入 (亿元)	1848	1866	1903
EOS (不低于)	10%	10%	10%

其他条件

- 1、营业收入增值率不低于同期国内同行业上市公司营业总收入增长率的平均值
- 2、完成国资委下达宝钢集团分解至宝钢股份的EVA考核目标
- 3、EOS不低于同期国内同行业上市公司EOS的75分位值

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

本次股权激励中, 公司指标值均剔除国务院批准的重大投资项目投产后 3 年内该项目对公司相应业绩指标影响 (下同), 表明股权激励业绩考评中并没有包括湛江钢铁项目。

结合历史数据来看, 本次股权激励限制性股票解锁条件并不算高, 其中仅吨钢经营利润位列境外同行对标钢铁企业前三及 EOS 不低于 10%略有些不确定性。不过考虑到公司出售不锈钢及特钢业务之后, 经营状况持续改善, 预计限制性股票解锁将较为顺利。

➤ **本计划首期股权激励成本合计 0.91 亿元, 分 5 年摊销:**

本次股权激励合计成本约 0.91 亿元，将自 2015 年起分 5 期摊销，对公司业绩影响十分有限。

表 16: 本次股权激励成本约 0.91 亿元，分为 5 年摊销

单位: 万元	2015 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
各年分摊成本	3256.16	3256.16	2504.74	1252.37	375.71

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

专注优势碳钢的汽车板龙头

在出售不锈钢及特钢事业部相关资产后，公司产品集中在优势碳钢领域，目前拥有轧钢产能约 2400 万吨。公司是国内汽车板领域最大供应商，占据汽车板约 50% 的市场份额，将长期受益于汽车行业相对景气周期。

公司是目前国内盈利能力最强的普碳钢企，在近年行业景气度不高的背景下，公司盈利状况相对稳定，核心优势在于公司高附加值产品结构及完善制造服务使得公司产品对于客户具有较强黏性，具有一定溢价能力。

在行业总需求增速下移的情况下，公司专注优势碳钢产品的经营理念及基于产品结构及服务制造的核心竞争力将持续为公司提供稳定的盈利源泉。

表 17: 公司产品种类齐全，主要集中在碳钢领域

产品大类	主体品种	主要品种及用途
碳钢系列	条钢	主要有板坯、方、管坯；主要用于车轴、气瓶、塑料模具等
	宽厚板	主要用于造船、石油平台、锅炉、压力容器、管线、建筑、桥梁及重型汽车等行业
	热轧	广泛应用于船舶、汽车、桥梁、建筑、机械、压力容器等制造行业
	热轧酸洗	应用于汽车制造、冷压件、结构件等基板
	冷轧	主要用于汽车板、家电板、镀锡板、彩涂板、电工钢等高附加值产品
	线材	包括弹簧钢盘条、优质碳素钢盘条、钢帘线用钢盘条、冷镦钢盘条、焊管用钢盘条、低碳钢盘条等；应用于国家重点建设工程、汽车、油田、矿山及输气管道等
	钢管	涵盖小中大口径的钢管；主要应用于结构管、锅炉管、输送管等

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

维持“推荐”评级

我们预计公司 2014、2015 年的 EPS 分别为 0.41 元和 0.45 元，继续维持“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)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	190026	185067	190368	195517	货币资金	12881	12955	13326	13686
营业成本	171718	166831	171146	175536	交易性金融资产	29	29	29	29
毛利	18308	18237	19222	19981	应收账款	12920	20078	20653	21211
%营业收入	9.6%	9.9%	10.1%	10.2%	存货	31087	30094	30872	31664
营业税金及附加	414	403	414	426	预付账款	3064	2996	3073	3152
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	5868	5653	5815	5972
销售费用	1963	1851	1904	1955	流动资产合计	78056	83690	85992	88268
%营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	1009	1009	1009	1009
管理费用	6881	6662	6853	7039	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	长期股权投资	13681	13681	13681	13681
财务费用	-544	100	112	62	投资性房地产	476	476	476	476
%营业收入	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	固定资产合计	101624	114216	114421	109101
资产减值损失	2388	293	24	23	无形资产	6878	6534	6208	5897
公允价值变动收益	28	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	684	0	0	0	递延所得税资产	2053	73	6	6
营业利润	7918	8928	9914	10476	其他非流动资产	22891	22891	22891	22891
%营业收入	4.2%	4.8%	5.2%	5.4%	资产总计	226668	242570	244684	241329
营业外收支	326	0	0	0	短期贷款	46698	58991	53357	41969
利润总额	8010	8928	9914	10476	应付款项	20605	19930	20446	20970
%营业收入	4.2%	4.8%	5.2%	5.4%	预收账款	11972	11659	11993	12318
所得税费用	1969	2232	2479	2619	应付职工薪酬	1697	1664	1707	1751
净利润	6040	6696	7436	7857	应交税费	1781	1971	2164	2277
归属于母公司所有者的净利润	5818.5	6446.0	7158.3	7563.7	其他流动负债	11881	11546	11846	12151
少数股东损益	222	250	278	293	流动负债合计	94634	105762	101514	91436
EPS (元/股)	0.37	0.41	0.45	0.48	长期借款	4702	4702	4702	4702
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	305	0	0	0
					其他非流动负债	6961	6961	6961	6961
					负债合计	106602	117425	113177	103100
					归属于母公司	110512	115341	121426	127855
					少数股东权益	9554	9804	10081	10375
					股东权益	120066	125145	131507	138229
					负债及股东权益	226668	242570	244684	241329
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.368	0.407	0.452	0.478
					BVPS	6.71	7.00	7.37	7.76
					PE	10.36	9.35	8.42	7.97
					PEG	1.13	1.02	0.92	0.87
					PB	0.57	0.54	0.52	0.49
					EV/EBITDA	5.59	5.52	4.76	4.03
					ROE	5.3%	5.6%	5.9%	5.9%

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
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 11 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。