

盈利符合预期 估值有待修复

公司公告：宝钢股份发布 2010 年业绩快报，预计公司 2010 年归属于上市公司股东的累计净利润为 128 亿，对应 EPS 为 0.73 元，与上年同期相比增幅为 123%。

我们的分析：

- 2010 全年公司报表盈利略微低于我们此前 0.76 元的预期，年度吨钢毛利 981 元/吨，吨利润 669 元/吨，同比增长 107%。吨钢费用约为 304 元，低于 09 年 344 元/吨的水平，体现公司管理的进一步提升。
- 实际经营符合我们前期的判断：分季度看，四季度单季度实现每股收益 0.12 元，环比下降 20%。按照我们的测算，四季度吨钢毛利环比提高 4%，吨钢利润水平环比持平，并未下降。公司公布数据也证明了这一点，四季度利润总额环比增加 8%，但净利润环比减少 13.6%，这可能是由税收季度调整引起的变化。
- 隐含吨钢利润已具安全边际。目前股价下宝钢隐含吨钢利润为 364 元，低于历史上多数年份的吨钢利润（略高于 2009 年），远低于历史（2001-2010 年）平均吨钢利润 715 元。基于 2001-2010 年宝钢与行业平均利润差（497 元/吨），宝钢目前股价隐含行业吨钢利润为-133 元，明显低于行业历史平均吨钢利润 218 元，也明显低于 2001-2010 行业盈利最低点的 122 元/吨（全行业没有年度亏损过）
- 从工业化阶段看，中国钢铁行业已经从量增发展到质变阶段，普通钢铁产品需求增速将呈下降趋势，而随着我国汽车等高端耐用品的快速增长和先进设备制造业崛起，中国对高端钢材需求仍有大幅增长空间。定位于高端板材产品的宝钢将是未来行业发展趋势的明显受益者。

投资策略：

相对对于行业平均的低迷，宝钢盈利明显受益于其独特的产品结构和下游订单。我们维持预计 2011、2012 年宝钢将实现每股收益 0.88、1.06 元。目前股价对应 2010、2011 年 PE 分别为 8.9、7.4 倍，PB 分别为 1.1、1 倍。根据 2000 年至今的历史数据，宝钢平均 P/B 为 1.8 倍，P/E 为 14.5 倍，目前宝钢估值较历史平均分别折价 38%和 41%，维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师
8621-63325888 x 6099
yangbf@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860207100115

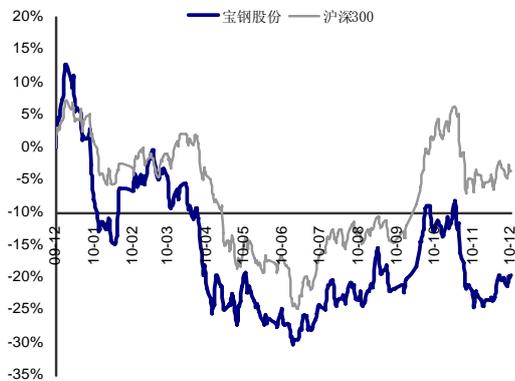
徐卫

钢铁行业分析师
021-63325888-6093
xuwei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210080004

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 1 月 10 日)	6.52 元
目标价格	11.40 元
总股本/A 股 (万股)	1751205/1751205
A 股市值 (百万元)	12562
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2011 年 1 月 11 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	148525	202739	227377	242861
同比(%)	-26%	37%	12%	7%
归属母公司净利润	5816	12855	15479	18517
同比(%)	-10%	121%	20%	20%
毛利率(%)	9.56%	14.37%	14.04%	13.90%
ROE(%)	6.11%	12.50%	13.80%	15.03%
每股收益(元)	0.33	0.73	0.88	1.06
P/E (倍)	19.6	8.9	7.4	6.2
P/B (倍)	1.2	1.1	1.0	0.9

相关报告

时间

深度研究——重现优势本色	2010-3-7
--------------	----------

表 1：宝钢股份年度经营情况

项目	单位	2009	2010	YOY
营业收入	百万元	148326	202161	36.29%
营业成本	百万元	134332	177780	32.34%
营业利润	百万元	7254	16623	129.16%
利润总额	百万元	7295	17029	133.43%
净利润	百万元	5816	12806	120.19%
EPS	(元)	0.330	0.730	121.21%
销售毛利率	%	9.43	12.06	27.8%
粗钢产量	(万吨)	2242.9	2484.3	10.8%
吨钢成本	(元/吨)	5989	7156	19.5%
吨钢售价	(元/吨)	6613	8138	23.1%
吨钢毛利	(元/吨)	624	981	57.3%
吨钢费用	(元/吨)	344	304	-11.9%
吨钢利润	(元/吨)	323	669	106.9%

资料来源：东方证券研究所

表 2：宝钢股份季度经营情况

项目	单位	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	QOQ
营业收入	百万元	44278	53534.2	51139.7	53209.4	4.0%
营业成本	百万元	37571	45802.0	46267.1	48139.6	4.0%
营业利润	百万元	5134	5565.6	2963.3	2960.2	-0.1%
利润总额	百万元	5269	5566.4	2976.7	3216.8	8.1%
净利润	百万元	3930	4120.8	2551.0	2204.2	-13.6%
EPS	(元)	0.220	0.240	0.150	0.12	-20.0%
销售毛利率	%	15.15	14.44	9.53	9.53	0.0%
粗钢产量	(万吨)	627.4	620.3	618.3	618.3	0.0%
吨钢成本	(元/吨)	5988	7384	7483	7786	4.0%
吨钢售价	(元/吨)	7057	8630	8271	8606	4.0%
吨钢毛利	(元/吨)	1069	1247	788	820	4.0%
吨钢费用	(元/吨)	284	307	306	318	4.0%
吨钢利润	(元/吨)	818	897	479	479	-0.1%

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	52666	73947	81118	84602	营业总收入	148525	202739	227377	242861
现金	5558	10137	11369	12143	营业总成本	141993	185436	206435	220219
应收票据	6674	9110	10218	10913	营业成本	134332	173608	195461	209105
应收账款	5566	6082	6821	7286	销售费用	1459	2027	2274	2429
预付账款	4099	14275	16072	17194	管理费用	4592	5068	5230	5586
存货	29462	32985	35183	35548	财务费用	1676	2464	1629	1061
非流动资产	148476	141721	129369	114930	其他经营收益	846	729	765	803
长期投资	4338	4555	4782	5021	投资净收益	953	729	765	803
固定资产	115466	119552	110980	100604	营业利润	7378	18032	21707	23446
在建工程	14437	8575	3430	1372	营业外收入减支出	41	-70	-78	2429
无形资产	7872	8110	9095	7286	利润总额	7419	17963	21629	25874
资产合计	201143	215668	210488	199532	减：所得税	1199	4491	5407	6469
					净利润	6095	13472	16222	19406
应付项目	35389	34722	39092	41821	少数股东损益	279	617	742	888
付息负债	55712	61351	40430	26225	归属母公司净利润	5816	12855	15479	18517
短期借款	24274	33924	10532	-6630					
长期付息负债	31437	27427	29899	32855	成长能力				
其他负债	8822	9887	11370	65	营业收入同比	-26%	37%	12%	7%
负债合计	99923	105960	90893	68111	EBITA 同比	-25%	135%	14%	5%
所有者权益	101211	109708	119595	131421	归属母公司净利润同比	-10%	121%	20%	20%
实收资本	17512	17512	17512	17512	利润水平				
资本公积	37314	37314	37314	37314	销售毛利率	10%	14%	14%	14%
留存收益	40302	48289	57581	68697	销售净利率	4%	7%	7%	8%
少数股东权益	6082	6593	7187	7898	整体绩效				
负债和权益合计	201134	215668	210488	199532	ROE	6%	13%	14%	15%
					ROIC	5%	8%	10%	12%
经营活动现金流	28400	13225	28902	31907	运营效率				
净利润	6095	13949	16230	19415	应收账款周转率	27.4	34.8	35.2	34.4
折旧摊销	13281	14938	13899	12580	存货周转率	4.6	6.5	6.7	6.9
营运资金变动	9374	-14939	-461	716	偿债能力				
投资活动现金流	-19542	-7454	-782	2663	流动比率	0.8	1.1	1.6	2.4
资本支出	-18454	-13400	-1167	1664	速动比率	0.4	0.6	0.9	1.4
长期投资	602	512	537	564	EBITA / I	4.5	8.0	13.9	22.3
筹资活动现金流	-10151	-1192	-26888	-33795	资产负债率	50%	49%	43%	34%
短期借款	170	9650	-23393	-17162	每股指标				
长期借款	-2145	-4011	2472	2957	EPS	0.33	0.73	0.88	1.06
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	5.43	5.87	6.40	7.04
资本公积	508	0	0	0	P/E	19.6	8.9	7.4	6.2
其他	-8685	-6832	-5967	-19590	p/B	1.2	1.1	1.0	0.9
现金净增加额	-1293	4579	1232	774					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn