

业绩符合预期 未来专注碳钢产品



事件

宝钢股份3月31日公布财报,2011年公司营业收入2228.6亿元,同比增长10%。实现净利润73.6亿元,同比大幅下滑43%;基本每股收益0.42元。

投资要点

- **业绩符合预期。**2011年钢铁行业在高成本环境下低效益的运行。2011年四季度受到行业景气度下滑影响,公司业绩有所下降,全年业绩符合预期。
- **出售不良资产后盈利能力有望提升。**公司在出售不锈钢和特钢资产后,将专注于碳钢业务,出售的不锈钢和特钢业务一直处于明显亏损状态,出售这两块资产将明显提升ROE水平。
- **行业盈利低迷,宝钢产品相对优势将有望延续。**随着下游地产、汽车、机械下游行业需求明显减弱,预计钢铁行业未来整体盈利仍将处于低位。目前国内多数钢企板材产品已经处于(或接近)亏损状态,但是,基于宝钢在碳钢板材领域独特竞争优势,我们预计宝钢整体盈利表现将明显好于行业平均。

财务与估值

- 考虑到公司出售不锈钢和特钢资产在2012年将为公司增加一次性营业外收入95.8亿元,税后增加EPS0.41元/股,2012年创除掉一次性营业外收入带来的EPS外,12年EPS下调至0.36。我们预计公司2012-2014年每股收益分别为0.77、0.48、0.65元,基于目前行业需求没有实质性恢复以及行业盈利整体偏弱的基本面,我们重新调整公司12~13年价格和成本假设,12年平均吨钢价格和成本分别下调2.59%和1.22%。按照可比公司1.01倍PB水平,对应目标价6.15元,维持公司买入评级。

风险提示

- 下游需求恢复低于预期;成本压力制约公司盈利水平。

公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	202,149	222,505	159,490	169,126	173,882
同比增长	36.3%	10.1%	-28.3%	6.0%	2.8%
营业利润(百万元)	16,666	8,839	7,572	10,451	14,255
同比增长	129.8%	-47.0%	-14.3%	38.0%	36.4%
归属母公司净利润(百万元)	12,889	7,362	13,474	8,366	11,343
同比增长	121.6%	-42.9%	83.0%	-37.9%	35.6%
每股收益(元)	0.74	0.42	0.77	0.48	0.65
毛利率	12.0%	8.7%	9.1%	10.8%	12.6%
净利率	6.4%	3.3%	8.4%	4.9%	6.5%
净资产收益率	12.9%	7.0%	12.2%	7.1%	9.4%
市盈率(倍)	6.4	11.4	6.2	10.0	7.4
市净率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2012年04月06日)	4.82元
目标价格	6.15元
52周最高价/最低价	7.52/4.66元
总股本/A股(万股)	1751204/1751204
A股市值(百万元)	84408
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2012年04月09日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现(%)	1.1	-6.0	-1.6	-33.3
相对表现(%)	-1.8	-0.4	-12.0	-10.1
沪深300(%)	2.9	-5.6	10.4	-23.2



资料来源:WIND,东方证券研究所

证券分析师 杨宝峰
021-63325888*6099
yangbf@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860510120005

联系人 董亮
021-63325888*8514
dongliang@orientsec.com.cn
马泉
021-63325888*3206
maxiao@orientsec.com.cn

相关报告

宝钢股份动态跟踪——资产出售提升盈利: 2011-12-12

从行业历史分析，虽然目前钢铁行业盈利已经处于周期底部区域，但短期内我们仍看不到钢铁行业向上的驱动因素。另一方面，近期受到需求减弱的影响，行业基本面依然没有明显改观。房地产调控政策以及机械、汽车等行业对钢材的需求仍然处于较低水平。

基于目前行业需求没有实质性恢复以及行业盈利整体偏弱的基本面，我们重新调整公司 12~13 年价格和成本假设，12 年平均吨钢价格和成本分别下调 2.59% 和 1.22%，详见下表。对照可比公司 1.01 倍 P/B 估值水平，我们给予公司目标价 6.15 元，维持公司买入评级。

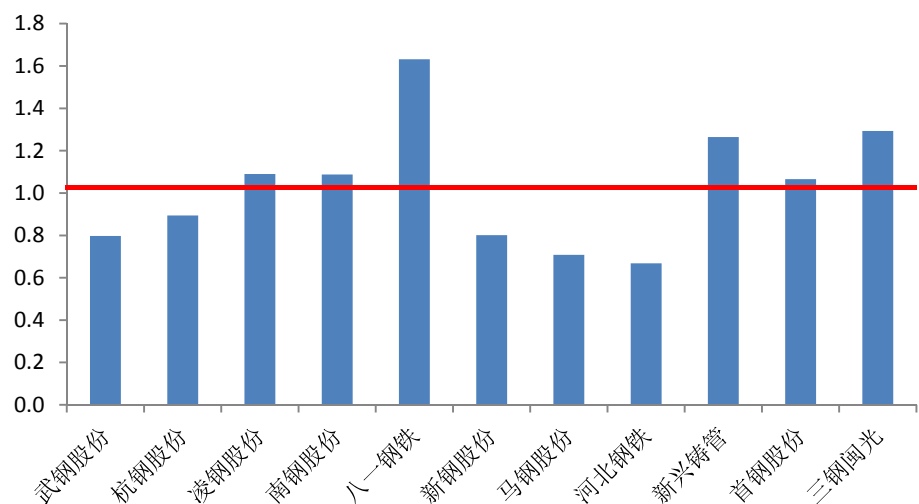
表 1：变动前主要产品价格和成本假设

吨售价	调整前		调整后		调整幅度	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
平均吨钢售价	6109	6184	5950	6075	-2.59%	-1.75%
热轧板卷	4881	4929	4800	4850	-1.66%	-1.60%
冷轧板卷	6101	6162	5900	6000	-3.29%	-2.63%
宽厚板	5625	5738	5400	5600	-4.00%	-2.41%
钢管产品	7827	7905	7700	7850	-1.62%	-0.70%

吨成本	调整前		调整后		调整幅度	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
平均吨钢成本	5667	5774	5597	5680	-1.22%	-1.62%
热轧板卷	4502	4609	4464	4559	-0.84%	-1.08%
冷轧板卷	5573	5681	5487	5640	-1.54%	-0.72%
宽厚板	5838	5945	5736	5700	-1.75%	-4.12%
钢管产品	6753	6860	6702	6821	-0.76%	-0.57%

资料来源：东方证券研究所

图 1 可比公司 PB



资料来源：wind，东方证券研究所

收入分类预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
冷轧					
销售收入 (百万元)	56,997.0	58,963.0	79,244.4	83,490.3	85,425.0
增长率	54.8%	3.4%	34.4%	5.4%	2.3%
毛利率	22.2%	12.3%	12.0%	14.0%	15.0%
热轧					
销售收入 (百万元)	34,856.0	38,811.0	39,651.5	44,488.9	47,250.0
增长率	23.1%	11.3%	2.2%	12.2%	6.2%
毛利率	16.3%	10.9%	10.8%	12.0%	14.0%
宽厚板					
销售收入 (百万元)	10,090.0	11,743.0	13,411.7	13,679.9	13,500.0
增长率	4.8%	16.4%	14.2%	2.0%	-1.3%
毛利率	-4.7%	-8.9%	-8.0%	-6.0%	2.0%
钢管					
销售收入 (百万元)	10,162.0	10,843.0	14,182.9	14,466.6	14,707.0
增长率	-2.0%	6.7%	30.8%	2.0%	1.7%
毛利率	4.4%	9.5%	10.0%	11.0%	13.0%
其他钢铁产品					
销售收入 (百万元)	7,748.0	8,747.0	13,000.0	13,000.0	13,000.0
增长率	41.4%	12.9%	48.6%	0.0%	0.0%
毛利率	28.4%	12.2%	3.0%	3.0%	2.0%
合计	202,149.2	222,504.7	159,490.4	169,125.7	173,882.0
增长率	36.3%	10.1%	-28.3%	6.0%	2.8%
综合毛利率	12.0%	8.7%	9.1%	10.8%	12.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	9,201	14,379	31,898	18,311	32,955	营业收入	202,149	222,505	159,490	169,126	173,882
应收账款	6,729	6,984	5,192	5,519	5,699	营业成本	177,817	203,041	144,963	150,938	152,011
预付账款	5,464	5,298	4,119	4,326	4,455	营业税金及附加	525	441	537	522	509
存货	39,233	39,034	29,758	30,649	30,766	营业费用	1,785	1,950	1,464	1,537	1,576
其他	8,237	13,539	8,548	9,254	9,709	管理费用	5,304	8,584	5,047	5,429	5,637
流动资产合计	68,864	79,234	79,516	68,060	83,585	财务费用	807	72	1,048	963	647
长期股权投资	4,436	4,503	4,286	4,332	4,358	资产减值损失	188	350	(348)	41	3
固定资产	117,737	115,371	91,244	87,042	79,882	公允价值变动收益	12	(7)	(18)	(20)	(19)
在建工程	9,763	16,283	7,931	4,219	2,587	投资净收益	827	630	811	776	775
无形资产	8,149	8,126	7,918	7,709	7,501	其他	103	149	0	0	0
其他	7,115	7,583	27,937	23,602	19,176	营业利润	16,666	8,839	7,572	10,451	14,255
非流动资产合计	147,201	151,865	139,316	126,904	113,505	营业外收入	590	646	10,132	572	579
资产总计	216,065	231,100	218,832	194,964	197,090	营业外支出	179	225	325	306	288
短期借款	23,611	38,876	46,300	16,163	12,913	利润总额	17,076	9,260	17,379	10,717	14,546
应付账款	19,164	19,271	15,828	16,416	16,409	所得税	3,715	1,524	3,328	1,992	2,704
其他	30,401	40,691	22,085	23,265	23,937	净利润	13,361	7,736	14,051	8,725	11,842
流动负债合计	73,176	98,838	84,214	55,844	53,259	少数股东损益	472	374	577	359	498
长期借款	8,587	7,326	1,826	1,826	1,826	归属于母公司净利润	12,889	7,362	13,474	8,366	11,343
应付债券	18,475	8,919	9,275	9,646	10,032	每股收益(元)	0.74	0.42	0.77	0.48	0.65
其他	4,485	2,547	1,004	657	858						
非流动负债合计	31,547	18,792	12,105	12,129	12,716						
负债合计	104,723	117,630	96,319	67,973	65,975	主要财务比率					
少数股东权益	6,596	6,975	7,551	7,910	8,409		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	17,512	17,512	17,512	17,512	17,512	成长能力					
资本公积	37,566	37,331	37,331	37,331	37,331	营业收入	36.3%	10.1%	-28.3%	6.0%	2.8%
留存收益	49,798	51,887	60,107	64,226	67,852	营业利润	129.8%	-47.0%	-14.3%	38.0%	36.4%
其他	(130)	(234)	12	12	12	归属于母公司净利润	121.6%	-42.9%	83.0%	-37.9%	35.6%
股东权益合计	111,342	113,470	122,513	126,991	131,115	获利能力					
负债和股东权益	216,065	231,100	218,832	194,964	197,090	毛利率	12.0%	8.7%	9.1%	10.8%	12.6%
						净利率	6.4%	3.3%	8.4%	4.9%	6.5%
						ROE	12.9%	7.0%	12.2%	7.1%	9.4%
						ROIC	8.6%	4.2%	3.7%	5.3%	7.4%
						偿债能力					
						资产负债率	48.5%	50.9%	44.0%	34.9%	33.5%
						净负债率	40.4%	50.7%	27.2%	14.0%	0.6%
						流动比率	0.94	0.80	0.94	1.22	1.57
						速动比率	0.40	0.41	0.58	0.65	0.97
						营运能力					
						应收账款周转率	32.9	32.5	26.2	31.6	31.0
						存货周转率	5.1	5.2	4.1	4.8	4.7
						总资产周转率	1.0	1.0	0.7	0.8	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	0.74	0.42	0.77	0.48	0.65
						每股经营现金流	1.08	0.69	0.44	1.30	1.54
						每股净资产	5.98	6.08	6.56	6.80	7.01
						估值比率					
						市盈率	6.4	11.4	6.2	10.0	7.4
						市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
						EV/EBITDA	4.8	7.1	7.1	6.4	5.4
						EV/EBIT	8.1	15.8	16.3	12.3	9.4

资料来源：东方证券研究所

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申明。

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

本研究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授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究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，本公司可发出与本研究报告所载资料、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研究报告之外，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，本研究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。客户应考虑本研究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。本研究报告所载的资料、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。

本研究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研究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。

本研究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，所有研究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、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、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。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，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、删节或修改。

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