

上下游同时受制 业绩低于预期

事件

宝钢股份公布 2011 年半年报，今年 1-6 月份公司实现营业收入 1111.49 亿元、比去年同期增长 13.49%，营业利润为 67.6 亿元、比去年同期减少 36.82%，利润总额为 67.87 亿元、比去年同期减少 37.87%，归属于上市公司股东的净利润为 50.79 亿元、比去年同期减少 36.91%，扣非的归属于上市公司股东的净利润为 50.45 亿元、比去年同期减少 36.53%，摊薄后每股收益 0.29 元。

研究结论

- **公司业绩略低于预期。**2011 年 1-6 月份摊薄后每股收益 0.29 元，略低于预测。主要原因在于原材料涨幅超过钢材销售价格的涨幅；另一方面，下游需求持续低迷。
- **原材料成本挤压利润。**公司 2011 年 1-6 月份营业收入比去年同期增加 13.49%，但是营业成本增加 20.36%。原材料特别是铁矿石价格的居高不下是公司出现营业收入大增而利润不增反降的主要原因。钢铁产品毛利率率同比下降 7.3%，影响公司整体毛利率下降 5.14%。
- **下游需求不振导致公司业绩不佳。**在经历前几年的高速增长之后，国内汽车、机械等行业产量在今年上半年明显放缓。另一方面，日本地震对日系车的冲击也在一定程度上影响了宝钢汽车板的下游需求。
- **费用比率下降明显。**公司三费比率从去年的 3.76% 下降到 3.38%，主要是因为公司财务费用大幅下降近九成导致，而当期汇兑损益是致使财务费用大幅度下降的主要原因；另一方面，公司的管理费用上升明显，同比 24.96%，我们预计费用比率在下半年将保持稳定。
- **预计下半年四季度盈利有所好转。**公司在半年报对年度经营计划有所修改，上调营业收入、营业成本分别 3.76%、7.53%。虽然汽车、机械等下游行业最差的预期已过，预计板材需求环比改善空间有限，而上游原材料将维持在高位，我们预计三季度公司盈利仍将处于低谷，四季度将有所改善。
- **投资建议：**基于低于预期的行业基本面，我们修正宝钢产品售价和成本假设，将 2011-2013 年每股收益预测分别下调至 0.52 元、0.63 元、0.71 元，同时下调目标价至 7.80 元，对应 2011 年 P/E 为 15 倍，我们认为近期股价的持续下跌已经充分反映低于预期的盈利基本面，维持公司买入投资评级。

风险因素：下游汽车、家电需求持续低迷超预期



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

联系人

董亮

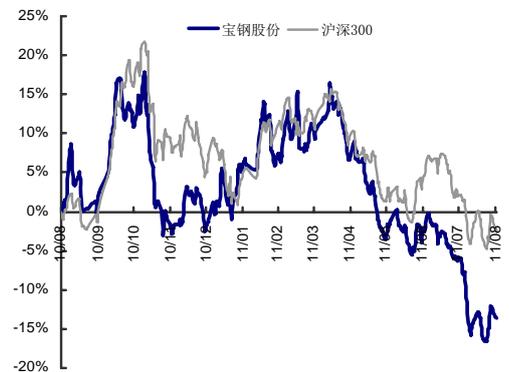
8621-63325888 x 8514

dongliang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 30 日)	5.33 元
目标价格	7.80 元
总股本/A 股 (亿股)	175
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2011 年 8 月 31 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	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	202413	232097	256606	265626	
同比(%)	36%	15%	11%	4%	
归属母公司净利润	12889	9186	11043	12498	
同比(%)	122%	-29%	20%	13%	
毛利率(%)	12.15%	9.45%	9.88%	11.43%	
ROE(%)	12.31%	8.40%	9.62%	10.32%	
每股收益(元)	0.74	0.52	0.63	0.71	
P/E (倍)	7.2	10.1	8.4	7.5	
P/B (倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	

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。

今年上半年，汽车、机械为代表的下游行业需求明显减弱，而产量仍处于高位，钢铁行业整体处于弱势均衡状态。另一方面，今年上半年板材供需基本面明显弱于长材，而且板材上涨速度小于原材料上涨速度，导致毛利率同比有所下降。

我们预计下半年钢铁行业将基本维持目前偏弱的供需基本面，受到铁矿石价格居高不下以及钢价增幅小于公司在三季度盈利仍然会维持在低位。

表 1：国内主要钢铁价格趋势

	型号	单位	2010H1	2010H2	2011H1	同比	环比
热轧板卷	3mm	元/吨	4220	4286	4814	14.05%	12.31%
冷轧板卷	1mm	元/吨	5881	5348	5625	-4.36%	5.18%
中板	20mm	元/吨	4354	4426	4925	13.11%	11.27%
螺纹钢	25mm	元/吨	4094	4261	4849	18.46%	13.81%
线材	6.5mm	元/吨	4136	4371	4821	16.56%	10.28%
不锈钢冷轧	304CR	元/吨	23388	24041	25949	10.95%	7.94%
	202CR	元/吨	19652	18856	20089	2.22%	6.54%
无取向硅钢	50WW800	元/吨	7604	8009	7760	2.06%	-3.11%
取向硅钢	30Q130	元/吨	20728	17759	19987	-3.58%	12.54%
钢坯	上海	元/吨	3732	3901	4335	16.17%	11.13%
五氧化二钒	98%片	万元/吨	9.7	8.7	8.8	-9.73%	1.41%

资料来源：东方证券研究所

表 2：宝钢主要产品价格

	热轧板卷	冷轧板卷	热镀锌	电镀锌	彩涂板
	3.0*1250*SPHC	1.0*1250*SPCC	1.0*1250*1.0*1250°C 1.0*1250DC51D+Z	1.0mm*1250 SECC	0.5*1000°C TDC51D0.5
2011 年 1 月	4842	5326	5787	6417	6957
2011 年 2 月	4942	5426	5887	6417	6957
2011 年 3 月	5242	5726	6187	6567	7157
2011 年 4 月	5242	5726	6187	6567	7157
2011 年 5 月	5042	5426	5887	6367	6857
2011 年 6 月	5042	5426	5887	6367	6857
2011 年 7 月	4842	5326	5887	6367	6857
2011 年 8 月	4842	5326	5937	6367	6857
2011 年 9 月	4902	5446	5997	6427	6857

资料来源：东方证券研究所

表 3：原材料价格趋势

	型号	单位	2010H1	2010H2	2011H1	同比	环比
铁矿石	唐山, 66%	元/吨	1121	1239	1342	19.72%	8.33%
	印度, CIF	美元/吨	151.3	154.6	172.2	13.81%	11.36%
海运费	西澳-北仑	美元/吨	11.0	9.8	9.1	-18.00%	-7.21%
	巴西-北仑	美元/吨	28.0	24.8	22.9	-17.99%	-7.40%
	BDI		3177	2330	1891	-40.46%	-18.83%
焦炭	上海, 二级	元/吨	1968	1899	1968	-0.01%	3.65%
废钢	上海	元/吨	2990	3018	3401	13.77%	12.70%
生铁	河北	元/吨	3158	3391	3642	15.33%	7.41%
铁合金	硅铁	元/吨	6327	7443	7432	17.47%	-0.14%
	硅锰铁	元/吨	8266	8211	8201	-0.78%	-0.12%
镍	长江有色	元/吨	160546	172178	181089	12.80%	5.18%

资料来源：东方证券研究所

从行业历史分析，目前钢铁行业盈利已经处于周期底部区域，进一步恶化空间有限，从未来两年分析，我们预计钢铁行业基本面将呈现改善趋势，但近期仍看不到向上的驱动因素。从估值分析，目前钢铁股价已经基本反映行业负面预期的基本面。

基于低于预期的行业基本面，我们修正宝钢产品售价和成本假设，将 2011-2013 年每股收益预测分别下调至 0.52 元、0.63 元、0.71 元，同时下调目标价至 7.80 元，对应 2011 年 P/E 为 15 倍，我们认为近期股价的持续下跌已经充分反映低于预期的盈利基本面，维持公司买入投资评级。

表 4：变动前主要产品价格和成本假设

吨售价	之前			之后		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
平均销售价格	7401	7448	7597	7313	7358	7452
热轧板卷	4525	4616	4708	4965	5065	5115
冷轧板卷	5638	6771	6906	6093	6215	6277
宽厚板	5668	5781	5897	5668	5781	5897
钢管产品	7887	8044	8205	7887	8044	8125
不锈钢	14588	14880	15178	14588	14880	15029
特殊钢	10880	11098	11320	10880	11098	11320

吨成本	之前			之后		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
平均吨钢成本	6513	6482	6751	6683	6691	6650
热轧板卷	4315	4381	4742	4502	4609	4549
冷轧板卷	5387	5452	5813	5573	5681	5621
宽厚板	5652	5717	6078	5838	5945	5885
钢管产品	6567	6632	6993	6753	6860	6800

不锈钢	13763	13907	14185	13763	13907	14046
特殊钢	10880	10775	10990	10880	10775	10990

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2010E	2011E	2012E	2013E
现金	68864	75878	81215	83663
应收票据	9201	9052	10008	13281
应收账款	7880	6963	7698	7969
预付账款	6729	6963	7698	7969
存货	5464	13942	15340	15606
非流动资产	38027	37831	39311	37642
长期投资	147201	137419	128054	121614
固定资产	4587	4816	5057	5310
在建工程	117737	116854	111385	105291
无形资产	10267	5830	3532	2613
资产合计	8168	9284	7698	7969
	216065	213297	209269	205277
应付项目				
付息负债	36250	42034	46248	47052
短期借款	56752	43130	28418	16351
长期付息负债	23611	14078	14854	2049
其他负债	33141	29052	13564	14302
负债合计	11721	11922	12523	13153
所有者权益	104723	97087	87190	76556
实收资本	111327	116210	122079	128721
资本公积	17512	17512	17512	17512
留存收益	37566	37566	37566	37566
少数股东权益	49653	54247	59768	66017
负债和权益合计	6596	6885	7233	7627
	216050	213297	209269	205277
经营活动现金流				
净利润	15314	21085	25127	27179
折旧摊销	13361	9523	11447	12956
营运资金变动	13269	14628	13921	13173
投资活动现金流	-10566	-2571	503	1900
资本支出	-11166	-4076	-3747	-5884
长期投资	-11667	-10424	-4568	-6430
筹资活动现金流	577	541	568	597
短期借款	-505	-17158	-20424	-18022
长期借款	-663	-9533	776	-12805
普通股增加	1703	-4088	-15488	738
资本公积	0	0	0	0
其他	252	0	0	0
现金净增加额	-1797	-3537	-5712	-5954

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	202413	232097	256606	265626
营业总成本	186425	220170	242152	249202
营业成本	177817	210171	231241	235260
销售费用	1785	1834	2284	2152
管理费用	5304	5779	6389	9802
财务费用	807	938	679	558
其他经营收益	839	771	809	850
投资净收益	827	771	809	850
营业利润	16827	12697	15262	17274
营业外收入减支出	410	0	0	0
利润总额	17238	12697	15262	17274
减：所得税	3715	3174	3816	4319
净利润	13361	9523	11447	12956
少数股东损益	472	336	404	457
归属母公司净利润	12889	9186	11043	12498
成长能力				
营业收入同比	36%	15%	11%	4%
EBITA 同比	111%	-26%	16%	11%
归属母公司净利润同比	122%	-29%	20%	13%
利润水平				
销售毛利率	12%	9%	10%	11%
销售净利率	7%	4%	4%	5%
整体绩效				
ROE	12%	8%	10%	10.32%
ROIC	8%	6%	7%	8%
运营效率				
应收账款周转率	32.9	33.9	35.0	33.9
存货周转率	6.0	6.1	6.7	6.9
偿债能力				
流动比率	1.1	1.4	1.3	1.7
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.9
EBITA / I	10.1	10.2	18.0	34.5
资产负债率	48%	46%	42%	37%
每股指标				
EPS	0.74	0.52	0.63	0.71
每股净资产	5.98	6.24	6.56	6.91
P/E	7.2	10.1	8.4	7.5

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