

宝钢股份 600019.SH

布局湛江 回购方案具备吸引力



事件

宝钢股份 8 月 27 日晚披露了 2012 年中报，公司上半年实现营业收入 981.01 亿元，同比降低 11.74%；盈利 96.1 亿元，同比增长 89.19%，每股盈利 0.55 元。此外，宝钢股份拟以不超过每股 5 元的价格回购公司股份，回购总金额最高不超过 50 亿元，预计将回购约 10 亿股。公司将作为投资主体投建湛江钢铁项目。现有方案先期建设的工程项目静态投资约 400 亿元。

投资要点

- **业绩增长受益于出售资产，营业利润下降明显。** 受益于公司出售不锈钢、特钢事业部相关资产获得收益 90.9 亿元，上半年业绩同比增长 89.19%。而公司营业利润却同比下降了 59.80%，主要因为今年上半年下游需求低迷，钢价先涨后跌，自 5 月份以后下跌幅度明显。另一方面，铁矿石下跌幅度小于钢价下跌幅度，造成公司毛利率下降明显。
- **钢铁进入全行业亏损，宝钢盈利处于周期性底部。** 目前多数钢铁公司已处于亏损状态，行业已经处于盈利周期性底部位置，但基于产能明显过剩和需求减弱趋势，预计钢铁行业目前亏损将延续，宝钢目前的低盈利已经对行业基本面恶化做出充分反映，预计今年下半年将能维持中报盈利的水平。
- **回购方案有望提振投资者信心。** 公司本次回购资金总额不超过 50 亿元、回购价格不超过 5 元的条件下，预计本次回购股份约 10 亿股，占公司总股本约 5.7%，占社会公众股约 22.8%。公司公告前 P/B 低于 0.7 倍，处历史新低且盈利能力远高于行业平均。回购方案体现出产业资本对公司未来前景乐观，有利于增强投资者信心。
- **湛江项目占据有力地利条件。** 广东省制定了重点发展装备、汽车、钢铁、石化、船舶制造五大产业的战略规划，目前广东省钢材自给率仅约为 40% 左右，其中板材为 33%，缺口约三、四千万吨。湛江港的地理位置和深水条件有利于降低铁矿石运输成本，预期将有效地填补广东地区的钢材的需求缺口。

财务与估值

- 基于行业基本面低迷的预期，我们相应下调公司 2012-2014 年每股收益预测至 0.68、0.38、0.41 元，参考可比公司 P/B 水平，维持目标价 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；湛江项目盈利水平低于公司预计。

公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	202,149	222,505	183,099	181,764	188,025
同比增长	36.3%	10.1%	-17.7%	-0.7%	3.4%
营业利润 (百万元)	16,666	8,839	5,641	8,194	8,954
同比增长	129.8%	-47.0%	-36.2%	45.3%	9.3%
归属母公司净利润 (百万元)	12,889	7,362	11,977	6,603	7,209
同比增长	121.6%	-42.9%	62.7%	-44.9%	9.2%
每股收益 (元)	0.74	0.42	0.68	0.38	0.41
毛利率	12.0%	8.7%	8.6%	9.5%	9.8%
净利率	6.4%	3.3%	6.5%	3.6%	3.8%
净资产收益率	12.9%	7.0%	10.9%	5.8%	6.2%
市盈率 (倍)	5.5	9.7	6.0	10.8	9.9
市净率 (倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

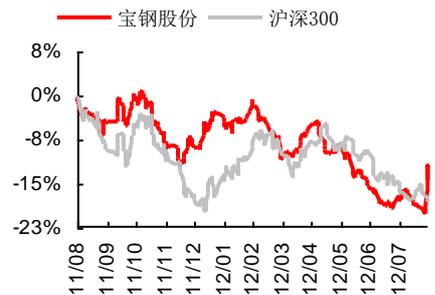
投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 08 月 29 日)	4.36 元
目标价格	6.15 元
52 周最高价/最低价	5.42/4.07 元
总股本/A 股 (万股)	1751204/1751204
A 股市值 (百万元)	78453
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2012 年 08 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	8.8	7.5	-4.2	-13.8
相对表现 (%)	12.3	13.2	12.2	8.6
沪深 300 (%)	-3.5	-5.7	-16.5	-22.4



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

三月盈利好转 一季度业绩符合预期	2012-05-02
业绩符合预期 未来专注碳钢产品	2012-04-09
宝钢股份动态跟踪 —— 资产出售提升盈利	2011-12-12

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，据此开展发布证券研究报告业务。

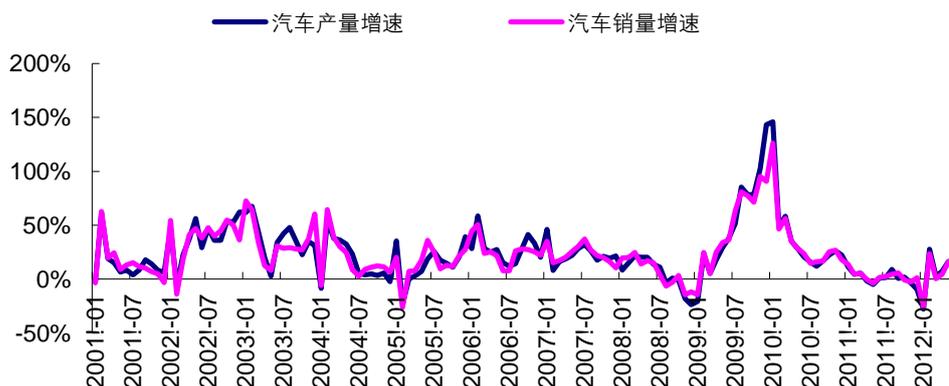
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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申明。

1、公司业绩略低于预期主要因为下游行业需求减弱

从下游需求来看，目前公司主要产品的主要下游行业主要是汽车和家电等，增速明显放缓，随着宏观经济调控以及我国经济转型的进一步深入，我们预计汽车和汽车等行业的历史最高景气点已过，难以回到如09年的快速增长速度。2012年1-6月国内汽车产量增长3.98%、家电，增幅分别较2011年回落1.21%，8.18%，41.71%。这是导致公司订单减弱的主要原因。

图 1：汽车行业的固定资产投资增速已明显放缓



资料来源：wind，东方证券研究所

表 1：宝钢股份季度经营情况

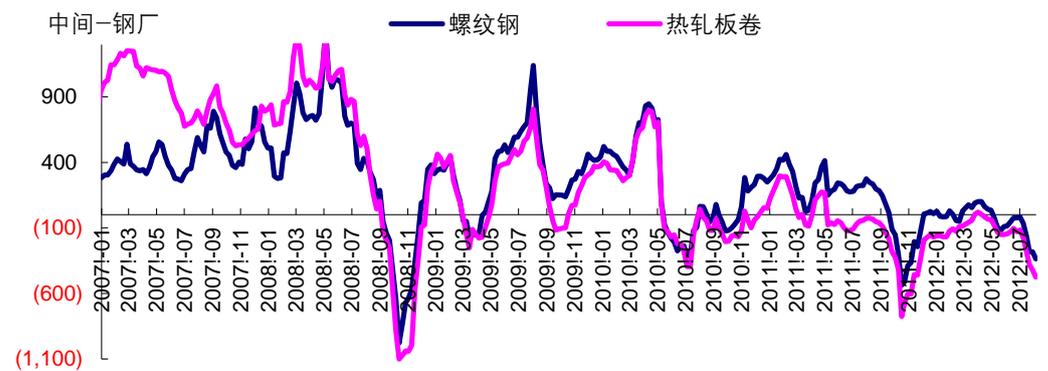
		2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	YOY	QOQ
营业收入	百万元	57,049	56,078	55,438	47,311	50,591	-11.3%	6.9%
营业成本	百万元	52,439	53,084	49,608	43,754	46,487	-11.3%	6.2%
销售费用	百万元	471	507	559	441	451	-4.1%	2.3%
管理费用	百万元	1,448	1,370	4,404	2,107	1,786	23.3%	-15.3%
财务费用	百万元	10	-48	54	325	175	1580.8%	-46.2%
减值损失	百万元	37	-146	380	-283	312	741.5%	-210.4%
营业利润	百万元	2,596	1,321	758	1,173	1,545	-40.5%	31.7%
利润总额	百万元	2,614	1,442	1,031	1,499	10,835	314.6%	622.9%
净利润	百万元	2,111	1,351	1,060	1,266	8,420	298.8%	565.3%
EPS	(元)	0.1147	0.0709	0.0594	0.0697	0.479	317.6%	587.2%
销售毛利率	(%)	8.08%	5.34%	10.52%	7.52%	8.11%	0.0%	0.6%
粗钢产量	(万吨)	616	679	620	637	640	3.9%	0.5%
吨钢成本	(元/吨)	8,511	7,813	7,996	6,874	7,264	-14.7%	5.7%
吨钢售价	(元/吨)	9,260	8,254	8,936	7,433	7,905	-14.6%	6.3%
吨钢毛利	(元/吨)	748	441	940	559	641	-14.3%	14.7%
吨钢费用	(元/吨)	313	269	809	451	377	20.4%	-16.5%
吨钢利润	(元/吨)	421	194	122	184	241	-42.7%	31.0%

资料来源：wind，东方证券研究所

2、全行业亏损，钢铁已经处于周期底部

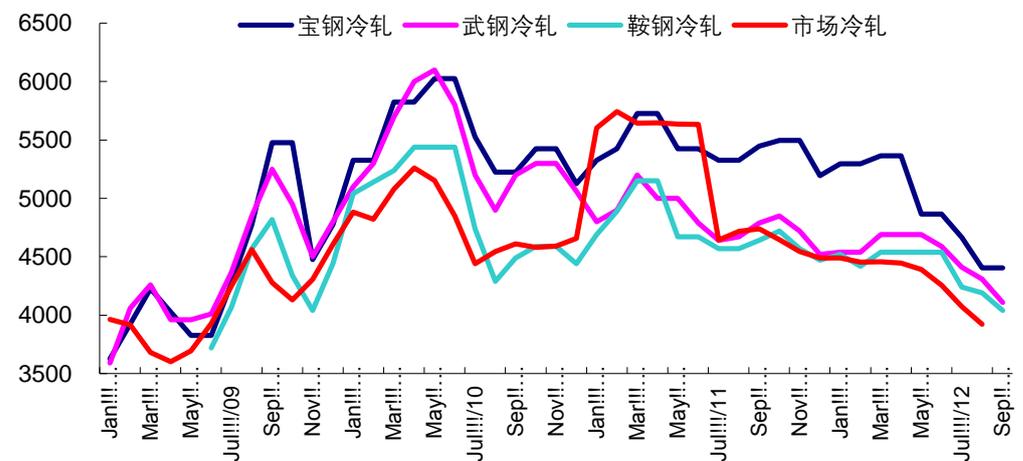
从钢铁行业来看，目前钢铁行业的毛利率水平处于历史底部，在8月份已有部分钢厂钢价跌破现金成本。虽然下游需求短期内依然难有明显起色，但是，在原材料价格大幅度下降的情况下，行业毛利率向下的空间十分有限。

图 2：钢铁行业盈利水平到达冰点。难有继续恶化空间



资料来源：wind，东方证券研究所

图 3：三季度宝钢调价后市场钢价一路下行



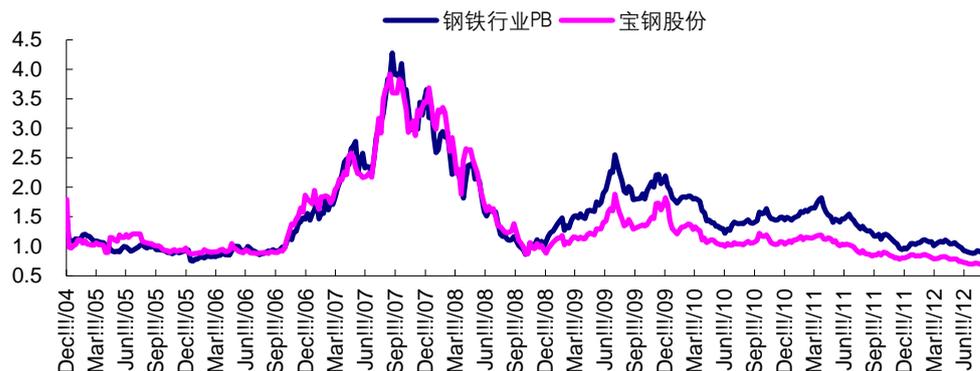
资料来源：wind，东方证券研究所

3、回购方案提振投资者信心

宝钢回购的短期吸引力：宝钢公告前 P/B 低于 0.7 倍，处历史新低，另一方面，宝钢分红和回购意愿强，历史现金分红率高于 40%，远高于行业和市场平均，更重要的是，公司财务强劲稳健，资产负债率远低于行业平均，且多数钢铁公司已经深陷亏损、现金流紧张的背景下，公司现金充裕。

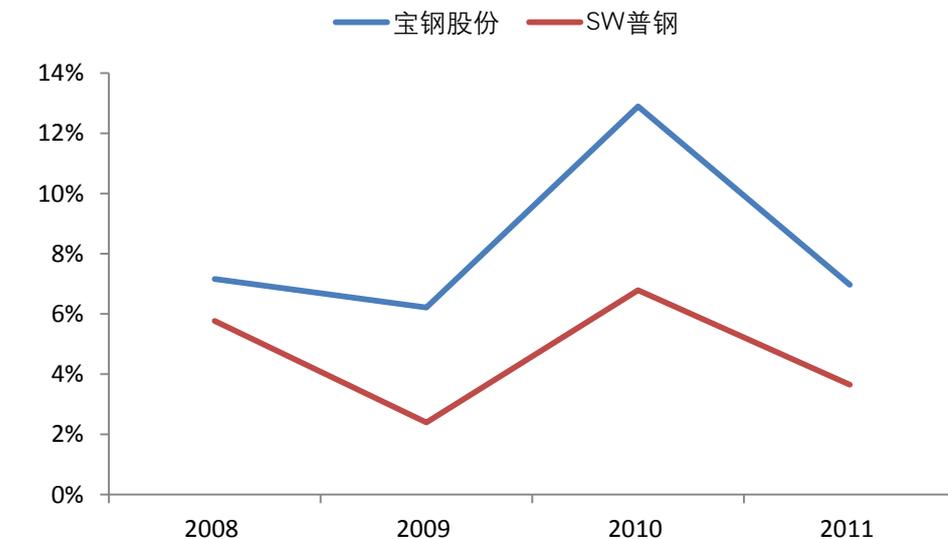
我们认为，公司回购有利于增强投资者信心，维护公司股价。回购前，公司总股本为 175.12 亿股，宝钢集团持股比例为 74.97%。预计公司回购数量 10 亿-12 亿股。回购后，公司总股本将减少至 165.12 亿-163.12 亿股；届时，宝钢集团的持股比例将有所上升，为 79.51%-80.49%。

图 4: 宝钢股份的 P/B 处于历史最低水平



资料来源：wind，东方证券研究所

图 5: 宝钢股份的 ROE 水平一直领先行业



资料来源：wind，东方证券研究所

4、湛江项目占据地利优势

广东省制定了重点发展装备、汽车、钢铁、石化、船舶制造五大产业的战略规划，目前广东省钢材自给率仅约为 40%左右，其中板材为 33%，缺口约三、四千万吨。湛江地处粤、桂、琼接合部和环珠三角、泛珠三角的前沿地带，临近消费市场，湛江港的地理位置和深水条件极有利于降低铁矿石成本，将有效地天不广东地区的钢材的需求缺口。

估值假设

基于下游需求恢复低于预期的基本面，我们重新调整公司价格和成本假设，2012平均售价、吨钢成本分别下调并下调1.46%，0.93%，同时下调2013、2014年的相应假设。2012至2014年的EPS预测分别下调至0.68，0.38和0.41元，基于可比公司P/B，维持目标价至6.15元，维持公司买入评级。

表 2：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	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
平均吨钢售价	5367	5483	5600	5288	5424	5467	-1.46%	-1.08%	-2.38%
热轧板卷	4800	4850	5000	4700	4800	4900	-2.08%	-1.03%	-2.00%
冷轧板卷	5900	6000	6200	5800	6000	6100	-1.69%	0.00%	-1.61%
宽厚板	5400	5600	5600	5365	5472	5400	-0.65%	-2.29%	-3.57%

吨成本	调整前			调整后			调整幅度		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
平均吨钢成本	5182	5180	4967	5133	5137	4901	-0.93%	-0.82%	-1.32%
热轧板卷	4322	4300	4300	4230	4272	4165	-2.13%	-0.65%	-3.14%
冷轧板卷	5487	5540	5300	5162	5340	5246	-5.92%	-3.61%	-1.02%
宽厚板	5736	5700	5300	6008	5800	5292	4.75%	1.76%	-0.15%

资料来源：东方证券研究所

我们对公司 2012-2014 年盈利预测做如下假设：

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	69,600.0	75,300.0	77,775.0
增长率	54.8%	3.4%	18.0%	8.2%	3.3%
毛利率	22.2%	12.3%	11.5%	12.0%	12.5%
热轧					
销售收入（百万元）	34,856.0	38,811.0	46,530.0	47,520.0	51,450.0
增长率	23.1%	11.3%	19.9%	2.1%	8.3%
毛利率	16.3%	10.9%	11.5%	12.0%	12.5%

宽厚板					
销售收入 (百万元)	10,090.0	11,743.0	10,729.3	10,943.9	10,800.0
增长率	4.8%	16.4%	-8.6%	2.0%	-1.3%
毛利率	-4.7%	-8.9%	-12.0%	-10.0%	-11.0%
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%	5.0%	3.0%	2.0%
不锈钢					
销售收入 (百万元)	17,687.0	18,043.0	6,000.0	0.0	0.0
增长率	25.4%	2.0%	-66.7%	-100.0%	
毛利率	0.9%	1.4%	-0.1%		
特钢					
销售收入 (百万元)	9,801.0	11,209.0	2,240.0	0.0	0.0
增长率	50.9%	14.4%	-80.0%	-100.0%	
毛利率	-3.1%	-0.9%	-1.1%		
其他业务					
销售收入 (百万元)	54,808.2	64,145.7	35,000.0	35,000.0	35,000.0
增长率	47.6%	17.0%	-45.4%	0.0%	0.0%
毛利率	7.3%	10.6%	9.0%	9.0%	9.0%
合计	202,149.2	222,504.7	183,099.3	181,763.9	188,025.0
增长率	36.3%	10.1%	-17.7%	-0.7%	3.4%
综合毛利率	12.0%	8.7%	8.6%	9.5%	9.8%

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	36,620	10,906	11,282	营业收入	202,149	222,505	183,099	181,764	188,025
应收账款	6,729	6,984	5,960	5,932	6,163	营业成本	177,817	203,041	167,261	164,580	169,650
预付账款	5,464	5,298	4,729	4,650	4,818	营业税金及附加	525	441	617	562	550
存货	39,233	39,034	34,336	33,419	34,336	营业费用	1,785	1,950	2,051	1,775	1,848
其他	8,237	13,539	9,698	9,891	10,441	管理费用	5,304	8,584	7,068	6,256	6,589
流动资产合计	68,864	79,234	91,343	64,798	67,039	财务费用	807	72	1,104	1,198	1,139
长期股权投资	4,436	4,503	4,286	4,332	4,358	资产减值损失	188	350	151	(43)	51
固定资产	117,737	115,371	91,244	95,588	99,494	公允价值变动收益	12	(7)	(18)	(20)	(19)
在建工程	9,763	16,283	7,931	10,219	10,987	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	5,641	8,194	8,954
非流动资产合计	147,201	151,865	139,316	141,451	141,517	营业外收入	590	646	10,132	572	579
资产总计	216,065	231,100	230,659	206,249	208,556	营业外支出	179	225	325	306	288
短期借款	23,611	38,876	55,496	28,393	28,216	利润总额	17,076	9,260	15,448	8,459	9,245
应付账款	19,164	19,271	18,263	17,900	18,313	所得税	3,715	1,524	2,958	1,572	1,719
其他	30,401	40,691	23,843	24,235	25,053	净利润	13,361	7,736	12,490	6,887	7,526
流动负债合计	73,176	98,838	97,602	70,528	71,582	少数股东损益	472	374	513	284	317
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	11,977	6,603	7,209
应付债券	18,475	8,919	9,275	9,646	10,032	每股收益(元)	0.74	0.42	0.68	0.38	0.41
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	主要财务比率					
负债合计	104,723	117,630	109,708	82,657	84,298		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	6,596	6,975	7,487	7,771	8,087	成长能力					
股本	17,512	17,512	17,512	17,512	17,512	营业收入	36.3%	10.1%	-17.7%	-0.7%	3.4%
资本公积	37,566	37,331	37,331	37,331	37,331	营业利润	129.8%	-47.0%	-36.2%	45.3%	9.3%
留存收益	49,798	51,887	58,610	60,967	61,316	归属于母公司净利润	121.6%	-42.9%	62.7%	-44.9%	9.2%
其他	(130)	(234)	12	12	12	获利能力					
股东权益合计	111,342	113,470	120,952	123,592	124,258	毛利率	12.0%	8.7%	8.6%	9.5%	9.8%
负债和股东权益	216,065	231,100	230,659	206,249	208,556	净利率	6.4%	3.3%	6.5%	3.6%	3.8%
						ROE	12.9%	7.0%	10.9%	5.8%	6.2%
						ROIC	8.6%	4.2%	2.9%	4.2%	4.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债率	48.5%	50.9%	47.6%	40.1%	40.4%
净利润	13,361	7,736	12,490	6,887	7,526	净负债率	40.4%	50.7%	31.3%	30.3%	30.4%
折旧摊销	12,040	11,004	11,087	11,191	12,781	流动比率	0.94	0.80	0.94	0.92	0.94
财务费用	807	72	1,104	1,198	1,139	速动比率	0.40	0.41	0.57	0.42	0.43
投资损失	(827)	(630)	(811)	(776)	(775)	营运能力					
营运资金变动	(10,259)	(7,912)	767	237	(1,168)	应收账款周转率	32.9	32.5	28.3	30.6	31.1
其它	3,734	1,872	(21,381)	4,130	4,770	存货周转率	5.1	5.2	4.4	4.6	4.8
经营活动现金流	18,856	12,142	3,256	22,865	24,275	总资产周转率	1.0	1.0	0.8	0.8	0.9
资本支出	(10,204)	(15,235)	21,610	(17,617)	(17,249)	每股指标(元)					
长期投资	(450)	(650)	936	(51)	(54)	每股收益	0.74	0.42	0.68	0.38	0.41
其他	(1,957)	(244)	1,216	636	719	每股经营现金流	1.08	0.69	0.19	1.31	1.39
投资活动现金流	(12,610)	(16,130)	23,762	(17,031)	(16,584)	每股净资产	5.98	6.08	6.48	6.61	6.63
债权融资	2,097	397	(15,040)	999	861	估值比率					
股权融资	252	(235)	0	0	0	市盈率	5.5	9.7	6.0	10.8	9.9
其他	(5,516)	9,131	10,262	(32,547)	(8,176)	市净率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
筹资活动现金流	(3,167)	9,293	(4,778)	(31,548)	(7,315)	EV/EBITDA	4.4	6.5	7.2	6.2	5.6
汇率变动影响	36	(62)	0	0	0	EV/EBIT	7.4	14.4	19.0	13.7	12.7
现金净增加额	3,114	5,242	22,240	(25,714)	376						

资料来源：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