

**宝钢股份(600019.SH)**
**稳中有进**

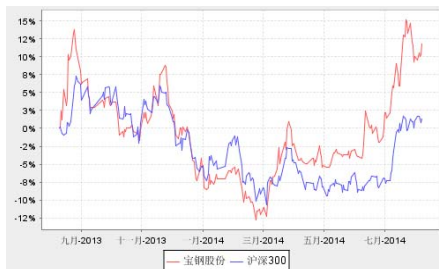
**评级: 增持**      **前次: 增持**  
**目标价(元): -**  
 分析师: 郭皓  
 分析师: 郭皓  
 笃慧  
 S0740510120023      S0740513080001  
 021-20315133      021-20315196  
 duhui@r.qlzq.com.cn      guohao@r.qlzq.com.cn  
 2014年8月24日

**基本状况**

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 16471.72 |
| 流通股本(百万股) | 16424.28 |
| 市价(元)     | 4.56     |
| 市值(百万元)   | 75111.07 |
| 流通市值(百万元) | 74894.71 |

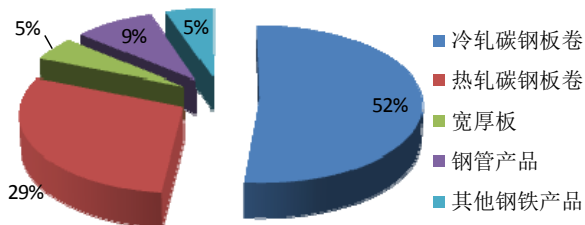
**业绩预测**

| 指标            | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 191,135 | 189,688 | 190,864 | 186,417 | 182,539 |
| 营业收入增速        | -14.10% | -0.76%  | 0.62%   | -2.33%  | -2.08%  |
| 净利润增长率        | 38.36%  | -42.73% | 21.05%  | 11.90%  | 10.64%  |
| 摊薄每股收益(元)     | 0.58    | 0.35    | 0.42    | 0.47    | 0.52    |
| 前次预测每股收益(元)   |         |         |         |         |         |
| 市场预测每股收益(元)   |         |         |         |         |         |
| 偏差率(本次-市场/市场) |         |         |         |         |         |
| 市盈率(倍)        | 8.39    | 11.79   | 10.86   | 9.70    | 8.77    |
| PEG           | 0.22    | —       | 0.52    | 0.81    | 0.82    |
| 每股净资产(元)      | 6.47    | 6.71    | 7.13    | 7.60    | 8.12    |
| 每股现金流量        | 1.30    | 0.73    | 0.55    | 0.63    | 0.68    |
| 净资产收益率        | 9.00%   | 5.17%   | 5.89%   | 6.19%   | 6.41%   |
| 市净率           | 0.76    | 0.61    | 0.64    | 0.60    | 0.56    |
| 总股本(百万股)      | 17,122. | 16,471. | 16,471. | 16,471. | 16,471. |

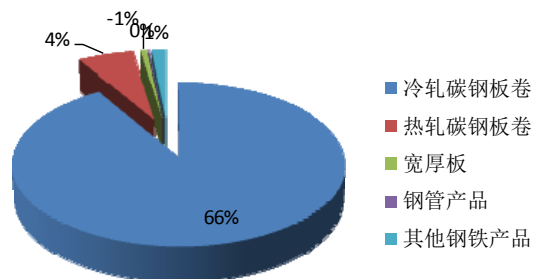
**股价与行业-市场走势对比**

**投资要点**

- 业绩概要:** 宝钢股份公布 2014 年中报, 上半年公司共实现销售收入 976 亿元, 同比增长 1.6%, 归属上市公司股东净利润 31.5 亿元, 同比下降 14.8%, 折合 EPS0.19 元。公司前两个季度 EPS 分别为 0.09 元、0.10 元;
- 吨盈利变化:** 上半年公司完成铁产量 1089.0 万吨, 钢产量 1114.9 万吨, 商品坯材销量 1121.4 万吨, 同比分别变化-1.0%、-2.3%、1.2%。结合中报数据折算吨钢售价 4703 元/吨, 吨钢成本 4167 元/吨, 吨钢毛利 536 元/吨, 同比分别变化-145 元/吨、-101 元/吨和-44 元/吨。
- 薄板好转、厚板钢管增亏:** 上半年热轧薄板价格基本平稳而原料价格大幅下跌, 该品种成为上半年钢铁行业盈利恢复最快的钢种, 主要原因来自其充分调整的供给端。自 2009 年后板材类钢厂产能投资开始得到抑制, 板材产能增量快速萎缩, 产能调整时间已经长达 5 年, 而期间需求仍在不断增长, 因此产能过剩程度持续下降, 到今年达到一个从量变积累到质变的时点, 加工利润获得快速扩张。从宝钢分品种盈利情况来看, 含热轧供需的热轧板卷及冷轧板卷毛利率均同比扩张, 但厚板与钢管产品盈利能力萎缩幅度较大, 导致公司业绩同比回落, 厚板及钢管产品毛利率同比分别下滑 8.4、9.3 个百分点, 鲁宝钢管及烟宝钢管上半年分别亏损 0.5 及 2.4 亿元。此外生产长材为主的南通钢铁上半年亏损 2.9 亿元, 同比增亏 2.3 亿元, 对公司形成拖累。上半年外汇波动环境也较为不利, 汇兑损失造成公司上半年财务费用同比增加近 8 亿元;

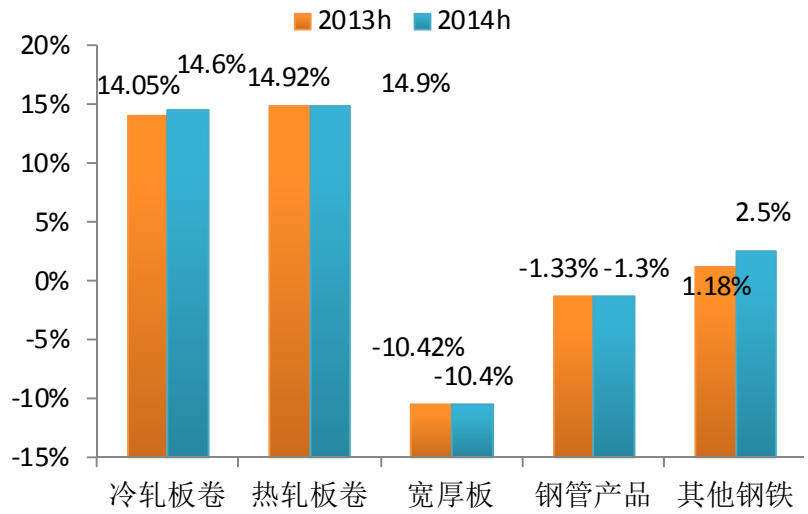
- **财务分析:** 公司 14 年上半年毛利率 9.6%，同比上升 0.4%；期间费用率 5.1%，同比增加 1.4%；净利润率 3.4%，同比下降 0.6%；单季主要财务指标如下：
  - 13 年 Q3-14 年 Q2 毛利率：7.6%、11.9%、9.7%、9.6%；
  - 13 年 Q3-14 年 Q2 期间费用率：4.7%、5.5%、5.3%、4.9%；
  - 13 年 Q3-14 年 Q2 所得税费用率：25.7%、17.2%、25.2%、26.0%。
- **未来看点**
  - **湛江钢铁投产或将适逢行业好转期:** 此前市场对湛江钢铁的解读较为消极，认为项目投产可能会加剧行业的亏损。但从目前钢铁行业的供需变化来看，湛江项目或将在一个较优的行业环境下投产。今年二季度热轧薄板行业已恢复至紧平衡状态，行业开工率已达到 90%，若未来再经历两年的需求增长及产能零投放，热轧板的供需环境有望进一步改善，因此湛江项目未来投产时的吨盈利情况可能将超出市场预期。目前项目高炉已进入炉壳安装阶段，炼钢、连铸、热轧、冷轧主厂房钢结构开始吊装；公辅线性工程形成高峰，道路、动力管网、电缆隧道、给排水管线等工程正有序推进。项目将新建炼铁、炼钢、热轧、冷轧等产线，设计年产铁水 823 万吨、钢水 892.8 万吨、连铸坯 874.9 万吨、钢材 689 万吨，计划 2016 年 9 月建成投运；
  - **激励机制逐步完善:** 今年公司推出限制性股票计划，同时设定有效期、授予日、禁售期、解锁期，规定授予及解锁条件，如第一次解锁条件为：“2015 年度利润总额达到同期国内对标钢铁企业平均利润总额的 2.5 倍，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；营业总收入较授予目标值定比增长率 2%，达到 1848 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平均值；EOS（EBITDA/营业总收入）不低于 10%；且不低于同期国内同行业上市公司 EOS 的 75 分位值。”我们认为股票激励计划的实施将有利于宝钢竞争优势的长期维持，并促使管理层继续秉承股东利益最大化的目标；
- **投资建议:** 国内薄板产能周期正走出过剩阴霾，行业利润有望迎来中长期复苏，作为行业龙头公司，宝钢自然受益。公司兼具质优蓝筹、国企改革、行业拐点等积极因素，业绩及估值有望长期维持积极趋势，维持“增持”评级。

**图表 1: 分产品销售收入占比**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 2: 分产品营业利润贡献占比**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 3: 分产品营业利润率**


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 4: 单季财务指标比较**

|            | 2012/9/30 | 2012/12/31 | 2013/3/31 | 2013/6/30 | 2013/9/30 | 2013/12/31 | 2014/3/31 | 2014/6/30 |
|------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)  | 47889.27  | 45344.20   | 46354.67  | 49744.92  | 46163.98  | 47424.81   | 46747.76  | 50850.64  |
| 营业成本(百万元)  | 44824.41  | 41819.54   | 42188.19  | 45078.56  | 42647.00  | 41804.45   | 42222.50  | 45981.75  |
| 销售费用(百万元)  | 479.74    | 555.58     | 409.02    | 465.13    | 463.40    | 625.49     | 434.25    | 510.68    |
| 管理费用(百万元)  | 1647.12   | 1903.23    | 1356.10   | 1547.46   | 1795.30   | 2181.88    | 1627.70   | 1845.28   |
| 财务费用(百万元)  | 181.16    | -192.08    | 45.22     | -296.11   | -104.68   | -188.56    | 400.74    | 145.25    |
| 利润总额(百万元)  | 1535.32   | -1205.89   | 2250.69   | 2927.32   | 1391.35   | 1440.40    | 2119.81   | 2351.56   |
| 所得税费用(百万元) | 383.26    | -323.87    | 573.86    | 790.38    | 357.93    | 247.26     | 533.60    | 612.13    |
| 净利润(百万元)   | 1152.06   | -882.02    | 1676.83   | 2136.95   | 1033.41   | 1193.14    | 1586.21   | 1739.43   |
| EPS        | 0.07      | -0.04      | 0.10      | 0.12      | 0.06      | 0.07       | 0.09      | 0.10      |
| 毛利率        | 6.4%      | 7.8%       | 9.0%      | 9.4%      | 7.6%      | 11.9%      | 9.7%      | 9.6%      |
| 三项费用率      | 4.8%      | 5.0%       | 3.9%      | 3.5%      | 4.7%      | 5.5%       | 5.3%      | 4.9%      |
| 所得税率       | 25.0%     | 26.9%      | 25.5%     | 27.0%     | 25.7%     | 17.2%      | 25.2%     | 26.0%     |
| 净利润率       | 2.4%      | -1.9%      | 3.6%      | 4.3%      | 2.2%      | 2.5%       | 3.4%      | 3.4%      |

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 5: 年度吨钢盈利能力比较**

|              | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014E  | 2012H  | 2013H  | 2014H  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 钢材销量(万吨)     | 2243   | 2526   | 2580   | 2357   | 2199   | 2179   | 1185.5 | 1107.8 | 1121.4 |
| 钢铁业营业收入(百万元) | 111196 | 147342 | 158358 | 120645 | 104036 | 102788 | 65469  | 53702  | 52735  |
| 钢铁业营业成本(百万元) | 100417 | 129126 | 146745 | 112627 | 91736  | 89901  | 61296  | 47282  | 46725  |
| 销售费用(百万元)    | 1459   | 1785   | 1950   | 1928   | 1963   | 1988   | 892    | 874    | 945    |
| 管理费用(百万元)    | 4592   | 7747   | 8584   | 7444   | 6881   | 6890   | 3893   | 2904   | 3473   |
| 财务费用(百万元)    | 1676   | 807    | 72     | 489    | -544   | 722    | 499    | -251   | 546    |
| 净利润(百万元)     | 6095   | 13341  | 7736   | 9955   | 6040   | 6930   | 9685   | 3814   | 3326   |
| EPS          | 0.33   | 0.73   | 0.42   | 0.58   | 0.35   | 0.42   | 0.55   | 0.22   | 0.19   |
| 吨钢售价(元/吨)    | 4958   | 5833   | 6137   | 5119   | 4730   | 4717   | 5522   | 4848   | 4703   |
| 吨钢成本(元/吨)    | 4477   | 5112   | 5687   | 4779   | 4171   | 4126   | 5170   | 4268   | 4167   |
| 吨钢毛利(元/吨)    | 481    | 721    | 450    | 340    | 559    | 591    | 352    | 580    | 536    |
| 吨钢三项费用(元/吨)  | 344    | 409    | 411    | 418    | 377    | 441    | 446    | 318    | 443    |
| 吨钢净利润(元/吨)   | 272    | 528    | 300    | 422    | 275    | 318    | 817    | 344    | 297    |

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。