

宝钢股份(600019.SH)
汽车板盈利能力承压
评级: 增持
前次: 增持

分析师

分析师

笃慧

周涛

S1130109111187

S0740510120015

021-20315133

021-20315158

duhui@qlzq.com.cn

zhoutao@qlzq.com.cn

2011年8月31日

基本状况

总股本(百万股)	17512.05
流通股本(百万股)	17512.05
市价(元)	5.33
市值(百万元)	93339.22
流通市值(百万元)	93339.22

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	-25.96%	36.29%	6.28%	3.72%	2.17%
营业收入增速	-12.15%	122.70	-34.05%	8.53%	5.92%
净利润增长率	0.33	0.73	0.48	0.52	0.55
摊薄每股收益(元)					
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)	29.46	8.75	11.07	10.20	9.63
市盈率(倍)	—	0.07	—	1.20	1.63
PEG	5.43	5.98	6.16	6.68	7.24
每股净资产(元)	1.37	1.08	1.56	1.58	1.75
每股现金流量	6.04%	12.21%	7.81%	7.82%	7.65%
净资产收益率	1.78	1.07	0.86	0.80	0.74
市净率	17,512.	17,512.	17,512.	17,512.	17,512.
总股本(百股)	-25.96%	36.29%	6.28%	3.72%	2.17%

备注: 市场预测取 聚源一致预期

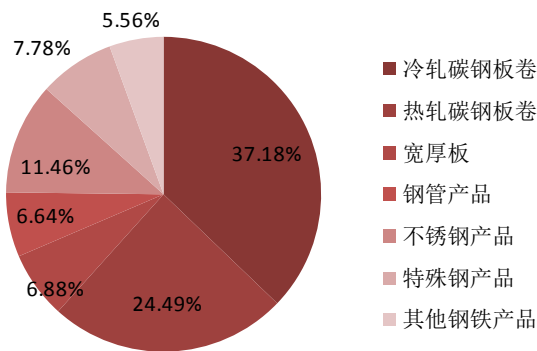
股价与行业-市场走势对比

投资要点

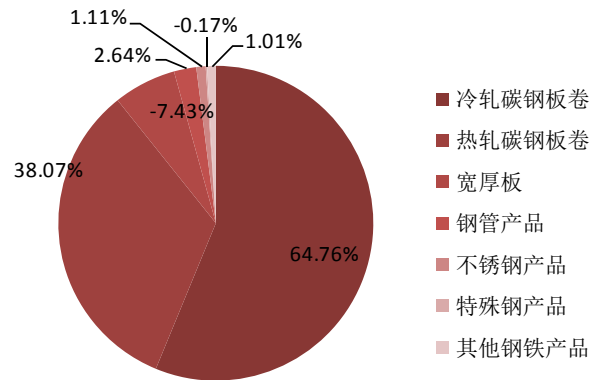
- **业绩概要:** 今日宝钢股份公布 2011 年上半年经营业绩, 1-6 月份公司共实现销售收入 1111.5 亿元, 同比增长 13.49%; 利润总额 67.9 亿元, 同比下降 37.4%; 净利润 53.2 亿元, 同比下降 36.0%; 归属上市公司股东净利润 50.8 亿元, 折合 EPS 0.29 元, 同比下降 36.5%。其中一、二季度 EPS 分别为 0.18 元和 0.11 元;
- **经营状况:** 上半年公司共销售商品坯材 1276.5 万吨, 同比增长 2.3%, 其中独有及领先产品销量 657.3 万吨, 同比增长 10.7%。结合中报数据折算吨钢售价 8707 元/吨, 吨钢成本 7861 元/吨, 吨钢毛利 846 元, 同比分别上升 868 元/吨、1179 元/吨和-311 元/吨。上半年原材料价格快速上涨, 公司矿石主要使用进口长协矿, 成本压力较大; 而同期汽车、家电、机械等板材下游行业需求低迷, 导致公司板材类产品盈利明显下滑, 其中冷轧、热轧、宽厚板毛利率分别下降 12.9%、8.0%、5.8%, 这三类产品销量占到公司钢材总销量的 77%, 是公司业绩下滑的主因; 上半年公司特钢产品接近扭亏, 毛利率上升 7.5 个百分点至-0.19%, 主要原因来自下游行业需求的回升及产品结构的优化;
- **财务分析:** 公司上半年毛利率为 9.7%, 同比下降 5 个百分点; 三项费用率为 3.4%, 同比下降 0.4 个百分点。分季度看, 公司近四季度的毛利率分别为 9.5%、9.4%、11.2%和 8.3%, 二季度毛利率的下滑与当季汽车、机械行业的走势低迷有关;
- **未来看点:**
 - **走精品钢材之路:** 公司的主要竞争优势为产品及服务的差异化, 其独有及领先产品比例逐年提升, 上半年为 51.5%, 同比上升 3.9 个百分点, 其部分高端产品产销量仍有较大的提升空间, 其中高磁感取向硅钢于今年 6 月份成功应用于三峡电站 500kv 变压器; 汽车外板、IF 钢国内市场占有比例不断扩大, 产销量增长迅速; 700MPa 级热轧高强钢产品替代同类进口产品, 开始广泛应用于工程机

械领域；B430KJ 抗菌钢、B430L 家电用钢、B445J1M 太阳能用钢等不锈钢产品成功应用到下游行业，具备批量供应能力。随着公司精品战略的持续实施，公司高附加值产品比例仍将逐步提升，其高端钢材龙头企业的地位将进一步得到巩固；

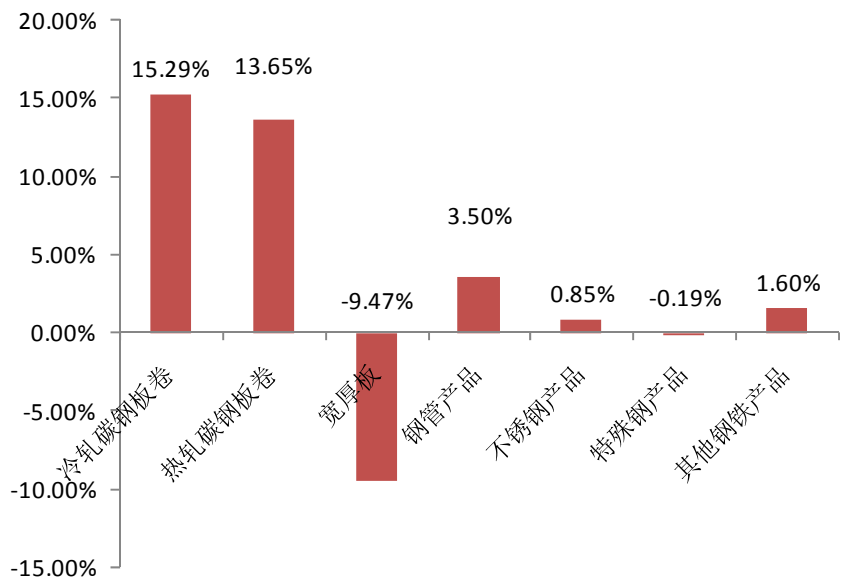
- **盈利预测：**随着7月份汽车板订单有所回升，同时家电行业需求专旺，近期公司小幅上调产品出厂价格，盈利能力有所改观。我们预测公司11-13年EPS分别为0.48元、0.52元、0.55元，维持“增持”评级。

图表 1: 宝钢股份分产品销售收入占比


来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 宝钢股份分产品利润贡献占比


来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 分产品营业利润率 (%)


来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 单季财务指标比较

	2009/9/30	2009/12/31	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	2011/6/30
营业收入(百万元)	40985.59	41958.41	44277.66	53534.25	51139.73	53197.51	53940.04	57209.22
营业成本(百万元)	34823.48	37433.69	37570.90	45801.97	46267.14	48176.74	47908.95	52439.29
销售费用(百万元)	369.32	455.90	403.67	393.60	456.75	530.59	412.75	470.58
管理费用(百万元)	1157.99	1406.59	1011.06	1237.63	1358.09	1697.58	1361.90	1448.07
财务费用(百万元)	413.71	369.13	365.24	274.80	74.82	91.71	55.71	10.39
利润总额(百万元)	4177.77	2221.28	5269.07	5566.42	2976.67	3264.07	4173.29	2613.72
所得税费用(百万元)	952.53	122.90	1200.04	1317.71	341.69	855.90	959.72	502.34
毛利率	15.03%	10.78%	15.15%	14.44%	9.5%	9.4%	11.2%	8.3%
三项费用率	4.74%	5.32%	4.02%	3.56%	3.70%	4.36%	3.39%	3.37%
所得税率	22.80%	5.53%	22.78%	23.67%	11.48%	26.22%	23.00%	19.22%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 单季度吨钢数据

	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	2011/6/30
粗钢产量(万吨)	634.3	653.7	657.1	676.0	635.0	654.0
吨钢售价(元)	6980.34	8189.92	7782.17	7869.45	8494.49	8747.59
吨钢成本(元)	5923.02	7007.00	7040.68	7126.74	7544.72	8018.24
吨钢毛利(元)	1057.32	1182.92	741.49	742.72	949.78	729.35
吨钢三项费用(元)	280.61	291.59	287.56	343.18	288.25	294.96

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 年度吨钢盈利能力比较

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2010H	2011H
粗钢产量(万吨)	2136	2288	2281	2243	2526	2557	1248	1277
营业收入(百万元)	162142	191273	200332	148326	202149	214836	97812	111149
营业成本(百万元)	134598	162926	175894	134332	177817	195487	83373	100348
销售费用(百万元)	2218	2018	1853	1459	1785	1719	797	883
管理费用(百万元)	5378	5220	5676	4592	5304	5156	2249	2810
财务费用(百万元)	1018	955	2096	1676	807	1685	640	66
吨钢售价(元)	7592	8360	8781	6613	8002	8402	7839	8707
吨钢成本(元)	6302	7121	7710	5989	7039	7645	6682	7861
吨钢毛利(元)	1290	1239	1071	624	963	757	1157	846
吨钢三项费用(元)	403	358	422	344	313	335	295	295

来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: 主要钢企上半年吨钢数据比较

	宝钢股份	新钢股份	河北钢铁	太钢不锈	八一钢铁	包钢股份	本钢新材	大冶特钢	鞍钢股份	杭钢股份	酒钢宏兴	柳钢股份	马钢股份	南钢股份	武钢股份	西宁特钢
吨钢售价	8707	4365	5510	9189	4410	4305	4924	6778	4622	6225	6381	4564	6173	4832	5724	4962
吨钢成本	7861	4133	5153	8455	4042	3984	4417	6061	4262	5820	5678	4319	5941	4425	5280	4412
吨钢毛利	846	232	357	735	368	322	507	717	360	305	703	245	232	408	443	550
吨钢三项费用	295	174	282	514	211	182	380	185	314	130	405	174	163	225	243	643

来源: 齐鲁证券研究所

附录 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	200,332	148,326	202,149	214,836	222,822	227,659	货币资金	6,852	5,558	9,201	10,234	13,689	16,140
增长率	4.74%	-26.0%	36.3%	6.3%	3.7%	2.2%	应收账款	10,507	12,994	15,697	15,913	16,504	16,862
营业成本	-175,894	-134,332	-177,817	-195,487	-201,945	-206,025	存货	35,645	29,462	38,027	37,116	38,342	39,117
%销售收入	87.8%	90.6%	88.0%	91.0%	90.6%	90.5%	其他流动资产	5,757	4,651	5,939	6,536	6,735	6,862
毛利	24,438	13,994	24,332	19,350	20,877	21,634	流动资产	58,759	52,666	68,864	69,797	75,270	78,980
%销售收入	12.2%	9.4%	12.0%	9.0%	9.4%	9.5%	%总资产	29.4%	26.2%	31.9%	29.9%	31.0%	31.9%
营业税金及附加	-1,219	-570	-525	-430	-446	-455	长期投资	4,846	5,394	5,841	5,841	5,841	5,841
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	126,578	129,903	128,004	144,137	147,471	148,564
营业费用	-1,853	-1,459	-1,785	-1,719	-1,783	-1,821	%总资产	63.3%	64.6%	59.2%	61.8%	60.8%	60.0%
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	无形资产	6,022	7,872	8,168	8,453	8,730	9,000
管理费用	-5,676	-4,582	-5,304	-5,156	-5,348	-5,464	非流动资产	141,262	148,476	147,201	163,619	167,229	168,592
%销售收入	2.8%	3.1%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	%总资产	70.6%	73.8%	68.1%	70.1%	69.0%	68.1%
息税前利润 (EBIT)	15,690	7,373	16,718	12,045	13,301	13,893	资产总计	200,021	201,143	216,065	233,416	242,500	247,573
%销售收入	7.8%	5.0%	8.3%	5.6%	6.0%	6.1%	短期借款	28,155	27,257	27,148	32,915	36,280	30,328
财务费用	-2,096	-1,676	-807	-1,685	-1,891	-1,725	应付款项	33,233	35,500	34,048	36,545	37,804	38,587
%销售收入	-1.0%	-1.1%	-0.4%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	其他流动负债	10,655	7,965	11,980	17,500	12,352	12,418
资产减值损失	-5,894	635	-188	0	0	0	流动负债	72,042	70,722	73,176	86,960	86,436	81,333
公允价值变动收益	3	-107	12	0	0	0	长期贷款	14,202	5,295	8,587	8,587	8,587	8,587
投资收益	677	953	827	1,000	1,000	1,000	其他长期负债	15,939	23,907	22,960	22,960	22,960	22,960
%税前利润	8.2%	13.2%	4.9%	8.5%	7.8%	7.4%	负债	102,183	99,923	104,723	118,507	117,983	112,880
营业利润	8,381	7,179	16,563	11,361	12,410	13,168	普通股股东权益	91,957	95,129	104,731	107,910	117,061	126,754
营业利润率	4.2%	4.8%	8.2%	5.3%	5.6%	5.8%	少数股东权益	5,881	6,082	6,596	6,984	7,440	7,923
营业外收支	-150	41	410	400	400	400	负债股东权益合计	200,021	201,143	216,065	233,416	242,500	247,573
税前利润	8,231	7,220	16,973	11,761	12,810	13,568	比率分析	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润率	4.1%	4.9%	8.4%	5.5%	5.7%	6.0%	每股指标						
所得税	-1,553	-1,199	-3,715	-2,940	-3,202	-3,392	每股收益(元)	0.373	0.328	0.730	0.482	0.523	0.554
所得税率	18.9%	16.6%	21.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产(元)	5.251	5.432	5.981	6.162	6.685	7.238
净利润	6,678	6,020	13,258	8,820	9,607	10,176	每股经营现金净流(元)	0.928	1.370	1.077	1.562	1.581	1.752
少数股东损益	142	279	472	388	456	483	每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	6,536	5,742	12,786	8,432	9,151	9,693	回报率						
净利率	3.3%	3.9%	6.3%	3.9%	4.1%	4.3%	净资产收益率	7.11%	6.04%	12.21%	7.81%	7.82%	7.65%
现金流量表 (人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.27%	2.85%	5.92%	3.61%	3.77%	3.92%
净利润	6,601	6,095	13,361	8,820	9,607	10,176	投入资本收益率	9.39%	4.37%	8.67%	5.69%	5.92%	6.12%
少数股东损益	0	0	0	388	456	483	增长率						
非现金支出	20,555	12,646	13,457	15,083	17,890	20,137	营业总收入增长率	4.74%	-25.96%	36.29%	6.28%	3.72%	2.17%
非经营收益	849	1,581	68	576	850	772	EBIT增长率	-20.99%	-53.01%	126.74%	-27.95%	10.43%	4.45%
营运资金变动	-11,762	3,671	-8,030	2,882	-653	-410	净利润增长率	-49.17%	-12.15%	122.70%	-34.05%	8.53%	5.92%
经营活动现金流	16,244	23,993	18,856	27,749	28,150	31,158	总资产增长率	-0.98%	0.56%	7.42%	8.03%	3.89%	2.09%
资本开支	26,353	18,219	13,123	31,101	21,100	21,100	资产管理能力						
投资	-82	474	-83	0	0	0	应收账款周转天数	10.6	13.3	11.1	11.1	11.1	11.1
其他	-1,167	253	595	1,000	1,000	1,000	存货周转天数	78.4	88.5	69.3	69.3	69.3	69.3
投资活动现金流	-27,602	-17,492	-12,610	-30,101	-20,100	-20,100	应付账款周转天数	39.4	50.5	38.7	38.7	38.7	38.7
股权募资	1,111	86	223	0	0	0	固定资本周转天数	181.6	276.4	210.5	212.9	219.6	216.8
债权募资	11,644	-9,791	4,002	5,763	3,365	-5,952	偿债能力						
其他	-10,234	1,756	-7,357	-1,991	-7,504	-2,172	净负债/股东权益	43.09%	43.99%	40.17%	43.04%	39.64%	30.41%
筹资活动现金流	2,521	-7,949	-3,131	3,773	-4,139	-8,124	EBIT利息保障倍数	7.5	4.4	20.7	7.2	7.0	8.1
现金净流量	-8,837	-1,448	3,114	1,421	3,912	2,934	资产负债率	51.09%	49.68%	48.47%	50.77%	48.66%	45.60%

来源: 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。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501