



寶鋼股份 (600019.SH)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	買進
	600019.SH
	目標價：6.3 RMB
H 股	

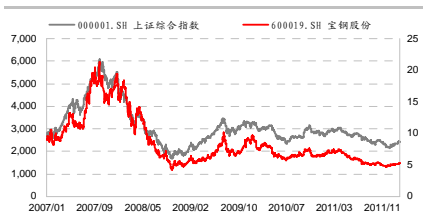
基本資料

股票資訊	H股	A股
目前股價		5.23
股票代碼		600019.SH
日成交量(百萬股)		26
52周最高價/最低價		4.56/7.74
發行股數(百萬股)		17512
其中：流通股(百萬股)		17512
第一大股東	寶鋼集團有限公司 (74%)	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600019.SH	1.8%	2.8%	3.2%	7.6%
000001.SH	0.7%	5.8%	0.6%	11.8%

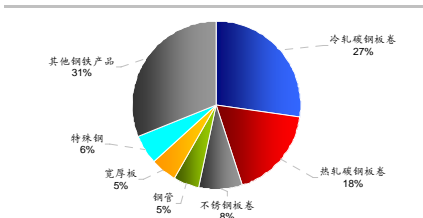
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

產品主結構 (1H11)



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：王重陽 Sarah Wang
 電郵：sara.sh@masterlink-cn.com

剝離不銹鋼和特鋼業務 盈利增長大步向前

- 公司擬向大股東出售特鋼及不銹鋼業務，交易基準價格為451億元。公司擬向寶鋼集團及其全資子公司上海不鏽、寶鋼特鋼轉讓不銹鋼、特鋼事業部資產及不銹鋼、特鋼相關股權，交易基準價格為451.92億元，寶鋼此舉意在優化公司產業結構，更加專注於具有競爭力的碳鋼業務，最終提升整體盈利能力。
- 公司此次交易將為公司帶來三重利好，貢獻稅前收益近125億元，增厚EPS 0.51元。一是消除不銹鋼和特鋼業務虧損帶來的負面影響，預計兩項業務出售後減少虧損15.4億元（2011年）；二是可獲得一次性資產出售收益95.8億元（未考慮相關稅費）；三是降低財務費用，綜合考慮一次性現金、分期付款支付，以及公司融資成本、資金運作效率及分期付款利息水準等因素，預計將降低當年寶鋼股份財務費用約14億元，由此剝離資產合計將為公司帶來收益近125億元（未考慮相關稅費），增厚EPS 0.51元。同時，由於公司不銹鋼和特鋼年產量接近200萬噸，交易完成後公司鋼產量將從2,600萬噸下降至2,200萬噸，營收下降31.2億元，僅占2011年預計營收的1%，影響並不大。
- 評價及投資建議：公司此次交易將主要對2012年業績產生影響，由此我們將2012年盈利預測上調至0.88元（含0.41元一次性收益），對應經營性業績的PE為11倍，PB為0.8倍，考慮到公司未來業績有望持續改善，且出售不銹鋼、特鋼業務能使公司更專注於具有競爭優勢的碳鋼業務，維持公司“買進”評級，目標價上調至6.3元。

主要財務分析

	百萬元				
	2008	2009	2010	2011(F)	2012(F)
主營業務收入	200,638.01	148,525.27	202,413.45	226,961.32	206,488.50
年增率 (%)	4.74%	-25.97%	36.28%	12.13%	-9.02%
主營業務利潤	7,623.58	6,407.72	15,827.02	9,467.51	10,457.11
年增率 (%)	-57.53%	-15.95%	147.00%	-40.18%	10.45%
淨利潤	6,459.21	5,816.23	12,889.08	7,551.50	15,416.82
年增率 (%)	-49.21%	-9.95%	121.61%	-41.41%	104.16%
每股收益	0.37	0.33	0.74	0.43	0.88
市盈率 (倍)	12.54	29.09	8.68	12.13	5.94
市淨率 (倍)	0.83	1.67	1.01	0.77	0.68
股價/經營現金	(8.04)	(84.15)	35.53	14.02	5.16
ROA (%)	3.30%	3.03%	6.18%	3.56%	6.53%
ROE (%)	6.75%	6.02%	12.00%	6.74%	11.59%
現金股利率	11.39%	2.65%	4.04%	10.52%	29.64%

資料來源：元富上海



公司擬向大股東出售特鋼及不銹鋼業務，交易基準價格為451億元

寶鋼股份於2月28日發佈公告，擬向寶鋼集團及其全資子公司上海不鏽、寶鋼特鋼轉讓不銹鋼、特鋼事業部資產及不銹鋼、特鋼相關股權。售出發產總評估價值為469.2億元，增值95.8億元，主要來自土地的增值，而交易基準價格為451.92億元，支付方式包括一次性現金支付126.92億元；承擔股份公司銀行借款獲得現金100億元；2013-2017年分期付款225億元，每年均付款45億元，支付日期為每年4月1日，從2012年開始，年利率為一年期貸款基準利率下浮10%。

寶鋼待出售資產基準及評估價值匯總表（單位：億元）

項目	受讓方	出讓比例	評估價值	基準價格
不銹鋼事業部	上海不鏽	100%	265.29	256.3
特鋼事業部	寶鋼特鋼	100%	174.91	166.56
寶特金屬		100%	0.72	0.72
寶銀鋼管		59%	0.93	0.93
五鋼氣體		85%	1.1	1.1
中航特材		10%	0.4	0.4
寧波寶新	寶鋼集團	54%	19.57	19.57
寶達精密		40%	6.16	6.16
日鴻不銹鋼		20%	0.18	0.18
合計			469.26	451.92

資料來源：公司公告，元富上海

不銹鋼及特鋼資產增值幅度較大（單位：億元）

序號	項目	帳面價值	評估值	評估增減值	評估增減率
1	不銹鋼事業部總資產	200.89	265.29	64.4	32.1%
2	特鋼事業部總資產	148.39	174.91	26.52	17.9%
3	寧波寶新54.00%股權	15.78	19.57	3.79	24.0%
4	寶達精密40.00%股權	5.12	6.16	1.04	20.3%
5	日鴻不銹鋼20.00%股權	0.11	0.18	0.08	71.3%
6	寶銀鋼管58.50%股權	1.05	0.93	-0.12	-11.1%
7	五鋼氣體94.50%股權	1.11	1.1	-0.01	-1.3%
8	寶特金屬100.00%股權	0.63	0.72	0.1	15.9%
9	中航特材9.71%股權	0.4	0.4	0	0.0%
合計		373.47	469.26	95.8	25.7%

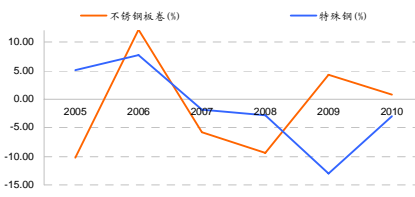
資料來源：公司公告，元富上海

不銹鋼和特鋼盈利不佳拖累公司業績，是導致公司剝離該業務的主因

元富認為，寶鋼此舉意在優化公司產業結構，更加專注於具有競爭力的碳鋼業務，最終提升整體盈利能力。多年來，寶鋼股份的不銹鋼與特鋼業務盈利狀況均處於較低水準，2011年上半年兩項業務的毛利率分別為0.9%和-0.2%，合計貢獻毛利為6,900萬元，僅占公司總數的0.6%。在全球範圍內，德國鋼鐵巨頭蒂森克虜伯集團已決定於今年1月以27億歐元出售旗下不銹鋼業務，也顯示不銹鋼行業的不景氣。

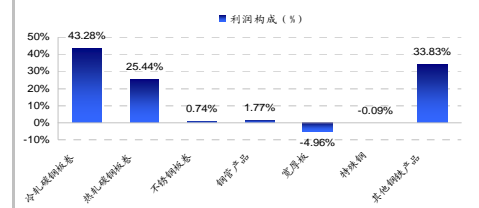


寶鋼不銹鋼和特鋼業務毛利率走勢圖



資料來源：元富上海

寶鋼各業務毛利占比 (1H11)



資料來源：元富上海

此次交易將為公司帶來三重利好，貢獻稅前收益近 125 億元，增厚 EPS 近 0.51 元

寶鋼股份此次剝離不銹鋼和特鋼業務，將為公司帶來三大利好：

一是消除不銹鋼和特鋼業務虧損帶來的負面影響，預計業務出售后將減少虧損 15.4 億元。

出售不銹鋼和特鋼業務對公司淨利潤的影響 (單位：億元)

事項	2011年淨利潤	股權比例	歸屬於母公司的淨利潤影響
不銹鋼事業部	-11.2	100%	-11.20
特鋼事業部	-5.3	100%	-5.30
寧波寶新	1.78	54%	0.96
實達精密	1.05	40%	0.42
日鴻不銹鋼	0.0011	20%	0.00
寶銀鋼管	-0.6427	59%	-0.38
五鋼氣體	0.0117	95%	0.01
寶鋼金屬	0.092	100%	0.09
中航特采	0.18	10%	0.02
合計	-14.02		-15.37

資料來源：公司公告，元富上海

二是可獲得一次性資產出售收益為 95.8 億元 (未考慮相關稅費)。

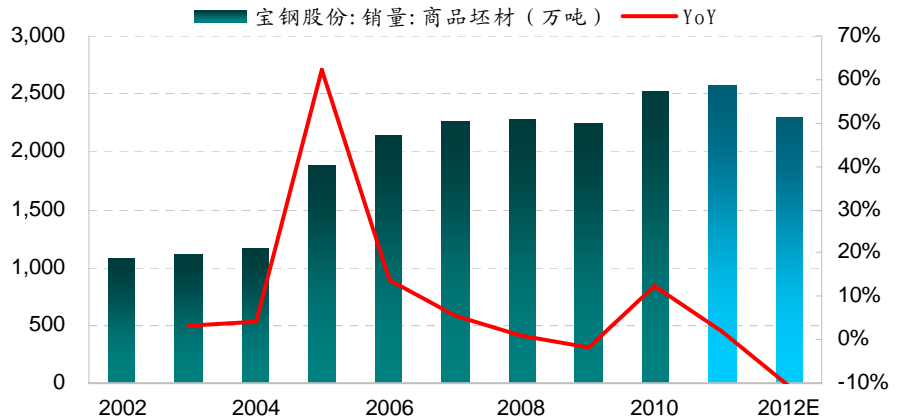
三是降低財務費用。本次資產出售，綜合考慮一次性現金、分期付款支付以及公司融資成本、資金運作效率及分期付款利息水準等因素，預計本次資產出售當年降低公司財務費用約為 14 億元。

由此出售不銹鋼和特鋼合計將為公司帶來稅費前獲益近 125 億元。公司此次交易將主要對 2012 年及以後業績產生影響，預計資產出售收益將增厚 EPS 0.41 元，財務費用下降及虧損減少將增厚 EPS 0.10 元。

其他方面，交易完成後，公司將剝離特鋼和不銹鋼業務，導致公司鋼產量有所減少，預計公司鋼產量將由 2,600 萬噸下降至 2,200 萬噸，營收下降 31.2 億元，占 2012 年預計營收的 1%，影響並不大。我們預計 2012 年公司鋼材銷量在 2,300 萬噸。



寶鋼股份商品坯材銷量及增速走勢圖

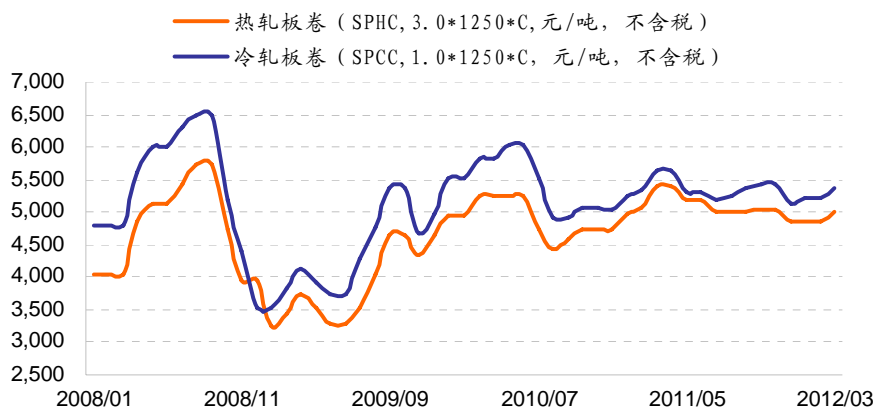


資料來源：公司公告，元富上海

公司上調主要產品 3 月出廠價，但難以扭轉 1 季度盈利為全年最低的現狀

公司於 2 月初公佈 3 月產品出廠價政策，除寬厚板與 2 月持平外，其他品種全線上調，幅度在 150-350 元/噸不等，公司漲價主要是源于成本的上漲。從業績表現來看，公司 1 季度熱軋卷板均價為 4,902 元/噸，環比下滑 83 元/噸；冷軋卷板均價為 5,266 元/噸，環比下滑 50 元/噸，而同比來看兩者均出現負增長，我們判斷 1Q12 業績將基本與 4Q11 持平，並成為 2012 年全年盈利低點。

寶鋼主要產品出廠價走勢圖



資料來源：元富上海

寶鋼股份 2012 年 1Q 熱軋、冷軋產品出廠價情況

	熱軋 (SPHC, 3.0*1250*C)	MoM	冷軋 (SPCC, 1.0*1250*C)	MoM
2012/01	4,852	0%	5,216	2%
2012/02	4,852	0%	5,216	0%
2012/03	5,002	3%	5,366	3%
季度均價		QoQ		QoQ
4Q11均價	4,985		5,316	
1Q12均價	4,902	-2%	5,266	-1%
3Q11均價	5,002		5,269	
YoY	-2%		-0.1%	

資料來源：元富上海



上調 2012 年 EPS 至 0.88 元，考慮到公司未來業績有望持續改善，維持“買進”評級

3 月 15 日公司將在北京召開股東大會表決該方案，如果方案通過，資產交割日為 2012 年 4 月 1 日，我們暫將 2012 年盈利預測上調至 0.88 元（含 0.41 元一次性收益），對應經營性業績的 PE 為 11 倍，PB 為 0.8 倍，考慮到公司未來業績有望持續改善，且出售不銹鋼、特鋼業務能使公司更專注於具有競爭優勢的碳鋼業務，維持公司“買進”評級，目標價上調至 6.3 元。



損益表

百萬元

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2009	2010	2011F	2012F
營業收入	54,018	57,131	56,175	59,637	49,024	52,861	53,391	51,497	148,525	202,413	226,961	206,795
營業成本	47,909	52,439	53,084	55,246	45,284	47,548	47,783	46,594	134,332	177,817	208,679	187,209
營業毛利	6,109	4,692	3,091	4,390	3,740	5,313	5,608	4,903	14,193	24,597	18,283	19,585
營業費用	2,037	2,079	1,813	2,682	1,844	1,985	2,005	2,764	7,661	8,608	8,611	8,598
營業利潤	4,072	2,612	1,278	1,709	1,896	3,328	3,603	2,139	6,532	15,988	9,671	10,987
營業外收入	185	101	258	177	177	9,677	177	177	1,342	1,429	720	10,208
營業外支出	38	49	42	50	50	50	50	50	455	179	179	200
利潤總額	4,218	2,665	1,494	1,836	2,023	12,955	3,730	2,266	7,419	17,238	10,212	20,995
所得稅	960	502	91	409	452	2,967	845	508	1,199	3,715	1,962	4,772
少數股東損益	144	102	109	140	140	140	140	140	279	472	495	560
歸屬母公司淨利潤	3,070	2,009	1,242	1,230	1,374	9,792	2,689	1,561	5,816	12,889	7,551	15,417
每股收益	0.18	0.11	0.07	0.07	0.08	0.56	0.15	0.09	0.33	0.74	0.43	0.88
QoQ/YoY(%)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2,009	2,010	2011F	2012F
營業收入	1.41	5.76	(1.67)	6.16	(17.80)	7.83	1.00	(3.55)	(25.97)	36.28	12.13	(9.02)
營業利潤	53.24	(36.39)	(52.11)	34.73	11.32	77.85	8.42	(41.29)	(15.95)	147.00	(40.18)	10.45
利潤總額	27.86	(37.37)	(44.83)	23.42	10.51	555.89	(71.52)	(39.86)	(10.54)	134.10	(41.39)	150.97
歸屬母公司淨利潤	34.22	(34.55)	(38.21)	(0.92)	11.71	612.52	(72.54)	(41.93)	(9.95)	121.61	(41.41)	104.16
各項比率	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2,009	2,010	2011F	2012F
毛利率	11.31	8.21	5.50	7.36	7.63	10.05	10.50	9.52	9.56	12.15	8.06	9.47
營業利潤率	7.54	4.57	2.28	2.86	3.87	6.30	6.75	4.15	4.40	7.90	4.26	5.31
總利潤率	7.81	4.66	2.66	3.08	4.13	24.51	6.99	4.40	4.99	8.52	4.50	10.15
歸屬母公司淨利率	5.68	3.52	2.21	2.06	2.80	18.52	5.04	3.03	3.92	6.37	3.33	7.46

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

Year-end Dec. 31	2009	2010	2011F	2012F
貨幣資產	5,558	9,201	15,731	33,487
短期投資	546	297	297	297
應收帳款	12,241	14,609	16,812	17,233
存貨	29,462	38,027	43,475	44,574
其他流動資產	4,859	6,580	7,840	8,600
流動資產	52,666	68,714	84,155	104,191
長期投資	4,207	4,432	5,284	6,071
固定資產	115,466	117,737	113,937	109,937
其他資產	28,803	25,182	22,414	20,027
總資產	201,143	216,065	225,790	240,226
短期借款	24,274	23,611	23,328	16,000
應付帳款	23,438	21,386	24,843	25,645
其他流動負債	23,010	28,179	26,845	31,319
流動負債	70,722	73,176	75,016	72,964
長期負債	5,295	8,587	8,586	8,586
其他長期負債	23,907	22,960	22,800	23,310
總負債	99,923	104,723	106,402	104,860
普通股股本	17,512	17,512	17,512	17,512
資本公積金	37,314	37,566	37,566	37,566
累計留存收益	40,311	49,669	57,220	72,637
少數股權	6,082	6,596	7,091	7,651
股東權益	101,219	111,342	119,389	135,366

資料來源：元富上海

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2009	2010	2011F	2012F
淨利潤	6,545	13,473	8,046	15,693
折舊與攤銷	13,281	13,269	13,800	14,000
投資收入	(953)	(827)	(380)	(400)
營運資金變化	5,347	(7,223)	(4,057)	(609)
其他	(70)	199	23	173
來自營運之現金流量	24,149	18,891	17,433	28,857
資本支出	18,236	13,246	10,000	10,000
長投增減	0	5,894	4,000	5,000
其他	27	(5,258)	(2,205)	(3,405)
來自投資之現金流量	(18,210)	(12,610)	(8,205)	(8,405)
自由現金流量	5,939	6,280	9,228	20,452
借款增(減)	205	4,225	3,210	3,210
現金股利支出	4,478	4,524	5,000	5,000
其他	3,669	2,869	900	900
來自融資之現金流量	(7,942)	(3,167)	(2,690)	(2,690)
匯率調整	(7)	36	(7)	(6)
本期產生之現金流量	(2,010)	3,149	6,531	17,756
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31				
ROA(%)	3.03%	6.18%	3.56%	6.53%
ROE(%)	6.02%	12.00%	6.74%	11.59%
ROCE(%)	26.73%	51.19%	30.83%	60.13%

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考慮投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			