

2015-1-27

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

**宝钢股份 (600019)**
**国内汽车板龙头，2015 年力争业绩持平**

分析师: 刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514080003

联系人: 王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

联系人: 陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

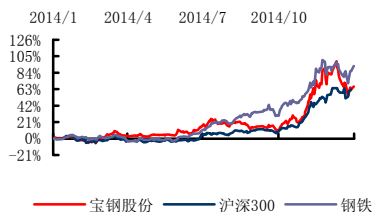
执业证书编号: S0490514080002

分析师: 肖勇

☎ xiaoyong3@cjsc.com.cn

✉ (8621)68751760

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《全年业绩基本持平，盈利弹性还需主要依赖需求恢复》2015/1/15

《2 月出厂价平盘开出》2015/1/14

**报告要点**
**■ 事件描述**

宝钢股份跟踪报告。

**■ 事件评论**

**国内汽车板龙头:** 作为钢铁行业龙头，公司现有炼钢、炼铁及轧钢产能均超过 2000 万吨，庞大的产能带来了无可比拟的规模优势。公司产品定位高端汽车、家电用钢，高等级产品持续保持国内市场领先地位，在出售不锈钢及特钢事业部相关资产后，公司产品集中在优势碳钢领域，目前拥有轧钢产能约 2400 万吨，是国内汽车板领域最大供应商和供应链服务商，占据汽车板约 50% 的市场份额，将长期受益于汽车行业相对景气周期。

**转型生产型服务，技术与供应链成核心竞争力:** 受益于长期研发投入与钢铁供应链的不断完善，宝钢成功实现从简单加工制造企业向钢铁材料生产型服务商的转型，建立了客户需求导向和科学供应管理体系的高效供应链服务。基于技术与供应链的核心竞争力，构筑了宝钢长期投资的价值基础。

**股权激励保驾护航，湛江项目短期承压:** 公司推出股权激励方案，首期拟授予激励对象 4,745.82 万股限制性股票，占公司股本总额的 0.29%，授予价格不低于 1.91 元/股。授予的限制性股票在 2 年禁售期结束后，分 3 年解锁并设置了解禁条件。股权激励一方面有利于助力公司长期业绩增长，另一方面，也体现出公司作为钢铁行业龙头央企在以混改为方向的**国企改革中迈出重要步伐**。而对于投资 400 亿元，建设规模近 900 万吨的湛江钢铁项目，其在 2015 年 9 月投产初期，大概率将因转固、磨合等原因使得项目经营承受压力。不过，公司将通过调整融资结构等方式，积极予以应对，**力争确保 2015 年公司整体经营的稳定性**。

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.35 元、0.42 元，由于转型经济中龙头将持续相对受益，因此维持“**推荐**”评级。

## 国内汽车板龙头

### 产品齐全，应用主要集中在汽车、家电

公司产品主要为汽车板、硅钢、镀锡板、能源及管线用钢、高等级船舶及海工用钢，以及其它高端薄板，且均在国内市场处于领导地位。宝钢的冷热轧薄板一直具备较强的优势。从世界主要薄板市场的生产集中情况来看，宝钢集团可占据整个亚洲地区市场份额约 8%，占据中国市场份额约为 27%，优势可见一斑。从应用领域来看，公司产品主要集中于汽车和家电板块。

表 1：公司产品结构全面，汽车、家电板块占比较大

产品大类	主体品种	主要品种及用途
碳钢系列	条钢	主要有板坯、方、管坯；主要用于车轴、气瓶、塑料模具等
	宽厚板	主要用于造船、石油平台、锅炉、压力容器、管线、建筑、桥梁及重型汽车等行业
	热轧	广泛应用于船舶、汽车、桥梁、建筑、机械、压力容器等制造行业
	热轧酸洗	应用于汽车制造、冷压件、结构件等基板
	冷轧	主要用于汽车板、家电板、镀锡板、彩涂板、电工钢等高附加值产品
	线材	包括弹簧钢盘条、优质碳素钢盘条、钢帘线用钢盘条、冷镦钢盘条、焊接用钢盘条、低碳钢盘条等；应用于国家重点建设工程、汽车、油田、矿山及输气管道等
	钢管	涵盖小中大口径的钢管；主要应用于结构管、锅炉管、输送管等

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2：世界主要地区薄板市场的占有率情况统计——宝钢市场份额优势明显

北美	米塔尔钢公司	美国钢公司	美国纽柯集团	美国AK钢公司	加拿大多法斯科钢公司	合计
占有率	27%	24%	10%	7%	5%	73%
欧洲	阿塞洛集团	克鲁斯(英荷) 蒂森克虏伯		意大利Riva集团	美国钢公司	合计
占有率	35%	12%	12%	8%	6%	75%
亚洲	新日铁	JEE集团	浦项钢铁集团	上海宝钢集团	住友金属	合计
占有率	16%	14%	14%	8%	5%	57%
亚洲主要企业	新日铁JEE集团	台湾中钢	浦项钢铁集团	上海宝钢集团	武钢集团	
本国占有率	占日本72%	占台湾省83%	占韩国90%	占中国27%	占中国14%	

资料来源：中国冶金报，长江证券研究部

### 产能庞大的行业龙头，具有规模优势

上市以来，公司先后收购和扩建不锈钢、特钢、宽厚板产能。2001 年 6 月收购集团所属的二炼钢、板坯连铸、电炉管坯等六条生产线，2003 年 10 月收购集团宝鲁钢管和益昌薄板，2005 年 4 月增发 50 亿股收购一钢、五钢、梅钢等资产，2007 年先后收购上海钢管、南通钢铁、罗泾项目。2012 至今，因为行业进入调整期和上海市长远规划，

公司逐步剥离不锈钢等亏损资产，并在湛江项目获批后化被动调整为主动发力，集约高效建设湛江产能巩固汽车、家电板优势。从单一优势品种到多元化战略再回归集中发展碳钢板材，公司顺势而为积极调整，始终保持行业龙头的优势地位，现有炼钢、炼铁及轧钢产能均超过 2000 万吨。

表 3：公司目前炼铁、炼钢及轧钢产能均超过 2000 万吨

主要工序和设备		主要产品	产能	备注
炼铁	本部	高炉	1480	1*4070m3; 1*4707m3; 1*4747m3; 1*4966m3
	梅钢			
炼钢	本部	转炉	1180	3*250t; 3*300t
		电炉	200	2*150t
	梅钢	转炉	770	3*150t; 2*250t
轧钢	本部	5~25mm高速线材轧机	40	5~25mm高线轧机
		2050mm热轧带钢轧机	400	
		1580mm热轧带钢轧机	280	
		1880mm热连轧机	370	
		2*2030mm热连轧酸洗	310	
		1220mm酸洗	60	目前宝钢轧钢产能大约2400万吨左右，主要包括本部大院1700万吨、梅钢700万吨、南通钢铁50万吨。分品种来看，包括螺纹钢50万吨、线材40万吨、热轧商品800万吨、冷轧1200万吨、中厚板180万吨、钢管130万吨等。
		6*1220~2030mm冷轧带钢轧机	860	
		1680mm硅钢	120	
		21.3~177mm轧机	50	无缝钢管
		HFW	80	直缝埋弧焊管
	5000mm	180	中厚板	
	梅钢	1422mm、1780热连轧	700	热轧板卷
		1420冷轧酸洗	180	冷轧板卷
	南通	线材轧机	50	螺纹钢

资料来源：Wind, 长江证券研究部

表 4：罗泾项目拥有 160 万吨宽厚板的生产能力

产品结构	主要品种	规模(万吨)	比例
特殊专用板	超高强结构板、高强韧容器板、中低温压力容器板、低磁钢板、海洋平台钢板	18	11.3%
结构板	桥梁板、建筑结构板	39	24.4%
锅炉容器板	容器板、锅炉板	11	6.9%
船板	普通船板、高强度船板	90	56.3%
其他		2	1.3%
合计		160	100%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

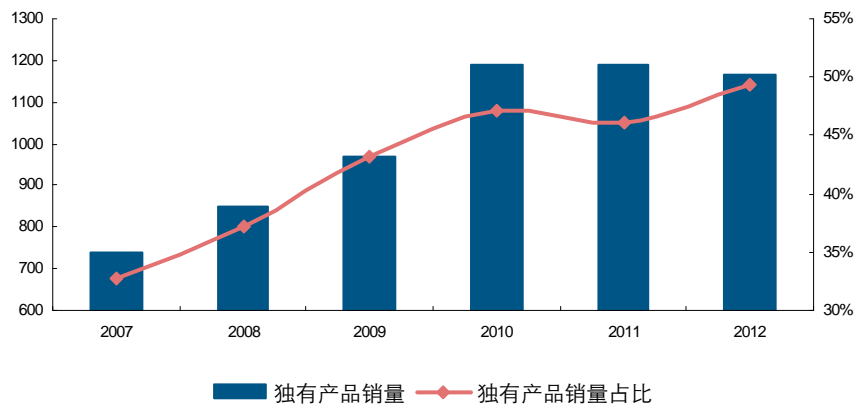
## 定位高端产品：技术领先与高品质相融合

公司产品主要定位高端汽车、家电用钢，占领了约 50%以上汽车板市场。2010 年中报中披露的独有及领先产品销量 593.6 万吨，占据了将近一半的销售产品的比例并呈稳定上升趋势。宝钢大力发展市场竞争和盈利能力强、具有独特优势的独有和领先产品，并逐步淘汰同质化产品。至 2010 年末，宝钢冷轧汽车板、家电板、管线钢、油井管市场占有率分别达到 50%、31%、30%和 21%，高等级产品继续保持国内市场领先地位。

**表 5：主要产品概览**

品种	主要应用领域	用途和客户
汽车板	用于汽车行业	产品可满足国内和欧洲、美国、日本汽车不同用板体系的需求
电工钢	用于压缩机、EI铁芯、电机行业	可向世界六大空调压缩机生产企业稳定供货
冷轧板、热镀锌板、 电镀 锌板、电工钢板、 酸洗板	用于空调、冰箱、洗衣机、微波炉、彩电、DVD、电脑等家电行业	产品出口Carrier、Electrolux、Whirlpool、Merloni等国际著名企业
镀锡板（DI材及高耐蚀性K板）	用于金属包装各领域，其中DI材主要用于制作“易拉罐”	产品可满足可口可乐、百事可乐、梅林、王老吉、红牛等国内外知名食品、饮料品牌要求
管线钢、无缝钢管	用于油气输送、矿浆输送管线、海底管道、抗硫化氢气体腐蚀管道领域	产品可满足国家重点工程需要
热轧卷、宽厚板、 螺纹钢、钢绞线、 型钢	用于建筑、桥梁、能源等领域	产品可满足国内外悬索大桥主缆建设
造船板	用于浮式储油轮、集装箱船、液化天然气船、超大型油轮等	宽厚板船板已通过世界9家主要船级社的认证

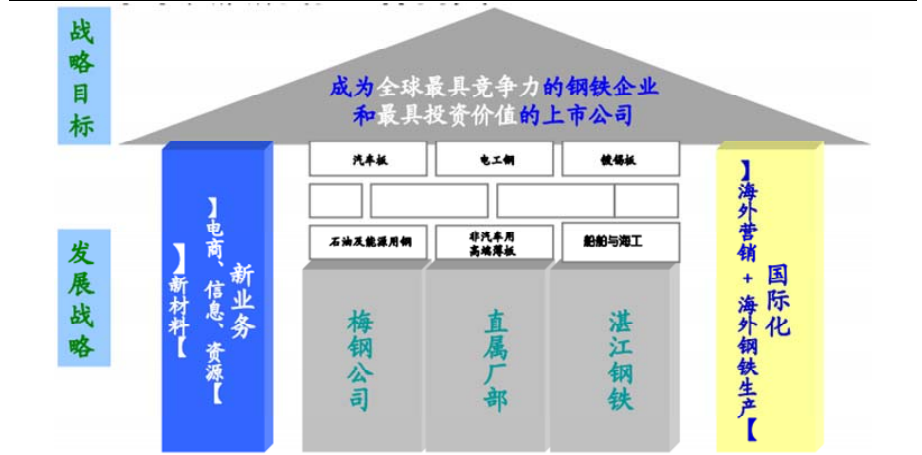
资料来源：公司资料，长江证券研究部

**图 1：公司产量销售中独特和领先产品占比较大且不断提升**


资料来源：公司年报，长江证券研究部

宝钢把“精品+规模”作为企业的发展之路，公司战略定位于开发高端产品。市场紧缺、替代进口的高等级冷轧板、无取向硅钢和镀锡板等“双高”产品比例进一步扩大。80%的钢铁产品在实物质量和产品档次上具备了参与国际竞争的能力，从根本上改变了我国绝大多数板管产品长期依赖进口的局面。

图 2：产品集中在汽车板、电工钢及镀锡板，应用于汽车、家电



资料来源：公司资料，长江证券研究部

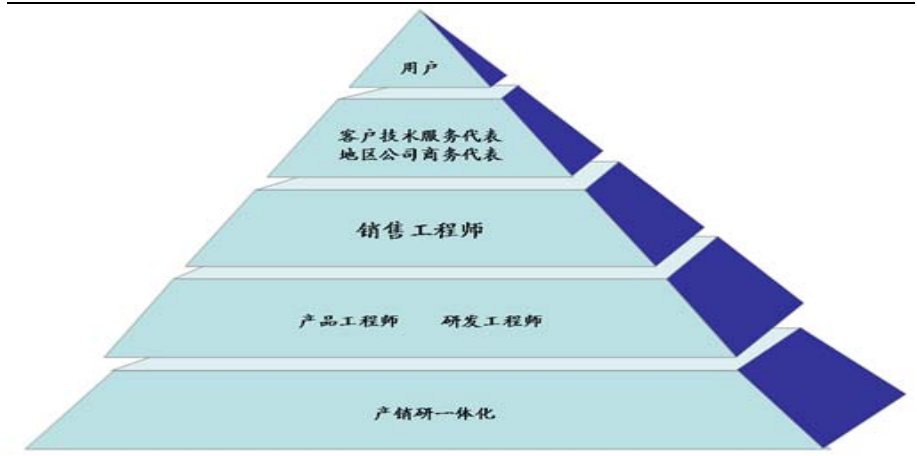
## 转型生产型服务，技术与供应链成核心竞争力

### 高效供应链服务：客户需求导向和科学供应管理体系

宝钢建立了遍布全国的贸易服务网点。拥有国内剪切加工量最大、加工网点最多、地域分布最广的钢材剪切加工配送服务网络。可以按照用户需求，对冷轧普板、热轧酸洗板、热镀锌、电镀锌、电镀锡、彩涂、电工钢等多种钢材品种提供剪切、落料、冲压和激光拼焊等加工及配送服务。这些网点的布局和中国汽车制造厂商的分布高度吻合，这样的服务可以最大限度的满足宝钢的主要汽车厂商客户的服务需求。这种既广泛布局，又具有针对性的领先全行业的加工配送服务网络是宝钢提供服务的渠道优势，为宝钢掌握优质稳定的客户资源提供了基础。

宝钢积极转型生产型服务企业，为客户提供配送业务、剪切加工、激光拼焊、一站式增值服务，同时，还建立了科学的服务支持体系，为客户提供整体解决方案。经过多年的实践，宝钢逐步形成了涵盖了加工网络、销售中心、制造单元和技术中心的专业服务体系，并建立起一个产销研一体化的客户服务团队，形成宝钢特有的“金字塔型”的服务支持体系。

图 3：宝钢金字塔形服务支持体系

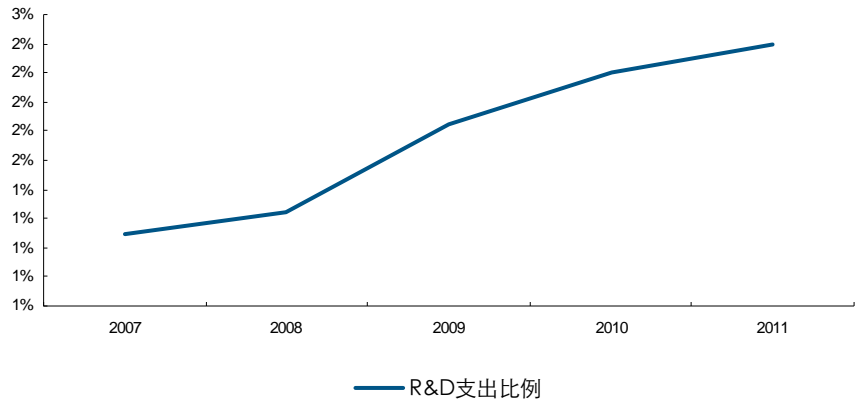


资料来源：张国祥《宝钢的服务质量管理》 长江证券研究部

## 逐年上升的技术投入

宝钢不断加大技术投入，R&D 投入占销售收入的占比逐年提高，2009 年已经达到了 1.75% 的行业高点。在巨大的技术创新的资金人力投入下，宝钢不断实现技术上的创新和突破，源源不断的技术成果使得宝钢在技术上遥遥领先于同行业。

图 4：宝钢 R&D 支出投入比例持续上升



资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 5：宝钢 2012 年专利数量遥遥领先于行业



资料来源：公司年报，长江证券研究部

## 股权激励保驾护航、湛江项目短期承压 稳步推进股权激励，助力长期业绩增长

公司推出股权激励方案，回购 4745.82 万股限制性股票对高管进行股权激励，占公司股本总额的 0.29%，对授予激励对象限制性股票的授予价格不低于定价基准的 50%，按照定价基准本方案授予激励对象的限制性股票授予价格为 1.91 元/股。

此次股权激励授予的限制性股票在 2 年禁售期结束后，分 3 年解锁，股权激励的解禁条件包括 2015、2016、2017 年利润总额分别达到国内对标钢铁企业平均利润的 2.5、2.8、3.0 倍，吨钢经营利润位列境外对标企业前三名，营业收入分别同比增长 2%、3%、5%，EOS(EBITDA/营业总收入)不低于 10%等，业绩目标将保障公司业绩长期增长

表 6：结合公司目前经营状况，股权激励解禁条件虽并不算高，但仍有助于保障公司长期增长

解锁条件	第一次	第二次	第三次
年份	2015	2016	2017
利润总额/对标企业均值	2.5	2.8	3
吨钢营业利润排名	前三	前三	前三
营业总收入增值率	2%	3%	5%
营业总收入(亿元)	1848	1866	1903
EOS(不低于)	10%	10%	10%
其他条件			
1、营业收入增值率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			
2、完成国资委下达宝钢集团分解至宝钢股份的EVA考核目标			
3、EOS不低于同期国内同行业上市公司EOS的75分位值			

资料来源：公司资料、长江证券研究部

## 湛江项目转固增大业绩压力

为进一步巩固和强化公司在优质碳钢扁平材领域的领先地位，提升业绩，公司 2012 年收购了广州市国资委持有的湛江钢铁 71.80% 股权，拟建设湛江钢铁基地项目。湛江项目以冷轧汽车板、家电板为主，项目一期初定生产规模产铁 823 万吨，粗钢 871 万吨，钢材 637 万吨，预计 2015 年 9 月 1 号高炉投产，2016 年 9 月项目全面建成投产。

表 7：湛江项目 15 年底开始投产

项目	数据
总投资(亿元)	400
生铁产能(万吨)	823
粗钢产能(万吨)	871
钢材产能(万吨)	637
投产进度	2015年9月1号高炉投产，2016年全面投产

资料来源：公司公告，长江证券研究部

湛江钢铁项目预计初期投资 400 亿元, 对应 871 万吨钢规模, 吨钢投资在 4600 元左右, 与其他国企大型钢铁基地的投资成本相当。项目将建设原料码头、原料场、自备电厂、烧结机、焦炉、高炉等装备, 以及转炉炼钢和连铸工程。在当前需求低迷的经济环境下, 近 900 万吨的湛江项目投产, 转固、生产磨合等致使项目短期经营承载压力。

表 8: 湛江项目吨钢投资与鞍钢鲅鱼圈相当

近年国企新建大型钢铁基地投资	总投资	粗钢产能	吨钢投资
首钢曹妃甸	677	970	6,983
鞍钢鲅鱼圈	226	500	4,520
宝钢湛江	400	871	4,592

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

## 维持“推荐”评级

宝钢是具有核心竞争力的行业龙头企业, 在汽车板市场具有显著优于同行业的规模和技术优势。企业积极推动由生产型企业转为服务型企业, 构建了无法复制的核心竞争力, 奠定了宝钢长期投资的价值基础, 后续将依然受益于行业转型。短期来看, 湛江项目逆周期投建产能, 具有业绩压力。

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.35 元、0.42 元, 由于转型经济中龙头将持续相对受益, 因此维持“推荐”评级。



## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>190026</b>	<b>179882</b>	<b>185590</b>	<b>190639</b>	货币资金	12881	12592	12991	13345
营业成本	171718	162684	166886	171226	交易性金融资产	29	29	29	29
<b>毛利</b>	<b>18308</b>	<b>17197</b>	<b>18704</b>	<b>19412</b>	应收账款	12920	19515	20134	20682
%营业收入	9.6%	9.6%	10.1%	10.2%	存货	31087	29346	30104	30886
营业税金及附加	414	392	404	415	预付账款	3064	2921	2997	3075
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	5868	5494	5669	5823
销售费用	1963	1799	1856	1906	<b>流动资产合计</b>	<b>78056</b>	<b>81452</b>	<b>83843</b>	<b>86082</b>
%营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	1009	1009	1009	1009
管理费用	6881	6476	6681	6863	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	长期股权投资	13681	13681	13681	13681
财务费用	-544	508	542	453	投资性房地产	476	476	476	476
%营业收入	-0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	固定资产合计	101624	114165	114325	108960
资产减值损失	2388	269	26	23	无形资产	6878	6534	6208	5897
公允价值变动收益	28	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	684	0	0	0	递延所得税资产	2053	67	6	6
<b>营业利润</b>	<b>7918</b>	<b>7754</b>	<b>9196</b>	<b>9752</b>	其他非流动资产	22891	22891	22891	22891
%营业收入	4.2%	4.3%	5.0%	5.1%	<b>资产总计</b>	<b>226668</b>	<b>240275</b>	<b>242439</b>	<b>239002</b>
营业外收支	326	0	0	0	短期贷款	46698	58830	53617	42628
<b>利润总额</b>	<b>8010</b>	<b>7754</b>	<b>9196</b>	<b>9752</b>	应付款项	20605	19435	19937	20455
%营业收入	4.2%	4.3%	5.0%	5.1%	预收账款	11972	11333	11692	12010
所得税费用	1969	1938	2299	2438	应付职工薪酬	1697	1623	1665	1708
净利润	6040	5815	6897	7314	应交税费	1781	1743	2022	2134
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>5818.5</b>	<b>5598.3</b>	<b>6639.2</b>	<b>7041.1</b>	其他流动负债	11881	11257	11551	11852
少数股东损益	222	217	257	273	<b>流动负债合计</b>	<b>94634</b>	<b>104221</b>	<b>100484</b>	<b>90788</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.35</b>	<b>0.42</b>	<b>0.45</b>	长期借款	4702	4702	4702	4702
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	305	0	0	0
					其他非流动负债	6961	6961	6961	6961
					<b>负债合计</b>	<b>106602</b>	<b>115884</b>	<b>112147</b>	<b>102452</b>
					归属于母公司	110512	114620	120264	126249
					少数股东权益	9554	9771	10028	10301
					<b>股东权益</b>	<b>120066</b>	<b>124391</b>	<b>130292</b>	<b>136550</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>226668</b>	<b>240275</b>	<b>242439</b>	<b>239002</b>
					<b>基本指标</b>				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.368	0.354	0.420	0.445
					BVPS	6.71	6.96	7.30	7.66
					PE	16.99	17.66	14.89	14.04
					PEG	2.59	2.69	2.27	2.14
					PB	0.93	0.90	0.86	0.82
					EV/EBITDA	7.78	7.75	6.63	5.83
					ROE	5.3%	4.9%	5.5%	5.6%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。