

宝钢股份 (600019)
增持 (维持)
推出股权激励，激发内部活力
市场数据

报告日期	2014-03-30
收盘价(元)	3.81
总股本(百万股)	16471.72
流通股本(百万股)	16471.72
总市值(百万元)	62757.27
流通市值(百万元)	62757.27
净资产(百万元)	110512.2
总资产(百万元)	226668.34
每股净资产	6.71

相关报告

《宝钢股份 2013 年三季报点评——价格成本短期错配，毛利率环比下滑》2013-10-29

《宝钢股份 2013 年半年报点评——毛利率连续四个季度改善》2013-08-25

《宝钢股份(600019) 2013 年一季报点评——资产剥离正面效果逐步显现》2013-05-02

分析师:

兰杰

lanj@xyzq.com.cn

S0190511080002

郭毅

guoyi@xyzq.com.cn

S0190513080004

研究助理:

任志强

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	189688	192870	197480	202680
同比增长	-0.8%	1.7%	2.4%	2.6%
净利润(百万元)	5818	6974	7926	9252
同比增长	-42.3%	19.9%	13.7%	16.7%
毛利率	9.5%	8.5%	8.9%	9.5%
净利率	3.1%	3.6%	4.0%	4.6%
净资产收益率(%)	5.3%	5.9%	6.6%	7.4%
每股收益(元)	0.35	0.42	0.48	0.56
每股经营现金流(元)	0.73	1.50	1.45	1.38

投资要点
事件:

- 宝钢股份公布2013年年报，公司实现营业总收入1897亿元，同比减少0.76%，归属于上市公司净利润58.2亿元，同比下降42%，**基本每股收益0.35元，同比减少0.23元。四季度单季每股收益0.07元，高于三季度0.06元**，符合市场预期。

主要经营数据:

- 13年公司实现营业总收入1897亿元，同比减少0.76%；实现利润总额80亿元，同比下滑39%；实现净利润60.4亿元，同比下滑42%。2013年销售毛利率9.47%，同比增加2个百分点。三费比率4.38%，同比下降0.6个百分点。
- 公司四季度单季度实现营业收入475亿元，环比增加2.76%，实现净利润11.9亿元，环比增加15.5%。四季度单季基本每股收益0.07元，高于三季度的0.06元。近4季度毛利率分别为11.9%,7.6%,9.38%,8.99%。

事件点评:

- **主要产品毛利率提升明显。**2013 年公司总共销售钢材 2199 万吨，其中最主要为冷轧板 944 万吨，热轧板 810 万吨，而这两个品种 13 年毛利率提升也较为明显，冷轧板提升 3.4 个百分点到 14.6%，热轧板提升 6.2 个百分点到 15%，二者毛利额占到公司总毛利的 98%。四季度毛利率提升尤为明显，单季毛利率达到 11.9%，较三季度提升 4.3 个百分点。四季度公司出厂价格总体保持稳定在 12 月上调 100 元左右，而铁矿石价格在 12 月开始逐步向下，带来公司四季度毛利率提升明显。

- **一季度出厂价继续提升，毛利率有望继续扩张。**而一季度虽然钢材市场价格继续下滑，但公司凭借自身在汽车和家电行业的优势，能够维持相对独立的价格体系，一季度出厂价格累计上调230元。而铁矿石的价格由13年底的136美元大幅下滑到3月底的114美元，预计公司一季度盈利将继续明显改善。正如我们年度策略推荐逻辑，14年铁矿石行业将逐步转为供需过剩产业链的利润将从上游回流，而产品优势较强（冷轧汽车板继续保持50%的市场占有率）下游景气度较高的宝钢能够获得较高的收益，一季度公司出厂价和铁矿石价格的反向波动也验证了我们这一逻辑。
- **资产减值损失拖累业绩。**13年公司计提资产减值损失23.9亿，主要在四季度计提20亿。23亿的资产减值损失主要为6亿的存货跌价损失和16亿的长期资产减值损失。而长期资产减值损失中有8亿为公司将部分资产转让给湛江钢铁过程中评估减值所致。
- **推出股权激励计划，激发内部活力。**公司拟以从二级市场回购的A股流通股向136名对象授予4745.8万股的限制性股票，授予的价格为1.91元。限制性股票自授予日后2年为禁售期，禁售期后3年为解锁期，若达到解锁条件在禁售期后3年可以匀速解锁并转让；若未达到解锁条件由公司按照计划规定价格购回。15年进入解锁期后主要业绩指标综合考虑利润总额、吨钢经营利润、国资委下达的EVA考核目标、营业总收入增长率、EOS等指标。公司业绩解锁的目标并没有给出具体的业绩增速的要求，主要是针对同行业比较的指标，反映出公司未来保持自身在国内国际钢铁行业竞争优势地位的目标。
- **盈利预测及投资建议。**正如我们年度策略逻辑，宝钢作为国内钢铁企业龙头，产品优势较强且主要针对景气度相对较高的汽车家电领域，在14年产业链利润下移的情况下有望获得较多的超额收益。13年四季度的高毛利以及14年一季度出厂价与铁矿石价格的反向走势也验证了我们这一逻辑。同时公司还推出了股权激励计划，将公司盈利能力保持国内国际领先水平作为目标。预计公司2014-2016年的基本每股收益为0.42, 0.48, 0.56元，**维持公司“增持”评级。**

风险提示：汽车产销增速继续下滑，铁矿石价格大幅上涨

附：湛江项目建设规划

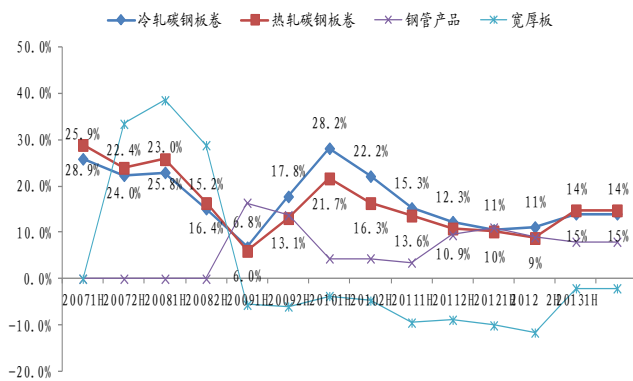
- 拟利用湛江天然深水港的条件，建设原料码头、原料场、自备电厂、烧结机、焦炉、高炉等装备，生产低成本的铁水。建设转炉炼钢和连铸工程，获得高品质的连铸坯。在轧材单元，**先期建设带钢热连轧工程，并结合上海地区的产线调整，考虑搬迁建设4200mm厚板轧机。**湛江项目一期初定生产规模为产铁823万吨，粗钢871万吨，钢材637万吨。
- **湛江项目销售规划：**一期建设的工程中，热轧产品除向在广东的冷轧厂供料外，以热轧商品材销售。富余的连铸坯送宝钢股份上海本部，弥补上海本部连铸坯的不足。前期建设的工程投产运行后，视各方面情况适时建设后续热轧和冷轧工程。

表 1 宝钢股份限制性股票解锁条件

	利润总额	吨钢利润	国务院指标	营业收入	EOS (EBITDA/营业总收入)
2015	国内对标钢铁企业平均利润总额的 2.5 倍	境外对标钢铁企业前三名	完成国务院国资委下达宝钢集团分解至宝钢股份的 EVA 考核目标	增长 2% 达到 1848 亿元	不低于 10%；且不低于同期国内同行业 A 股上市公司 EOS 的 75 分位值。
2016	国内对标钢铁企业平均利润总额的 2.8 倍	境外对标钢铁企业前三名	完成国务院国资委下达宝钢集团分解至宝钢股份的 EVA 考核目标	增长 3% 达到 1866 亿元	不低于 10%；且不低于同期国内同行业 A 股上市公司 EOS 的 75 分位值。
2017	国内对标钢铁企业平均利润总额的 3 倍	境外对标钢铁企业前三名	完成国务院国资委下达宝钢集团分解至宝钢股份的 EVA 考核目标	增长 5% 达到 1903 亿元	不低于 10%；且不低于同期国内同行业 A 股上市公司 EOS 的 75 分位值。

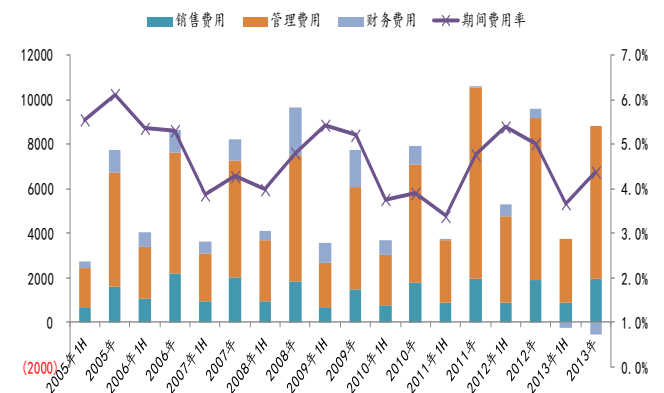
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 1 公司主要品种毛利率变化



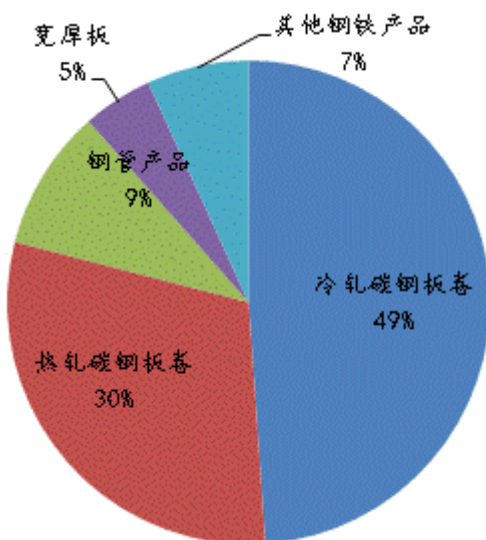
数据来源：公司公告；兴业证券研究所

图 2 三项费用率变化



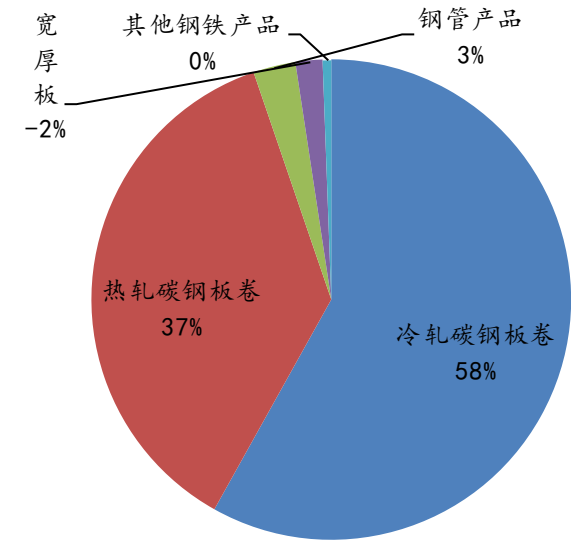
数据来源：公司公告；兴业证券研究所

图 3 公司主要产品销售收入比例



数据来源：公司公告；兴业证券研究所

图 4 公司主要产品毛利贡献比例



数据来源：公司公告；兴业证券研究所

表 2 公司吨钢盈利指标

	2009 年	2010 年 1H	2010 年	2011 年 1H	2011	2012 年 1H	2012 年 2H	2013 年 1H	2013 年 2H
钢材产量	2,242.90	1,247.70	2,526	1277	2580	1185.5	2357	1107.8	2199
营业收入	148,525	97,935	202,413	111,149	222,505	98,101	191,136	96,100	189,688

营业成本	134,332	83,373	177,817	100,348	203,041	90,241	176879	87,267	171718
毛利	9.6%	14.9%	12.2%	9.7%	8.7%	8.0%	7.5%	9.2%	9.5%
三项费用	7,726	3,686	7,896	3,759	10,606	5,285	9578.8	3,527	8299
净利润	6,095.20	8,317.73	13,360.89	5,325	7,362	2,469	4,720	3703	6040
吨钢收入	6622	7849	8013	8704	8623	8275	8111	8675	8626
吨钢成本	5989	6682	7039	7858	7869	7612	7506	7878	7809
吨钢毛利	633	1167	974	846	754	663	605	797	817
吨钢费用	344	295	313	294	411	446	406	318	377
吨钢净利	272	667	529	417	285	208	200	334	275

数据来源: Wind, 兴业证券研究所

表 3、宝钢股份分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	12-4Q	13-1Q	13-2Q	13-3Q	13-4Q	QOQ	2012-12	2013-12	YOY
营业收入	45344	46355	49745	46164	47424.8	4.6%	191135	189688	-0.8%
营业成本	41820	42188	45079	42647	41804.5	0.0%	176885	171718	-2.9%
毛利	3525	4166	4666	3517	5620.4	59.5%	14250	17970	26.1%
销售费用	556	409	465	463	625.5	12.6%	1928	1963	1.8%
管理费用	1903	1356	1547	1795	2181.9	14.6%	7444	6881	-7.6%
财务费用	-192	45	-296	-105	-188.6	-	489	-544	-211.4%
资产减值	2156	63	219	71	2034.5	-5.6%	2147	2388	11.3%
公允价值	-12	16	10	-2	3.4	-	-13	28	-
投资收益	-10	13	279	247	145.2	-	1077	684	-36.5%
营业利润	-1029	2215	2914	1492	1062.7	-	3108	7684	147.2%
利润总额	-1206	2251	2927	1391	1440.4	-	12664	8010	-36.8%
净利润	-702	1628	2075	939	1176.9	-	10090	5818	-42.3%
EPS	-0.043	0.099	0.126	0.057	0.1	-	0.613	0.353	-42.3%
销售费用率	1.2%	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%	0.1%	1.0%	1.0%	0.0%
管理费用率	4.2%	2.9%	3.1%	3.9%	4.6%	0.4%	3.9%	3.6%	-0.3%
财务费用率	-0.4%	0.1%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	0.0%	0.3%	-0.3%	-0.5%
所得税率	-26.9%	25.5%	27.0%	25.7%	17.2%	44.0%	21.4%	24.6%	3.2%
毛利率	7.8%	9.0%	9.4%	7.6%	11.9%	4.1%	7.5%	9.5%	2.0%
净利润率	-1.6%	3.5%	4.2%	2.0%	2.5%	4.0%	5.3%	3.1%	-2.2%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	78056	89615	102658	115478
货币资金	12881	25519	36476	47990
交易性金融资产	29	29	29	29
应收账款	11275	10031	10743	11117
其他应收款	1645	1543	1634	1687
存货	31087	31211	32058	32592
非流动资产	148612	133942	130764	123084
可供出售金融资产	1009	2100	1800	1800
长期股权投资	13681	11102	11865	11915
投资性房地产	476	478	477	477
固定资产	86218	93822	92627	87871
在建工程	15173	9511	4499	2300
油气资产	0	0	0	0
无形资产	6878	6758	6708	6658
资产总计	226668	223556	233422	238563
流动负债	94634	80565	86866	87135
短期借款	34471	34264	33897	34115
应付票据	2430	2799	2867	2863
应付账款	18175	18341	18854	19194
其他	39558	25160	31248	30963
非流动负债	11968	15562	15912	16121
长期借款	4702	2702	3202	3702
其他	7266	12860	12710	12419
负债合计	106602	96127	102778	103256
股本	16472	16472	16472	16472
资本公积	32967	32967	32967	32967
未分配利润	37045	42597	43910	46272
少数股东权益	9554	9870	10124	10467
股东权益合计	120066	127430	130644	135306
负债及权益合计	226668	223556	233422	238563

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	6040	6974	7926	9252
折旧和摊销	10096	11897	13896	15296
资产减值准备	2388	-47	-222	56
无形资产摊销	220	126	178	177
公允价值变动损失	-28	0	0	0
财务费用	-591	151	22	-228
投资损失	-684	-806	-810	-788
少数股东损益	222	316	254	343
营运资金的变动	-5555	-4798	-5291	2073
经营活动产生现金流量	12090	24765	23880	22653
投资活动产生现金流量	-8717	-10975	-7252	-7363
融资活动产生现金流量	599	-1152	-5671	-3776
现金净变动	3967	12638	10957	11514
现金的期初余额	0	12881	25519	36476
现金的期末余额	91	25519	36476	47990

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	189688	192870	197480	202680
营业成本	171718	176525	179880	183360
营业税金及附加	414	501	513	527
销售费用	1963	1543	1580	1621
管理费用	6881	6172	6319	6486
财务费用	-544	151	22	-228
资产减值损失	2388	0	0	0
公允价值变动	28	0	0	0
投资收益	684	806	810	788
营业利润	7684	8783	9976	11702
营业外收入	882	0	0	0
营业外支出	556	0	0	0
利润总额	8010	8783	9976	11702
所得税	1969	1493	1796	2106
净利润	6040	7290	8181	9595
少数股东损益	222	415	254	343
归属母公司净利润	5818	6974	7926	9252
EPS(元)	0.35	0.42	0.48	0.56

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	-0.8%	1.7%	2.4%	2.6%
营业利润增长率	147.2%	14.3%	13.6%	17.3%
净利润增长率	-42.3%	19.9%	13.7%	16.7%
盈利能力				
毛利率	9.5%	8.5%	8.9%	9.5%
净利率	3.1%	3.6%	4.0%	4.6%
ROE	5.3%	5.9%	6.6%	7.4%
偿债能力				
资产负债率	47.0%	43.0%	44.0%	43.3%
流动比率	0.82	1.11	1.18	1.33
速动比率	0.48	0.70	0.79	0.93
营运能力				
资产周转率	84.8%	85.7%	86.4%	85.9%
应收帐款周转率	1836.9%	1772.2%	1901.2%	1854.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.35	0.42	0.48	0.56
每股经营现金	0.73	1.50	1.45	1.38
每股净资产	6.71	7.14	7.32	7.58
估值比率(倍)				
PE	10.8	9.0	7.9	6.8
PB	0.6	0.5	0.5	0.5

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyjq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。