

## 价格延续上调

**事件：**宝钢今日公布3月份碳钢销售价格政策，主要产品热轧上调300元/吨，普冷上调300元/吨，镀锌上调350元/吨，延续2月上调趋势。

### 我们观点

- 宝钢上调3月产品售价政策仍延续2月跟随市场趋势策略，近一个月国内现货板材价格持续反弹，宝钢此次调价幅度与现货涨幅基本一致，上调后宝钢热轧和冷轧比市场分别高出278元/吨，263元/吨（不含税），价差仍反映宝钢合理产品溢价。
- 宝钢上调价格将在短期内增强国内现货板材价格稳定信心，但从未来1个季度看，随着钢价反弹和钢厂重回盈利区间（图3、图4所示），钢企板材产能复产和新建产能投产压力将逐步体现，钢价可能重回弱势，特别是下跌的09年协议矿价实现后将对现货矿石和钢价形成一定冲击。
- 考虑高成本原料库存的滞后效应，宝钢此次调价后其普碳钢将重回盈利区间；如果假设09年进口协议矿价下跌30%，合约焦煤价格回落至1000元/吨，基于3月份宝钢产品售价，预计宝钢热轧吨钢毛利将恢复至600元/吨（表2所示）。
- 展望09年，相对行业平均，宝钢已存在的高端板材产品结构可以使其获得可观的品质溢价，随着成本下降，宝钢吨钢盈利将恢复至合理水平，但相对历史平均仍处于低位。
- 综合宝钢目前较低的P/B估值和盈利基本面，目前时点维持其增持评级，短期内，08年4季度业绩大幅亏损可能对其股价形成抑制，但仍低于净资产的股价使具备较高安全边际，盈利的季度环比改善使宝钢面临交易型机会。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业资深分析师  
8621-63325888×6099  
yangbf@orientsec.com.cn

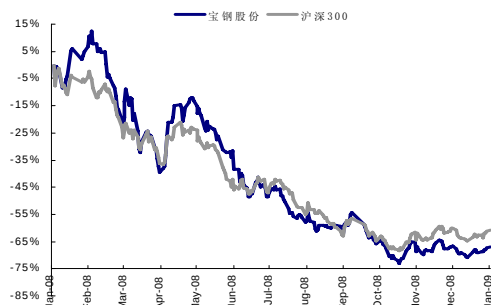
徐卫

钢铁行业助理分析师  
8621-63325888-6093  
xuwei1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2009年1月19日) 5.26元  
目标价格(6个月) 6元  
总股本/A股(万股) 1751200/1751200  
A股市值(百万元) 92113  
国家/地区 中国  
行业 钢铁  
报告日期 2009年1月20日

### 股价表现



| 评价周期    | 1个月 | 3个月  | 12个月  |
|---------|-----|------|-------|
| 绝对表现(%) | 4.8 | -1.0 | -4.9  |
| 相对表现(%) | 1.1 | -0.7 | -14.2 |

资料来源：WIND

### 财务预测

|              | 2006A  | 2007A  | 2008E  | 2009E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万)   | 162142 | 191273 | 182953 | 161993 |
| 主营业务利润(百万)   | 19536  | 162926 | 10213  | 8064   |
| 净利润(百万)      | 13601  | 13423  | 7472   | 5890   |
| EBITDA(百万)   | 33006  | 33145  | 27790  | 30806  |
| 每股收益(元)      | 0.75   | 0.73   | 0.41   | 0.32   |
| 净资产收益率(%)    | 16.0   | 14.4   | 7.9    | 6.1    |
| 每股经营现金流(元)   | 0.99   | 0.92   | 0.97   | 1.81   |
| 市盈率(X)       | 6.2    | 6.4    | 12.96  | 16.44  |
| EV/EBITDA(X) | 3.3    | 3.3    | 4.28   | 3.86   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

**表 1：宝钢热轧、冷轧出厂价和相关可比价格**

| (不含税)       | 宝钢     |        | 武钢     |        | 市场现货   |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 3MM 热轧 | 1MM 冷轧 | 3MM 热轧 | 1MM 冷轧 | 3MM 热轧 | 1MM 冷轧 |
| 2008 年 1 月  | 4042   | 4796   | 4370   | 4630   | 4184   | 4880   |
| 2008 年 2 月  | 4042   | 4796   | 4470   | 4980   | 4452   | 5279   |
| 2008 年 3 月  | 4042   | 4796   | 4520   | 5030   | 4670   | 5605   |
| 2008 年 4 月  | 4842   | 5596   | 4820   | 5630   | 4730   | 5663   |
| 2008 年 5 月  | 5142   | 5996   | 5020   | 5730   | 4969   | 5939   |
| 2008 年 6 月  | 5142   | 5996   | 5070   | 5830   | 5056   | 6195   |
| 2008 年 7 月  | 5342   | 6296   | 5470   | 6230   | 5061   | 6167   |
| 2008 年 8 月  | 5642   | 6496   | 5670   | 5710   | 4677   | 5819   |
| 2008 年 9 月  | 5642   | 6496   | 5670   | 5710   | 4357   | 5413   |
| 2008 年 10 月 | 5642   | 6196   | 5070   | 5710   | 3301   | 4118   |
| 2008 年 11 月 | 4842   | 5396   | 4370   | 4910   | 2886   | 3557   |
| 2008 年 12 月 | 4042   | 4496   | 3170   | 3710   | 3187   | 3707   |
| 2009 年 1 月  | 3242   | 3626   | 3170   | 3590   | 3473   | 3963   |
| 2009 年 2 月  | 3442   | 3926   | 3570   | 4060   |        |        |
| 2009 年 3 月  | 3742   | 4226   |        |        |        |        |

资料来源：东方证券研究所

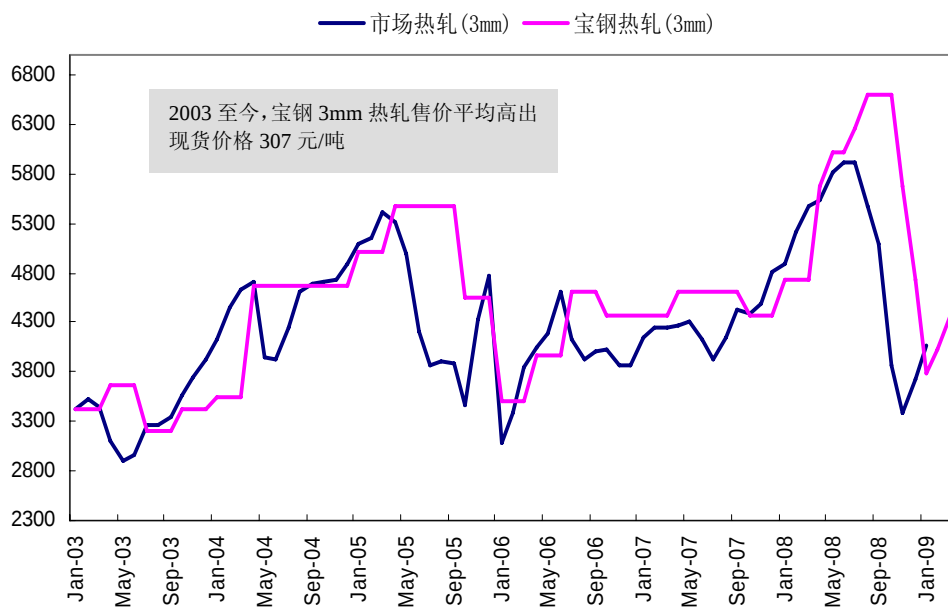
**表 2：热轧板卷盈利分析**

| 2008H | 毛利率   | 销量    | 吨钢价格 | 吨钢成本    | 吨钢毛利 |
|-------|-------|-------|------|---------|------|
| 宝钢    | 25.8% | 595.4 | 4718 | 3500    | 1218 |
| 鞍钢    | 30.2% | 276   | 4667 | 3259    | 1408 |
| 武钢    | 16.3% | 388   | 5144 | 4303    | 841  |
| 现货-钢厂 |       |       | 4578 | 4800    | -222 |
| 2009E |       |       | 目前价格 | 09 预测成本 | 吨钢毛利 |
| 宝钢    | 15.9% |       | 3742 | 3149    | 593  |
| 鞍钢    | 11.4% |       | 3500 | 3100    | 400  |
| 武钢    | 10.1% |       | 3570 | 3210    | 360  |
| 现货-钢厂 | 14.9% |       | 3473 | 2957    | 516  |

资料来源：东方证券研究所

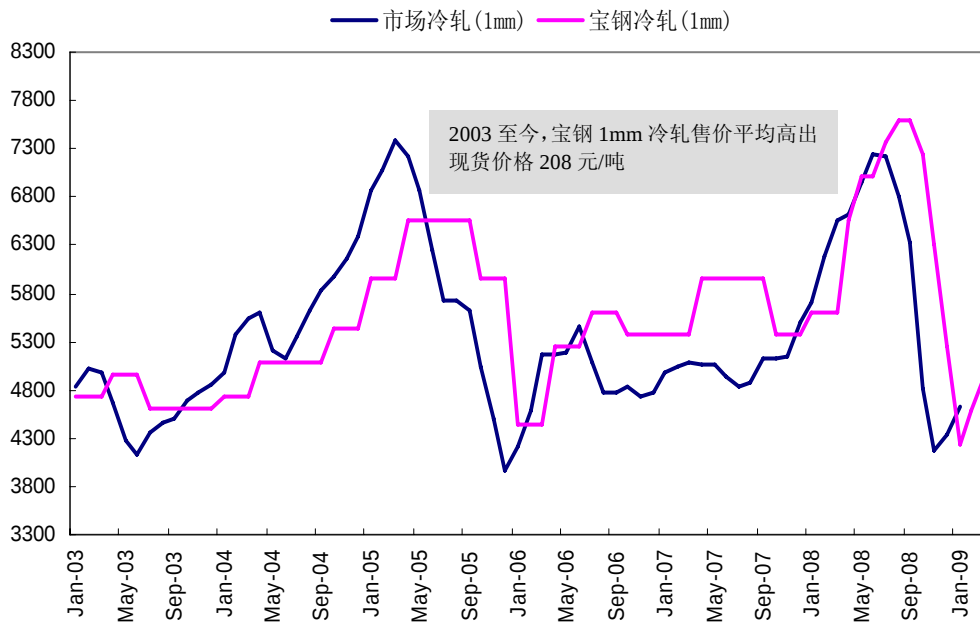
注：假设 09 协议矿 FOB 价下降 30%，合约焦煤下降至 1000 元/吨

**图 1：宝钢热轧板卷价格与市场价格对比**



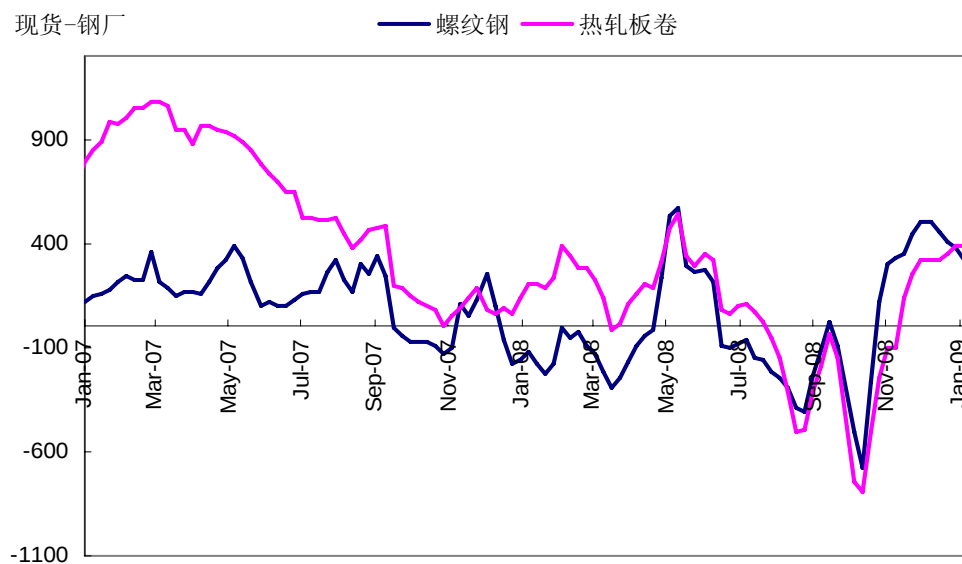
资料来源：东方证券研究所

**图 2：宝钢冷轧价格与市场价格对比**



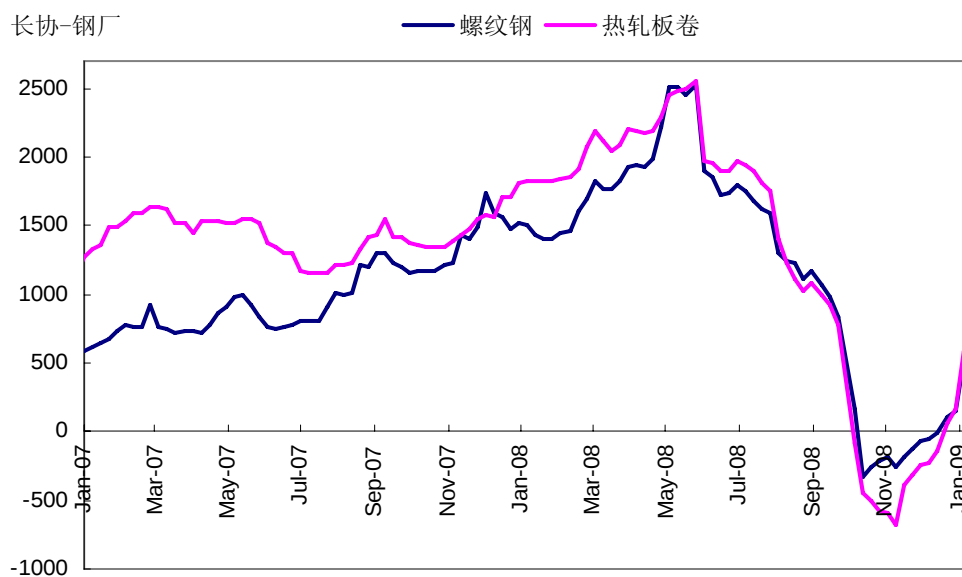
资料来源：东方证券研究所

**图 3：现货钢厂吨钢毛利趋势分析**



资料来源：东方证券研究所

**图 4：长协钢厂吨钢毛利趋势分析**



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

| 会计年度           | 2006        | 2007        | 2008E        | 2009E        | 会计年度            | 2006        | 2007        | 2008E        | 2009E        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 51611       | 76624       | 67199        | 64258        | <b>营业收入</b>     | 162142      | 191273      | 182953       | 161993       |
| 现金             | 5337        | 11240       | 8289         | 9764         | 营业成本            | 134598      | 162926      | 162724       | 145900       |
| 应收账款           | 5182        | 6312        | 5946         | 5306         | 营业税金及附加         | 696         | 1252        | 1198         | 1061         |
| 其它应收款          | 852         | 866         | 906          | 771          | 营业费用            | 2218        | 2018        | 1931         | 1709         |
| 预付账款           | 3507        | 6004        | 5118         | 4983         | 管理费用            | 5378        | 5220        | 4940         | 4698         |
| 存货             | 31515       | 39069       | 38568        | 34785        | 财务费用            | 1018        | 955         | 1589         | 1881         |
| 其他             | 5219        | 13133       | 8372         | 8649         | 资产减值损失          | -545        | 810         | 1500         | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 99448       | 111712      | 119457       | 126340       | 公允价值变动收益        | 84          | 28          | 0            | 0            |
| 长期投资           | 2713        | 3754        | 3234         | 3494         | 投资净收益           | 784         | 1499        | 1141         | 1320         |
| 固定资产           | 81867       | 81552       | 98240        | 105228       | <b>营业利润</b>     | 19536       | 19478       | 10213        | 8064         |
| 无形资产           | 1351        | 5627        | 7698         | 10799        | 营业外收入           | 93          | 257         | 175          | 216          |
| 其他             | 13517       | 20779       | 10285        | 6819         | 营业外支出           | 425         | 427         | 426          | 426          |
| <b>资产总计</b>    | 151060      | 188336      | 186656       | 190598       | <b>利润总额</b>     | 19204       | 19308       | 9962         | 7853         |
| <b>流动负债</b>    | 47266       | 75885       | 68329        | 68546        | 所得税             | 5604        | 5885        | 2491         | 1963         |
| 短期借款           | 19973       | 20481       | 27691        | 27695        | <b>净利润</b>      | 13601       | 13423       | 7472         | 5890         |
| 应付账款           | 12085       | 17175       | 15882        | 14810        | 少数股东损益          | 524         | 704         | 363          | 286          |
| 其他             | 15209       | 38229       | 24755        | 26041        | <b>归属于母公司净利</b> | 13077       | 12718       | 7108         | 5603         |
| <b>非流动负债</b>   | 16918       | 17850       | 22373        | 23446        | EBITDA          | 33006       | 33145       | 27790        | 30806        |
| 长期借款           | 15095       | 16432       | 20607        | 22078        | EPS (元)         | 0.75        | 0.73        | 0.41         | 0.32         |
| 其他             | 1824        | 1418        | 1766         | 1367         | <b>主要财务比率</b>   |             |             |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 64185       | 93735       | 90702        | 91992        | <b>会计年度</b>     | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> |
| 少数股东权益         | 4914        | 6097        | 6460         | 6747         | <b>成长能力</b>     |             |             |              |              |
| 股本             | 17512       | 17512       | 17512        | 17512        | 营业收入            | 28.1%       | 18.0%       | -4.4%        | -11.5%       |
| 资本公积           | 32804       | 33646       | 33646        | 33646        | 营业利润            | 6.7%        | -0.3%       | -47.6%       | -21.0%       |
| 留存收益           | 31695       | 37418       | 38397        | 40767        | 归属于母公司净利        | 3.2%        | -2.7%       | -44.1%       | -21.2%       |
| 归属母公司股东权益      | 81961       | 88504       | 89494        | 91859        | <b>获利能力</b>     |             |             |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 151060      | 188336      | 186656       | 190598       | 毛利率             | 17.0%       | 14.8%       | 11.1%        | 9.9%         |
| <b>现金流量表</b>   |             |             |              |              | 净利率             | 8.1%        | 6.6%        | 3.9%         | 3.5%         |
| 单位: 百          |             |             |              |              | ROE             | 16.0%       | 14.4%       | 7.9%         | 6.1%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | ROIC            | 11.4%       | 10.2%       | 5.8%         | 4.8%         |
| <b>经营活动现金流</b> | 21596       | 19506       | 16935        | 31736        | <b>偿债能力</b>     |             |             |              |              |
| 净利润            | 13601       | 13423       | 7472         | 5890         | 资产负债率           | 42.5%       | 49.8%       | 48.6%        | 48.3%        |
| 折旧摊销           | 12453       | 12712       | 15988        | 20861        | 净负债比率           |             |             |              |              |
| 财务费用           | 1018        | 955         | 1589         | 1881         | 流动比率            | 1.09        | 1.01        | 0.98         | 0.94         |
| 投资损失           | -784        | -1499       | -1141        | -1320        | 速动比率            | 0.42        | 0.48        | 0.41         | 0.42         |
| 营运资金变动         | -4542       | -7016       | -7718        | 4816         | <b>营运能力</b>     |             |             |              |              |
| 其它             | -149        | 931         | 745          | -391         | 总资产周转率          | 1.11        | 1.13        | 0.98         | 0.86         |
| <b>投资活动现金流</b> | -17220      | -22309      | -22455       | -27083       | 应收账款周转率         | 30          | 32          | 29           | 28           |
| 资本支出           | 17904       | 23054       | 24475        | 24475        | 应付账款周转率         | 11.86       | 11.14       | 9.84         | 9.51         |
| 长期投资           | 2308        | -454        | -2255        | 260          | <b>每股指标 (元)</b> |             |             |              |              |
| 其他             | 2992        | 291         | -234         | -2347        | 每股收益            | 0.75        | 0.73        | 0.41         | 0.32         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -3926       | 1636        | 2569         | -3178        | 每股经营现金流         | 1.23        | 1.11        | 0.97         | 1.81         |
| 短期借款           | 9196        | 508         | 7210         | 4            | 每股净资产           | 4.68        | 5.05        | 5.11         | 5.25         |
| 长期借款           | -1100       | 1337        | 4175         | 1471         | <b>估值比率</b>     |             |             |              |              |
| 普通股增加          | 0           | 0           | 0            | 0            | P/E             | 7.04        | 7.24        | 12.96        | 16.44        |
| 资本公积增加         | 81          | 842         | 0            | 0            | P/B             | 1.12        | 1.04        | 1.03         | 1.00         |
| 其他             | -12103      | -1051       | -8817        | -4653        | EV/EBITDA       | 3.61        | 3.59        | 4.28         | 3.86         |
| <b>现金净增加额</b>  | 480         | -1072       | -2951        | 1476         |                 |             |             |              |              |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师承诺

**杨宝峰：钢铁行业高级分析师**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**寿岚

**电话：**021-63325888\*6054

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)