

宝钢下调 4 月产品价格简评

事件：宝钢今日公布 4 月份碳钢销售价格政策，主要产品热轧下调 200 元/吨，普冷下调 200 元/吨，镀锌下调 200 元/吨，彩涂实际优惠 200 元/吨，宽厚板新式产品上调 350 元/吨。其余产品如硅钢、线材维持 3 月份价格不变。

我们观点

- 宝钢下调 4 月产品售价政策仍延续 3 月跟随市场趋势策略，钢价从 2 月初达到前轮反弹峰值后一直走低，一月内平均下跌约 350 元/吨，热轧、冷轧板卷 2 月均价较一月分别下降 129 元/吨，65 元/吨，宝钢此次调价幅度与现货跌幅基本一致，下调后宝钢热轧和冷轧比市场分别高出 399 元/吨，238 元/吨（不含税），价差仍宝钢合理产品溢价。
- 宝钢下调价格基本符合市场的预期，温和的调整反映其出对后续钢价走势的谨慎。在需求低迷、库存高企拉低钢价的情况下，钢厂前期的复产给钢价带来进一步的压力。不过根据我们的测算，钢价已经接近基于现货采购原材料的中小钢厂成本线（见图 3），部分钢企将再次减产限产，钢价跌势有望趋缓。由于低迷的需求和过剩的产能，预计 09 年钢价围绕成本线低位震荡，钢企盈利亦在较低水平。
- 假设高成本原料库存基本消化，宝钢此次调价后其普碳钢仍有一定的盈利区间；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 4 月份宝钢产品售价，预计宝钢热轧吨钢毛利约为 400 元/吨。
- 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，宝钢吨钢盈利将有所恢复，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，钢价走弱和 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。



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

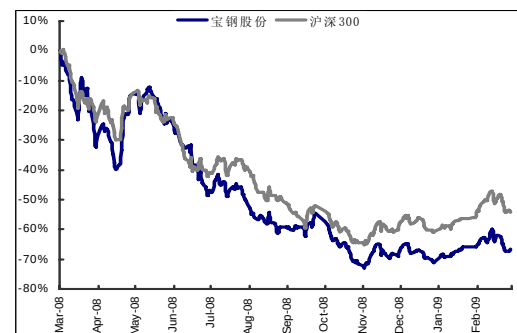
徐卫

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 3 月 3 日)	5.35 元
目标价格 (6 个月)	6.2 元
总股本/A 股 (万股)	1751200/1751200
A 股市值 (百万元)	93689
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告日期	2009 年 3 月 4 日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	-4.2	2.3	-69.6
相对表现 (%)	-9.5	-12.1	-15.8

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	191273	182048	161825	160830
主营业务利润 (百万)	162926	162724	145900	144048
净利润 (百万)	13423	6813	5751	7510
EBITDA (百万)	33145	26925	30645	37231
EPS (元)	0.73	0.37	0.31	0.41
ROE (%)	14.4	7.3	6.0	7.4
P/B (X)	1.04	1.04	1.01	0.96
P/E (X)	7.2	14.2	16.8	12.9
EV/EBITDA (X)	3.6	4.4	3.9	3.2

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。

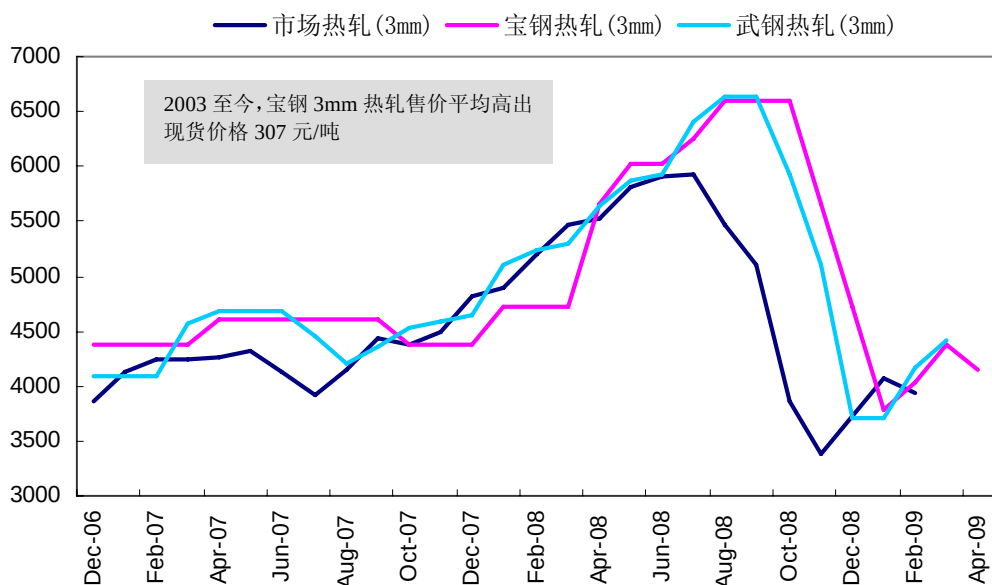
敬请参阅最后一页之重要声明。

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	3363	3907
2009 年 3 月	3742	4226	3770	4260		
2009 年 4 月	3542	3955				

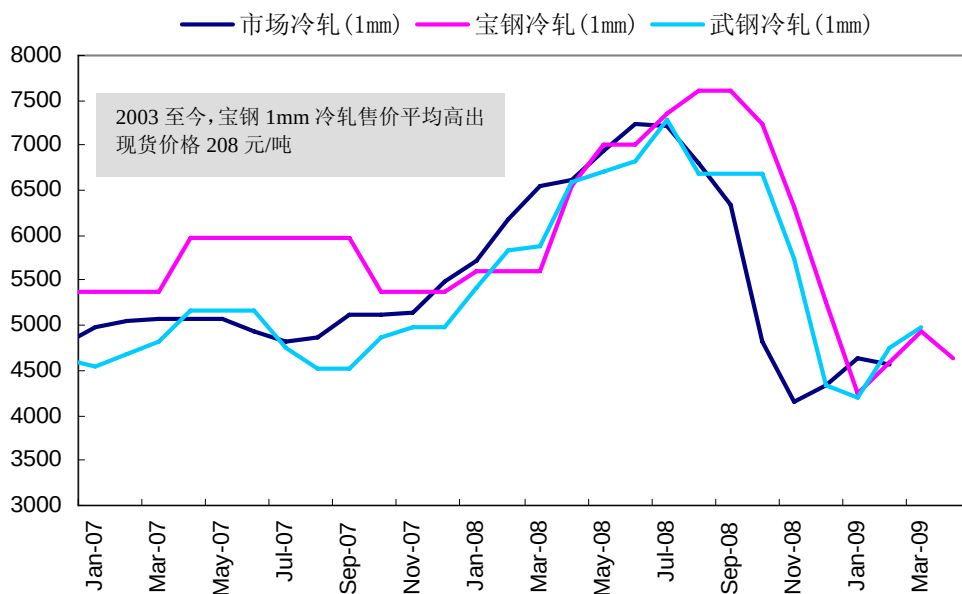
资料来源：东方证券研究所

图 1：宝钢、武钢热轧板卷价格与市场价格对比



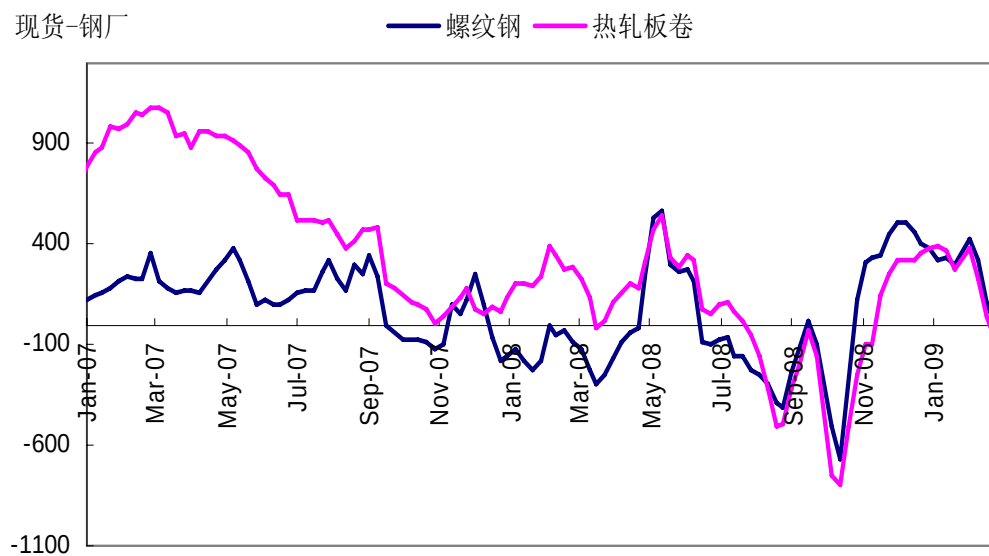
资料来源：东方证券研究所

图 2：宝钢、武钢冷轧价格与市场价格对比



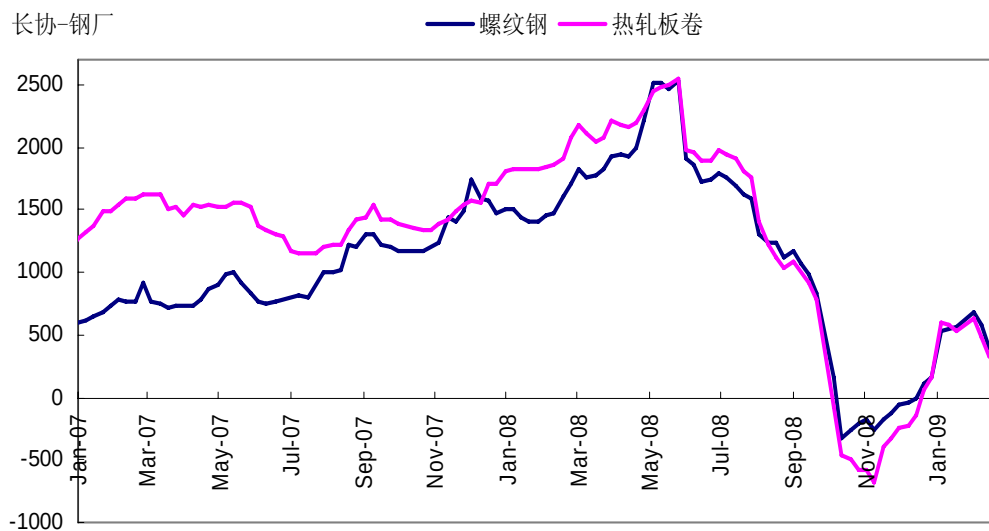
资料来源：东方证券研究所

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	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	76624	67137	64247	63611	营业收入	191273	182048	161825	160830
现金	11240	8289	9764	9261	营业成本	162926	162724	145900	144048
应收账款	6312	5916	5300	5247	营业税金及附加	1252	1192	1060	1053
其它应收款	866	902	770	782	营业费用	2018	1921	1708	1697
预付账款	6004	5118	4983	4725	管理费用	5220	4915	4693	3217
存货	39069	38568	34785	34243	财务费用	955	1603	1906	1802
其他	13133	8344	8644	9353	资产减值损失	810	1500	0	0
非流动资产	111712	119457	126340	128146	公允价值变动收益	28	0	0	0
长期投资	3754	3234	3494	3364	投资净收益	1499	1141	1320	1231
固定资产	81552	98240	105228	105962	营业利润	19478	9335	7879	10245
无形资产	5627	7698	10799	13385	营业外收入	257	175	216	195
其他	20779	10285	6819	5434	营业外支出	427	426	426	426
资产总计	188336	186594	190587	191757	利润总额	19308	9084	7668	10014
流动负债	75885	68926	69047	62604	所得税	5885	2271	1917	2503
短期借款	20481	28331	28204	20290	净利润	13423	6813	5751	7510
应付账款	17175	15882	14810	14341	少数股东损益	704	331	280	365
其他	38229	24712	26033	27973	归属于母公司净利	12718	6482	5472	7145
非流动负债	17850	22373	23446	26074	EBITDA	33145	26925	30645	37231
长期借款	16432	20607	22078	24406	EPS (元)	0.73	0.37	0.31	0.41
其他	1418	1766	1367	1668	主要财务比率				
负债合计	93735	91299	92493	88678	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	6097	6428	6708	7073	成长能力				
股本	17512	17512	17512	17512	营业收入	18.0%	-4.8%	-11.1%	-0.6%
资本公积	33646	33646	33646	33646	营业利润	-0.3%	-52.1%	-15.6%	30.0%
留存收益	37418	37770	40294	44911	归属于母公司净利	-2.7%	-49.0%	-15.6%	30.6%
归属母公司股东权益	88504	88867	91385	96006	获利能力				
负债和股东权益	188336	186594	190587	191757	毛利率	14.8%	10.6%	9.8%	10.4%
现金流量表			单位: 百	单位:	净利率	6.6%	3.6%	3.4%	4.4%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	14.4%	7.3%	6.0%	7.4%
经营活动现金流	19506	16308	31606	35299	ROIC	10.2%	5.4%	4.7%	5.8%
净利润	13423	6813	5751	7510	偿债能力				
折旧摊销	12712	15988	20861	25185	资产负债率	49.8%	48.9%	48.5%	46.2%
财务费用	955	1603	1906	1802	净负债比率				
投资损失	-1499	-1141	-1320	-1231	流动比率	1.01	0.97	0.93	1.02
营运资金变动	-7016	-7698	4799	1927	速动比率	0.48	0.41	0.42	0.46
其它	931	744	-390	106	营运能力				
投资活动现金流	-22309	-22455	-27083	-25656	总资产周转率	1.13	0.97	0.86	0.84
资本支出	23054	24475	24475	24475	应收账款周转率	32	29	28	30
长期投资	-454	-2255	260	-130	应付账款周转率	11.14	9.84	9.51	9.88
其他	291	-234	-2347	-1311	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1636	3195	-3048	-10146	每股收益	0.73	0.37	0.31	0.41
短期借款	508	7850	-127	-7914	每股经营现金流	1.11	0.93	1.80	2.02
长期借款	1337	4175	1471	2328	每股净资产	5.05	5.07	5.22	5.48
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	842	0	0	0	P/E	7.24	14.21	16.83	12.89
其他	-1051	-8830	-4392	-4560	P/B	1.04	1.04	1.01	0.96
现金净增加额	-1072	-2951	1476	-503	EV/EBITDA	3.59	4.42	3.88	3.20

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

Email：shoulan@orientsec.com.cn