

调价显产品优势

事件：宝钢今日出台 1 月价格政策，主要产品热轧实际上调 300 元/吨，普冷上调 550 元/吨，热镀锌上调 400 元/吨，中厚板上调 50 元/吨。（详见附注）。

研究结论

- 宝钢此次调价基本符合我们此前热轧上调 300，冷轧上调 500 的预期。目前市场对宝钢上调幅度的一致预期约 300 元/吨，超出此幅度将对宝钢股价形成正面影响，并对现货钢价形成支撑。
- 产品结构优势。与国内普碳钢公司相比，宝钢与汽车相关性最大，约 20% 产品应用于汽车行业，约 10% 应用于家电领域。汽车和家电用钢材订单强劲保持公司盈利明显高于行业平均，其领先的产品竞争力也使其获得更高的产品定价。
- 展望 2010 年，宝钢本部五冷轧、梅钢冷轧工程和取向硅钢将逐步达产，以及宝日汽车板公司新建热镀锌 GA 生产线的投产，宝钢股份将受益于产品结构的进一步提升。
- 成本优势。公司矿石基本全部来自长协矿，海运费 70% 由 COA 锁定。在现货矿石价格上涨中，宝钢具备明显成本优势。在正常的矿石库存条件下，协议矿的上涨对成本的影响在明年 6 月份才会有所体现。
- 预计 4 季度宝钢可实现每股收益 0.136 元，2009 和 2010 年每股收益 0.34 和 0.69 元，目前 P/B1.7 倍，2010P/E 约 13 倍，在钢铁公司中具备吸引力。我们维持宝钢买入评级。
- 风险因素：1) 国内新增板材产能的压力；2) 汽车家电产销量回落。



东方证券
ORIENT SECURITIES

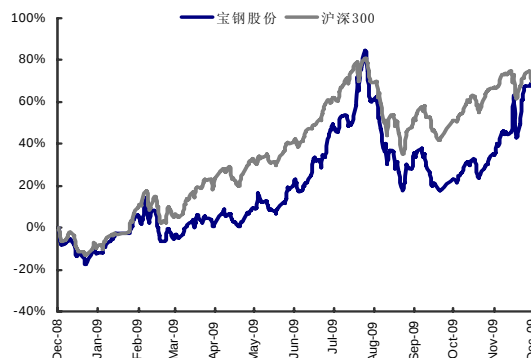
杨宝峰 钢铁行业首席分析师
8621-63325888×6099
yangbf@orientsec.com.cn

徐卫 钢铁行业助理分析师
021-63325888-6093
xuwei1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 12 月 11 日) 9.12 元
目标价格 (6 个月) 11.8 元
总股本/A 股 (百万股) 17512/17512/
A 股市值 (百万元) 34576
国家/地区 中国
行业 钢铁
报告日期 2009 年 12 月 11 日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	28.7	30.2	68.8
相对表现 (%)	23.2	11.8	-14.9

资料来源：WIND

主要财务数据

	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万)	200638	152077	178430
营业利润 (百万)	8687	8868	17957
净利润 (百万)	6601	7494	15211
EPS (元)	0.37	0.34	0.69
ROE (%)	7%	6%	12%
P/E(X)	24.7	26.6	13.1
P/B(X)	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.9	4.4	3.6

资料来源：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。

调价略超市场预期

宝钢此次调价超出市场预期：从 10 月中旬反弹以来，国内现货热轧价格上涨 365 元/吨（11%）、冷轧价格上涨 442 元/吨（9.3%），宝钢此次调价后，热轧、冷轧较 11 月最低出厂价格上涨 400 元/吨（10%）、850 元/吨（19%），冷轧上调幅度明显高于现货。当前宝钢热轧和冷轧比 11 月份现货均价分别高出 1131 元/吨，1019 元/吨（以上均为不含税价格）。

价格上调反映宝钢对后续钢价尤其是冷轧走势的乐观，这也反映了宝钢冷轧板的旺销。近 6 个月以来，宝钢汽车板单月销量一直稳定在 30 万吨左右，我们预计其全年汽车板产量约 360 万吨，其中冷轧汽车板 300 万吨，国内市场占有率 50.4%。10 年随着五冷轧和梅钢冷轧工程的达产，以及宝日汽车板公司新建热镀锌 GA 生产线的投产，冷轧汽车板有望贡献更多利润。而在汽车购置税优惠延续、以旧换新补贴提高的政策环境下，汽车产销两旺局面将延续。

从现货市场上看，我们也不难发现因为热轧产能的快速释放和汽车、家电等下游行业强劲的需求，冷轧供需面好于热轧，冷轧减热轧价差也由年初的 560 元/吨上升至目前的 1400 元/吨左右，

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
2009 年 1 月	3242	3626	3170	3590	3473	3963
2009 年 2 月	3442	3926	3570	4060	3363	3917
2009 年 3 月	3742	4226	3770	4260	3032	3682
2009 年 4 月	3542	4026	3570	3960	2926	3601
2009 年 5 月	3442	3826	3570	3960	3043	3695
2009 年 6 月	3142	3826	3310	4010	3177	3929
2009 年 7 月	3542	4276	3570	4370	3376	4251
2009 年 8 月	4042	4776	3920	4850	3515	4562
2009 年 9 月	4742	5476	4270	5250	3082	4280
2009 年 10 月	4442	5476	3870	4950	2935	4132
2009 年 11 月	3942	4776	3520	4500	3111	4307
2009 年 12 月	3942	4776	3820	4800		
2010 年 1 月	4242	5326				

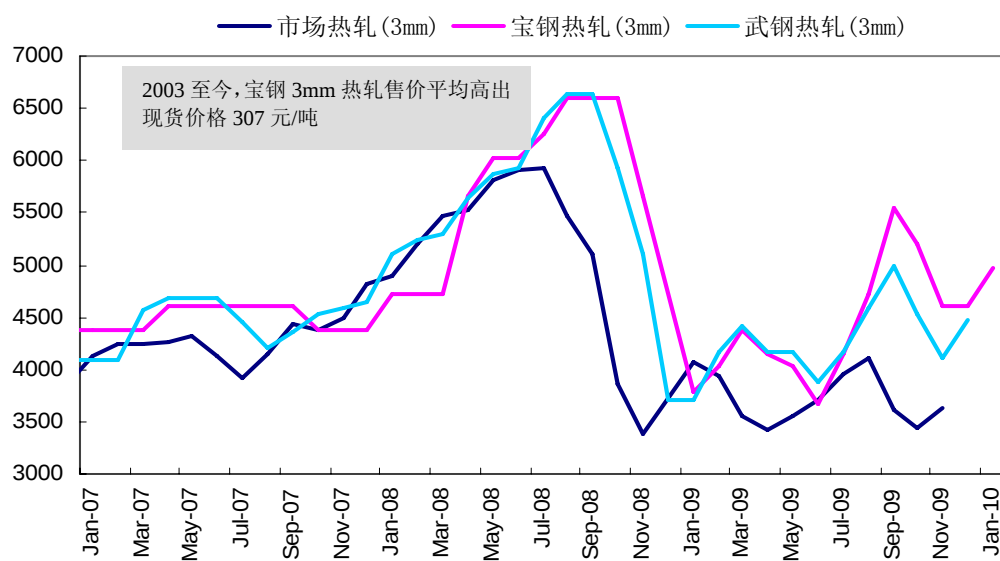
资料来源：东方证券研究所

图 1：冷热轧板材价差扩大

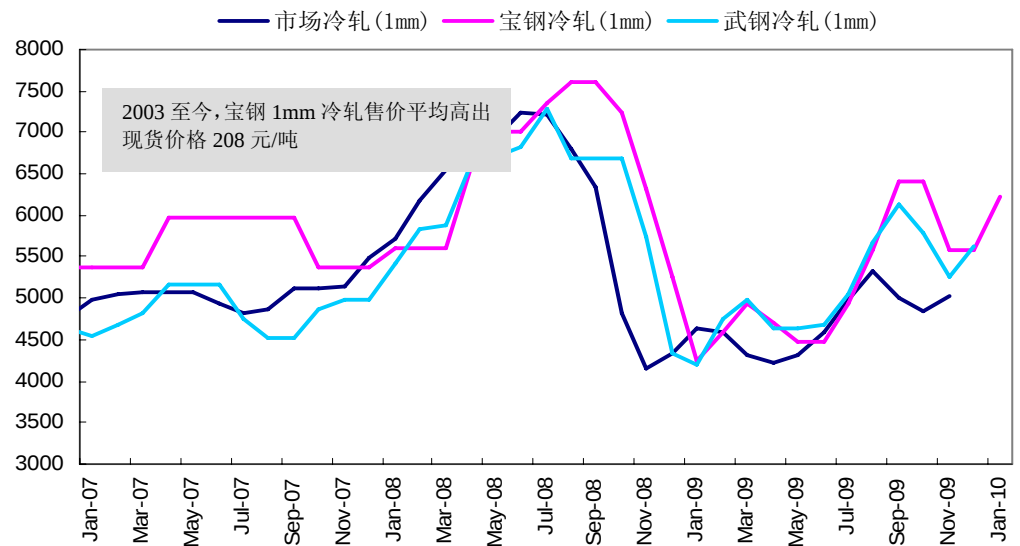


资料来源：东方证券研究所

图 2：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 3：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

表 2：宝钢 10 年新增产量估计

时间	状态	项目	产能	2010 增量
2009 年 2 月	达产	取向硅钢	10	2
2009 年 5 月	点火	梅钢公司 4 号 3200 高炉	260	200
2009 年 8 月	达产	五冷轧达产	150	50
2009 年 10 月	投产	梅钢冷轧工程	350	80
2010 年 3 月	项目完工	中厚板分公司 2 号 COREX 炉	150	90
2010 年 3 月	投产	宝日汽车板公司新建热镀锌 GA 生产线	50	30

资料来源：东方证券研究所

盈利维持强劲

综合四季度的价格和成本变化，以宝钢为代表的长协钢厂吨钢盈利环比下滑约 150 元左右，我们预计四季度宝钢吨钢毛利约为 850 元，对应季度 EPS 约为 0.136 元，将明显好于行业平均。

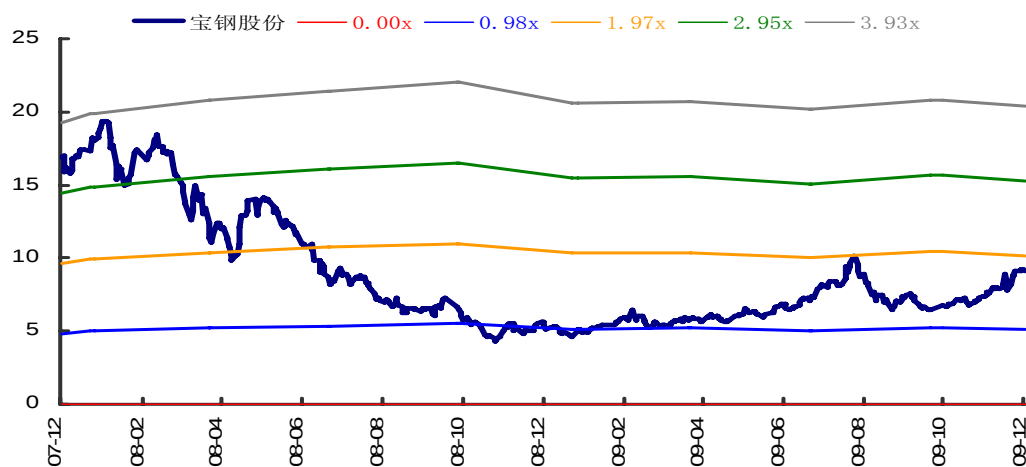
当前股价下我们依然看好未来 6 个月宝钢的表现：1) 产品结构优势。与国内普碳钢公司相比，宝钢与汽车相关性最大，约 20% 产品应用于汽车行业，约 10% 应用于家电领域。汽车和家电用钢材订单强劲保持公司盈利明显高于行业平均。2) 成本优势。公司矿石基本全部来自长协矿，海运费 70% 由 COA 锁定。在现货矿石价格上涨中，宝钢具备明显成本优势。3) 估值优势。预计 2009 和 2010 年每股收益 0.34 和 0.69 元，目前 P/B1.5 倍，2010P/E 约 13 倍，在钢铁公司中具备吸引力。

表 3：宝钢股份 4 季度盈利测算

	单位	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010E
3mmSPHC 价格	(元/吨)	3475	3275	4075	4009	4300
1mmSPCC 价格	(元/吨)	3859	3976	4876	5009	5300
吨钢成本	(元/吨)	6077	5528	5639	5750	5900
吨钢售价	(元/吨)	6297	5917	6636	6600	6900
吨钢毛利	(元/吨)	220	389	998	850	1000
吨钢费用	(元/吨)	344	320	314	320	320
吨钢利润	(元/吨)	7	129	674	530	680
粗钢产量	(万吨)	512.6	559.4	617.6	600	2400
每股收益	(元)	0.01	0.028	0.172	0.136	0.694

资料来源：东方证券研究所

图 4：宝钢股份 PB band 图



资料来源：东方证券研究所

附注：宝钢 2010 年 1 月价格政策

宝钢 12 月 10 日出台 2010 年 1 月份碳钢产品出厂价格政策，本次调价是以“宝钢 12 月份调价”为基准，具体调整情况如下：

中厚板：上调 50 元/吨，取消优惠 100 元/吨；普通船板（A 板）表列价 4000，普碳 Q235A 价 3700，低合金 Q345A 价 3850，容器板 Q345R 价 4000；

热轧：上调 300 元/吨，取消优惠 200 元/吨；现 2.75-3.0mmSPHC 表列价为 4242 元/吨，SS400 直发卷表列价为 3842 元/吨；

冷轧：上调 550 元/吨；现 1.0mmSPCC 表列价为 5326 元/吨；

酸洗：上调 400 元/吨；现 2.75-3.0mmSPHC 表列价为 4797 元/吨；

热镀锌：上调 400 元/吨；现 1.0*1250DC51D+Z 表列价 5377 元/吨；

电镀锌：上调 600 元/吨；

彩涂：上调 300 元/吨；

无取向硅钢：上调 600 元/吨。

以上价格仅供参考，最终以宝钢发布为准。所涉及价格均为不含税。从 09 年 12 月 10 日起开始执行。

表 4：宝钢盈利预测和财务数据

	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
流动资产	76624	58759	53443	52926	营业总收入	191559	200638	152077	178430
现金	11240	6852	7604	8921	营业总成本	173181	192631	143408	160672
应收票据	5657	4501	10645	10706	营业成本	162926	175894	134045	148918
应收账款	6312	5269	3042	3569	销售费用	2018	1853	2105	2469
预付账款	6004	4601	8043	8935	管理费用	5220	5676	5429	6370
存货	39069	35645	21447	17870	财务费用	955	2096	539	1470
非流动资产	111712	141262	102371	139238	其他经营收益	1526	681	199	199
长期投资	3890	3986	3986	3986	投资净收益	1499	677	199	199
固定资产	81552	109188	82240	124901	营业利润	19904	8687	8868	17957
在建工程	17128	17390	9532	2676	营业外收入减支出	-170	-150	-52	-61
无形资产	5722	6022	6083	7137	利润总额	19734	8537	8816	17896
资产合计	188336	200021	155814	192164	减：所得税	5885	1553	1322	2684
应付项目	33126	32385	26809	29784	净利润	13423	6601	7494	15211
付息负债	39122	57686	13092	36748	少数股东损益	704	142	1499	3042
短期借款	20481	24104	-36359	-17083	归属母公司净利润	12718	6459	5995	12169
长期付息负债	18641	33582	49450	53831					
其他负债	21487	12113	529	27	成长能力				
负债合计	93735	102183	40430	66558	营业收入同比	18%	5%	-24%	17%
所有者权益	94601	97838	115384	125606	EBITA 同比	-2%	-45%	-18%	109%
实收资本	17512	17512	17512	17512	归属母公司净利润同比	-3%	-49%	-7%	103%
资本公积	33646	36807	36807	36807	利润水平				
留存收益	37346	37638	41835	50353	销售毛利率	15%	12%	12%	17%
少数股东权益	6097	5881	19231	20934	销售净利率	7%	3%	5%	9%
负债和权益合计	188336	200021	155814	192164	整体绩效				
					ROE	14%	7%	6%	12%
经营活动现金流	16982	32164	24249	28802	ROIC	10%	5%	7%	10%
净利润	13423	6601	7494	15211	运营效率				
折旧摊销	12712	14661	10317	8921	应收账款周转率	32.3	34.7	36.6	54.0
营运资金变动	-2155	5259	6623	4869	存货周转率	5.4	5.4	5.3	9.1
投资活动现金流	-25325	-43534	28774	-45589	偿债能力				
资本支出	-24807	-42860	24428	-45780	流动比率	1.4	1.0	-5.6	4.2
长期投资	894	581	199	199	速动比率	0.7	0.4	-3.4	2.8
筹资活动现金流	1410	6981	-52270	18104	EBITA / I	11.2	3.6	17.6	13.1
短期借款	1536	3623	-60463	19275	资产负债率	50%	51%	26%	35%
长期借款	8734	14941	15868	4381	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.73	0.37	0.34	0.69
资本公积	657	3161	0	0	每股净资产	5.05	5.25	5.49	5.98
其他	-9516	-14744	-7675	-5552	P/E	12.6	24.7	26.6	13.1
现金净增加额	-6934	-4388	752	1318	p/B	1.8	1.7	1.7	1.5

分析师承诺

杨宝峰：钢铁行业首席分析师

徐 卫：钢铁行业助理分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn