

## 宝钢股份 600019.SS

## 逆市调价凸显产品优势

**事件：**宝钢今日出台 3 月价格政策，主要产品热轧上调 300 元/吨，普冷上调 300 元/吨，热镀锌上调 200 元/吨，中厚板上调 200 元/吨。（详见附注）。

## 研究结论

- 宝钢此次调价幅度符合预期，但时间提前超预期。在近期国内现货钢价下跌的背景下，宝钢上调价格显示其产品差异与行业平均的订单需求和竞争力优势，调价将对宝钢股价形成正面影响，并对未来现货钢价走势形成向上驱动。
- 从产品结构和成本结构分析，未来看好宝钢的核心驱动因素仍在延续，预计 2010 年每股收益 0.69 元，目前 P/B1.4 倍，2010P/E 约 11 倍，在钢铁公司中具备吸引力，近期股价调整是更好买入机会。
- 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。
- 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（2010 年 2 月 11 日）

7.83 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

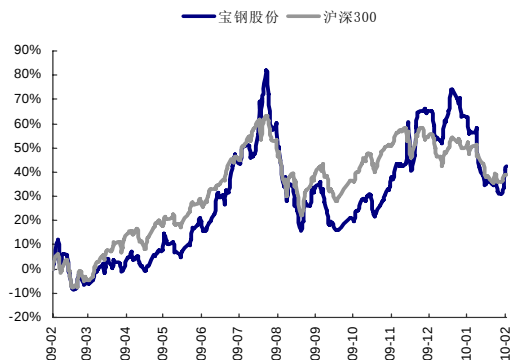
行业

钢铁

报告日期

2010 年 2 月 12 日

## 股价表现



| 评价周期     | 1个月  | 3个月   | 12个月 |
|----------|------|-------|------|
| 绝对表现 (%) | 3.4  | -12.2 | 42.8 |
| 相对表现 (%) | 11.6 | -3.5  | 3.9  |

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   | 0.33   | 0.69   |
| ROE（%）    | 7%     | 6%     | 12%    |
| P/E(X)    | 21.2   | 22.9   | 11.3   |
| P/B(X)    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| EV/EBITDA | 4.9    | 4.4    | 3.6    |

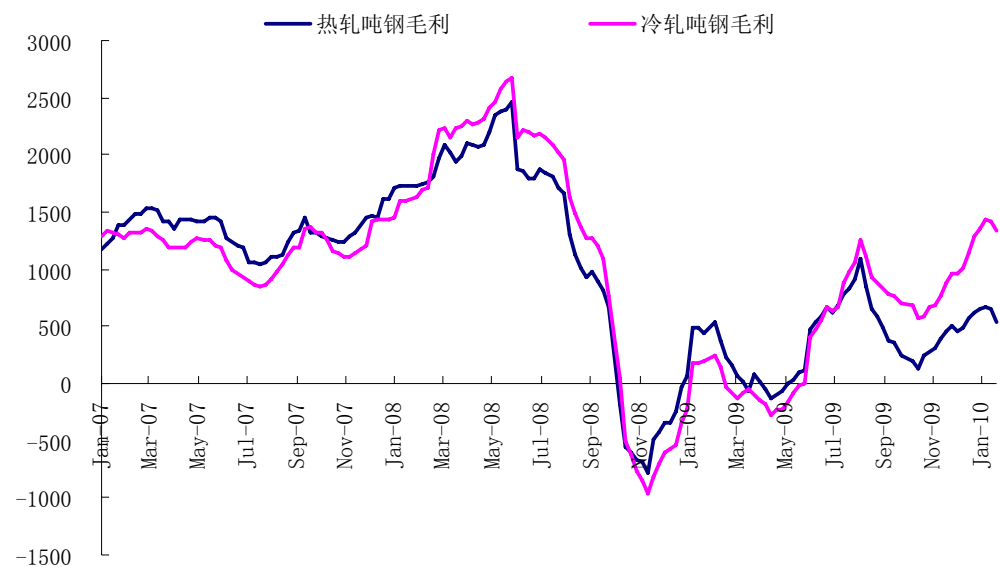
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

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 |
| 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   | 3237   | 4605   |
| 2010 年 1 月  | 4242   | 5326   | 4020   | 5200   | 3310   | 4869   |
| 2010 年 2 月  | 4242   | 5326   |        |        |        |        |
| 2010 年 3 月  | 4542   | 5726   |        |        |        |        |

资料来源：东方证券研究所

**图 1：冷热轧板材盈利明显扩大**


资料来源：东方证券研究所

**表 2：宝钢冷轧产品盈利保持强劲**

|             | 2009H | 2009Q3 | 2009Q4 | 2010Q1E | 2010E  |
|-------------|-------|--------|--------|---------|--------|
| 冷轧 SPCC 挂牌价 | 3918  | 4876   | 5009   | 5426    | 5626   |
| 冷轧系销售均价     | 4696  | 5287   | 5420   | 5837    | 6037   |
| 冷轧系销售成本     | 4376  | 3969   | 3969   | 4169    | 4369   |
| 吨钢毛利        | 320   | 1318   | 1451   | 1668    | 1668   |
| 毛利率         | 6.81% | 24.90% | 26.78% | 28.58%  | 27.63% |
| 销量          | 310   | 200    | 200    | 210     | 870    |

资料来源：东方证券研究所

**表 3：宝钢股份热轧产品盈利测算**

|             | 2009H | 2009Q3 | 2009Q4 | 2010Q1E | 2010E  |
|-------------|-------|--------|--------|---------|--------|
| 热轧 SPHC 平均价 | 3332  | 3882   | 3603   | 3975    | 4261   |
| 热轧系销售均价     | 3398  | 3858   | 3601   | 3938    | 4222   |
| 热轧系销售成本     | 3193  | 3076   | 3069   | 3207    | 3510   |
| 吨钢毛利        | 205   | 783    | 532    | 731     | 712    |
| 毛利率         | 6.03% | 20.30% | 14.78% | 18.56%  | 16.85% |
| 销量          | 354   | 220    | 210    | 210     | 900    |

资料来源：东方证券研究所

**表 4：宝钢股份分季度和 2010 盈利测算**

|           | 2009H | 2009Q3 | 2009Q4 | 2010Q1E | 2010E |
|-----------|-------|--------|--------|---------|-------|
| 钢铁销量合计    | 1012  | 618    | 599    | 609     | 2545  |
| 吨钢销售价格    | 4742  | 5158   | 5001   | 5374    | 5568  |
| 吨钢销售成本    | 4530  | 4383   | 4341   | 4517    | 4720  |
| 吨钢毛利      | 212   | 775    | 660    | 856     | 848   |
| 钢铁业务主营利润  | 2146  | 4788   | 3948   | 5213    | 21578 |
| 非钢铁业务主营利润 | 1167  | 1372   | 593    | 1186    | 3796  |
| 费用合计      | 3914  | 2041   | 2273   | 2041    | 8635  |
| 每股收益      | 0.038 | 0.173  | 0.116  | 0.181   | 0.694 |

资料来源：东方证券研究所

**附注：宝钢 2010 年 3 月价格政策**

经研究决定，2010 年 3 月份碳钢产品价格按 2010 年 2 月份基础上调整通知如下（以下均为不含税价）：

**一、热轧（直属厂部产品）：**

1、上调 300 元/吨；

2、焊接结构用钢、建筑结构用钢再上调 100 元/吨，表面硬化钢、机械结构用钢、汽车用钢、桥梁用钢、耐磨钢再上调 200 元/吨，低碳钢、超低碳钢、一般冷成型用钢再上调 400 元/吨。

**二、酸洗**

上调 200 元/吨。

**三、普冷**

**1、直属厂部产品：**

汽车板与非汽车板均调整如下：

(1) 上调 300 元/吨；

(2) 除牌号为 BLC、BCK-1/2、BHS1/2/3、BHG1/2、BLC-JD1/2/3、BAK、BDAK、BCB、BDCK、BTC4D、BTC1、BTC3、BTC6、B400NQ、B450NQ、B460NQ、B500NQ、DC01 (ST12)、SPCC、SPCC-1B/4B/8B、SPCCMB、SPCCYT、SPCCDT、SPCCCK、SYHS、ST37-2G、ST44-3G、ST52-3G、ST15-T 品种外再上调 400 元/吨；

2、梅钢产品：在同期直属厂部价格基础上给予 600 元/吨优惠；

**四、热镀锌（直属厂部）**

汽车板与非汽车板均调整如下：

1、上调 200 元/吨；

2、除 CQ 级、结构钢、热轧基板热镀锌品种外，其余品种再上调 500 元/吨。

**五、电镀锌**

汽车板与非汽车板均调整如下：

1、上调 300 元/吨；

2、除 CQ 级品种外再上调 400 元/吨。

**六、镀铝锌（直属厂部）**

上调 200 元/吨。

**七、彩涂**

3-4 月份家电彩涂上调 250 元/吨，其它品种价格维持不变。

**八、电工钢**

1、取向电工钢：维持二月份价格不变。

2、无取向电工钢：

(1) 高牌号：B50A250、B50A270、B50A290 维持不变，B50A310 上调 300 元/吨，其余牌号上调 450 元/吨；毛边优惠 50 元/吨。

(2) 中低牌号：上调 450 元/吨；

九、电镀锡（二季度）

在一季度基础上普遍上调 450 元/吨，厚度小于 $<0.28\text{mm}$  再上调 350 元/吨。

十、电镀铬（4 月）

1、瓶盖用产品：保持 3 月份价格不变。

2、其它用途产品：厚度小于 0.28mm 的产品按照二季度同规格镀锡 2.8/2.8 减价 500 元/吨；厚度大于等于 0.28mm 产品按照二季度同规格镀锡 2.8/2.8 减价 200 元/吨。

十一、厚板

上调 200 元/吨，

十二、以上价格调整通知自公布之日起生效执行。

十三、本价格调整通知的解释权属宝山钢铁股份有限公司营销管理部。

宝山钢铁股份有限公司营销管理部

二〇一〇年二月十二日

**表 5：宝钢盈利预测和财务数据**

|                | 2007          | 2008          | 2009E         | 2010E         |                 | 2007          | 2008          | 2009E         | 2010E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>76624</b>  | <b>58759</b>  | <b>53443</b>  | <b>52926</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>191559</b> | <b>200638</b> | <b>152077</b> | <b>178430</b> |
| 现金             | 11240         | 6852          | 7604          | 8921          | <b>营业总成本</b>    | <b>173181</b> | <b>192631</b> | <b>143408</b> | <b>160672</b> |
| 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          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>111712</b> | <b>141262</b> | <b>102371</b> | <b>139238</b> | <b>其他经营收益</b>   | <b>1526</b>   | <b>681</b>    | <b>199</b>    | <b>199</b>    |
| 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        | <b>营业利润</b>     | <b>19904</b>  | <b>8687</b>   | <b>8868</b>   | <b>17957</b>  |
| 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          | <b>利润总额</b>     | <b>19734</b>  | <b>8537</b>   | <b>8816</b>   | <b>17896</b>  |
| <b>资产合计</b>    | <b>188336</b> | <b>200021</b> | <b>155814</b> | <b>192164</b> | 减：所得税           | 5885          | 1553          | 1322          | 2684          |
| <b>应付项目</b>    | <b>33126</b>  | <b>32385</b>  | <b>26809</b>  | <b>29784</b>  | <b>净利润</b>      | <b>13423</b>  | <b>6601</b>   | <b>7494</b>   | <b>15211</b>  |
| <b>付息负债</b>    | <b>39122</b>  | <b>57686</b>  | <b>13092</b>  | <b>36748</b>  | 少数股东损益          | 704           | 142           | 1499          | 3042          |
| 短期借款           | 20481         | 24104         | -36359        | -17083        | <b>归属母公司净利润</b> | <b>12718</b>  | <b>6459</b>   | <b>5995</b>   | <b>12169</b>  |
| 长期付息负债         | 18641         | 33582         | 49450         | 53831         |                 |               |               |               |               |
| <b>其他负债</b>    | <b>21487</b>  | <b>12113</b>  | <b>529</b>    | <b>27</b>     | <b>成长能力</b>     |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>    | <b>93735</b>  | <b>102183</b> | <b>40430</b>  | <b>66558</b>  | 营业收入同比          | 18%           | 5%            | -24%          | 17%           |
| <b>所有者权益</b>   | <b>94601</b>  | <b>97838</b>  | <b>115384</b> | <b>125606</b> | 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         | <b>利润水平</b>     |               |               |               |               |
| 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%            |
| <b>负债和权益合计</b> | <b>188336</b> | <b>200021</b> | <b>155814</b> | <b>192164</b> | <b>整体绩效</b>     |               |               |               |               |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>16982</b>  | <b>32164</b>  | <b>24249</b>  | <b>28802</b>  | ROE             | 14%           | 7%            | 6%            | 12%           |
| 净利润            | 13423         | 6601          | 7494          | 15211         | ROIC            | 10%           | 5%            | 7%            | 10%           |
| 折旧摊销           | 12712         | 14661         | 10317         | 8921          | <b>运营效率</b>     |               |               |               |               |
| 营运资金变动         | -2155         | 5259          | 6623          | 4869          | 应收账款周转率         | 32.3          | 34.7          | 36.6          | 54.0          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-25325</b> | <b>-43534</b> | <b>28774</b>  | <b>-45589</b> | 存货周转率           | 5.4           | 5.4           | 5.3           | 9.1           |
| 资本支出           | -24807        | -42860        | 24428         | -45780        | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |
| 长期投资           | 894           | 581           | 199           | 199           | 流动比率            | 1.4           | 1.0           | -5.6          | 4.2           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1410</b>   | <b>6981</b>   | <b>-52270</b> | <b>18104</b>  | 速动比率            | 0.7           | 0.4           | -3.4          | 2.8           |
| 短期借款           | 1536          | 3623          | -60463        | 19275         | EBITA / I       | 11.2          | 3.6           | 17.6          | 13.1          |
| 长期借款           | 8734          | 14941         | 15868         | 4381          | 资产负债率           | 50%           | 51%           | 26%           | 35%           |
| 普通股增加          | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |
| 资本公积           | 657           | 3161          | 0             | 0             | EPS             | 0.73          | 0.37          | 0.33          | 0.69          |
| 其他             | -9516         | -14744        | -7675         | -5552         | 每股净资产           | 5.05          | 5.25          | 5.49          | 5.98          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-6934</b>  | <b>-4388</b>  | <b>752</b>    | <b>1318</b>   | P/E             | 10.8          | 21.2          | 22.9          | 11.3          |
|                |               |               |               |               | p/B             | 1.5           | 1.5           | 1.4           | 1.3           |

## 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](http://www.dfzq.com.cn)

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