

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

冷热轧表现抢眼，宽厚板值得期待

事件描述

宝钢股份今日公布 2009 年度报告, 公司 2009 年度实现营业收入 1485.25 亿元, 同比下降 25.97%; 实现营业利润 72.54 亿元, 同比下降 12.64%; 实现净利润 60.95 亿元, 同比下降 7.67%。; 实现 EPS 0.33 元。

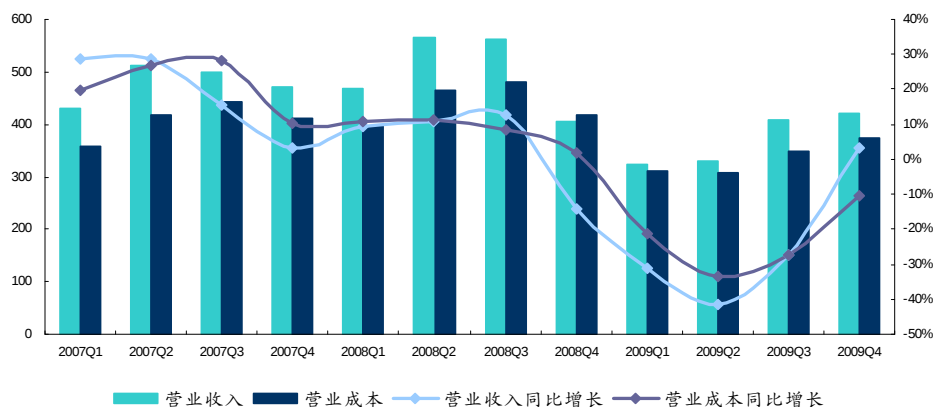
公司全年实现商品坯材销量2242.9 万吨, 同比下降1.6%。其中热轧产品(含酸洗, 不含厚板)销售量为695.2 万吨, 占公司碳钢商品坯材销售总量的33.7%。冷轧产品销售量为883.9 万吨, 占公司碳钢商品坯材销售总量的42.8%。

事件评论

第一，四季度主营收入较三季度小幅增长，主营利润环比下滑

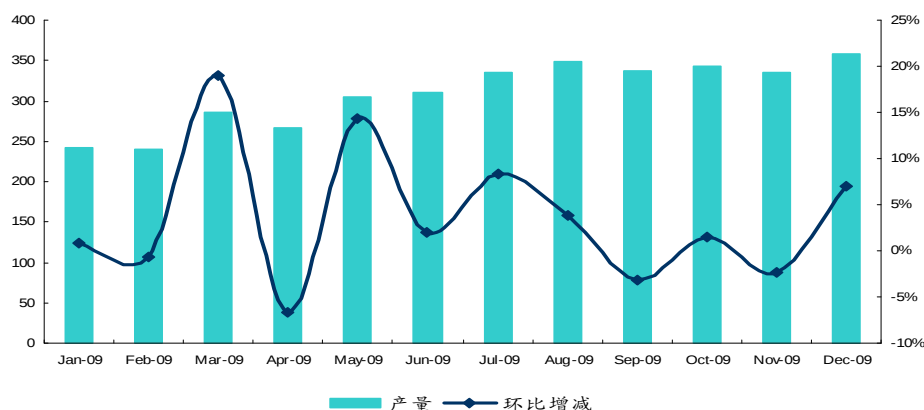
公司四季度主营收入较三季度小幅增长，在四季度公司产量较三季度基本持平的情况，宝钢主要产品出厂价环比三季度小幅回升是业绩得以增长的主要原因。

图 1：四季度业绩较三季度小幅提升，成本增长更快



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：公司四季度钢铁产量较三季度基本持平



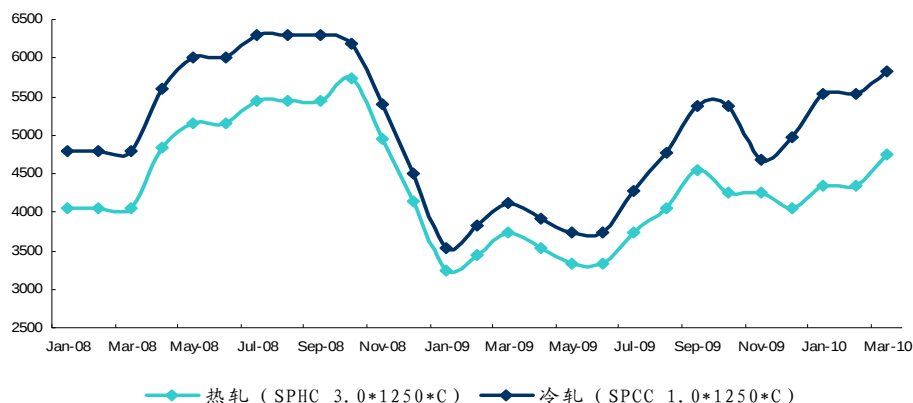
资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1：四季度宝钢主要产品出厂价较三季度略有上升，冷轧上涨明显

日期\产品名称	热轧	热轧季度环比	冷轧	冷轧季度环比	热镀锌	电工钢	镀锡	彩涂	电镀锌
Jan-09	3268		3526		5077	5270	8732	6007	6777
Feb-09	3418		3826		4077	5470	7932	6007	7117
Mar-09	3667		4126		4427	5820	7932	6157	7467
一季度均价	3451		3826		4527	5520	8199	6057	7120
Apr-09	3467		3926		4227	5820	7932	6257	7467
May-09	3217		3726		4027	5620	7932	5807	7467
Jun-09	3192		3726		4027	4420	6782	5607	7467
二季度均价	3292	-4.60%	3793	-0.87%	4094	5287	7549	5890	7467
Jul-09	3592		4276		4527	4870	6782	6057	7667
Aug-09	3975		4776		4777	5370	6782	5718.8	8167
Sep-09	4509		5376		5377	6370	6782	6318.8	
三季度均价	4025	22.28%	4809	26.81%	4894	5537	6782	6032	7917
Oct-09	4242		5376		5377	6370	6782	5968.8	6617
Nov-09	3942		4676		4677	5920		5568.8	6317
Dec-09	3909		4976		4677	5920		5568.8	6317
四季度均价	4031	0.14%	5009	4.16%	4910	6070	6782	5702	6417
Jan-10	4192		5526		5377	6520		5968	6917
Feb-10	4192		5526		5377	6520		6407	6917

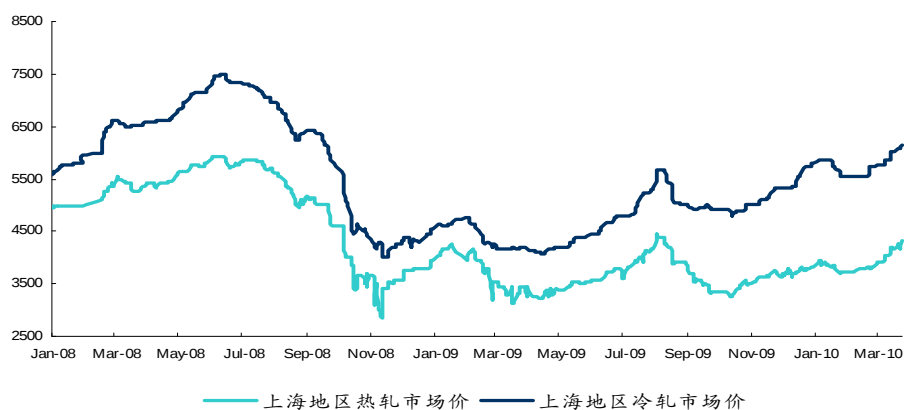
资料来源：钢之家，长江证券研究部

图 3: 四季度公司热轧冷轧出厂价较三季度小幅回升, 冷轧回升明显



资料来源: 钢之家, 长江证券研究部

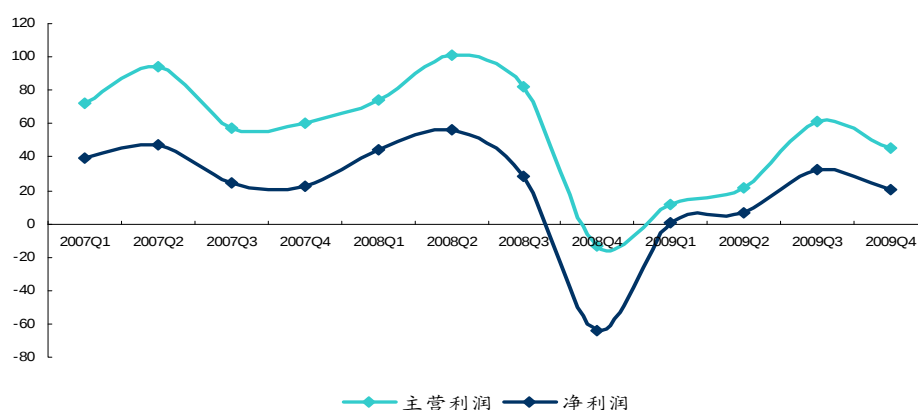
图 4: 上海地区热轧及冷轧市场价格走势



资料来源: Wind, 长江证券研究部

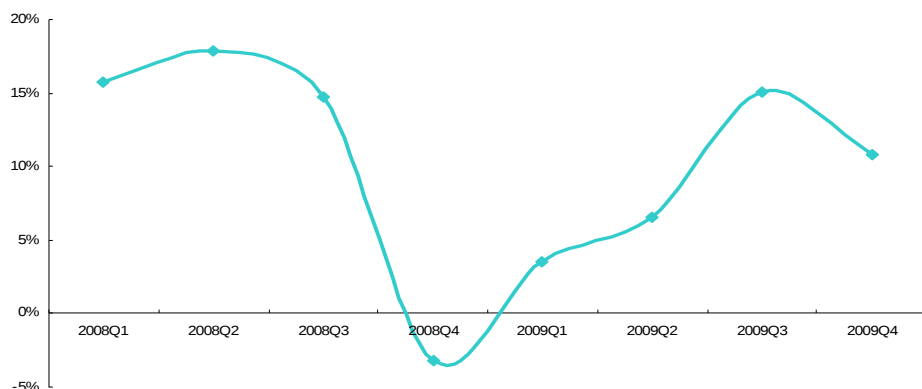
在四季度公司收入小幅提升的情况下, 公司主营利润环比却出现下滑, 主要原因在于四季度成本上升挤压了毛利空间。虽然四季度销售费用与管理费用环比有较大幅度增长, 不过所得税环比也出现了明显下降, 加上资产减值损失转回等因素的对冲, 因此净利润的下滑主要是主营利润下滑所致。

图 5: 四季度主营利润较三季度大幅下滑



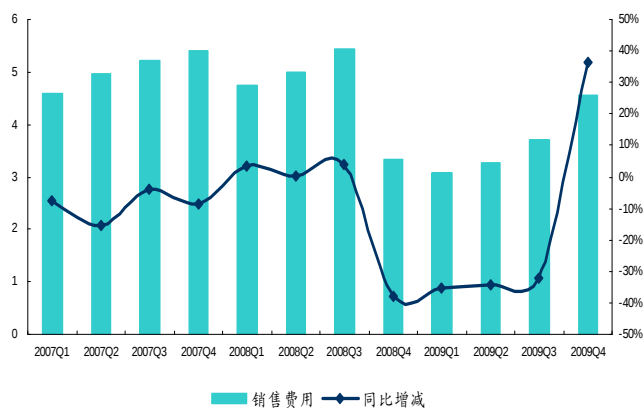
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6：四季度销售毛利率较三季度下滑明显



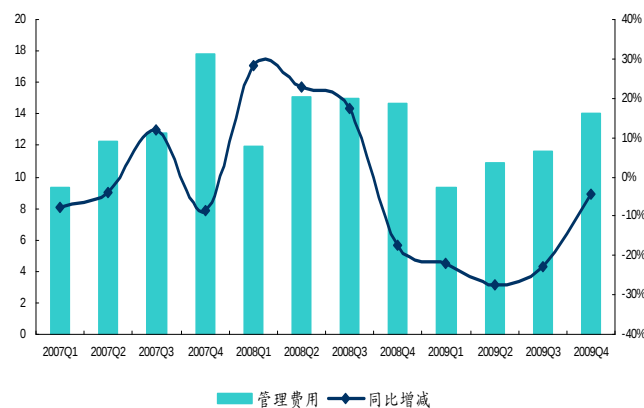
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：09 年度前三季度销售费用同比大幅下降



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：09 年度各季度管理费用同比下降明显

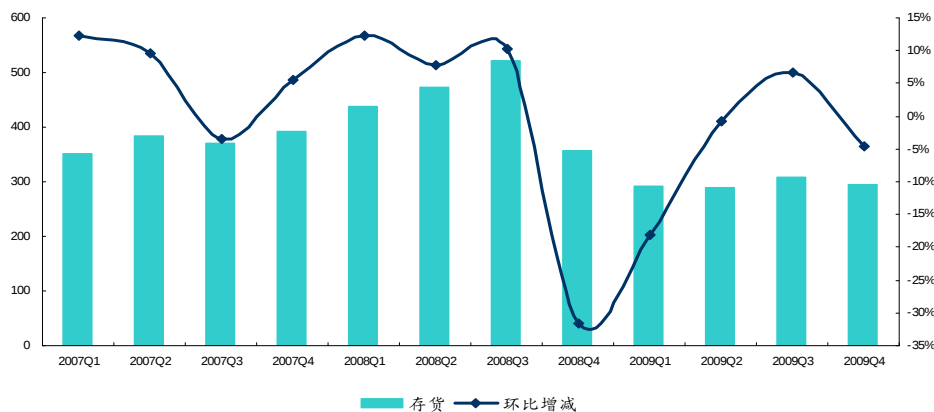


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，存货全年持续稳定，原材料略低

公司存货全年持续稳定，小幅低于去年同期。

图 9：期末存货较三季度持续增长，略低于去年同期



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司存货中，原材料占比仅为 31.55%，略低于行业其他公司。半成品与库存商品比例达 53.74%，同时，公司还对半成品与库存商品计提了约 5%的跌价准备。

表 2：公司存货基本为原材料和在产品

项目	期末余额（亿元）			期初余额（亿元）		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	93.60	0.66	92.94	141.53	25.90	115.63
半成品	87.39	4.61	82.78	104.72	13.00	91.72
库存商品	79.93	4.37	75.56	128.02	19.34	108.68
备品备件及其他	44.30	0.97	43.33	41.22	8.13	33.09
总计	305.23	10.61	294.62	415.49	59.04	356.45

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，碳钢卷板类表现抢眼，宽厚板特殊钢亏损严重

在2008年末大幅计提存货跌价准备的情况下，公司的主要产品基本都实现了正毛利。

冷轧受益于汽车家电的迅猛发展，表现抢眼是预期之内的事情。毕竟宝钢的冷轧代表了国内的最高水准，因此在冷轧需求出现繁荣的时候，公司冷轧享受了较其他公司更多的溢价。

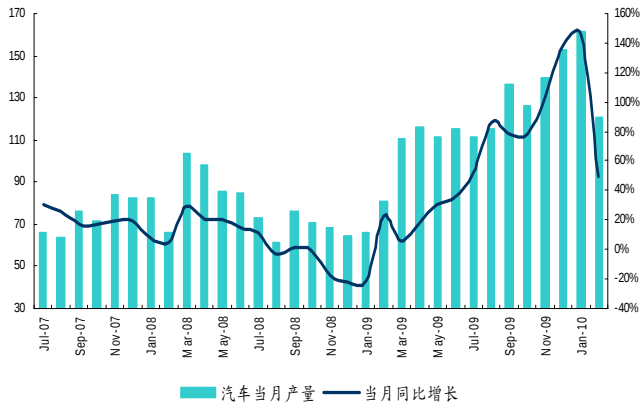
热轧表现较好主要原因是低端热轧均提供给公司后端冷轧工序做基板，因此商品材整体的水平较高。

不锈钢也实现了正收益，不过宽厚板和特殊钢却依然亏损严重。宽厚板出现亏损是意料之中的事情，对于一个新近投产的项目来说，前期的调试成本以及大幅的固定资产折旧摊销是不可忽视的成本压力。尤其是罗泾项目采用了最新的环保技术。至于特钢方面，虽然一直以来均低于预期，但总量较小，对公司影响也偏小。短期之内我们预计公司的特钢业务依然疲弱。

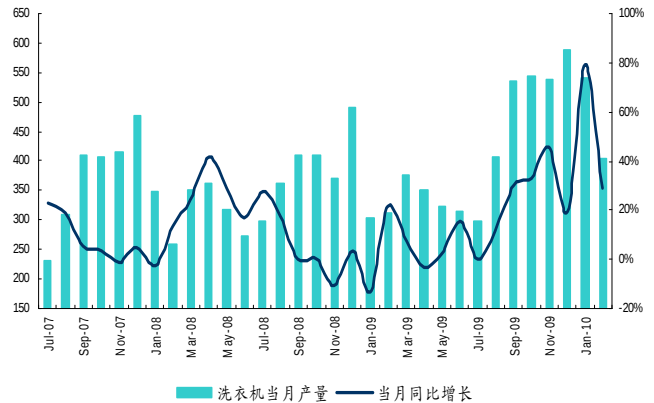
表3：主营业务分产品明细表

分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业利润率 (%)	营业收入较上年 增减(%)	营业成本较上年 增减(%)	营业利润率较上年 增减(%)
冷轧碳钢卷板	368.10	302.64	17.78	-3.24	-6.24	2.63
热轧碳钢卷板	283.12	246.02	13.10	-40.84	-38.55	-3.24
宽厚板	96.26	102.01	-5.98	-20.12	18.99	-34.84
钢管产品	103.66	89.42	13.74	-9.44	-5.48	-3.61
不锈钢板卷	141.06	135.16	4.18	-5.80	-17.49	13.57
特殊钢产品	64.95	73.45	-13.08	-32.69	-26.01	-10.22
其他钢铁产品	54.80	55.46	-1.20	-34.25	-30.48	-5.48
合计	1111.96	1004.17	9.69	-21.89	-19.43	-2.76

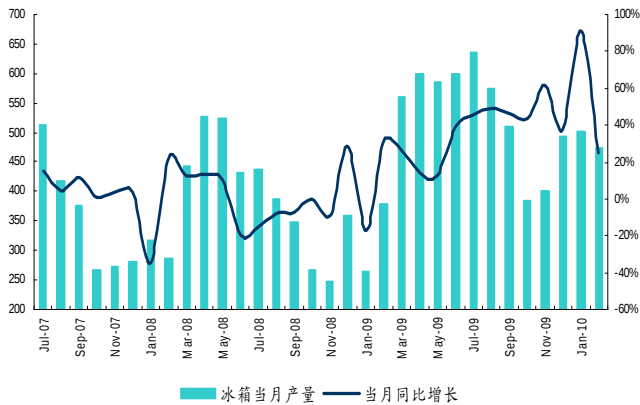
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：2009 年度国内汽车产量同比大幅增长


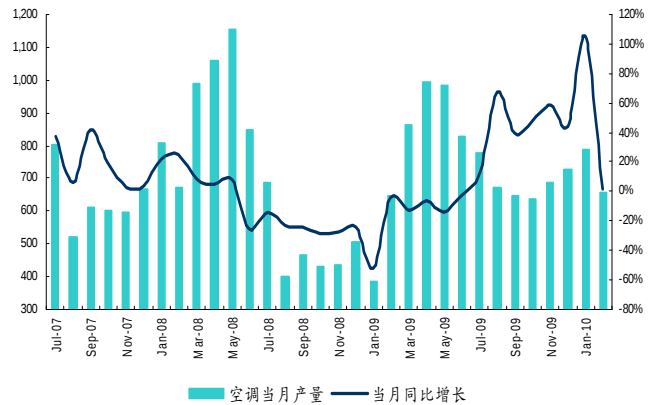
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 11：2009 年度国内洗衣机产量大幅增长


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 12：2009 年度国内冰箱产量增长迅速


资料来源：Wind，长江证券研究部

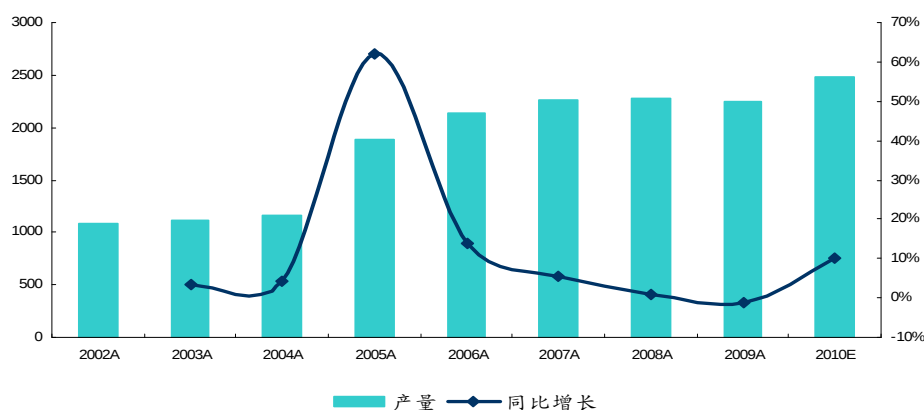
图 13：2009 年度国内空调产量同比也有所提高


资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，2010 年公司产量将有 10% 左右增长，产品结构向冷轧倾斜

2009 年公司全年商品坯材销售在 2243 万吨，基本与上年度持平。2010 年产量增长一方面来自产能扩大：梅钢的铁前改造在 2010 年将贡献 50-80 万吨的新增产能，未来梅钢热轧产能可能将由目前的 300 万吨最高扩大至 500 万吨；另一方面来自于产能利用率的提升，公司目前已经具备了 2400 万吨以上的能力。综合来看，公司 2010 年产量有望达到 10% 左右的增长。

图 14: 2010 年公司钢铁产量同比将有 10% 增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4: 公司历年销售量分产品统计 (万吨)

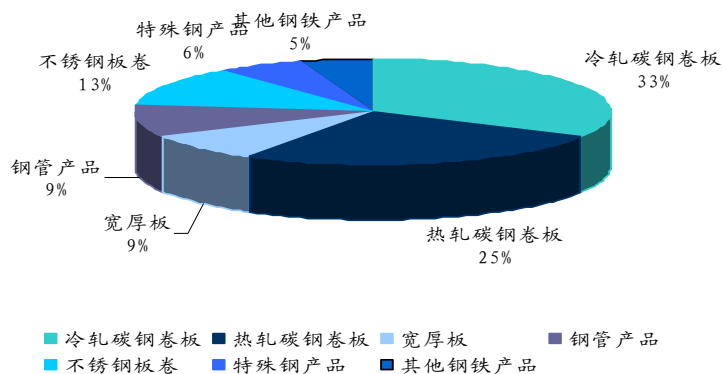
	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
碳钢热轧	334	660.64	666.6	852	917	914.5	695.2
碳钢冷轧	549.3	274.13	674.3	759.8	770.4	788.4	228
宽厚板					144.4	171	883.9
钢管	82.82	108.04	107.7	118.9	141.7	147	166
线材	56.99	57.91	57.5	69.1	58.8	53.2	46.1
钢坯	87.31	58.26	239.2	149.4	61.2	59.2	46.6
不锈钢产品			69	103.9	99.5	96.5	126.2
特殊钢产品			64.2	82.6	93.4	82.4	76.2
合计	1110.42	1158.98	1878.5	2135.7	2286.4	2312.2	2268.2

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在冷轧产品方面拥有明显的优势，尤其是在 09 年国内汽车以及家电产量高速增长刺激下，公司逐渐会将产品结构向冷轧倾斜。冷轧在 2010 年产能还将进一步扩张，主要来自梅钢的 80 万吨冷轧投产以及五冷轧在 2010 年的投产，预计将新增 130 万吨左右。

目前，热轧和冷轧类产品占据公司 60% 左右的产品份额，短期内不会发生较大改变。

图 15: 热轧及冷轧卷板类产品占据公司营业收入接近 60%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5: 宝钢股份 2010 年业绩初步预测

年份	收入	成本	费用	普碳钢产量	吨钢价格	吨钢成本	吨钢毛利	吨钢费用	吨钢净利	EPS
2003A	445	308	33	1110	4004	2776	1228	296	932	0.56
2004A	586	414	33	1159	5059	3575	1484	289	1196	0.75
2005A	1266	1000	77	1745	7254	5729	1526	444	1082	0.80
2006A	1621	1346	86	1954	8300	6890	1410	441	969	0.74
2007A	1913	1629	82	2067	9253	7882	1371	396	975	0.73
2008A	2003	1759	96	2102	9529	8366	1162	458	705	0.37
2009A	1483	1343	77	2243	6612	5988	624	343	281	0.33
2010E	1974	1785	95	2100	9400	8500	900	400	500	0.60

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，维持“推荐”评级

我们预计2010、2011年EPS分别为0.63、0.84元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	148525	193946	208906	233411	货币资金	5558	19395	25474	52773
营业成本	134332	168350	178194	200127	交易性金融资产	546	546	546	546
毛利	14193	25596	30712	33284	应收账款	6320	8422	9072	10136
% 营业收入	9.6%	13.2%	14.7%	14.3%	存货	29462	36736	38881	43667
营业税金及附加	570	744	801	895	预付账款	4099	5196	5499	6176
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	6	8	9	10
销售费用	1459	1939	2089	2334	流动资产合计	52666	79030	88881	#####
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	1056	1056	1056	1056
管理费用	4592	6012	6476	7236	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	长期股权投资	4207	4207	4207	4207
财务费用	1676	1302	653	150	投资性房地产	131	131	131	131
% 营业收入	1.1%	0.7%	0.3%	0.1%	固定资产合计	129903	#####	#####	91160
资产减值损失	-635	189	59	96	无形资产	7837	7445	7073	6719
公允价值变动收益	-107	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	953	0	0	0	递延所得税资产	1055	47	15	24
营业利润	7378	15410	20635	22573	其他非流动资产	4288	4288	4288	4288
% 营业收入	5.0%	7.9%	9.9%	9.7%	资产总计	201143	#####	#####	#####
营业外收支	41	0	0	0	短期贷款	27257	19653	0	0
利润总额	7295	15410	20635	22573	应付款项	23438	29315	31027	34846
% 营业收入	4.9%	7.9%	9.9%	9.7%	预收账款	11045	14352	15459	17272
所得税费用	1199	3852	5159	5643	应付职工薪酬	1595	2011	2129	2391
净利润	6095	11557	15476	16930	应交税费	-946	-2459	-3189	-3498
归属于母公司所有者					其他流动负债	8332	10534	11157	12528
的净利润	5816.2	10971.6	14691.8	16071.8	流动负债合计	70722	73405	56583	63540
少数股东损益	279	586	784	858	长期借款	5295	5295	5295	5295
EPS (元/股)	0.33	0.63	0.84	0.92	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	265	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	23641	23641	23641	23641
经营活动现金流净额	23993	26728	31077	32495	负债合计	99923	#####	85520	92476
取得投资收益	219	0	0	0	归属于母公司	95137	#####	#####	#####
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	6082	6668	7452	8310
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	101219	#####	#####	#####
固定资产投资	-18219	-2339	-2489	-2634	负债及股东权益	201143	#####	#####	#####
其他	727	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-17492	-2339	-2489	-2634		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.332	0.627	0.839	0.918
股权融资	86	0	0	0	BVPS	5.43	5.97	6.68	7.46
银行贷款增加 (减少)	-9791	-7605	-19653	0	PE	23.73	12.58	9.39	8.59
筹资成本	4478	-2948	-2856	-2561	PEG	0.59	0.31	0.23	0.21
其他	-2715	0	0	0	PB	1.45	1.32	1.18	1.06
筹资活动现金流净额	-7942	-10552	-22509	-2561	EV/EBITDA	7.40	4.47	3.17	2.33
现金净流量	-1441	13836	6079	27299	ROE	6.1%	10.5%	12.6%	12.3%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。