

普钢



兰杰 刘建刚
证书编号: S0190207100103

钢铁行业研究员

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

宝钢股份 (600019)

宝钢 7 月产品期价全面下调

推荐 (维持)

2010 年 6 月 5 日

投资要点

事件: 宝钢股份 2010 年 7 月碳钢板材期货价格下调: 热轧产品中, 低碳钢、超低碳钢、一般冷成型用钢下调 500 元/吨, 其余品种下调 300 元/吨。热轧酸洗下调 300 元/吨。普冷普遍下调 500 元左右, 其中汽车用钢 CQ 级产品下调 500 元/吨。镀锌产品也下调 300-500 元/吨不等 (具体调价细则见后)。

一. 本次调价为公司 2010 年以来首次价格下调, 符合市场预期同时也反映公司对的后市谨慎心态

- 在成本推动以及下游汽车市场需求旺盛等推动下, 宝钢主要产品自 10 年年初以来已累计上调 800-1200 元/吨。尽管 4 月中旬以来市场现货价持续回落, 但宝钢并没下调价格。
- 本次调价符合市场预期, 同时也反映出公司对后市的谨慎心态, 预计将有不少钢厂相继加入宝钢的调价队伍, 对市场短期心态有一定消极影响。在调价品种中, 公司汽车用深冲冷轧下调幅度最大, 为 1000 元 (见表 1)。尽管宝钢高等级汽车冷板市场占有率高且客户认同度高, 但本次下调反应出来自汽车市场的需求已环比明显下滑。宝钢的大幅下调必将对鞍钢、武钢等汽车板生产商形成较大的下调压力。
- 另一方面, 当前出厂价和现货价倒挂较为严重, 公司调价一定程度上能缓解严重的倒挂关系。钢价在下游需求趋弱的背景下正逐渐探底, 由于成本支撑仍在, 价位降到一定位置后, 伴随库存逐渐消耗, 下游贸易商在出厂价和现货价趋近的情况下游有望重新补充库存。

表 1 宝钢 7 月主要品种订货价格

品种	材质	代表规格	6 月执行价	7 月调幅	7 月执行价	1-6 月累计上调幅度
宽厚板	Q235B	14-20mm	4950	-200	4750	1050
热卷	SS400	5.5mm*1500*C	4642	-300	4342	1000
热卷	SPHC	3.0mm*1250*C	5242	-500	4742	1200
酸洗	SPHC	3.0mm*1250*C	5197	-300	4897	800
冷轧板卷	SPCC	1.0mm*1250*C	6026	-500	5526	1050
		1.0mm*1250*				
冷轧板卷	DC04	C	7476	-1000	6476	1450
热镀锌	DC51D	1.0mm*1250*C	5777	-300	5477	800
电镀锌	SECC	1.0mm*1250*C	7517	-300	7217	1100
无取向硅钢	B50A800	0.5mm	7390	0	7390	1650

注: 以上价格均在 6 月基础上上调, 不含税

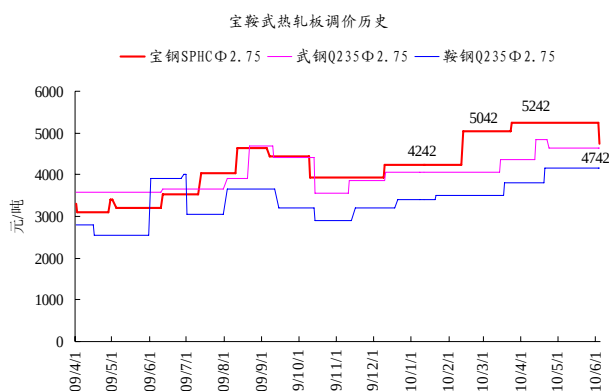
数据来源: 我的钢铁

表 2 2010 年初以来上海地区主要品种价格情况(元/吨)

品种	年初	今年低点(2月中旬)	今年高点(4月中旬)	累计涨幅	当前价格	跌幅	幅度
20mm 二级螺纹	3660	3630	4320	690	3830	-490	-12.8%
5.5mm 热卷	3830	3730	4600	870	4210	-390	-9.3%
20 中板	3950	3960	4760	800	4400	-360	-8.2%
1.0 冷板	5850	5630	6180	550	5950	-230	-3.9%
1.0 冷板	5590	5400	5900	500	5350	-550	-10.3%
1.0 冷卷	5360	5150	5730	580	5200	-530	-10.2%
1.0 镀锌	5250	5080	5520	440	5100	-420	-8.2%

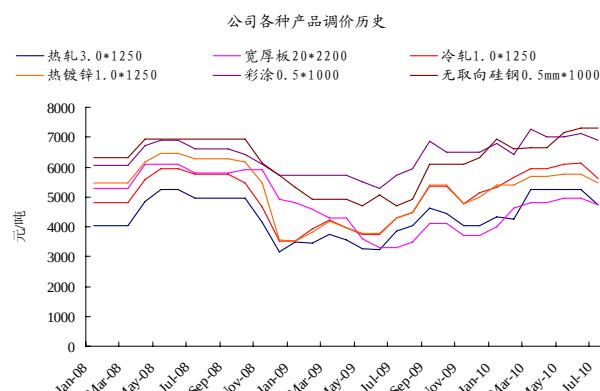
数据来源：我的钢铁

图 1 公司同类产品溢价优势仍明显



数据来源：Wind

图 2 公司各产品调价历史



数据来源：Wind

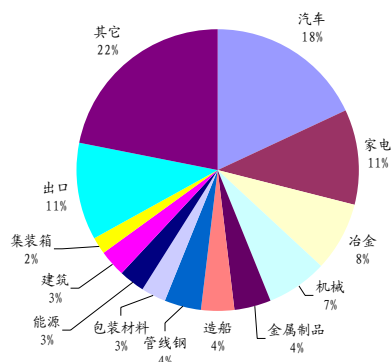
二. 汽车板需求受宏观调控和季节性因素影响环比趋弱，但中长期仍有增长空间

- 汽车板是公司重要细分市场。2009 年冷轧产品销售量为 883.9 万吨，占公司碳钢商品坯材销售总量的 42.8%。其中冷轧汽车板销售量为 331.5 万吨，国内市场占有率 50.1%；
- 5 月份中国汽车产量完成 131.27 万辆，环比降低 14.36%，同比增长 22.56%；中国汽车产量具有明显的季节性特征，3 月为全年产量高峰，之后持续下降至 8 月，9 月后产量环比又会有所增长。
- 但 2009 年受国家汽车补贴等因素刺激，季节性因素不明显。09 年 8 月之后产量快速上升，导致 09 年下半年整体基数较高。因此 10 年 5 月产量环比下滑主要受季节性因素和宏观调控等影响。预计下半年无论同比环比来看汽车月度产量都不会有太大幅度增长。但中长期来看，我国人均汽车保有量较低，且随着居民人均收入不断上升和消费结构改变，汽车消费仍有非常大的增长空间。

图 3 汽车板是公司重要细分市场

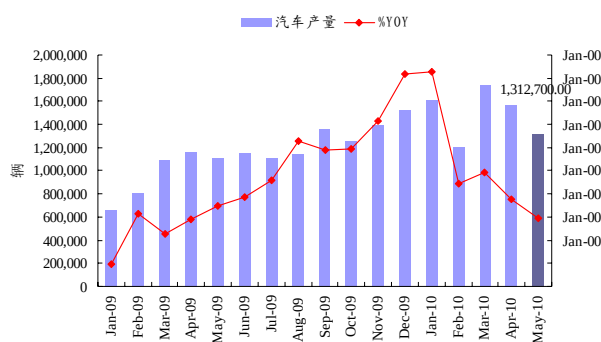
图 4 4 月起国内汽车产量环比下滑

宝钢产品按下游需求行业分布（按2009年产量推算）



数据来源: Wind

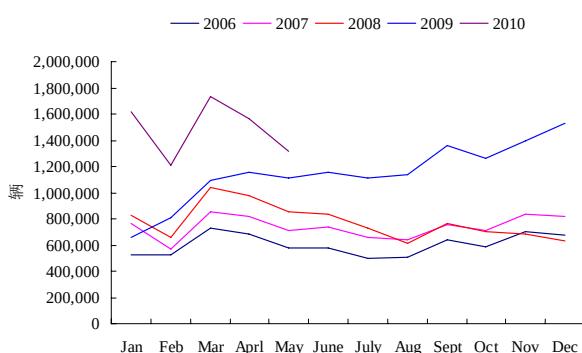
国内汽车产量变化



数据来源: Wind

图5 夏季汽车产量环比明显下滑（09年例外）

国内汽车月度产量



数据来源: Wind

数据来源: Wind

三、公司铁矿石成本三季度环比继续上升，对价格有一定支撑

- 公司铁矿石基本全部为长协矿，我们预测三季度长协矿价格季度环比上升 20%左右。在 6 月 2 日我们的行业点评报告“三季度长协矿价格环比上升几成定局”中，我们预测三季度长协矿价格季度环比上升 20%左右，但考虑到宝钢 2 季度至少消耗 1 个月的低成本铁矿石库存，因此宝钢 3 季度的铁精粉成本实际会略高于长协价环比升幅（公司航运长单目前优势并不明显）。
- 但我们同时判断三季度铁矿石现货和长协矿价格长时间大幅倒挂的现象出现概率很小（详细见报告），因此宝钢环比其它公司也没有原料劣势，全年销售长协价的优势仍可能持续，但长协溢价在季度定价机制下将明显低于过去几年（季度定价将更频繁修正溢价）

表3 力拓铁矿石（精粉/块矿）历年长协价格变动情况

	2Q 2010		2009 年		2008 年		2007 年		2006 年	
	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅
RIO-Hamersley 粉矿	193.68	99.7%	97	-32.95%	144.66	79.88%	80.43	9.50%	73.45	19%
RIO-Hamersley 块矿	217.68	94.4%	112	-44.46%	201.69	96.50%	102.65	9.50%	93.74	19%

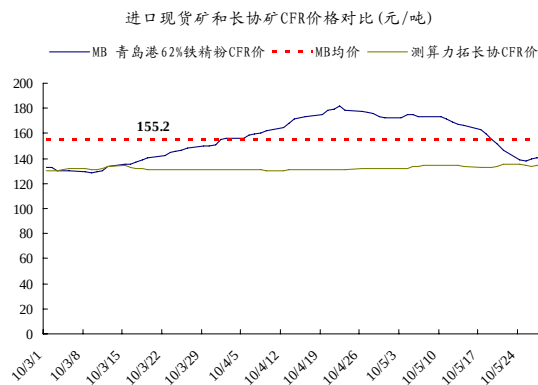
数据来源: Mysteel; 兴业证券研究所整理

图6 金属导报铁矿石指数变动



数据来源: Wind

图7 2010年3-5月进口现货矿和长协矿价格比较



数据来源: Wind

* 当然由于各厂选用指数不同,以及对运费核算等原因导致最终涨幅和我们的结果稍有不同

四. 公司 2010 年计划产量同比上升 11%, 主要增量来自于冷轧产品

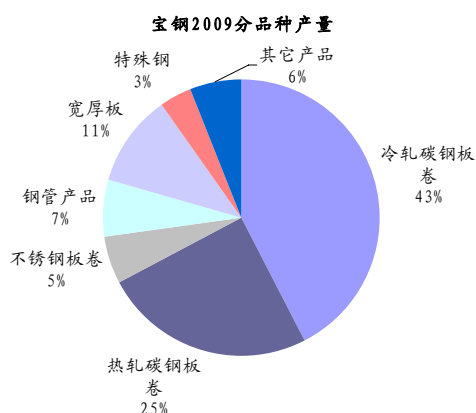
- 公司 2010 年计划产量 2499 万吨, 同比增长 11.4%。增量主要来自于梅钢冷轧和五冷轧。梅钢冷轧 09 年 10 月投产竣工, 设计能力 85 万吨, 今年能达产。五冷轧 2008 年 10 月投产, 设计产能 210 万吨左右。09 年末完全达产, 预计今年将有 50 万吨左右增量。
- 在三大钢中, 公司的计划产量增幅和鞍钢相当。由于基数已很大, 未来宝钢产品调整主要取决于两个方面: 下游行业特别是汽车等冷板需求较大行业的长期发展; 二是宝钢湛江项目运作是否顺利。

表4 2010 年三大钢生产计划对比:

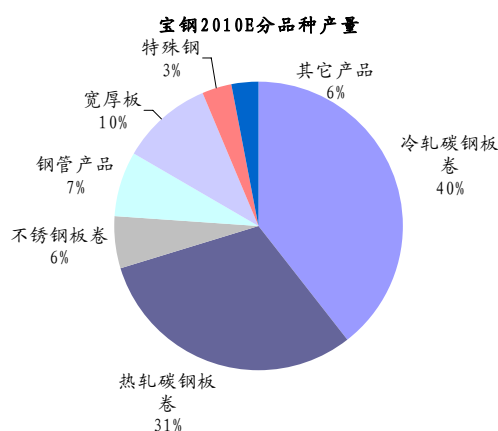
上市公司	2009钢材产量(万吨)	2009收入(亿元)	2010产量(万吨)	产量同比增长 %(2010vs.2009)
宝钢股份	2243*	1485	2499	11.4
鞍钢股份	1900	701	2098	10.4
武钢股份	1254	537	1605	24

数据来源: 公司年报

图8 公司 2009 年产量分产品占比(合计:2243 万吨) 图9 公司 2010 年产量分产品占比(合计:2499 万吨)



数据来源: Wind



数据来源: Wind

五、维持对公司长期推荐的评级

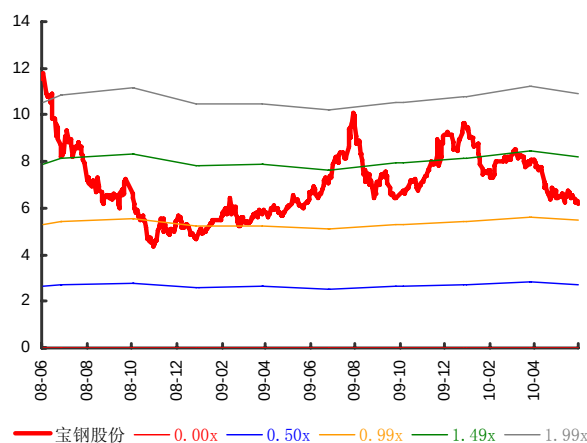
宝钢当前市净率为 1.1，处于历史较低位置。尽管当前钢铁行业下游需求疲软，上游受原材料成本挤压，但我们仍维持对公司**长期推荐**的评级。公司作为中国钢铁行业的标杆，无论在技术、产品结构、市场占有率等方面都具有其它企业难以比拟的优势，公司在下游产业链的延伸以及湛江项目的不断推进长期来看都有望给市场带来超预期。

图 10 公司 PE Band



数据来源: Wind

图 11 公司 PB Band



数据来源: Wind

附：宝钢股份 7 月期货调价细则

一、热轧（直属厂部及不锈钢事业部）

低碳钢、超低碳钢、一般冷成型用钢下调 500 元/吨，其余品种下调 300 元/吨。

二、酸洗（直属厂部及不锈钢事业部）

普遍下调 300 元/吨。

三、普冷

1、本部产品：

非汽车用钢：CQ 级产品及品种钢下调 500 元/吨；精密焊管用钢下调 400 元/吨；其它产品再下调 500 元/吨。

汽车用钢：CQ 级产品下调 500 元/吨；其它产品再下调 500 元/吨。

2、梅钢产品：在本部价格基础上优惠 500 元/吨。

3、厚度小于等于 0.5mm 的再下调 100 元/吨。

四、热镀锌

1、本部产品：S 系列结构钢及热轧酸洗镀锌下调 300 元/吨，汽车及非汽车用钢的 CQ 级下调 500 元/吨，其它产品再下调 300 元/吨。

2、梅钢产品：普遍下调 300 元/吨。

五、电镀锌

汽车及非汽车用钢 CQ 级下调 300 元/吨，其它产品再下调 500 元/吨。

六、镀铝锌

普遍下调 200 元/吨，梅钢产品在本部价格基础上优惠 200 元/吨。

七、彩涂（7-8 月）

普遍下调 200 元/吨。

八、厚板

普遍下调 200 元/吨。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	52666	57442	71568	81873
货币资金	5558	6936	10932	17462
交易性金融资产	546	546	546	546
应收账款	5566	5708	6877	7379
其他应收款	754	782	941	1008
存货	29462	32945	39529	41740
非流动资产	148476	142000	142095	139898
可供出售金融资产	1056	1171	1029	1086
长期股权投资	4207	4012	4050	4064
投资性房地产	131	133	133	133
固定资产	115466	118828	118372	116236
在建工程	13747	6373	2937	1518
油气资产	0	0	0	0
无形资产	7837	9328	11207	12518
资产总计	201143	199442	213663	221771
流动负债	70722	65311	75708	76862
短期借款	24274	27080	23902	23858
应付票据	4855	4395	5506	5898
应付账款	18583	18151	22268	23767
其他				
非流动负债	29202	24208	20187	19367
长期借款	5295	2837	1265	631
其他	23907	21371	18922	18736
负债合计	99923	89519	95895	96229
股本	17512	17512	17512	17512
资本公积	37314	37314	37314	37314
未分配利润	22584	28840	34004	38876
少数股东权益	6082	6545	7075	7668
股东权益合计	101219	109923	117768	125542
负债及权益合计	201143	199442	213663	221771

现金流量表

单位: 百万元

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	5816	11525	13354	14366
折旧和摊销	212	6177	6569	6836
资产减值准备	-4802	-206	294	107
无形资产摊销	212	167	176	182
公允价值变动损失	-107	0	0	0
财务费用	1676	2176	1878	1454
投资损失	-953	-952	-907	-930
少数股东损益	279	463	531	593
营运资金的变动	-6362	13960	-486	2582
经营活动产生现金流量	7034	9364	20077	19952
投资活动产生现金流量	-4400	-2785	-3692	-3883
融资活动产生现金流量	-3966	-5202	-12390	-9539
现金净变动	-1332	1378	3996	6531
现金的期初余额	6852	5558	6936	10932
现金的期末余额	5520	6936	10932	17462

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	148326	172795	205833	217206
营业成本	134332	148745	178472	188456
营业税金及附加	570	871	991	1027
销售费用	1459	1686	1996	2116
管理费用	4592	5093	6129	6489
财务费用	1676	2176	1878	1454
资产减值损失	-635	200	200	200
公允价值变动	-107	0	0	0
投资收益	953	952	907	930
营业利润	7254	14977	17073	18394
营业外收入	496	448	468	466
营业外支出	455	506	508	499
利润总额	7295	14919	17033	18362
所得税	1199	2932	3148	3403
净利润	6095	11987	13885	14959
少数股东损益	279	463	531	593
归属母公司净利润	5816	11525	13354	14366
EPS (元)	0.33	0.66	0.76	0.82

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-26.0%	16.5%	19.1%	5.5%
营业利润增长率	-12.6%	106.5%	14.0%	7.7%
净利润增长率	-10.0%	98.2%	15.9%	7.6%
盈利能力(%)				
毛利率	9.4%	13.9%	13.3%	13.2%
净利率	3.9%	6.7%	6.5%	6.6%
ROE	6.1%	11.1%	12.1%	12.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	49.7%	44.9%	44.9%	43.4%
流动比率	0.74	0.88	1	1
速动比率	0.31	0.36	0	1
营运能力(次)				
资产周转率	73.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	2548%	2853%	3046%	2837%
每股资料 (元)				
每股收益	0.33	0.66	0.76	0.82
每股经营现金	1.37	0.53	1.15	1.14
每股净资产	5.43	5.90	6.32	6.73
估值比率 (倍)				
PE	19.3	9.8	8.4	7.8
PB	1.2	1.1	1.0	1.0

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。