

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

## 继续下调出厂价，悲观预期下 8 月份可能出现亏损

### 事件描述

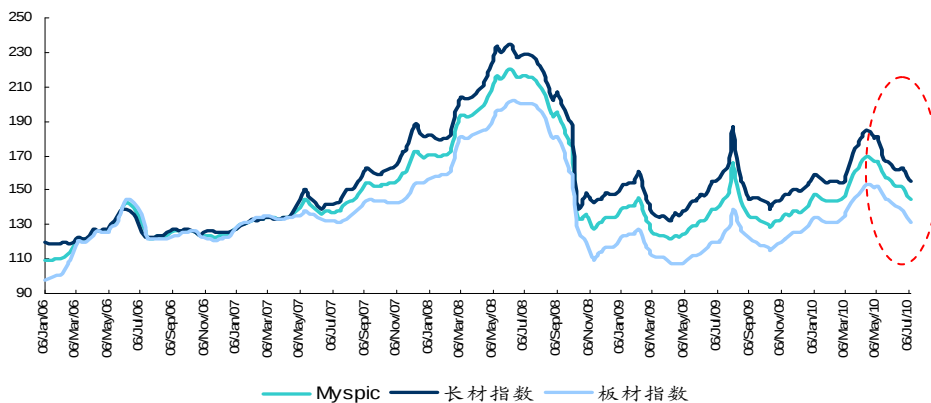
宝钢股份今日公布了 8 月份产品出厂价格：8 月份热卷低碳钢降 300 元/吨，其他品种降 200 元/吨，除普碳外，其他稳定订货用户优惠 300 元/吨；冷轧下调 300 元/吨，稳定用户优惠 300 元/吨，宽厚板下调 500 元/吨。

### 事件评论

#### 第一，根据现货市场价格表现调整期货价格是钢铁公司一贯的做法

虽然公司制定的是期货销售价格，但根据现货市场价格表现来调整是过去一贯的做法。因此，在近期国内钢价持续下降的情况下，宝钢 8 月份出厂价下调在情理之中。

图 1：近期国内市场价格持续下调



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 1：近期国内钢价持续下跌，1 个月跌幅达到 5.10%

|      | 本周    | 上周    | 周环比    | 上月度   | 与上月比   | 去年同期  | 与去年同期比 |
|------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 综合指数 |       |       |        |       |        |       |        |
| 综合   | 144.3 | 146.9 | -1.80% | 152.1 | -5.10% | 140.6 | 2.60%  |
| 长材   | 155.6 | 157.6 | -1.30% | 161.4 | -3.60% | 157.4 | -1.10% |
| 扁平材  | 131.3 | 134.4 | -2.30% | 140.5 | -6.50% | 120.1 | 9.30%  |
| 区域指数 |       |       |        |       |        |       |        |
| 华东   | 143.8 | 146.8 | -2.00% | 151.0 | -4.80% | 142.0 | 1.30%  |

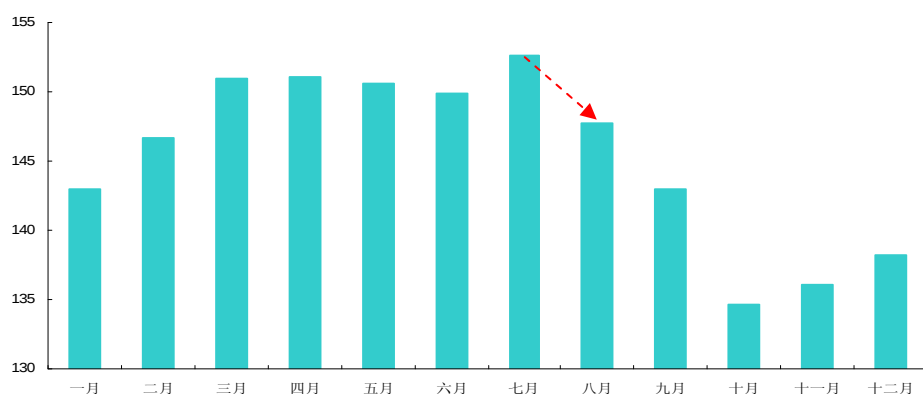
|             |       |       |        |       |        |       |        |
|-------------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 华南          | 148.7 | 150.2 | -1.00% | 154.4 | -3.70% | 143.9 | 3.30%  |
| 华北          | 140.0 | 141.7 | -1.20% | 147.5 | -5.10% | 136.4 | 2.60%  |
| 中南          | 147.7 | 149.4 | -1.10% | 153.7 | -3.90% | 142.0 | 4.00%  |
| 东北          | 135.4 | 137.6 | -1.60% | 145.7 | -7.10% | 132.3 | 2.30%  |
| 西南          | 142.7 | 147.7 | -3.40% | 152.4 | -6.40% | 144.4 | -1.20% |
| 西北          | 149.1 | 151.5 | -1.60% | 156.7 | -4.90% | 143.5 | 3.90%  |
| <b>品种指数</b> |       |       |        |       |        |       |        |
| 螺纹          | 152.4 | 154.1 | -1.10% | 157.8 | -3.40% | 155.2 | -1.80% |
| 线材          | 159.4 | 161.6 | -1.40% | 165.7 | -3.80% | 160.0 | -0.40% |
| 热卷          | 143.5 | 146.7 | -2.20% | 152.8 | -6.10% | 135.7 | 5.70%  |
| 冷板          | 121.8 | 124.5 | -2.20% | 132.7 | -8.20% | 111.2 | 9.50%  |
| 中厚          | 150.4 | 155.5 | -3.30% | 160.8 | -6.50% | 133.9 | 12.30% |
| 镀锌          | 98.4  | 99.1  | -0.70% | 103.1 | -4.60% | 94.0  | 4.70%  |

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

## 第二, 淡季到来和需求环比下滑预期导致公司出厂价持续两个月下调

从历史经验来看, 随着旺季效应的逐步淡化, 8 月份市场价格本来就面临着回落的风险。

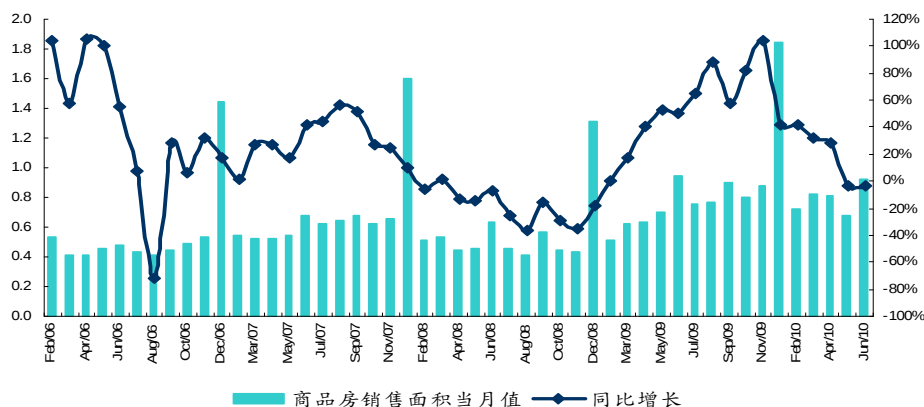
**图 2: 历年统计规律来看, 随着旺季效应的减弱, 8 月份钢价本来就面临着下降**



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

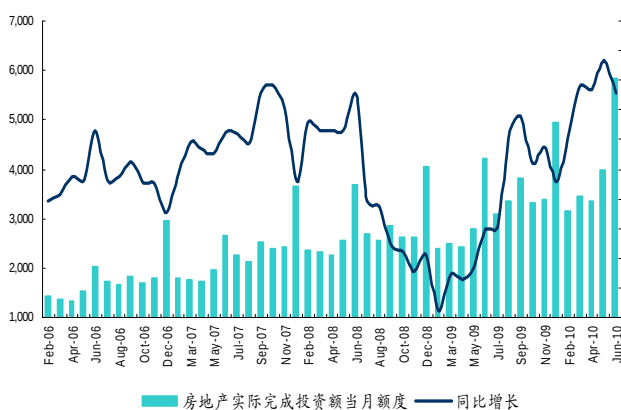
而今年情况尤为特殊, 一方面是地产行业还在遭遇调控, 另一方面是制造业在出现高位回落。需求自身的放缓叠加淡季效应, 今年的淡季可能会使人更为担忧。

图 3: 房地产销售面积在调控的影响下大幅下滑



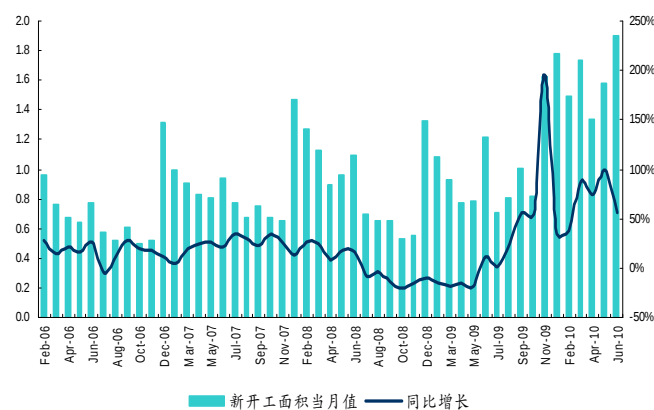
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 房地产实际完成投资额同比有所下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 新开工面积同比也处于低位



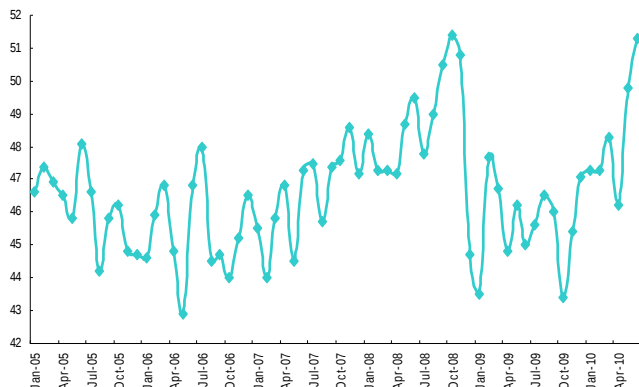
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 制造业 PMI 指数面临高位回落的风险



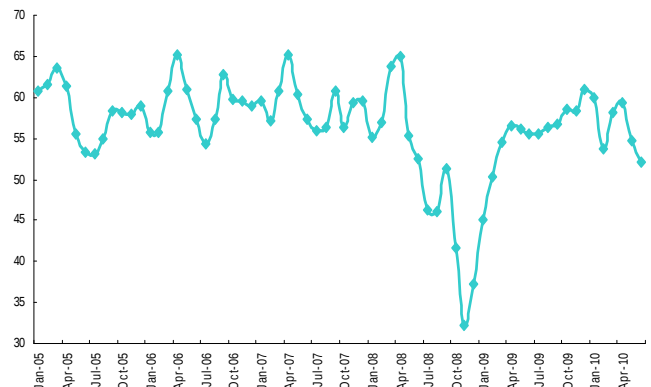
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7：制造业产成品库存指数近期持续上升



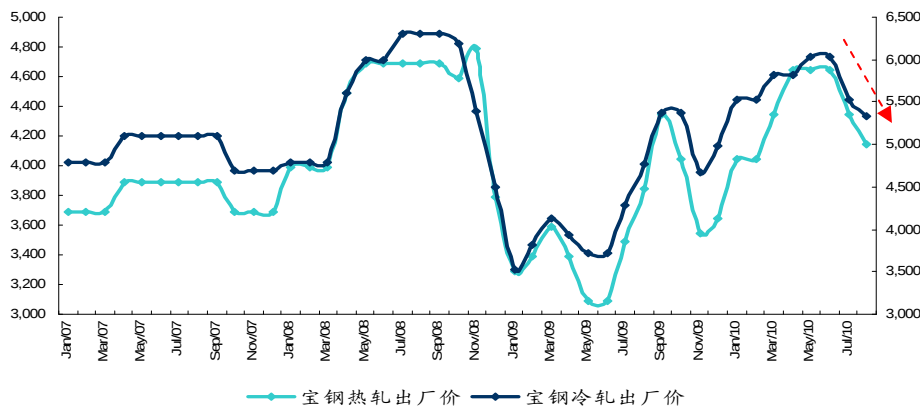
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：制造业新订单指数也有所下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 9：受制于需求下滑所导致的国内市场价格下降，宝钢出厂价连续两个月下调



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

### 第三，8 月份出厂价下调后，公司出厂价与市场价的价差虽有改善，但依然维持高位

虽然 8 月份出厂价小幅下调，但由于近期现货市场价格下滑幅度也较大，所以公司与市场价之间的价差依然维持在高位。如果现货钢价出现进一步下调，那么公司产品出厂价和市场价价差会继续拉大。

表 2：公司与市场价之间的价差虽有改善，但依然维持在高位

| 产 品<br>钢 种<br>规 格 | 宝钢热轧出厂价与市场价的对比 |             |            |       |       | 宝钢冷轧出厂价与市场价对比 |       |       |
|-------------------|----------------|-------------|------------|-------|-------|---------------|-------|-------|
|                   | SPHC           |             | SS400      | 上海地区  | 相对市场价 | SPCC          | 上海地区  | 相对市场价 |
|                   | 3.0*1250*C     | 2.75*1250mm | 5.5*1500mm | 含税价   | 价差    | 1.0*1250*C    | 含税价   | 价差    |
| Jan/09            | 3,793          |             | 3,853      | 4,121 | -268  | 4,125         | 4,639 | -514  |
| Feb/09            | 4,027          |             | 3,970      | 3,859 | 111   | 4,476         | 4,480 | -4    |
| Mar/09            | 4,378          |             | 4,203      | 3,382 | 820   | 4,827         | 4,184 | 644   |
| Apr/09            | 4,144          |             | 3,969      | 3,297 | 671   | 4,593         | 4,137 | 456   |
| May/09            | 3,910          |             | 3,618      | 3,479 | 139   | 4,359         | 4,311 | 49    |
| Jun/09            | 3,910          | 3,676       | 3,618      | 3,662 | -44   | 4,359         | 4,616 | -256  |
| Jul/09            | 4,378          | 4,144       | 4,086      | 3,940 | 146   | 5,003         | 5,032 | -29   |
| Aug/09            | 4,729          | 4,729       | 4,495      | 4,125 | 370   | 5,588         | 5,338 | 250   |

|        |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sep/09 | 5,314 | 5,431 | 5,080 | 3,546 | 1,534 | 6,290 | 4,950 | 1,340 |
| Oct/09 | 4,963 | 5,197 | 4,729 | 3,417 | 1,312 | 6,290 | 4,904 | 1,386 |
| Nov/09 | 4,963 | 4,729 | 4,144 | 3,634 | 510   | 5,471 | 5,149 | 322   |
| Dec/09 | 4,729 | 4,729 | 4,261 | 3,745 | 516   | 5,822 | 5,524 | 298   |
| Jan/10 | 5,080 |       | 4,729 | 3,825 | 905   | 6,465 | 5,755 | 711   |
| Feb/10 | 5,080 |       | 4,729 | 3,770 | 959   | 6,465 | 5,617 | 849   |
| Mar/10 | 5,899 | 5,899 | 5,080 | 4,098 | 982   | 6,816 | 5,934 | 883   |
| Apr/10 |       | 6,133 | 5,431 | 4,458 | 974   | 6,816 | 6,182 | 634   |
| May/10 |       | 6,133 | 5,431 | 4,282 | 1,149 | 7,050 | 6,029 | 1,022 |
| Jun/10 |       | 6,133 | 5,431 | 4,151 | 1,281 | 7,050 | 5,734 | 1,317 |
| Jul/10 |       | 5,548 | 5,080 | 3,880 | 1,200 | 6,465 | 5,200 | 1,265 |
| Aug/10 |       |       | 4,846 | 3,880 | 966   | 6,231 | 5,200 | 1,031 |

资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

#### 第四，粗略测算，8月份公司可能出现亏损

如果我们按照之前市场传言的长协矿价格大约 147 美元/吨的价格水平来估算，公司 8 月份单月业绩约为-0.07 元。

表 3：假定 3 季度长协价为 147 美元/吨，公司 8 月份业绩粗略估算为-0.07 元

| 宝钢 3 季度利润估算 | 2010 年 1 季度 |        |        | 2010 年 2 季度 |        |        | 7 月份   | 8 月份   |
|-------------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
|             | Jan-10      | Feb-10 | Mar-10 | Apr-10      | May-10 | Jun-10 | Jul-10 | Aug-10 |
| 产量          | 217         | 195    | 215    | 204         | 223    | 215    | 210    | 210    |
| 营业收入        |             | 442.78 |        |             |        |        |        |        |
| 营业成本        |             | 375.71 |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢收入        |             | 7,056  |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢成本        |             | 5,987  |        |             |        |        |        |        |
| 净利润         |             | 40.69  |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢毛利        |             | 1,069  |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢净利        |             | 648    |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢费用        |             | 420    |        | 420         | 420    | 420    | 420    | 420    |
| 价格增加        |             |        |        | 300         | 100    | 0      | -500   | -500   |
| 长协矿占比       | 100%        | 100%   | 100%   | 100%        | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |
| 长协矿上涨幅度     | 0%          | 0%     | 0%     |             | 100%   |        | 20%    | 20%    |
| 矿石带动吨钢成本增加  | 0           | 0      | 0      | 650         | 0      | 0      | 0      | 150    |
| BDI 均值      | 3,168       | 2,678  | 3,207  | 3,043       | 3,838  | 3,088  | 2,200  | 2,000  |
| 二级冶金焦价格均值   | 1,995       | 1,988  | 1,925  | 1,935       | 1,983  | 1,984  | 1,980  | 1,980  |
| 成本增加        |             |        |        | 200         | 300    | 50     | 0      | 100    |
| 估算吨钢净利      |             | 648    |        | 748         | 548    | 498    | -2     | -602   |
| 估算净利润       | 12.93       | 11.22  | 15.15  | 15.30       | 12.24  | 10.72  | -0.03  | -12.63 |
| 总股本         | 175.12      | 175.12 | 175.12 | 175.12      | 175.12 | 175.12 | 175.12 | 175.12 |
| 相应时期对应 EPS  |             | 0.22   |        |             | 0.22   |        | 0.00   | -0.07  |
| 累计 EPS      |             | 0.22   |        |             | 0.44   |        | 0.44   | 0.37   |

资料来源：Bloomberg，Wind，CEIC，钢之家，公司资料，长江证券研究部

如果我们假定 3 季度长协价维持不变来估算，公司 8 月份业绩将约为-0.06 元。

**表 4：假定 3 季度长协价不变，粗略估算公司 8 月份业绩约为-0.06 元**

| 宝钢 3 季度利润估算 | 2010 年 1 季度 |        |        | 2010 年 2 季度 |        |        | 7 月份   | 8 月份   |
|-------------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
|             | Jan-10      | Feb-10 | Mar-10 | Apr-10      | May-10 | Jun-10 | Jul-10 | Aug-10 |
| 产量          | 217         | 195    | 215    | 204         | 223    | 215    | 210    | 210    |
| 营业收入        |             | 442.78 |        |             |        |        |        |        |
| 营业成本        |             | 375.71 |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢收入        |             | 7,056  |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢成本        |             | 5,987  |        |             |        |        |        |        |
| 净利润         |             | 40.69  |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢毛利        |             | 1,069  |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢净利        |             | 648    |        |             |        |        |        |        |
| 吨钢费用        |             | 420    |        | 420         | 420    | 420    | 420    | 420    |
| 价格增加        |             |        |        | 300         | 100    | 0      | -500   | -500   |
| 长协矿占比       | 100%        | 100%   | 100%   | 100%        | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |
| 长协矿上涨幅度     | 0%          | 0%     | 0%     |             | 100%   |        | 20%    | 20%    |
| 矿石带动吨钢成本增加  | 0           | 0      | 0      | 650         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| BDI 均值      | 3,168       | 2,678  | 3,207  | 3,043       | 3,838  | 3,088  | 2,200  | 2,000  |
| 二级冶金焦价格均值   | 1,995       | 1,988  | 1,925  | 1,935       | 1,983  | 1,984  | 1,980  | 1,980  |
| 成本增加        |             |        |        | 200         | 300    | 50     | 0      | -20    |
| 估算吨钢净利      |             | 648    |        | 748         | 548    | 498    | -2     | -482   |
| 估算净利润       | 12.93       | 11.22  | 15.15  | 15.30       | 12.24  | 10.72  | -0.03  | -10.11 |
| 总股本         | 175.12      | 175.12 | 175.12 | 175.12      | 175.12 | 175.12 | 175.12 | 175.12 |
| 相应时期对应 EPS  |             | 0.22   |        |             | 0.22   |        | 0.00   | -0.06  |
| 累计 EPS      |             | 0.22   |        |             | 0.44   |        | 0.44   | 0.38   |

资料来源：Bloomberg，Wind，CEIC，钢之家，公司资料，长江证券研究部

### 第五，维持对公司的“推荐”评级

考虑到 3 季度业绩的不确定性，我们暂时维持前期的盈利预测，给予公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.53 元和 0.69 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 | 191542 | 205166  | 229232  | 货币资金        | 5558   | 19154  | 22272  | 47756  |
| 营业成本        | 134332 | 168350 | 178194  | 198836  | 交易性金融资产     | 546    | 546    | 546    | 546    |
| 毛利          | 14193  | 23192  | 26972   | 30396   | 应收账款        | 6320   | 8318   | 8909   | 9955   |
| % 营业收入      | 9.6%   | 12.1%  | 13.1%   | 13.3%   | 存货          | 29462  | 36738  | 38884  | 43388  |
| 营业税金及附加     | 570    | 735    | 787     | 879     | 预付账款        | 4099   | 5196   | 5500   | 6137   |
| % 营业收入      | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%    | 0.4%    | 其他流动资产      | 6      | 8      | 8      | 9      |
| 销售费用        | 1459   | 1915   | 2052    | 2292    | 流动资产合计      | 52666  | 78579  | 85352  | 118106 |
| % 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   | 5938   | 6360    | 7106    | 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   | 1322   | 679     | 165     | 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 | 117244 | 104212 | 91063  |
| 资产减值损失      | -635   | 179    | 54      | 95      | 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   | 45     | 13     | 24     |
| 营业利润        | 7378   | 13102  | 17042   | 19859   | 其他非流动资产     | 4288   | 4288   | 4288   | 4288   |
| % 营业收入      | 5.0%   | 6.8%   | 8.3%    | 8.7%    | 资产总计        | 201143 | 212996 | 206333 | 225594 |
| 营业外收支       | 41     | 0      | 0       | 0       | 短期贷款        | 27257  | 20528  | 0      | 0      |
| 利润总额        | 7295   | 13102  | 17042   | 19859   | 应付款项        | 23438  | 29317  | 31029  | 34624  |
| % 营业收入      | 4.9%   | 6.8%   | 8.3%    | 8.7%    | 预收账款        | 11045  | 14174  | 15182  | 16963  |
| 所得税费用       | 1199   | 3276   | 4260    | 4965    | 应付职工薪酬      | 1595   | 2011   | 2129   | 2375   |
| 净利润         | 6095   | 9827   | 12781   | 14894   | 应交税费        | -946   | -2145  | -2700  | -3126  |
| 归属于母公司所有者   |        |        |         |         | 其他流动负债      | 8332   | 10528  | 11149  | 12441  |
| 的净利润        | 5816.2 | 9328.9 | 12133.6 | 14139.4 | 流动负债合计      | 70722  | 74413  | 56789  | 63277  |
| 少数股东损益      | 279    | 498    | 648     | 755     | 长期借款        | 5295   | 5295   | 5295   | 5295   |
| EPS (元/股)   | 0.33   | 0.53   | 0.69    | 0.81    | 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  | 25362  | 28596   | 30362   | 负债合计        | 99923  | 103349 | 85725  | 92213  |
| 取得投资收益      | 219    | 0      | 0       | 0       | 归属于母公司      | 95137  | 103066 | 113380 | 125399 |
| 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   | 6580   | 7228   | 7983   |
| 无形资产投资      | 0      | 0      | 0       | 0       | 股东权益        | 101219 | 109647 | 120608 | 133381 |
| 固定资产投资      | -18219 | -2315  | -2452   | -2592   | 负债及股东权益     | 201143 | 212996 | 206333 | 225594 |
| 其他          | 727    | 0      | 0       | 0       | 基本指标        |        |        |        |        |
| 投资活动现金流净额   | -17492 | -2315  | -2452   | -2592   |             | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 债券融资        | 0      | 0      | 0       | 0       | EPS         | 0.332  | 0.533  | 0.693  | 0.807  |
| 股权融资        | 86     | 0      | 0       | 0       | BVPS        | 5.43   | 5.89   | 6.47   | 7.16   |
| 银行贷款增加 (减少) | -9791  | -6730  | -20528  | 0       | PE          | 18.01  | 11.23  | 8.63   | 7.41   |
| 筹资成本        | 4478   | -2721  | -2499   | -2286   | PEG         | 0.52   | 0.33   | 0.25   | 0.21   |
| 其他          | -2715  | 0      | 0       | 0       | PB          | 1.10   | 1.02   | 0.92   | 0.84   |
| 筹资活动现金流净额   | -7942  | -9451  | -23026  | -2286   | EV/EBITDA   | 5.90   | 3.74   | 2.61   | 1.72   |
| 现金净流量       | -1441  | 13596  | 3118    | 25483   | ROE         | 6.1%   | 9.1%   | 10.7%  | 11.3%  |

### 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 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 易 敏 | 华南区副总经理   | (8621) 68755178 | 13817111316 yimin@cjsc.com.cn      |
| 魏媛红 | 华北区总经理    | (8621) 68751860 | 13681605823 weiyh@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@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：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>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：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>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。