

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

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

定位高端享受溢价，期待低盈利品种逐步恢复

事件描述

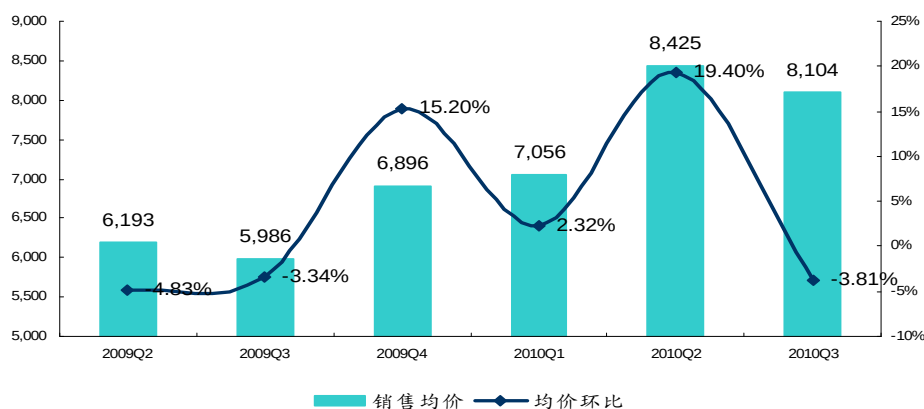
我们于昨日走访了宝钢股份，并与公司管理层进行了深入的交流。

事件评论

第一，冷热轧等大类产品定位高端享受产品溢价

3 季度公司产品销售均价约为 8104 元/吨，环比 2 季度的 8425 元/吨下降幅度为 3.81%。而从公司出厂价来看，大类产品季度均价下滑幅度均在 10%以上。

图 1：公司 3 季度销售均价为 8104 元/吨，环比小幅下降 3.81%



资料来源：Wind，钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

表 1：公司出厂价的调整幅度大于市场钢价调整幅度

钢 种 规 格	SPHC		SS400	SPCC
	3.0*1250*C	2.75*1250mm	5.5*1500mm	1.0*1250*C
Jan/09	3,793		3,853	4,125
Feb/09	4,027		3,852	4,476
Mar/09	4,378		4,203	4,827
Apr/09	4,144		3,969	4,593
May/09	3,910		3,618	4,359
Jun/09	3,910	3,676	3,618	4,359

Jul/09	4,378	4,144	4,086	5,003
Aug/09	4,729	4,729	4,495	5,588
Sep/09	5,314	5,431	5,080	6,290
Oct/09	4,963	5,197	4,729	6,290
Nov/09	4,963	4,729	4,144	5,471
Dec/09	4,729	4,729	4,261	5,822
Jan/10		5,080	4,729	6,465
Feb/10		5,080	4,729	6,465
Mar/10	5,899	5,899	5,080	6,816
Apr/10		6,133	5,431	6,816
May/10		6,133	5,431	7,050
Jun/10		6,133	5,431	7,050
季度均价		6,133	5,431	6,972
Jul/10	5,548	5,548	5,431	6,465
Aug/10	5,197	5,080	4,846	5,763
Sep/10	5,197	4,645	4,846	5,763
季度均价		5,091	5,041	5,997
季度环比		-16.99%	-7.18%	-13.98%
Oct/10			5,022	5,939
Nov/10			5,022	5,939

资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

公司 3 季度产品实际售价降幅低于大类产品出厂价下调幅度主要原因有：

- ✓ 虽然公告的低端产品采取月度定价，但部分高端产品如汽车板有 30% 以上的比例均采取季度定价，因此，3 季度该产品的实际售价并未受到 8、9 月份价格下跌的影响，一定程度上缓解了综合售价的下降；
- ✓ 公司的主要产品尤其是大类的冷热轧产品定位立足高端，直供比例大，受中间商影响较小。同时由于高端用户更加注重产品品质，对价格敏感性略低，因此公司一直能够在国内市场享受同类产品的溢价；

不过，受成本及钢价的双重影响，公司 3 季度分产品毛利率均出现了不同程度的下滑。其中热轧产品毛利率已经下滑至 10% 以下，从目前的供需形势上看，触底的迹象十分明显。

第二，低盈利品种盈利能力有望逐步提升

冷热轧毫无疑问是公司当前毛利最高的品种，而不锈钢与钢管仅能维持微利，宽厚板与特钢则处于亏损状态。

表 2：历年分产品盈利及收入占比统计

日 期	冷轧板	热轧板	冷轧不锈	热轧不锈	钢管	宽厚板	特钢
2010 1Q	29.5	22.5	1.9	1.6	6.6	-7.2	-7.0
2010 2Q	27.0	21.0	-1.3	0.6	2.4	-0.1	-8.3
2010 3Q	16.5	9.7	2.2	1.7	5.0	-2.8	6.2

资料来源：公司资料，长江证券研究部

在不锈钢全行业低迷的背景下，公司不锈钢短期前景仍不容过于乐观，2010 年不锈钢仅能维持微利；

- ✓ 公司 2010 年保持微利的原因在于适当增加了部分 400 系不锈钢品种的比例；
- ✓ 增加了镍铁与不锈钢废钢的比重，减少了对原料镍的直接采购。

图 2: 镍价维持在较高水平



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

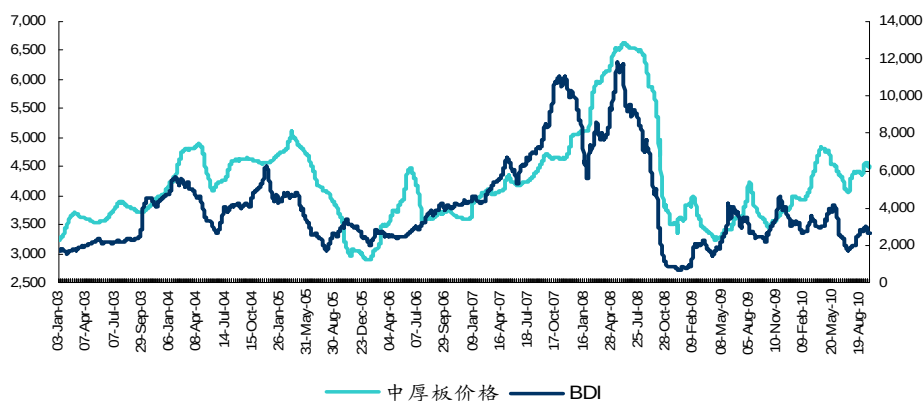
由于特钢之前的品种主要为优钢, 近几年才逐步加大了高端品种的比例。因此, 特钢事业部盈利提升需要时间;

- ✓ 原有优钢生产线竞争力较弱, 量大但盈利能力偏低, 近几年正通过逐步改造以增加高端品种的比例;
- ✓ 特钢在投资较为密集的初期, 折旧会处于较高的水平;
- ✓ 高端产品的更新换代需要更高的技术水平, 而这需要相应的人员配套与管理跟进。

厚板盈利处于周期低点, 年内船板盈利处于较差水平;

- ✓ 前期中厚板盈利高点导致国内产能扩张过快, 而国内需求放缓的同时, 外需也在出现放缓;

图 3: 宽厚板盈利能力处于周期底部



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

- ✓ 原宝钢股份内宽厚板产品能实现小幅盈利, 但罗泾宽厚板项目有所亏损;

- 1、COREX 炉投资成本高, 折旧较大;
- 2、用料系数不稳定, 所用原材料成本较高;
- 3、成材率仍有待进一步提高。

第三, 4 季度环比 3 季度可能有所下降

公司在3季报中预计2010年归属于母公司所有者净利润同比增长幅度约为110%~130%，据此推算4季度可实现EPS约为0.09~0.15元，环比3季度持平或略有下滑。

表3：2010年4季度EPS预计约为0.09~0.15元

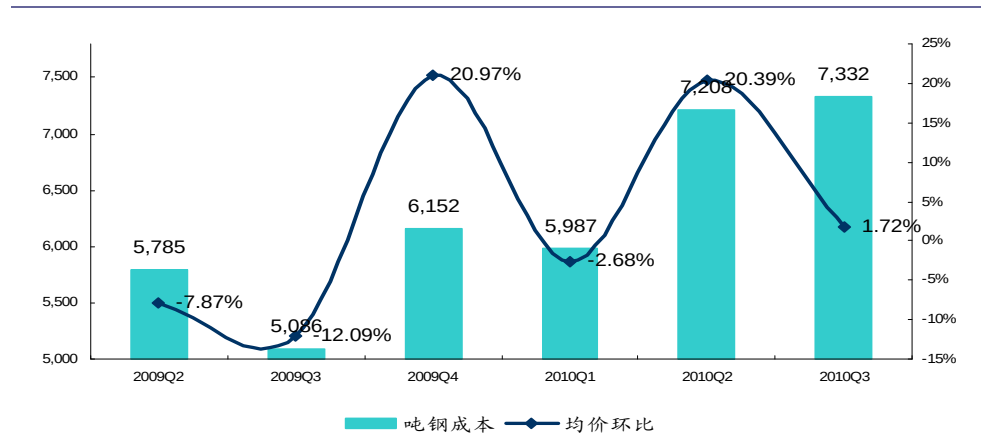
2010年业绩预测	同比增长110%	同比增长130%
2009年归属于母公司所有者净利润	58.16	58.16
2009年EPS	0.33	0.33
2010年预测值	122.14	133.77
公司股本	175.12	175.12
相应2010年EPS	0.70	0.76
前3季度EPS	0.61	0.61
2010Q1	0.22	0.22
2010Q2	0.24	0.24
2010Q3	0.15	0.15
2010Q4预测	0.09	0.15

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

4季度环比3季度可能有所下降的原因主要有以下几点：

- ✓ 成本在4季度有所上涨：公司堆厂存货水平约为45天，如考虑在途的矿石周转，实际库存约为2个月，故3季度公司实际使用了部分2季度矿石库存而使吨钢成本基本持平，4季度可能将使用部分3季度高价矿，而使得成本有所上涨。当然涨幅并不明显；

图4：公司3季度吨钢成本为7332元/吨，环比小幅增加1.72%



资料来源：公司资料，长江证券研究部

- ✓ 3季度人民币兑美元升值导致公司美元债务汇兑收益增加3.6亿元；
- ✓ 4季度接近年底会有部分费用结算，费用水平会略有增加；

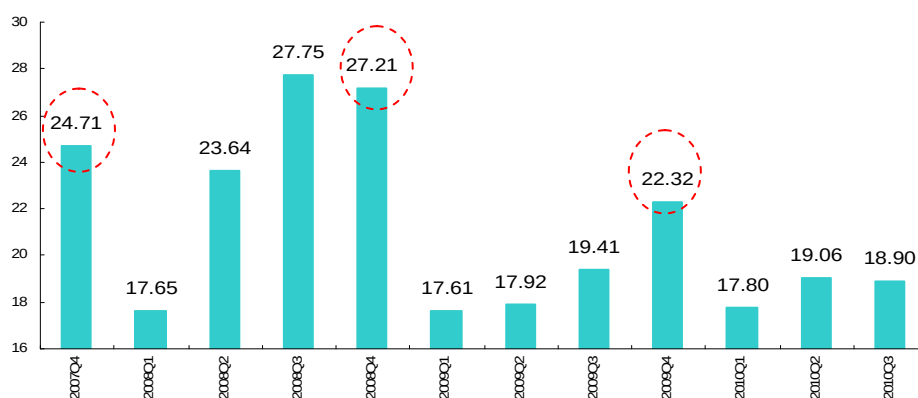
表4：4季度公司费用水平历年来都有所增加

公司季度费用统计	销售费用率	行业均值	管理费用率	行业均值	财务费用率	行业均值
2007Q1	1.07%	1.41%	2.18%	2.39%	0.69%	1.03%
2007Q2	0.97%	1.41%	2.40%	2.70%	0.44%	1.01%
2007Q3	1.04%	1.38%	2.55%	2.72%	0.56%	1.07%
2007Q4	1.14%	1.41%	3.77%	2.88%	0.32%	1.08%

2008Q1	1.01%	1.23%	2.55%	2.63%	0.20%	1.20%
2008Q2	0.88%	1.15%	2.67%	2.62%	0.63%	1.12%
2008Q3	0.97%	1.14%	2.66%	2.53%	1.30%	1.20%
2008Q4	0.82%	1.22%	3.62%	2.65%	2.26%	1.34%
2009Q1	0.95%	1.22%	2.89%	3.33%	1.61%	1.65%
2009Q2	0.99%	1.24%	3.30%	3.58%	1.12%	1.64%
2009Q3	0.90%	1.25%	2.83%	3.52%	1.01%	1.55%
2009Q4	1.09%	1.27%	3.35%	3.44%	0.88%	1.44%
2010Q1	0.91%	1.23%	2.28%	2.78%	0.82%	1.31%
2010Q2	0.73%	1.19%	2.31%	2.80%	0.51%	1.26%
2010Q3	0.89%	1.20%	2.66%	2.80%	0.15%	1.20%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 5：公司历年 4 季度费用水平有所增加



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

- ✓ 受 8、9 月下调产品出厂价影响，综合销售均价截止目前仍略低于 3 季度。不过，如果 12 月份出厂价上调，则 4 季度销售均价能环比 3 季度出现上涨。

第四，维持“推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.76 元和 0.80 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	197393	207865	227341	货币资金	5558	19739	27116	53227
营业成本	134332	168350	178194	196719	交易性金融资产	546	546	546	546
毛利	14193	29042	29671	30623	应收账款	6320	8572	9027	9872
% 营业收入	9.6%	14.7%	14.3%	13.5%	存货	29462	36733	38881	42925
营业税金及附加	570	757	797	872	预付账款	4099	5195	5499	6071
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	6	8	9	9
销售费用	1459	1974	2079	2273	流动资产合计	52666	79676	90432	122882
% 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	6119	6444	7048	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	1273	621	147	投资性房地产	131	131	131	131
% 营业收入	1.1%	0.6%	0.3%	0.1%	固定资产合计	129903	117301	104293	91121
资产减值损失	-635	202	41	77	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	51	10	19
营业利润	7378	18717	19689	20207	其他非流动资产	4288	4288	4288	4288
% 营业收入	5.0%	9.5%	9.5%	8.9%	资产总计	201143	214156	211491	230424
营业外收支	41	0	0	0	短期贷款	27257	18398	0	0
利润总额	7295	18717	19689	20207	应付款项	23438	29313	31027	34254
% 营业收入	4.9%	9.5%	9.5%	8.9%	预收账款	11045	14607	15382	16823
所得税费用	1199	4679	4922	5052	应付职工薪酬	1595	2011	2129	2350
净利润	6095	14037	14767	15155	应交税费	-946	-2908	-3060	-3169
归属于母公司所有者					其他流动负债	8332	10541	11155	12310
的净利润	5816.2	13326.2	14018.5	14387.3	流动负债合计	70722	71962	56633	62569
少数股东损益	279	711	748	768	长期借款	5295	5295	5295	5295
EPS (元/股)	0.33	0.76	0.80	0.82	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	28686	30977	30989	负债合计	99923	100898	85569	91505
取得投资收益	219	0	0	0	归属于母公司	95137	106464	118380	130609
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	6794	7542	8310
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	101219	113258	125922	138919
固定资产投资	-18219	-2374	-2479	-2573	负债及股东权益	201143	214156	211491	230424
其他	727	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-17492	-2374	-2479	-2573		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.332	0.761	0.801	0.822
股权融资	86	0	0	0	BVPS	5.43	6.08	6.76	7.46
银行贷款增加 (减少)	-9791	-8859	-18398	0	PE	22.34	9.75	9.27	9.03
筹资成本	4478	-3272	-2724	-2305	PEG	0.63	0.28	0.26	0.26
其他	-2715	0	0	0	PB	1.37	1.22	1.10	0.99
筹资活动现金流净额	-7942	-12131	-21122	-2305	EV/EBITDA	7.03	3.79	2.99	2.25
现金净流量	-1441	14181	7377	26111	ROE	6.1%	12.5%	11.8%	11.0%

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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： 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。