

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

12 月出厂价维持不变，4 季度业绩环比可能出现下滑

事件描述

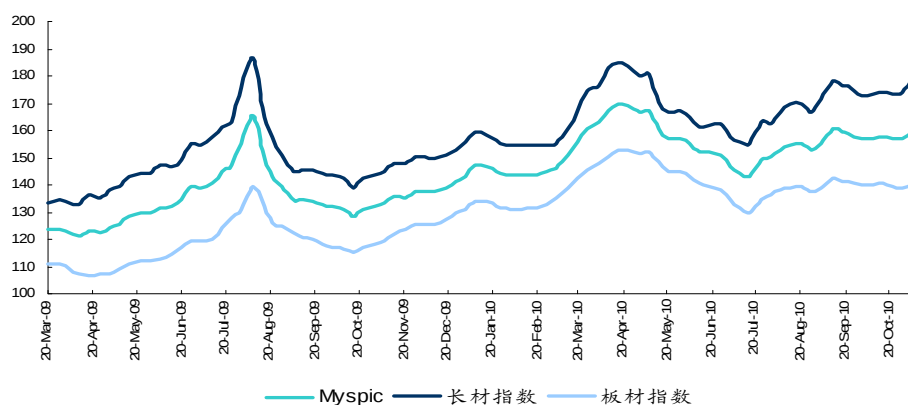
宝钢股份今日公布了 12 月产品出厂价格政策，直属厂部 12 月份热轧、酸洗、冷轧、宽厚板、电镀锌、镀铝锌、硅钢出厂价都维持不变，普冷不锈钢产品在直属厂部价格基础上优惠 100 元/吨，梅钢产品在直属厂部价格基础上优惠 200 元/吨，皆与 11 月价格政策持平。

事件评论

第一，在近期国内钢价出现上涨时开出平盘略低于预期

由于根据当前市场价的表现调整期货价格已经成为国内钢厂出厂价定价的惯例，在近期国内钢价有所上涨的情况下，宝钢 12 月出厂价维持不变略微低于预期。

图 1：近期国内市场价格有所上涨

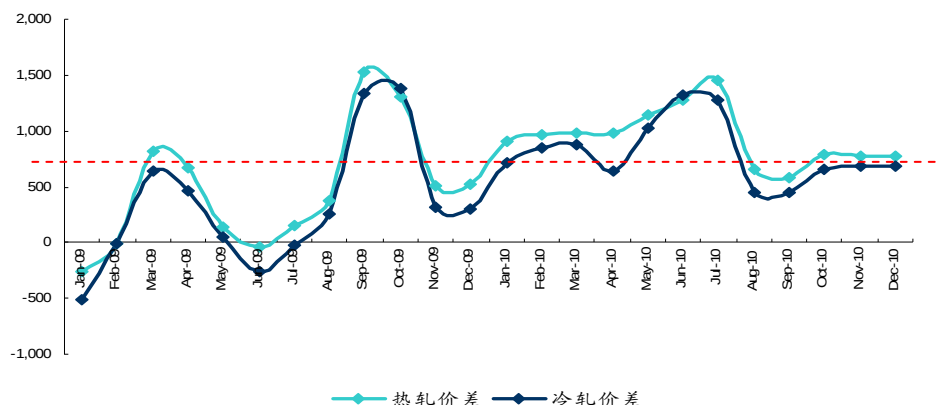


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第二，相对市场价的价差环比暂时不变

在 12 月出厂价维持不变的情况下，公司冷热轧相对上海地区市场价的价差也暂时维持不变。从价差的绝对水平来看，虽然相对低点有了一定幅度的改善，但也处于较为适中的历史水平上。

图 2：公司主要产品出厂价与市场价价差暂时维持不变



资料来源：Bloomberg，钢之家，公司资料，长江证券研究部

表 1：冷热轧出厂价与市场价价差暂时维持不变

产 品 钢 种 规 格	宝钢热轧与市场价的价格差			宝钢冷轧与市场价的价格差		
	SS400	上海	相对	SPCC	上海	相对
	5.5*1500mm	含税价	价差	1.0*1250*C	含税价	价差
Jan/09	3,853	4,121	-268	4,125	4,639	-514
Feb/09	3,852	3,859	-7	4,476	4,480	-4
Mar/09	4,203	3,382	820	4,827	4,184	644
Apr/09	3,969	3,297	671	4,593	4,137	456
May/09	3,618	3,479	139	4,359	4,311	49
Jun/09	3,618	3,662	-44	4,359	4,616	-256
Jul/09	4,086	3,940	146	5,003	5,032	-29
Aug/09	4,495	4,125	370	5,588	5,338	250
Sep/09	5,080	3,546	1,534	6,290	4,950	1,340
Oct/09	4,729	3,417	1,312	6,290	4,904	1,386
Nov/09	4,144	3,634	510	5,471	5,149	322
Dec/09	4,261	3,745	516	5,822	5,524	298
Jan/10	4,729	3,825	905	6,465	5,755	711
Feb/10	4,729	3,770	959	6,465	5,617	849
Mar/10	5,080	4,098	982	6,816	5,934	883
Apr/10	5,431	4,458	974	6,816	6,182	634
May/10	5,431	4,282	1,149	7,050	6,029	1,022
Jun/10	5,431	4,151	1,281	7,050	5,734	1,317
Jul/10	5,431	3,971	1,460	6,465	5,194	1,271
Aug/10	4,846	4,196	650	5,763	5,313	451
Sep/10	4,846	4,262	584	5,763	5,322	442
Oct/10	5,022	4,228	794	5,939	5,279	660
Nov/10	5,022	4,250	772	5,939	5,260	679
Dec/10	5,022	4,250	772	5,939	5,260	679

资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

第三，4 季度环比 3 季度可能有所下降，全年预计实现 EPS 为 0.73 元

从公司中报中预计的结果来看，4 季度预计实现 EPS 约为 0.09 元~0.15 元，环比 3 季度有所下降。

表 2：2010 年 4 季度 EPS 预计约为 0.09~0.15 元

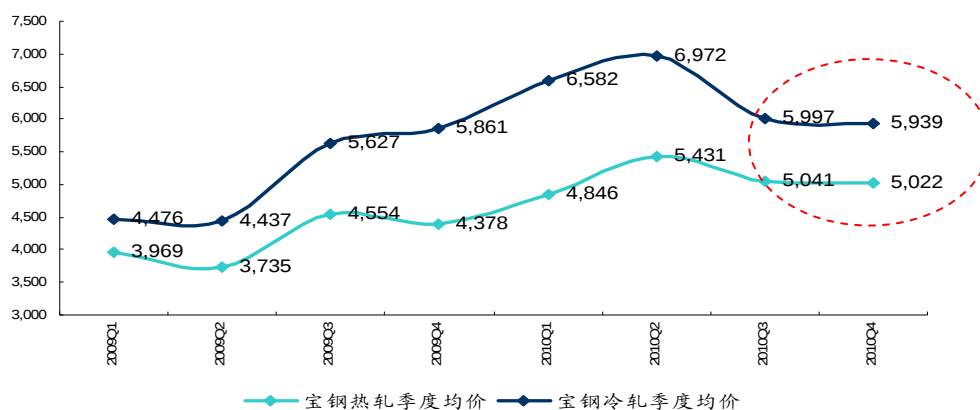
2010 年业绩预测	同比增长 110%	同比增长 130%
2009 年归属于母公司所有者净利润	58.16	58.16
2009 年 EPS	0.33	0.33
2010 年预测值	122.14	133.77
公司股本	175.12	175.12
相应 2010 年 EPS	0.70	0.76
前 3 季度 EPS	0.61	0.61
2010Q1	0.22	0.22
2010Q2	0.24	0.24
2010Q3	0.15	0.15
2010Q4 预测	0.09	0.15

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

公司 4 季度业绩环比可能出现下滑的主要原因如下：

- ✓ 由于 8、9 月价格下调所导致的基数下降，因此在 12 月出厂价维持不变的情况下，4 季度季度均价环比 3 季度反而有小幅下降；

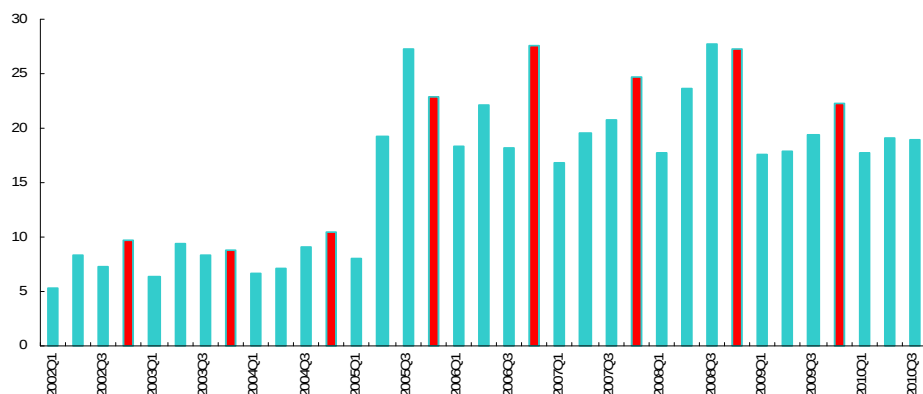
图 3：4 季度均价环比 3 季度反而有所下降



资料来源：钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

- ✓ 因为库存周转的原因，4 季度公司成本可能面临一定的压力。这主要是因为综合在途矿石来看公司实际矿石库存存在 2 个月左右，因此公司 4 季度将承担部分 3 季度的高价矿。当然涨幅不会太明显；
- ✓ 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 季度可能难维持这一水平；
- ✓ 年底的费用结算可能将使得 4 季度费用有所增加。

图 4：历年 4 季度费用上涨的可能性较大



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

根据公司调价的情况进行粗略测算来看，预计全年有望实现 EPS 为 0.73 元，其中 4 季度实现 EPS 为 0.12 元。

表 3：4 季度公司预计实现 EPS 为 0.12 元，全年有望实现 0.73 元

宝钢 4 季度利润估算	2010 年 2 季度			2010 年 3 季度			2010 年 4 季度		
	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10
产量	204	223	208	216	212	203	215	215	215
营业收入		535.34			511.40		176.38	176.38	176.38
营业成本		458.02			462.67		161.24	161.32	161.33
吨钢收入		8,425			8,104		8,204	8,204	8,204
吨钢成本		7,208			7,332		7,500	7,503	7,504
净利润		41.21			25.51		7.23	7.15	7.14
吨钢毛利		1,217			772		704	701	700
吨钢净利		669			404		336	333	332
吨钢费用		548			368		368	368	368
价格增加							100	0	0
长协矿占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
长协矿上涨幅度	100%	100%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
长协价格（美金）	126	126	126	126	126	126	126	126	126
长协价格变动带动成本增加							0	0	0
BDI 均值	3,043	3,838	3,088	1,910	2,418	2,720	2,693	3,000	3,000
二级冶金焦价格均值	1,935	1,983	1,984	1,874	1,855	1,900	1,909	1,910	1,910
成本增加				0	-44	-8	168	4	0
估算吨钢净利							336	333	332
估算净利润							7.23	7.15	7.14
总股本	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12
相应时期对应 EPS		0.24			0.15		0.04	0.04	0.04
累计 EPS		0.46			0.61		0.65	0.69	0.73

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

第四，维持“推荐”评级

我们预计 2010、2011 年 EPS 分别为 0.73 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	196698	207865	227341	货币资金	5558	19670	26689	52797
营业成本	134332	168350	178194	196719	交易性金融资产	546	546	546	546
毛利	14193	28347	29671	30623	应收账款	6320	8542	9027	9872
% 营业收入	9.6%	14.4%	14.3%	13.5%	存货	29462	36733	38881	42925
营业税金及附加	570	754	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	1967	2079	2273	流动资产合计	52666	79546	90005	122453
% 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	6098	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	1279	627	148	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	117294	104287	91115
资产减值损失	-635	200	44	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	50	11	19
营业利润	7378	18050	19680	20205	其他非流动资产	4288	4288	4288	4288
% 营业收入	5.0%	9.2%	9.5%	8.9%	资产总计	201143	214018	211058	229988
营业外收支	41	0	0	0	短期贷款	27257	18651	0	0
利润总额	7295	18050	19680	20205	应付款项	23438	29313	31027	34254
% 营业收入	4.9%	9.2%	9.5%	8.9%	预收账款	11045	14556	15382	16823
所得税费用	1199	4513	4920	5051	应付职工薪酬	1595	2011	2129	2350
净利润	6095	13538	14760	15154	应交税费	-946	-2818	-3059	-3169
归属于母公司所有者					其他流动负债	8332	10540	11155	12310
的净利润	5816.2	12851.6	14011.9	14386.2	流动负债合计	70722	72253	56635	62569
少数股东损益	279	686	748	768	长期借款	5295	5295	5295	5295
EPS (元/股)	0.33	0.73	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	28292	30877	30988	负债合计	99923	101189	85571	91505
取得投资收益	219	0	0	0	归属于母公司	95137	106061	117971	130199
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	6768	7516	8284
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	101219	112829	125487	138483
固定资产投资	-18219	-2367	-2479	-2573	负债及股东权益	201143	214018	211058	229988
其他	727	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-17492	-2367	-2479	-2573		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.332	0.734	0.800	0.822
股权融资	86	0	0	0	BVPS	5.43	6.06	6.74	7.43
银行贷款增加 (减少)	-9791	-8607	-18651	0	PE	22.10	10.00	9.17	8.93
筹资成本	4478	-3206	-2729	-2306	PEG	0.63	0.28	0.26	0.25
其他	-2715	0	0	0	PB	1.35	1.21	1.09	0.99
筹资活动现金流净额	-7942	-11813	-21380	-2306	EV/EBITDA	6.97	3.83	2.96	2.22
现金净流量	-1441	14112	7019	26109	ROE	6.1%	12.1%	11.9%	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。