

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

传统产品依然强势、期待低盈利品种恢复与产能增长

事件描述

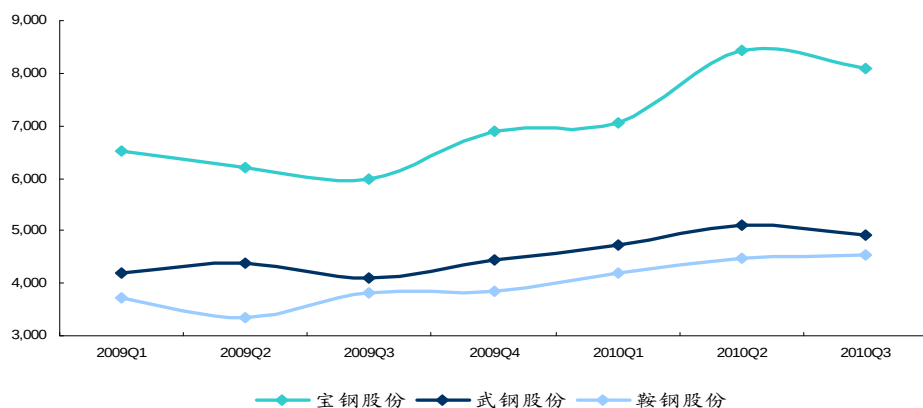
我们于 11 月 30 日走访了宝钢股份，并与公司管理层进行了深入的交流。

事件评论

第一，传统产品附加值高，能持续享有较高溢价

从公司产品销售均价来看，公司一直都相对行业内其他公司较高。

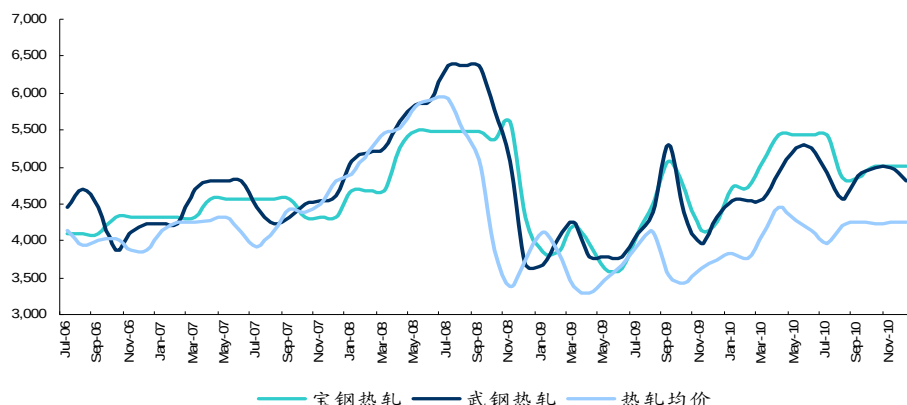
图 1：公司销售均价远高于其他公司



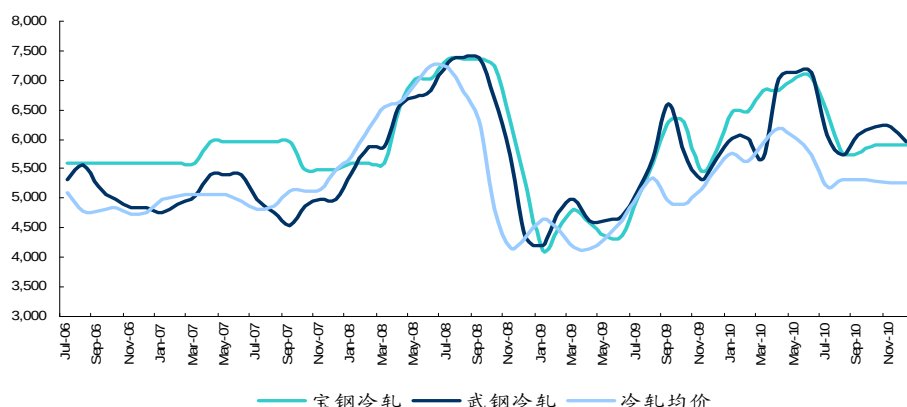
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

出现这种情况的主要原因是因为，占据宝钢股份大部分产量的传统热轧冷轧产品相对其他公司来说更为高端。无论是技术上还是与下游客户的积累上，公司的冷热轧产品都拥有较为明显的优势，因此也能享受一定水平的溢价。

- ✓ 公司的主要客户大多的是下游行业内实力较强的群体，他们对质量的注重往往强于对价格敏感反应；
- ✓ 在产品质量稳定性较好的情况下，实际使用之时会使得客户成材率提升，从而降低实际使用后的成本；
- ✓ 公司优质的产品或服务及后续相应的配套剪切中心，使得客户产品使用的便利性得到提升。

图 2：公司热轧出厂价高于市场价


资料来源：Wind，钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

图 3：公司冷轧出厂价高于市场价


资料来源：Wind，钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

第二，分产品盈利能力统计，冷热轧盈利，不锈钢与钢管盈亏平衡，宽厚板与特钢亏损

公司大院的冷热轧无疑是公司当前毛利最高的品种，而钢管与不锈钢仅能维持微利，宽厚板与特钢则处于亏损状态。

表 1：公司 2010 年分产品毛利情况统计

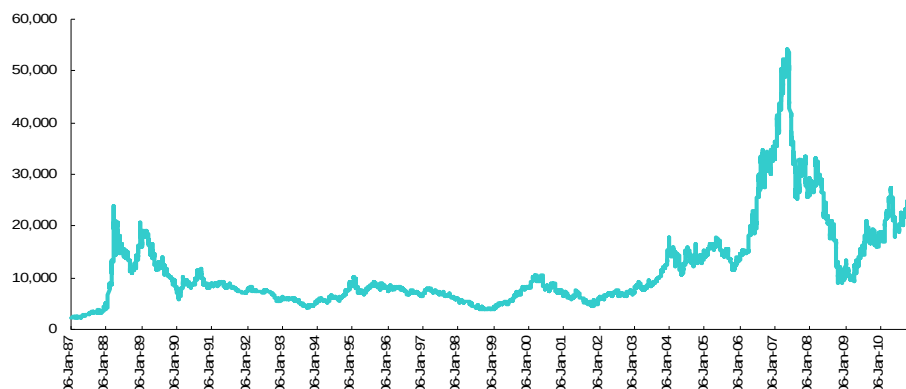
日 期	冷轧板	热轧板	冷轧不锈钢	热轧不锈钢	钢管	宽厚板	特钢
2010 1Q	29.5	22.5	1.9	1.6	6.6	-7.2	-7.0
2010 2Q	27.0	21.0	-1.3	0.6	2.4	-0.1	-8.3
2010 3Q	16.5	9.7	2.2	1.7	5.0	-2.8	6.2

资料来源：公司资料，长江证券研究部

不锈钢盈利与镍价走势较为相关，镍价低迷使得公司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；
- ✓ 3 季度单季毛利达到 2% 左右，勉强维持盈亏平衡。

图 4：镍的价格与不锈钢的价格有一定相关

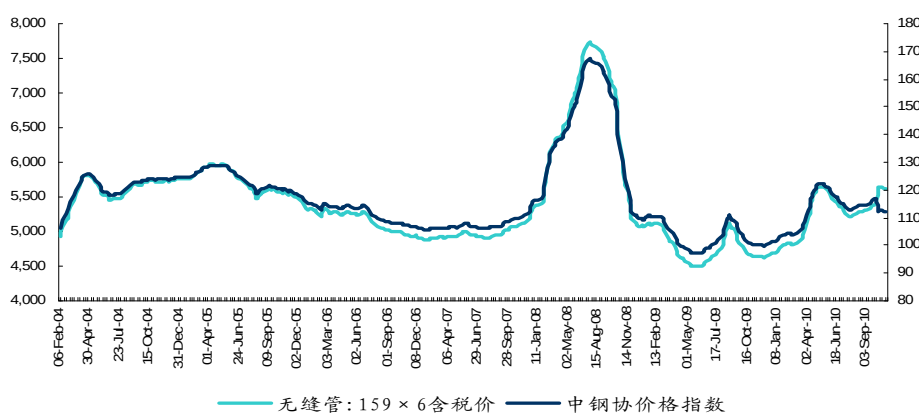


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

钢管勉强维持微利，年内预计不会亏损；

- ✓ 钢管的盈利能力更多受制于出口反倾销政策所导致的当前全行业盈利能力低下；
- ✓ 公司最近订单有所回升，虽然欧美出口难度依然较大，但其他地区如澳洲订单增加；
- ✓ 随着国内油井项目的陆续重新开建，预计钢管盈利能力仍有望进一步提升。

图 5：钢管全行业盈利能力都较为低迷



资料来源：Wind，长江证券研究部

特钢 3 季度勉强微利来自成本压力的缓解，盈利提升仍需要时间；

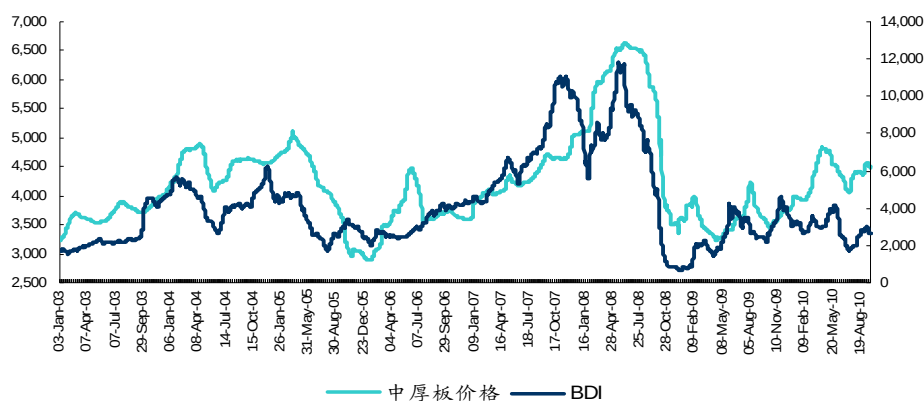
- ✓ 原有优钢生产线竞争力较弱，量大但盈利能力偏低，近几年正通过逐步改造以增加高端品种的比例；
- ✓ 特钢在投资较为密集的初期，折旧会处于较高的水平；
- ✓ 高端产品的更新换代需要更高的技术水平，而这需要相应的人员配套与管理跟进；
- ✓ 为解决特钢成本偏高的问题，特钢事业部与集团及股份公司达成协议，成本在高于标准水平上的部分由集团公司与股份公司共同承担。3 季度盈利能力的提升即源自于此，综合来看特钢产品盈利能力的提升还需要时间。

厚板盈利处于周期低点，COREX 炉成本压力较大；

- ✓ 厚板的主要需求造船行业的低迷是导致厚板盈利能力整体偏低的主要原因；

- ✓ 宝钢大院内的宽厚板能维持盈亏平衡，而罗泾项目因为新投产的 COREX 炉成本压力较大导致亏损；
- ✓ COREX 炉成本较高的部分也有部分被集团公司分担，但整体行业盈利能力的低迷仍然是制约宽厚板盈利水平恢复的主要原因。

图 6：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

第三，4 季度成本可能小幅上涨，最好的情况是业绩环比将持平

公司之前对 4 季度业绩的预计约为 0.09~0.15 元，最好的情况是环比 3 季度持平。

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

环比来看，4 季度环比 3 季度可能出现略微下滑的原因主要有：

- ✓ **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，因此 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，因为长协的价格在 3、4 季度波动有限，考虑到配矿等其他因素，综合涨幅应该并不明显；
- ✓ **4 季度主要产品销售均价环比略有下滑：**在 12 月份冷热轧出厂价都维持不变的情况下，公司冷轧和热轧的出厂价均价环比 3 季度出现了小幅下降。当然这只是公布的大类产品，而占据公司产量较大部分的独有领先产品的售价目前我们还无法准确跟踪到；

表 3：4 季度均价环比 3 季度略有下降

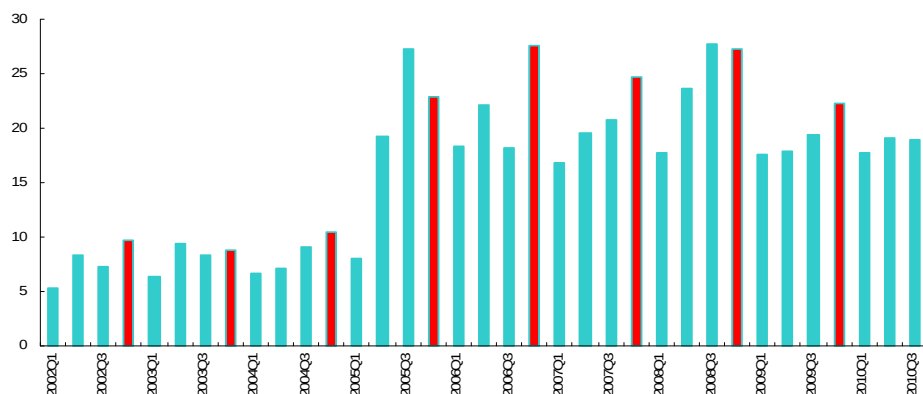
钢 种	SPHC	SS400	SPCC
-----	------	-------	------

规 格	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
Dec-10			5,022	5,939
季度均价			5,022	5,939
季度环比			-0.38%	-0.97%

资料来源：钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

✓ 费用水平环比可能有所上升：传统 4 季度可能面临年底费用集中结算导致的费用水平环比增加。

图 7: 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

根据以上假设, 我们粗略测算, 公司 4 季度有望实现 0.12 元, 全年业绩估计为 0.73 元。

表 4: 4 季度有望实现 0.12 元, 全年实现 EPS 为 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	210	215	215
营业收入		535.34			511.40		172.46	176.38	176.38
营业成本		458.02			462.67		157.65	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		7.07	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							7.07	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，长期产量仍有增长提升公司盈利空间

长期来看，公司产能到 2013 年将从当前的 2600 万吨增加到约 3300 万吨。

表 5：公司产量仍有望继续增长

项目名称	产品或用途	设计能力 (万吨)	项目总投资 (亿元)	预计投产时间
冷轧不锈钢带钢工程	冷轧不锈钢、热轧不锈钢酸洗板卷、镀锌板卷、碳钢冷轧板卷等	206	60	2010.8
罗泾二步工程	连铸坯	129	57	2010.11
钛、镍特种金属板带技改	钛及钛合金、高温合金、镍基耐蚀合金、精密合金及特殊不锈钢等	9.9	20	2010.12
宝通结构调整及配套	管坯	60	15	2011.1
鲁宝钢管搬迁和结构调整	高压锅炉管、管线管、结构管等	50	43	2011.4
取向硅钢后续工程	取向硅钢	10	16.8	2012.3
梅钢装备升级改造工程	热轧板卷	400	115	2012

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第五，维持“推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 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	196564	207865	227341	货币资金	5558	19656	26606	52715
营业成本	134332	168350	178194	196719	交易性金融资产	546	546	546	546
毛利	14193	28214	29671	30623	应收账款	6320	8536	9027	9872
% 营业收入	9.6%	14.4%	14.3%	13.5%	存货	29462	36734	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	1966	2079	2273	流动资产合计	52666	79521	89923	122370
% 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	6093	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	1280	629	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	117293	104286	91114
资产减值损失	-635	199	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	17922	19678	20205	其他非流动资产	4288	4288	4288	4288
% 营业收入	5.0%	9.1%	9.5%	8.9%	资产总计	201143	213991	210974	229904
营业外收支	41	0	0	0	短期贷款	27257	18699	0	0
利润总额	7295	17922	19678	20205	应付款项	23438	29313	31027	34254
% 营业收入	4.9%	9.1%	9.5%	8.9%	预收账款	11045	14546	15382	16823
所得税费用	1199	4480	4919	5051	应付职工薪酬	1595	2011	2129	2350
净利润	6095	13441	14758	15154	应交税费	-946	-2800	-3058	-3169
归属于母公司所有者					其他流动负债	8332	10539	11155	12310
的净利润	5816.2	12760.4	14010.6	14385.9	流动负债合计	70722	72309	56635	62569
少数股东损益	279	681	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	28216	30858	30988	负债合计	99923	101245	85571	91505
取得投资收益	219	0	0	0	归属于母公司	95137	105983	117892	130120
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	6763	7511	8279
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	101219	112747	125403	138399
固定资产投资	-18219	-2366	-2479	-2573	负债及股东权益	201143	213991	210974	229904
其他	727	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-17492	-2366	-2479	-2573		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.332	0.729	0.800	0.821
股权融资	86	0	0	0	BVPS	5.43	6.05	6.73	7.43
银行贷款增加 (减少)	-9791	-8558	-18699	0	PE	18.94	8.63	7.86	7.66
筹资成本	4478	-3194	-2730	-2306	PEG	0.54	0.24	0.22	0.22
其他	-2715	0	0	0	PB	1.16	1.04	0.93	0.85
筹资活动现金流净额	-7942	-11752	-21430	-2306	EV/EBITDA	6.15	3.31	2.46	1.72
现金净流量	-1441	14098	6950	26109	ROE	6.1%	12.0%	11.9%	11.1%

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。