

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

4 季度收入增长但净利润下滑，盈利能力有望维持

事件描述

宝钢股份今日发布 2010 年度业绩预增公告，预计 2010 年归属于上市公司股东净利润同比增加 120.18%，2009 年公司全年实现净利润 58.16 亿元，故预计 2010 年实现净利润约为 128.06 亿元，对应 EPS 为 0.73 元，4 季度实现 EPS 为 0.12 元。

事件评论

第一，4 季度营业收入同比增幅扩大且环比增长，但净利润环比略有下降

4 季度公司实现营业收入 532.09 亿元，同比增长 26.81%，同比增幅相对 3 季度的 24.77% 有所扩大。

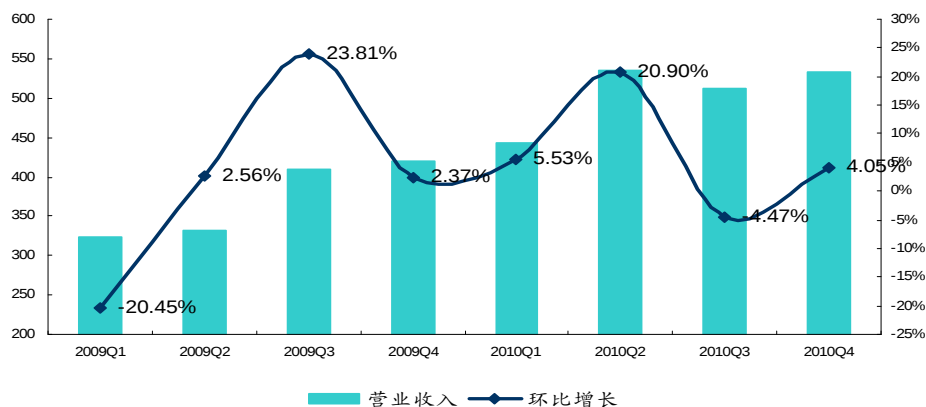
图 1：4 季度营业收入同比增幅扩大



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，4 季度营业收入环比 3 季度也增长 4.05%。

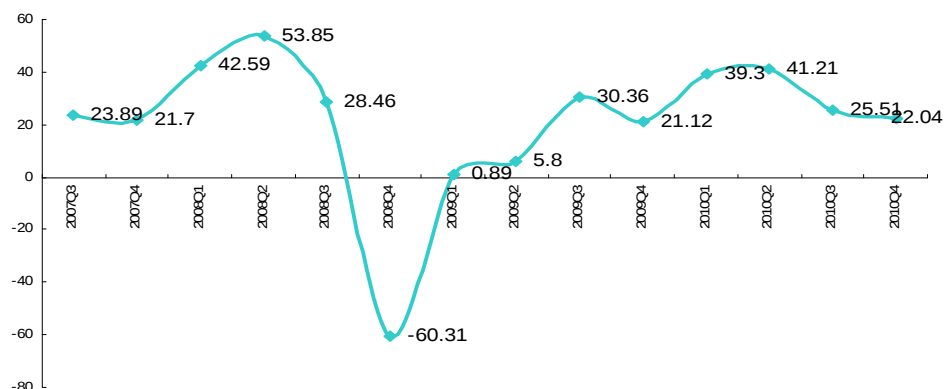
图 2：4 季度营业收入环比 3 季度增长 4.05%



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

2010 年全年共实现归属于母公司所有者净利润约 128.06 亿元，其中 4 季度实现 22.04 亿元，环比 3 季度的 25.51 亿元下降 13.60%。

图 3：4 季度净利润环比 3 季度下降 13.60%

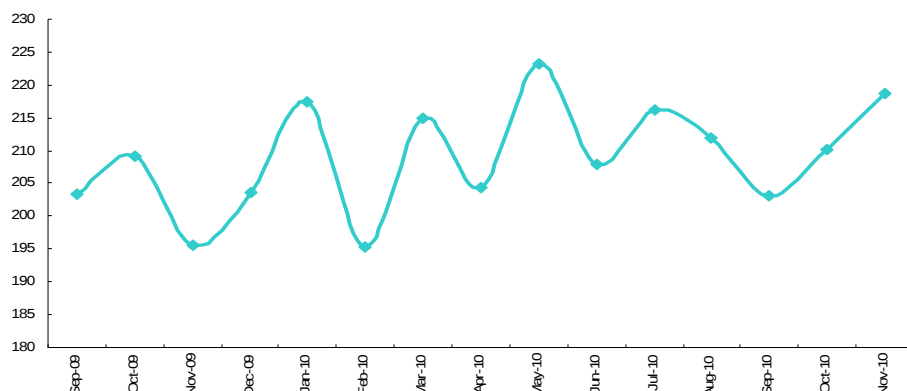


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，营业收入的环比增长主要源于产量增加与销售均价的提升

从产量方面来看，相比 9 月份的低点，10、11 两月产量均有所恢复。

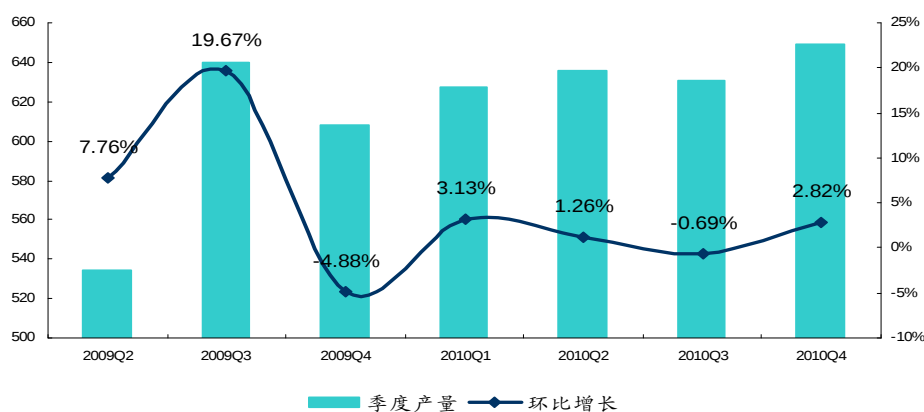
图 4: 10、11 月产量环比 9 月份低点均有增长



资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

若 12 月份产量维持 11 月水平不变, 则 4 季度产量环比 3 季度将增长约 2.82%。

图 5: 4 季度产量环比 3 季度可能略有增长



资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

由于公司 4 季度营业收入环比增长 4.05%, 故销售均价的提升应该是收入环比增长的另一个重要贡献。不过从公司公布的月度产品出厂价来看, 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 季度还出现了小幅下降。

这可能是因为我们跟踪到的只是大类产品的出厂价统计, 而公司优势品种尤其是汽车板等高端产品的定价相对普通产品应该存在较大的优势, 也显示了高附加值产品相对大类产品具备较强的抗跌性。

表 1: 大类产品 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%

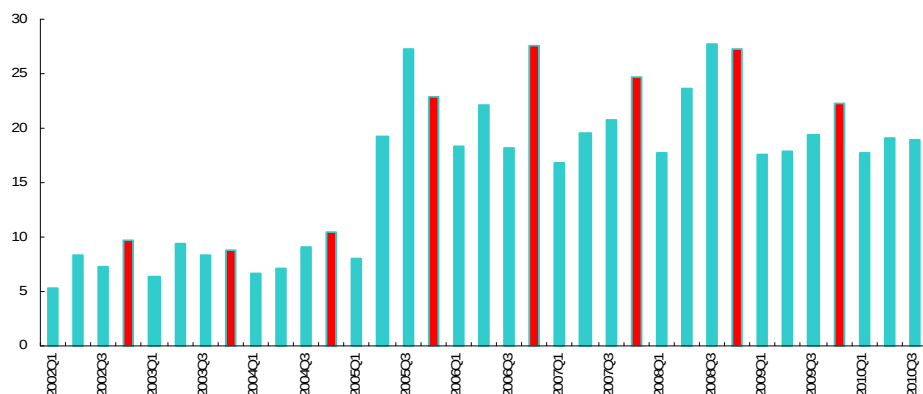
资料来源：钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

第三，库存周转与年底集中费用结算可能是 4 季度净利润环比下降的主要原因

在营业收入环比增加的情况下，结合我们之前的判断，我们认为公司 4 季度净利润的下降主要基于以下几点原因：

- ✓ 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；
- ✓ 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 季度此项汇兑收益大幅缩水；
- ✓ 年底的费用结算可能将使得 4 季度费用有所增加。

图 6: 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

第四, 2011 年业绩有望继续维持

从公司公布的 1 月份出厂价来简单测算, 1 月可实现 EPS 约为 0.06 元, 环比 12 月份出现较大幅度改善。

在当前盈利较差的支撑下, 预计 2011 年钢价均价上涨的概率较大, 行业盈利水平也将环比改善。因此, 即便假定后期盈利均维持 1 月份的水平, 全年也可实现 0.72 元的业绩, 2011 年业绩优势有望继续维持。

表 2: 1 月实现 EPS 预计为 0.06 元, 环比改善

宝钢 4 季度利润估算	2010 年 3 季度			2010 年 4 季度			2011 年 1 季度
	Jul-10	Aug-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11
产量	216	212	203	210	219	215	215
营业收入		511.40		172.46	179.35	176.38	180.68
营业成本		462.67		157.65	164.03	161.45	161.67
吨钢收入		8,104		8,204	8,204	8,204	8,404
吨钢成本		7,332		7,500	7,503	7,509	7,520
净利润		25.51		7.07	7.27	7.02	11.10
吨钢毛利		772		704	701	695	884
吨钢净利		404		336	333	327	516
吨钢费用		368		368	368	368	368
价格增加				100	0	0	200
长协矿占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
长协矿上涨幅度	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
长协价格 (美金)	126	126	126	126	126	126	
长协价格变动带动成本增加				0	0	0	
BDI 均值	1,910	2,418	2,720	2,693	2,321	2,500	2,500
二级冶金焦价格均值	1,874	1,855	1,900	1,909	1,924	1,950	1,970
成本增加	0	-44	-8	168	4	6	10
估算吨钢净利				336	333	327	516
估算净利润				7.07	7.27	7.02	11.10
总股本	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12
相应时期对应 EPS		0.15		0.04	0.04	0.04	0.06

累计 EPS	0.61	0.65	0.69	0.73	0.06
--------	------	------	------	------	------

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

第五, 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	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	19.63	8.95	8.15	7.94
筹资成本	4478	-3194	-2730	-2306	PEG	0.56	0.25	0.23	0.23
其他	-2715	0	0	0	PB	1.20	1.08	0.97	0.88
筹资活动现金流净额	-7942	-11752	-21430	-2306	EV/EBITDA	6.33	3.43	2.57	1.83
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。

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。