

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

执业证书编号： S0490510120022

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

## 6 月出厂价大多平盘开出，成本压力开始制约业绩

### 事件描述

宝钢股份今日公布了 6 月份期货价格政策，具体品种的调整情况如下：

**热轧：**维持不变；

**酸洗：**1、直属厂部产品：普遍下调 100 元/吨；2、不锈钢事业部产品：在直属厂部价格基础上优惠 50 元/吨；

**普冷：**1、直属厂部产品：维持不变；2、不锈钢产品：直属厂部价格基础上优惠 100 元/吨；3、梅钢产品：在直属厂部价格基础上优惠 200 元/吨；

**热镀锌：**1、直属厂部产品：维持不变；2、梅钢产品：维持不变；3、不锈钢事业部产品：在直属厂部价格基础上优惠 100 元/吨；

**电镀锌：**维持不变；

**镀铝锌：**1、直属厂部产品：厚度大于等于 1.3mm 下调 150 元/吨，其他维持不变；2、梅钢产品：直属厂部价格基础上优惠 50 元/吨；

**无取向电工钢：**1、高牌号、B50AH470、B50AR300 高效和 B35 系列维持不变；2、B50AR350、B50AH600 及以下高效、B50A470 和 B50A540 下调 200 元/吨；3、B65 系列中低牌号、B50A600 及以下中低牌号下调 600 元/吨；

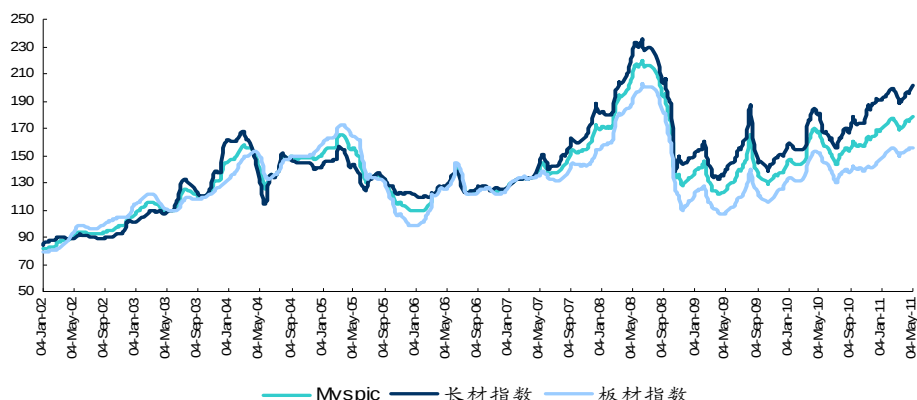
**取向电工钢：**维持不变；

**厚板：**维持不变。

### 事件评论

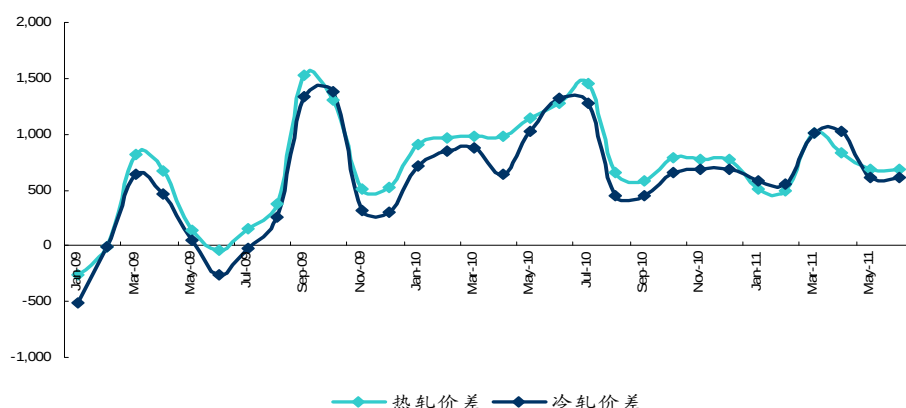
#### 第一，6 月大类产品出厂价维持不变，与市场价的价差进一步缓解

国内大钢厂一贯根据近期现货市场钢价的表现来调整下月主要产品的出厂价。虽然近期国内市场钢价出现一定程度的上涨，但近两天的松动使得在政策持续紧缩的情况下，后期需求的不确定性在增加。因此，考虑到已有的价差并不算小，因此公司大类产品基本上以平盘开出。

**图 1：近期国内钢材市场价格有所回升**


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

由于近期市场钢价总体有所上涨,公司 6 月出厂价继续维持不变使得公司主要产品出厂价与市场价的价差进一步缓解,不过单从当前的价差水平来看仍然处于并不低的水平上。

**图 2：公司主要产品出厂价与市场价的价差有所缓解**


资料来源：Bloomberg，Mysteel，长江证券研究部

**表 1：公司主要产品出厂价与市场价的价差进一步缓解**

| 产 品<br>钢 种<br>规 格 | 宝钢热轧与市场价的价差 |       |       | 宝钢冷轧与市场价的价差 |       |       |
|-------------------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------|
|                   | 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   | 5,892 | 5,260 | 632   |
| Jan-11 | 5,139 | 4,635 | 503   | 6,126 | 5,546 | 580   |
| Feb-11 | 5,256 | 4,758 | 498   | 6,243 | 5,695 | 548   |
| Mar-11 | 5,607 | 4,600 | 1,007 | 6,594 | 5,583 | 1,011 |
| Apr-11 | 5,607 | 4,773 | 833   | 6,594 | 5,568 | 1,026 |
| May-11 | 5,490 | 4,800 | 690   | 6,196 | 5,580 | 616   |
| Jun-11 | 5,490 | 4,800 | 690   | 6,196 | 5,580 | 616   |

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

## 第二, 单月业绩受制于成本增加而下滑, 2 季度环比可能有所下降

我们根据前期公布的三大矿 2 季度长协价定价基础进行简单测算, 主要的假设条件如下:

- ✓ 假定公司拥有 2 个月左右的原材料库存, 那么 2 季度长协价的变动将使得 6 月成本面临较大的压力;
- ✓ 假定 4、5、6 三个月份的产量水平分别为 220 万吨、225 万吨、220 万吨;

按照我们的假设条件, 尤其是原料周转的时间进行简单测算 (实际的原料库存跟公司实际的经营情况有关, 因此不可避免存在误差), 受成本制约的影响, 6 月单月业绩环比可能将继续下降, 预计 6 月份实现 EPS 约为 0.01 元。2 季度合计实现 EPS 为 0.10 元, 环比 1 季度可能出现明显回落。

表 2: 6 月受制于成本增加, 单月业绩可能将继续下降

| 宝钢 2011 年利润估算 | 2010 年 4 季度 |        |        | 2011 年 1 季度 |        |        | 2 季度   |        |        |
|---------------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               | Oct-10      | Nov-10 | Dec-10 | Jan-11      | Feb-11 | Mar-11 | Apr-11 | May-11 | Jun-11 |
| 产量            | 210         | 219    | 215    | 213         | 187    | 228    | 220    | 225    | 220    |
| 营业收入          |             | 531.98 |        |             | 539.40 |        | 189.05 | 186.60 | 183.55 |
| 营业成本          |             | 481.77 |        |             | 479.09 |        | 167.60 | 170.59 | 172.09 |
| 吨钢收入          |             | 8,265  |        |             | 8,593  |        | 8,593  | 8,293  | 8,343  |
| 吨钢成本          |             | 7,485  |        |             | 7,632  |        | 7,618  | 7,582  | 7,822  |
| 净利润           |             | 22.87  |        |             | 30.70  |        | 11.08  | 5.40   | 1.08   |
| 吨钢毛利          |             | 780    |        |             | 961    |        | 975    | 712    | 521    |
| 吨钢净利          |             | 355    |        |             | 489    |        | 504    | 240    | 49     |
| 吨钢费用          |             | 425    |        |             | 472    |        | 472    | 472    | 472    |
| 价格增加          |             |        |        |             |        |        | 0      | -300   | 50     |

|              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 长协矿占比        | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |
| 长协矿上涨幅度      | 0%     | 0%     | 0%     | 6.7%   | 6.7%   | 6.7%   | 16.3%  | 16.3%  | 16.3%  |
| 长协价格（美金）     |        |        |        | 153    | 153    | 153    | 178    | 178    | 178    |
| 长协价格变动带动成本增加 |        |        |        |        |        |        | 0      | 0      | 272    |
| BDI 均值       | 2,693  | 2,321  | 2,031  | 1,402  | 1,181  | 1,493  | 1,343  | 1,500  | 1,500  |
| 二级冶金焦价格均值    | 1,909  | 1,924  | 1,929  | 2,031  | 2,130  | 2,094  | 2,003  | 2,050  | 2,050  |
| 成本增加         | 168    | 4      | 6      | 2      | 41     | 40     | -14    | -36    | 241    |
| 估算吨钢净利       |        | 355    |        |        | 489    |        | 504    | 240    | 49     |
| 估算净利润        |        | 22.87  |        |        | 30.70  |        | 11.08  | 5.40   | 1.08   |
| 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   |        | 0.13   |        |        | 0.18   |        | 0.06   | 0.03   | 0.01   |
| 累计 EPS       |        | 0.74   |        |        | 0.18   |        | 0.24   | 0.27   | 0.28   |

资料来源：Bloomberg，钢之家，公司资料，长江证券研究部

### 第三，维持“推荐”评级

我们暂不调整公司的盈利预测，预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.84 元和 0.93 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) |        |        |        |        |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-------------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |             | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 营业收入        | 202413  | 228805  | 245930  | 259029  | 货币资金        | 9201   | 22881  | 28909  | 55316  |
| 营业成本        | 177817  | 199147  | 214166  | 224131  | 交易性金融资产     | 297    | 297    | 297    | 297    |
| 毛利          | 24597   | 29658   | 31764   | 34897   | 应收账款        | 7818   | 8672   | 9321   | 9817   |
| % 营业收入      | 12.2%   | 13.0%   | 12.9%   | 13.5%   | 存货          | 38027  | 42431  | 45631  | 47753  |
| 营业税金及附加     | 525     | 594     | 638     | 672     | 预付账款        | 5464   | 6155   | 6619   | 6927   |
| % 营业收入      | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%    | 其他流动资产      | 158    | 176    | 189    | 199    |
| 销售费用        | 1785    | 2059    | 2213    | 2331    | 流动资产合计      | 68864  | 89554  | 100662 | 130517 |
| % 营业收入      | 0.9%    | 0.9%    | 0.9%    | 0.9%    | 可供出售金融资产    | 1254   | 1254   | 1254   | 1254   |
| 管理费用        | 5304    | 5949    | 6394    | 6735    | 持有至到期投资     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| % 营业收入      | 2.6%    | 2.6%    | 2.6%    | 2.6%    | 长期股权投资      | 4432   | 5284   | 6071   | 6961   |
| 财务费用        | 807     | 1426    | 780     | 321     | 投资性房地产      | 155    | 155    | 155    | 155    |
| % 营业收入      | 0.4%    | 0.6%    | 0.3%    | 0.1%    | 固定资产合计      | 128004 | 117314 | 106443 | 95395  |
| 资产减值损失      | 188     | 65      | 49      | 37      | 无形资产        | 8149   | 7742   | 7355   | 6987   |
| 公允价值变动收益    | 12      | 0       | 0       | 0       | 商誉          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益        | 827     | 851     | 872     | 890     | 递延所得税资产     | 1135   | 16     | 12     | 9      |
| 营业利润        | 16827   | 20416   | 22562   | 25692   | 其他非流动资产     | 4072   | 4072   | 4072   | 4072   |
| % 营业收入      | 8.3%    | 8.9%    | 9.2%    | 9.9%    | 资产总计        | 216065 | 225390 | 226022 | 245350 |
| 营业外收支       | 410     | 0       | 0       | 0       | 短期贷款        | 27148  | 17799  | 0      | 0      |
| 利润总额        | 17076   | 20416   | 22562   | 25692   | 应付款项        | 21386  | 24069  | 25884  | 27088  |
| % 营业收入      | 8.4%    | 8.9%    | 9.2%    | 9.9%    | 预收账款        | 11796  | 13271  | 14264  | 15024  |
| 所得税费用       | 3715    | 5104    | 5640    | 6423    | 应付职工薪酬      | 1641   | 1787   | 1922   | 2011   |
| 净利润         | 13361   | 15312   | 16921   | 19269   | 应交税费        | 1123   | 1510   | 1664   | 1880   |
| 归属于母公司所有者   |         |         |         |         | 其他流动负债      | 10082  | 11361  | 12217  | 12789  |
| 的净利润        | 12889.1 | 14740.3 | 16289.7 | 18549.4 | 流动负债合计      | 73176  | 69796  | 55951  | 58791  |
| 少数股东损益      | 472     | 572     | 632     | 719     | 长期借款        | 8587   | 8587   | 8587   | 8587   |
| EPS (元/股)   | 0.74    | 0.84    | 0.93    | 1.06    | 应付债券        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |         | 递延所得税负债     | 396    | 0      | 0      | 0      |
|             | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 其他非流动负债     | 22563  | 22563  | 22563  | 22563  |
| 经营活动现金流净额   | 18856   | 29354   | 29909   | 32401   | 负债合计        | 104723 | 100946 | 87101  | 89942  |
| 取得投资收益      | 586     | 0       | 0       | 0       | 归属于母公司      | 104746 | 117276 | 131122 | 146889 |
| 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      | 6596   | 7168   | 7799   | 8519   |
| 无形资产投资      | 0       | 0       | 0       | 0       | 股东权益        | 111342 | 124443 | 138921 | 155408 |
| 固定资产投资      | -13123  | -2688   | -2859   | -2890   | 负债及股东权益     | 216065 | 225390 | 226022 | 245350 |
| 其他          | 11861   | 0       | 0       | 0       | 基本指标        |        |        |        |        |
| 投资活动现金流净额   | -1261   | -2688   | -2859   | -2890   |             | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 债券融资        | 0       | 0       | 0       | 0       | EPS         | 0.736  | 0.842  | 0.930  | 1.059  |
| 股权融资        | 223     | 0       | 0       | 0       | BVPS        | 5.98   | 6.70   | 7.49   | 8.39   |
| 银行贷款增加 (减少) | 4002    | -9349   | -17799  | 0       | PE          | 9.39   | 8.21   | 7.43   | 6.52   |
| 筹资成本        | 4524    | -3637   | -3223   | -3103   | PEG         | 0.73   | 0.64   | 0.58   | 0.51   |
| 其他          | -11916  | 0       | 0       | 0       | PB          | 1.16   | 1.03   | 0.92   | 0.82   |
| 筹资活动现金流净额   | -3167   | -12986  | -21022  | -3103   | EV/EBITDA   | 4.78   | 3.49   | 2.69   | 1.84   |
| 现金净流量       | 14427   | 13680   | 6028    | 26408   | ROE         | 12.3%  | 12.6%  | 12.4%  | 12.6%  |

### 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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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      |
| 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  |

### 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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。