

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

7 月部分品种出厂价小幅下调影响单月业绩表现

事件描述

宝钢股份今日公布了 2011 年 7 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

热轧：低碳钢、超低碳钢、一般冷成型用钢下调 200 元/吨，其它产品维持不变；

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：厚度小于等于 2.3mm 产品下调 100 元/吨，其余规格产品维持不变；2、不锈钢产品：在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：EDDQ、SEDDQ 钢级软钢及高强度钢下调 200 元/吨，其它维持不变；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：CQ、DQ 钢级软钢下调 100 元/吨，DDQ 钢级软钢下调 400 元/吨，其它钢级维持不变；

镀铝锌：1、直属厂部产品维持不变；2、梅钢产品：在直属厂部价格基础上优惠 50 元/吨；

彩涂（7-8 月）：维持不变；

无取向硅钢：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 500 元/吨；

取向硅钢：维持不变；

厚板：维持不变。

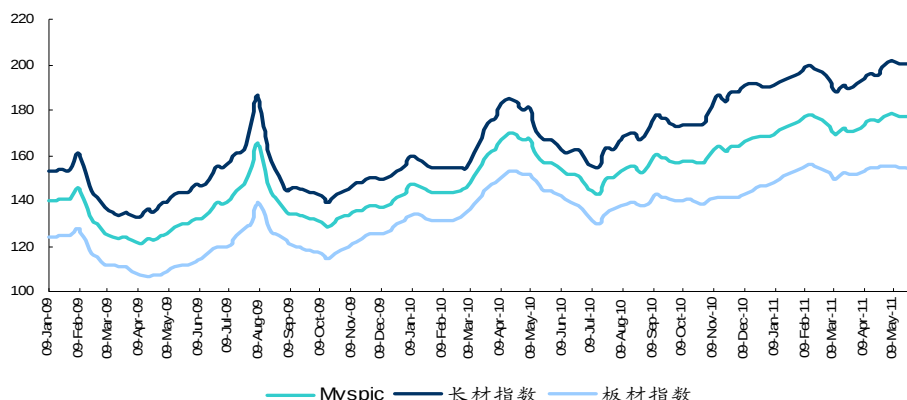
事件评论

第一，近期国内钢价的较弱表现是公司下调部分品种 7 月出厂价的主要原因

根据现货市场价格的变动调整远期期货粗出厂价是公司一贯的做法，公司下调部分品种 7 月出厂价的主要原因有以下几点：

✓ 近期国内市场现货价格持续下跌，现货市场价格的较弱表现是公司 7 月价格政策调整的主要原因；

图 1：近期国内钢材市场价格持续下降



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

✓ 期货价格走势较弱，期现价差为负，下调出厂价体现了当前公司价格政策较为谨慎的态度；

现货钢价高于期货价格的表现说明了当期需求其实还处于并不差的水平上，只是期现价差为负与远期期货价格低于当期期货价格的现象来看，市场对远期供需格局能否继续维持当前的状态存有疑虑。这种格局下，公司下调部分产品 7 月出厂价的行为反映了公司当前在价格政策方面谨慎的态度。

图 2：期货价格低于现货价格，走势也较弱



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 3：螺纹钢期货主力合约期现价差为负

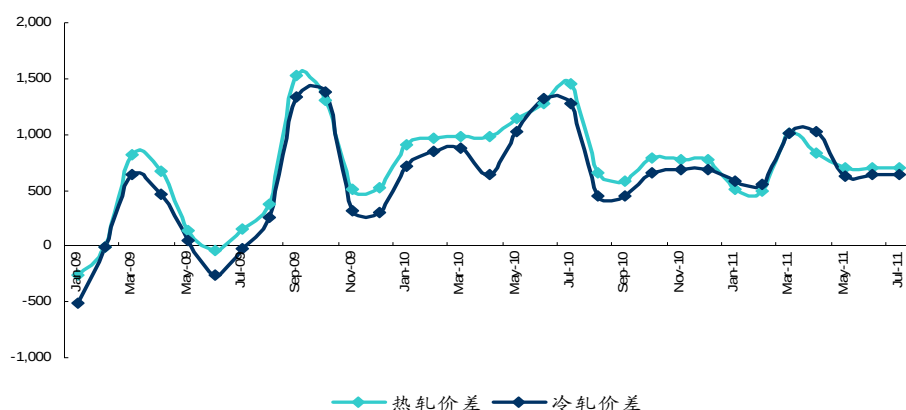


资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

✓ 公司冷热轧产品出厂价与市场价的价差较大, 下调后仍处于不低的水平上;

公司主要产品出厂价一贯高于市场价, 由于公司仅调整了部分产品的出厂价格政策, 在7月份价格调整后, 公司产品出厂价与市场价的价差依然处于并不低的水平上。

图 4: 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仍处于不低的水平

产 品 钢 种 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

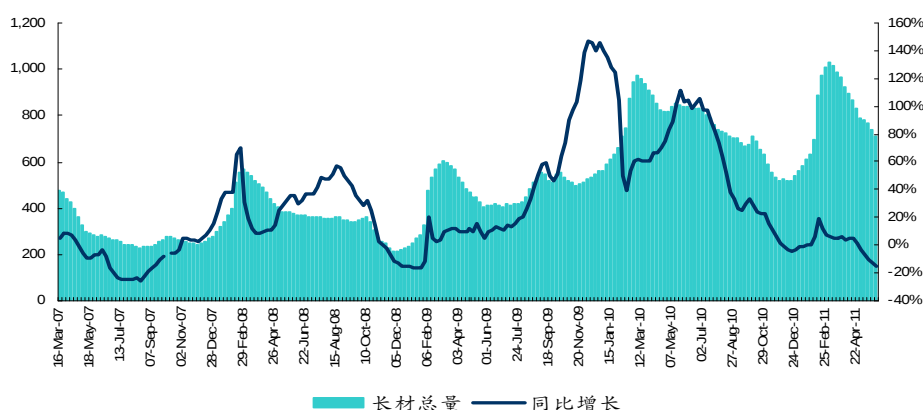
Sep-10	4,846	4,262	584	5,763	5,322	442
Oct-10	5,022	4,228	794	5,939	5,279	660
Nov-10	5,022	4,250	772	5,939	5,260	679
Dec-10	5,022	4,250	772	5,892	5,260	632
Jan-11	5,139	4,635	503	6,126	5,546	580
Feb-11	5,256	4,758	498	6,243	5,695	548
Mar-11	5,607	4,600	1,007	6,594	5,583	1,011
Apr-11	5,607	4,773	833	6,594	5,568	1,026
May-11	5,490	4,793	697	6,196	5,571	625
Jun-11	5,490	4,790	700	6,196	5,560	636
Jul-11	5,490	4,790	700	6,196	5,560	636

资料来源：Bloomberg，钢之家，公司资料，长江证券研究部

第二，对下游需求的谨慎预期是公司下调部分品种出厂价的根本原因

从近期钢价与库存的表现来看，板材表现相对要弱于长材。这主要源于下游制造业需求面临的高位回落以及供给等因素的综合影响。汽车行业近期出现的下滑对以板材品种尤其是冷轧为主的宝钢造成一定的压力基本属于预期之内。

图 5：长材库存表现较好，需求端好于板材



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 6：板材库存处于较高水平，弱于长材



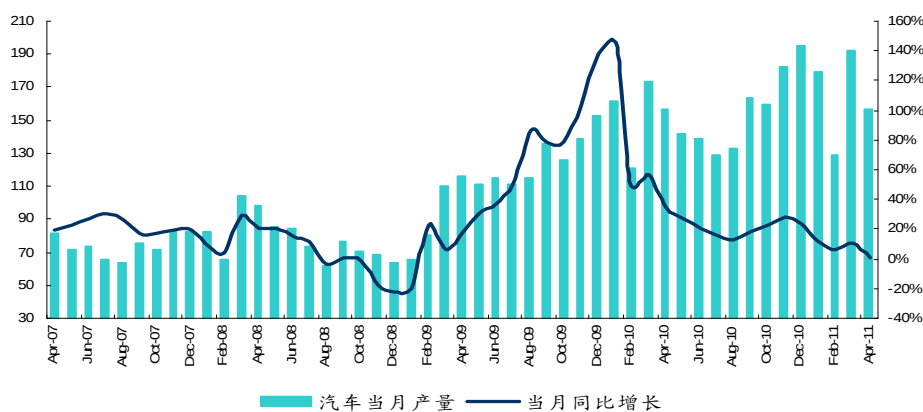
资料来源：Bloomberg，Mysteel，长江证券研究部

从公司本次调整的品种来看，部分热轧、酸洗、冷轧、热镀锌与无取向硅钢均有不同程度的下降。

汽车产量增速的下滑是制约公司需求的直接压力。虽然汽车板是公司一贯的优势品种，以雄厚的技术实力与相应的配套服务系统享有部分溢价能力，但在全市场价格均面临较大压力的情况下，虽然公司产品仍可享有一定幅度的溢价，但下滑的趋势可能难以避免。

而从热镀锌及部分无取向硅钢的下调情况来看，家电方面需求短期可能也面临一定的压力。尤其是无取向硅钢在过去盈利维持高位的情况下，当前价格面临的压力更多的来自于当前需求增速已无法匹配新增供给加速释放的供需格局改变。

图 7：汽车增速下降，公司需求端面临较大压力



资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，单月业绩可能继续下滑

我们根据现有情况对公司业绩进行简单测算可得：

- ✓ 从估算的数据来看，3 季度长协价环比 2 季度将有小幅下降不过基本上持平，影响不大；
- ✓ 假定公司拥有 2 个月左右的原材料库存，则 7 月公司尚未受到长协价调整的影响；
- ✓ 假定 4、5、6、7 四个月的产量水平分别为 210 万吨、215 万吨、210 万吨、215 万吨；

从我们的测算来看，7 月预期可实现基本盈亏平衡，近几个月盈利水平环比持续下降。由于实际经营情况受影响因素较多，且公司产品种类繁多，我们无法跟踪所有产品的价格和成本变化，因此简单测算与实际情况难免存在误差。但在 7 月部分品种出厂价下调的影响下，业绩环比继续下滑可能是难以避免的事。

表 2：7 月受出厂价下调影响，业绩可能环比继续下滑，预计可维持盈亏平衡

宝钢 2011 年利润估算	2010 年 4 季度			2011 年 1 季度			2 季度		3 季度	
	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
产量	210	219	215	213	187	207	210	215	210	215
营业收入		531.98			539.40		186.79	184.79	181.54	184.79
营业成本		481.77			479.09		165.61	168.77	169.74	173.94
吨钢收入		8,265			8,895		8,895	8,595	8,645	8,595
吨钢成本		7,485			7,900		7,886	7,850	8,083	8,090
净利润		22.87			30.70		10.93	5.53	1.55	0.35
吨钢毛利		780			995		1,009	745	562	505
吨钢净利		355			506		521	273	90	33

吨钢费用		425			488		472	472	472	472
价格增加							0	-300	50	-50
长协矿占比	100%	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	1,346	1,400	1,400
二级冶金焦价格均值	1,909	1,924	1,929	2,031	2,130	2,094	2,003	2,031	2,050	2,050
成本增加	168	4	6	2	41	40	-14	-36	233	8
估算吨钢净利		355			506		521	257	74	16
估算净利润		22.87			30.70		10.93	5.53	1.55	0.35
总股本	175.12	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	0.00
累计 EPS		0.74			0.18		0.24	0.27	0.28	0.28

资料来源：Bloomberg，钢之家，公司资料，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

考虑到下半年可能出现的变化，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	8.23	7.20	6.51	5.72
筹资成本	4524	-3637	-3223	-3103	PEG	0.64	0.56	0.50	0.44
其他	-11916	0	0	0	PB	1.01	0.90	0.81	0.72
筹资活动现金流净额	-3167	-12986	-21022	-3103	EV/EBITDA	4.30	3.08	2.29	1.47
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	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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： 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。