

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

11 月出厂价基本不变，单月盈利仍处低位

事件描述

宝钢股份公布了 2011 年 11 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

一、热轧：维持不变；

二、酸洗：1、直属厂部产品：维持不变；2、不锈钢事业部产品：在直属厂部价格基础上优惠 50 元/吨；3、梅钢产品：维持不变；

三、普冷：1、直属厂部产品：维持不变；2、不锈钢事业部产品：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；4、11 月-12 月双层焊管、药芯焊丝、单层焊管产品价格维持 9 月-10 月份价格不变；

四、热镀锌：1、直属厂部产品：维持不变；2、梅钢产品：维持不变；

五、电镀锌：维持不变；

六、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；

七、彩涂（11 月-12 月）：维持 9 月-10 月份价格不变；

八、无取向硅钢：B35 系列和高牌号维持不变，其它牌号下调 200 元/吨；

九、取向硅钢：普遍下调 600 元/吨；

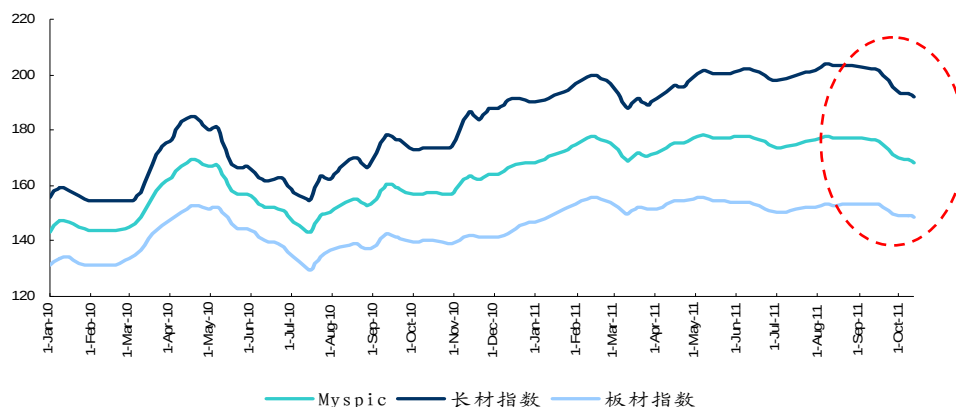
十、厚板：维持不变。

事件评论

第一，11 月大类产品出厂价均维持不变，取向硅钢与无取向硅钢略有下调

根据现货市场的价格波动制定期货出厂价政策是公司一贯的价格调整依据，在近期钢价持续下跌的背景下，公司对 11 月主要产品出厂价维持平盘开出略超预期。这主要是因为：

- ✓ 近期国内钢价虽有下跌，但板材表现强于长材；
- ✓ 公司盈利已经处于较低水平，较重的成本压力迫使公司出厂价下调的空间有限。

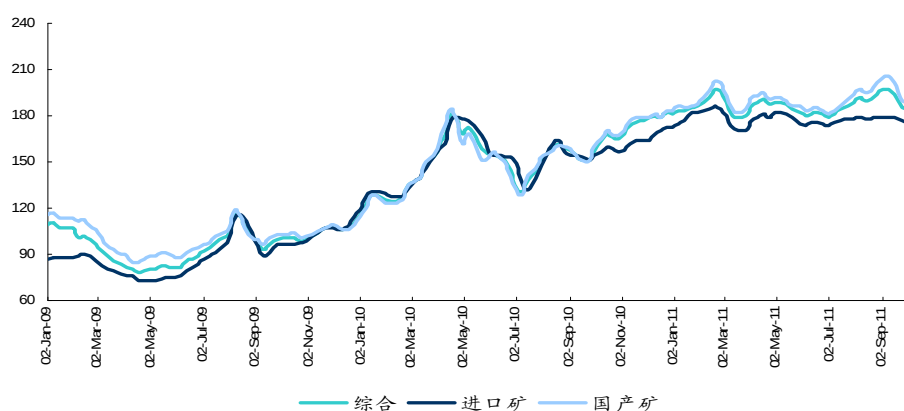
图 1：9 月国内钢材价格高位下滑，板材跌幅较小


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 1：近期国内钢价小幅下跌，板材跌幅较小

	本周	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	169.4	169.9	-0.28%	176.7	-4.12%	157.1	7.84%
长材	193.0	193.9	-0.47%	202.5	-4.69%	173.5	11.22%
扁平	148.9	149.0	-0.03%	153.5	-3.02%	140.2	6.21%
品种指数							
螺纹	186.5	187.5	-0.53%	198.2	-5.90%	169.6	9.96%
线材	197.5	198.5	-0.51%	207.0	-4.58%	178.0	10.97%
中厚	174.5	174.7	-0.12%	180.1	-3.09%	162.9	7.12%
热卷	164.1	164.2	-0.09%	171.5	-4.36%	154.6	6.12%
冷板	127.3	127.5	-0.14%	128.1	-0.61%	124.4	2.36%
镀锌	113.4	113.7	-0.29%	115.2	-1.58%	107.0	5.97%

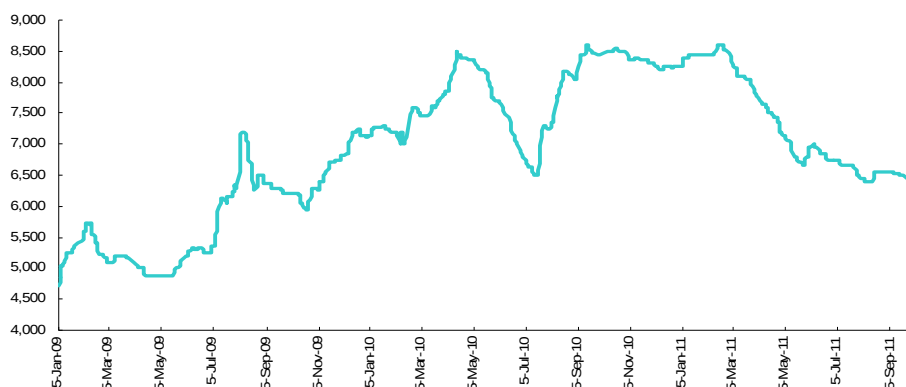
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 2：矿价高位运行，成本压力依然不减


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

无取向硅钢年初以来已经经历了较大幅度的下跌，盈利已经处于较低的水平。相比其他品种而言，供给问题是无取向硅钢所面临的压力。在近期需求并未观测到明显起色的情况下，竞争压力更为激烈的低端领域率先降价反映了目前无取向的供需形势。

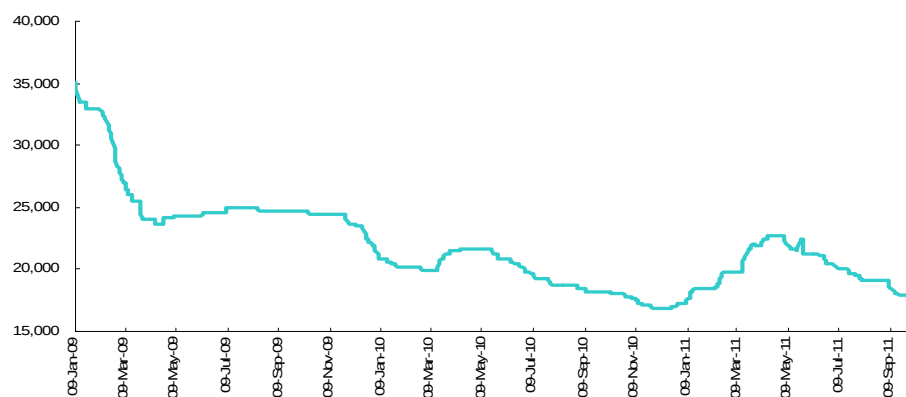
图 3：近期国内无取向硅钢价格持续疲软，年初以来持续下跌



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

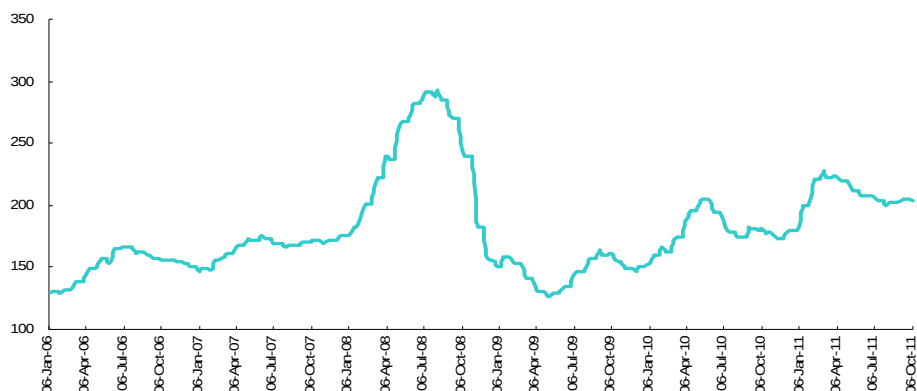
取向硅钢价格此次下调 600 元，一方面是国内需求并未观察到明显改善，另一方面则是近期国际市场的不景气，预计取向硅钢的低迷仍将持续一段时间。

图 4：近期国内取向硅钢价格持续下跌



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5: 国际钢价 CRU 指数近期持续下跌

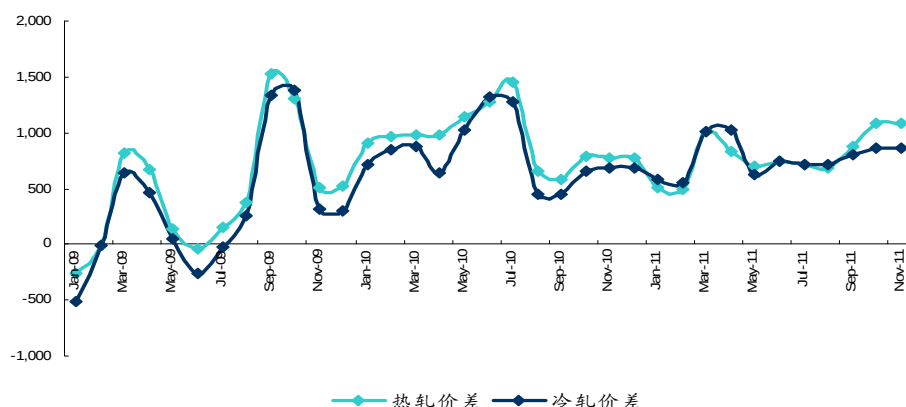


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第二, 主要产品出厂价与市场价的价差短期维持不变, 但处于较高水平

在 11 月出厂价维持不变的情况下, 公司主要产品出厂价与市场价的价差环比上月短期稳定, 但由于近期市场价持续下跌, 价差有扩大的趋势。

图 6: 11 月公司主要产品出厂价与市场价的价差维持不变



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

表 2: 目前价差水平处于较高的位置

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	4,747	742	6,196	5,455	741
Jul-11	5,490	4,780	710	6,079	5,358	721
Aug-11	5,490	4,806	684	6,138	5,429	709
Sep-11	5,560	4,683	877	6,278	5,480	798
Oct-11	5,630	4,544	1,086	6,337	5,473	863
Nov-11	5,630	4,544	1,086	6,337	5,473	863

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

第三, 11月出厂价调整后, 单月业绩环比可能小幅下降, 仍处于低盈利状态

我们根据现有情况对公司业绩进行简单测算, 主要的假设条件如下:

- ✓ 假定公司具备 2 个月左右的矿石库存周转, 因此 4 季度长协价的变动对成本的影响暂不考虑;
- ✓ 价格的假设参考公司出厂价价格政策进行假设;
- ✓ 假定 9、10、11 三个月的产量水平分别为 215 万吨、220 万吨、215 万吨;

从我们的测算来看, 11 月出厂价调整后公司单月盈利可能略有下滑, 仍处于低位盈利状态。当然, 我们的测算假设比较简单, 仅根据价格成本的环比变化进行简单考虑, 无法完全模拟实际运营过程中的种种变化, 业绩估算与实际经营情况难免存在一定程度的出入。

表 3: 11 月出厂价调整后, 单月盈利可能下滑, 仍将处于较低水平

宝钢 2011 年利润估算	2 季度				3 季度		4 季度	
	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11
产量	211	226	217	214	219	215	220	215

营业收入	570.49	185.24	190.73	188.55	193.59	188.55
营业成本	524.39	171.16	175.22	171.40	175.65	171.74
吨钢收入	8,720	8,670	8,720	8,770	8,800	8,770
吨钢成本	8,015	8,011	8,011	7,972	7,984	7,988
净利润	20.09	1.38	2.51	4.37	4.87	4.03
吨钢毛利	705	659	709	798	816	782
吨钢净利	307	187	237	326	344	310
吨钢费用	398	472	472	472	472	472
价格增加		-50	50	50	30	-30
长协矿占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%
长协矿上涨幅度	16.3%	16.3%	16.3%	-2.0%	-2.0%	0.0%
长协价格（美金）	178	178	178	174	174	174
长协价格变动带动成本增加	0	0	272	0	0	-39
BDI 均值	1,343	1,346	1,433	1,366	1,387	1,838
二级冶金焦价格均值	2,003	2,031	2,020	2,020	2,020	2,050
成本增加	-14	-36	233	-4	0	-39
估算吨钢净利	307	65	115	203	221	187
估算净利润	20.09	1.38	2.51	4.37	4.87	4.03
总股本	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12
相应时期对应 EPS	0.11	0.01	0.01	0.02	0.03	0.02
累计 EPS	0.29	0.30	0.31	0.34	0.37	0.39

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

我们下调对公司的盈利预测，预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.40 元和 0.48 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	215234	232915	246531	货币资金	9201	21523	23291	34641
营业成本	177817	197164	212132	222097	交易性金融资产	297	297	297	297
毛利	24597	18070	20783	24434	应收账款	7818	8158	8828	9344
% 营业收入	12.2%	8.4%	8.9%	9.9%	存货	38027	42014	45203	47325
营业税金及附加	525	558	604	639	预付账款	5464	6095	6557	6865
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	158	166	179	190
销售费用	1785	1937	2096	2219	流动资产合计	68864	86666	93544	108381
% 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	5596	6056	6410	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	1565	1123	562	投资性房地产	155	155	155	155
% 营业收入	0.4%	0.7%	0.5%	0.2%	固定资产合计	128004	117180	106188	95029
资产减值损失	188	27	50	39	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	7	13	10
营业利润	16827	9238	11725	15455	其他非流动资产	4072	4072	4072	4072
% 营业收入	8.3%	4.3%	5.0%	6.3%	资产总计	216065	222359	218650	222848
营业外收支	410	0	0	0	短期贷款	27148	23864	8631	0
利润总额	17076	9238	11725	15455	应付款项	21386	23832	25641	26845
% 营业收入	8.4%	4.3%	5.0%	6.3%	预收账款	11796	12484	13509	14299
所得税费用	3715	1974	2931	3864	应付职工薪酬	1641	1769	1904	1993
净利润	13361	7264	8794	11591	应交税费	1123	760	937	1193
归属于母公司所有者					其他流动负债	10082	11228	12082	12655
的净利润	12889.1	7004.8	8465.8	11158.7	流动负债合计	73176	73937	62704	56985
少数股东损益	472	259	328	433	长期借款	8587	8587	8587	8587
EPS (元/股)	0.74	0.40	0.48	0.64	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	20724	22123	24982	负债合计	104723	105088	93855	88135
取得投资收益	586	0	0	0	归属于母公司	104746	110416	117612	127097
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	6855	7183	7616
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	111342	117271	124795	134713
固定资产投资	-13123	-2552	-2729	-2765	负债及股东权益	216065	222359	218650	222848
其他	11861	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1261	-2552	-2729	-2765		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.736	0.381	0.483	0.637
股权融资	223	0	0	0	BVPS	5.98	6.31	6.72	7.26
银行贷款增加 (减少)	4002	-3284	-15234	-8631	PE	7.15	13.81	10.88	8.25
筹资成本	4524	-2565	-2393	-2236	PEG	-1.52	-2.94	-2.32	-1.76
其他	-11916	0	0	0	PB	0.88	0.83	0.78	0.72
筹资活动现金流净额	-3167	-5849	-17626	-10867	EV/EBITDA	3.84	4.19	3.19	2.18
现金净流量	14427	12323	1768	11350	ROE	12.3%	6.0%	7.2%	8.8%

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。