

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

12 月出厂价预期内下调，单月业绩环比小幅下滑

事件描述

宝钢股份公布了 2011 年 12 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

一、热轧：汽车用钢、高强焊接结构钢基价维持不变，其它品种基价下调 200 元/吨；

二、酸洗：1、直属厂部及梅钢产品：抗拉强度>440Mpa 以上钢种下调 150 元/吨；其它强度级别高强钢及普碳钢、搪瓷钢下调 300 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；3、梅钢产品：维持不变；

三、普冷：1、直属厂部产品：下调 300 元/吨；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；

四、热镀锌：1、直属厂部产品：CQ 级、S 系列结构钢、酸洗热轧基板下调 400 元/吨，其它品种下调 200 元/吨；2、梅钢产品：下调 400 元/吨；

五、电镀锌：下调 200 元/吨；

六、镀铝锌：1、直属厂部产品：下调 300 元/吨；2、梅钢产品：在直属厂部价格基础上优惠 50 元/吨；

七、无取向硅钢：1、高牌号、B35 系列（含高效）下调 400 元/吨；2、B50、B65 系列中低牌号及高效：在 11 月份优惠价格基础上下调 350 元/吨；

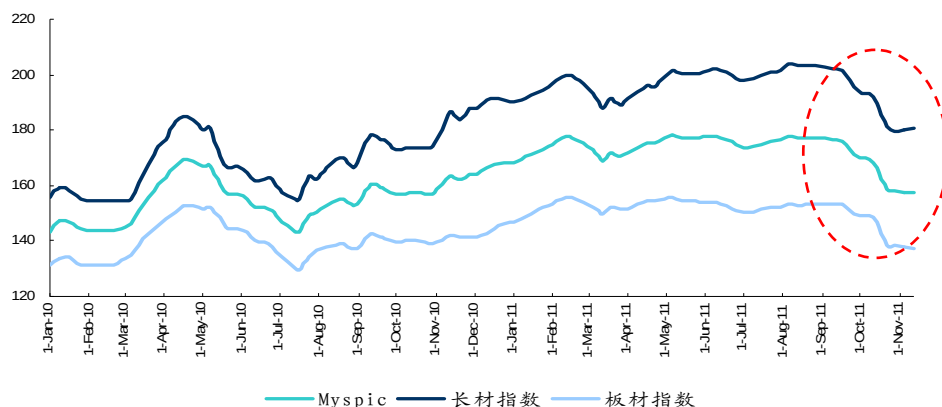
八、取向硅钢：下调 400 元/吨；

九、厚板：普遍下调 300 元/吨。

事件评论

第一，前期市场价的大幅下跌是导致 12 月大类产品出厂价下调的主要原因

1、在前期钢价大幅下跌的背景下，公司下调 12 月主要产品出厂价也是符合预期的行为；2、国内现货钢价自 9 月即开始持续下跌，而公司出厂价调整略显滞后，10、11 月出厂价甚至还有小幅的上调，因此 12 月下调幅度较大包含了对前期价格政策的修订。

图 1：近期国内钢材价格出现较大幅度下跌


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

表 1：近期国内钢价有所下跌，板材跌幅较大

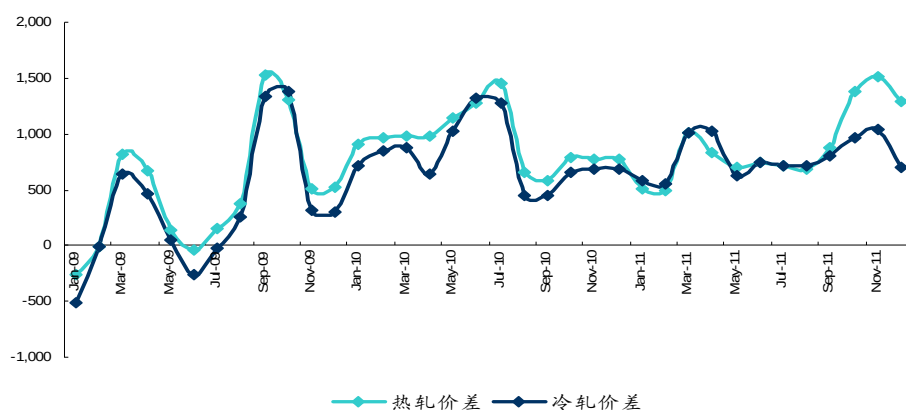
	本日	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	157.5	157.4	0.09%	168.5	-6.49%	164.1	-3.99%
长材	180.9	180.2	0.39%	191.8	-5.70%	187.2	-3.38%
扁平	137.3	137.7	-0.27%	148.3	-7.40%	141.9	-3.25%
区域指数							
华东	160.0	159.8	0.12%	170.7	-6.27%	167.0	-4.19%
华南	165.5	165.7	-0.13%	177.1	-6.56%	168.1	-1.55%
华北	152.5	152.5	0.00%	164.1	-7.07%	159.3	-4.27%
中南	161.6	161.2	0.22%	172.1	-6.10%	166.5	-2.95%
东北	149.5	150.6	-0.69%	161.5	-7.42%	152.7	-2.08%
西南	164.5	162.8	1.05%	172.2	-4.50%	169.4	-2.90%
西北	160.6	160.7	-0.08%	171.6	-6.40%	167.4	-4.05%
品种指数							
螺纹	175.0	173.9	0.63%	185.3	-5.53%	183.0	-4.36%
线材	184.8	183.9	0.49%	196.2	-5.80%	192.0	-3.75%
型材	188.8	189.4	-0.35%	200.6	-5.91%	-	-
中厚	158.7	159.8	-0.67%	173.2	-8.34%	166.2	-4.49%
热卷	150.5	150.3	0.19%	163.5	-7.91%	156.8	-3.99%
窄带	131.2	131.6	-0.30%	142.6	-8.01%	-	-
冷板	121.9	122.2	-0.25%	127.1	-4.03%	124.8	-2.29%
镀锌	105.3	106.2	-0.87%	112.8	-6.69%	107.6	-2.16%
无缝管	135.6	136.3	-0.50%	143.0	-5.17%	-	-
焊管	168.3	169.4	-0.69%	180.3	-6.69%	-	-

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第二，主要产品出厂价与市场价的价差有所回落，但仍处于较高水平

由于前期国内市场钢价出现了较大幅度的下跌，公司产品出厂价与市场价的价差已经处于接近历史高位水平，在 12 月出厂价下调的情况下，价差略有回落，不过依然处于较高水平。

图 2: 12 月公司主要产品出厂价与市场价的价差有所回落



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

表 2: 目前热轧价差水平仍处于较高的位置

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	4,246	1,384	6,337	5,373	964
Nov-11	5,630	4,122	1,508	6,337	5,290	1,047
Dec-11	5,407	4,122	1,285	5,986	5,290	696

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

第三, 12 月出厂价调整后, 单月业绩将环比继续下滑

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自 12 月开始体现;
- ✓ 公司产品销售均价参考公司出厂价价格政策进行假设;
- ✓ 对 4 季度长协价的假设综合考虑假定为 160 美元/吨;
- ✓ 综合考虑季节性淡季和钢价下跌的影响, 我们对产量的假设适当谨慎。假定 10、11、12 三个月的产量水平分别为 215 万吨、205 万吨、205 万吨;

经过简单估算, 虽然受 4 季度长协价大幅下调的影响 12 月成本将有较为明显的下滑, 但出厂价的大幅下调依然使得单月业绩环比下降。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: 12 月出厂价调整后, 单月业绩环比可能继续下滑

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	Dec-11
产量	211	226	217	214	219	216	215	205	205
营业收入		570.49			560.78		187.10	177.37	171.22
营业成本		524.39			530.84		176.35	168.15	164.77
吨钢收入		8,720			8,652		8,702	8,652	8,352
吨钢成本		8,015			8,190		8,202	8,202	8,037
净利润		20.09			12.42		5.16	3.89	1.13
吨钢毛利		705			462		500	450	315
吨钢净利		307			192		240	190	55
吨钢费用		398			270		260	260	260
价格增加				-50	50	50	50	-50	-300
长协矿占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
长协矿上涨幅度	16.3%	16.3%	16.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-8.3%	-8.3%	-8.3%
长协价格 (美金)	178	178	178	174	174	174	160	160	160
长协价格变动带动成本增加	0	0	272	0	0	-39	0	0	-157
BDI 均值	1,343	1,346	1,433	1,366	1,387	1,838	1,800	1,750	1,700
二级冶金焦价格均值	2,003	2,031	2,020	2,020	2,020	2,050	2,050	2,030	2,000

成本增加	-14	-36	233	-4	0	-39	12	0	-165
估算吨钢净利		307			192		240	190	55
估算净利润		20.09			12.42		5.16	3.89	1.13
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		0.11			0.07		0.03	0.02	0.01
累计 EPS		0.29			0.36		0.39	0.41	0.42

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

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.42 元和 0.51 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	216189	233472	246531	货币资金	9201	21619	23347	35607
营业成本	177817	197164	212132	222097	交易性金融资产	297	297	297	297
毛利	24597	19026	21340	24434	应收账款	7818	8194	8849	9344
% 营业收入	12.2%	8.8%	9.1%	9.9%	存货	38027	42014	45203	47325
营业税金及附加	525	561	606	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	180	190
销售费用	1785	1946	2101	2219	流动资产合计	68864	86835	93643	109348
% 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	5621	6070	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	1553	1090	540	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	117190	106202	95043
资产减值损失	188	30	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	7	12	9
营业利润	16827	10167	12296	15479	其他非流动资产	4072	4072	4072	4072
% 营业收入	8.3%	4.7%	5.3%	6.3%	资产总计	216065	222538	218762	223827
营业外收支	410	0	0	0	短期贷款	27148	23328	7710	0
利润总额	17076	10167	12296	15479	应付款项	21386	23832	25641	26845
% 营业收入	8.4%	4.7%	5.3%	6.3%	预收账款	11796	12539	13541	14299
所得税费用	3715	2542	3074	3870	应付职工薪酬	1641	1769	1904	1993
净利润	13361	7626	9222	11610	应交税费	1123	822	975	1195
归属于母公司所有者					其他流动负债	10082	11229	12083	12655
的净利润	12889.1	7340.9	8877.8	11176.1	流动负债合计	73176	73520	61855	56987
少数股东损益	472	285	344	433	长期借款	8587	8587	8587	8587
EPS (元/股)	0.74	0.42	0.51	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	21453	22503	24952	负债合计	104723	104671	93005	88137
取得投资收益	586	0	0	0	归属于母公司	104746	110986	118532	128032
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	6881	7225	7658
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	111342	117867	125757	135690
固定资产投资	-13123	-2562	-2735	-2765	负债及股东权益	216065	222538	218762	223827
其他	11861	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1261	-2562	-2735	-2765		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.736	0.419	0.507	0.638
股权融资	223	0	0	0	BVPS	5.98	6.34	6.77	7.31
银行贷款增加 (减少)	4002	-3820	-15618	-7710	PE	7.11	12.48	10.32	8.19
筹资成本	4524	-2654	-2421	-2216	PEG	-1.53	-2.69	-2.22	-1.77
其他	-11916	0	0	0	PB	0.87	0.83	0.77	0.72
筹资活动现金流净额	-3167	-6473	-18040	-9926	EV/EBITDA	3.83	3.99	3.07	2.13
现金净流量	14427	12418	1728	12260	ROE	12.3%	6.6%	7.5%	8.7%

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。