

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

价格上调提升 1 季度业绩，2 季度压力增加

事件描述

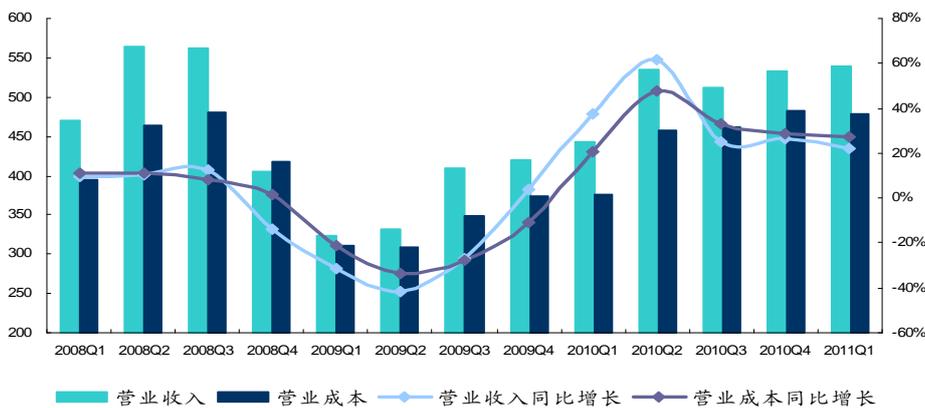
宝钢股份今日发布 2011 年 1 季报，报告期内公司实现营业收入 539.40 亿元，同比增长 21.82%；营业成本 479.09 亿元，同比增长 27.52%；实现归属于母公司所有者净利润 30.70 亿元，同比下降 21.88%；实现 EPS 为 0.18 元。

事件评论

第一，1 季度营业收入与营业成本同比增长但增速下滑，环比来看营业收入增长，营业成本下滑

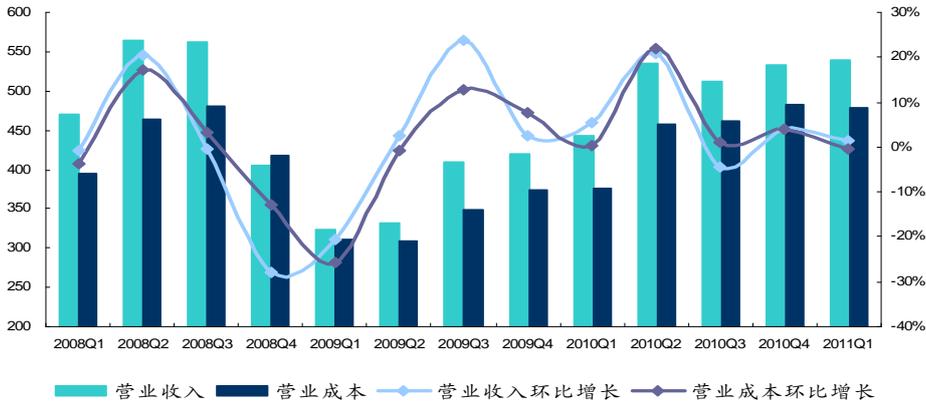
1 季度公司实现营业收入 539.40 亿元，同比增长 21.82%，去年 4 季度同比增速为 26.79%；营业成本 479.09 亿元，同比增长 27.52%，去年 4 季度同比增速为 28.70%。

图 1：1 季度营业收入与营业成本同比均增长，但增速下滑



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，1 季度公司营业收入环比增长 1.40%，去年 4 季度环比增速为 4.02%；营业成本环比下降 0.56%，去年 4 季度环比增速为 4.13%。

图 2: 1 季度营业收入环比增长, 营业成本环比小幅下降


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

产量方面, 受季节影响, 公司 2 月产量下降至 187 万吨, 不过 3 月又有明显回升。综合来看, 1 季度各月产量基本维持平稳, 1 季度实现销量 627.7 万吨, 环比去年 4 季度的 643.62 万吨略有下降。

图 3: 2 月产量出现较大幅度下降, 3 月回升

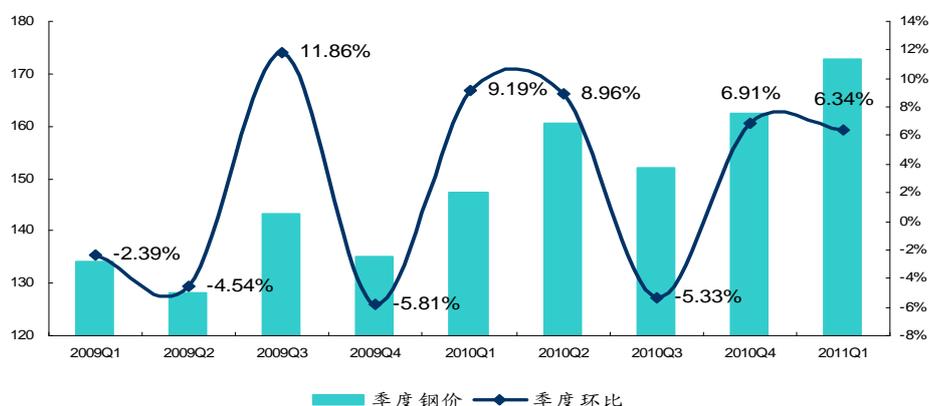

资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

图 4: 1 季度产量环比去年 4 季度下降 2.47%


资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

价格方面, 1 季度国内市场钢价均价环比略有上涨。

图 5: 1 季度国内市场钢价均价环比小幅上涨



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

从公司主要产品出厂价来看, 1 季度各月份出厂价持续上调。虽然公司出厂价上调幅度相对市场价的调整幅度并不大, 但由于公司产品价格本身就要偏高, 因此出厂价与市场价的价差还是不断扩大。

表 1: 公司主要产品出厂季度均价环比有所增长

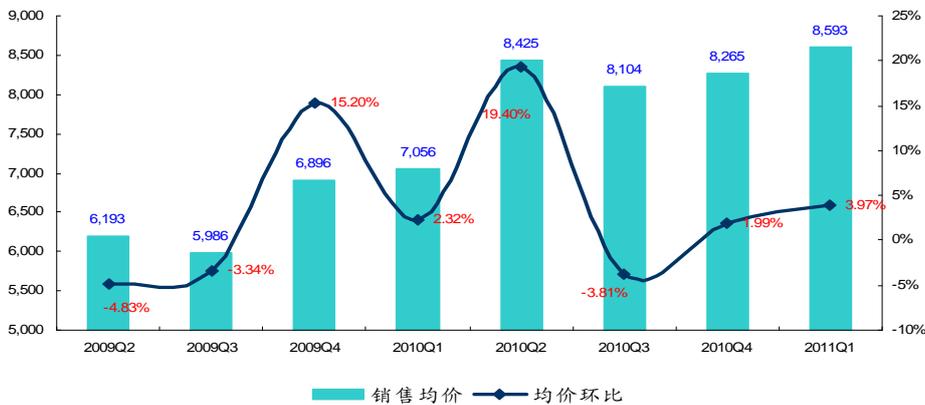
产 品 钢 种 规 格	宝钢热轧与市场价的价差			宝钢冷轧与市场价的价差		
	SS400 5.5*1500mm	上海 含税价	相对 价差	SPCC 1.0*1250*C	上海 含税价	相对 价差
Jan-09	3,853	4,121	-268	4,125	4,639	-514
Feb-09	3,852	3,859	-7	4,476	4,480	-4
Mar-09	4,203	3,382	820	4,827	4,184	644
Apr-09	3,969	3,297	671	4,593	4,137	456
May-09	3,618	3,479	139	4,359	4,311	49
Jun-09	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
季度均价	5,022	4,243		5,923	5,266	
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
季度均价	5,334	4,664		6,321	5,608	
季度环比	6.21%	9.93%		6.72%	6.49%	
Apr-11	5,607	4,650	957	6,594	5,520	1,074
May-11	5,373	4,650	723	6,196	5,520	676

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

在产量下降的情况下, 1 季度公司营业收入环比增长主要源于销售均价的改善。简单计算, 1 季度销售均价约为 8593 元/吨, 环比去年 4 季度的 8265 元/吨增长 3.97%。

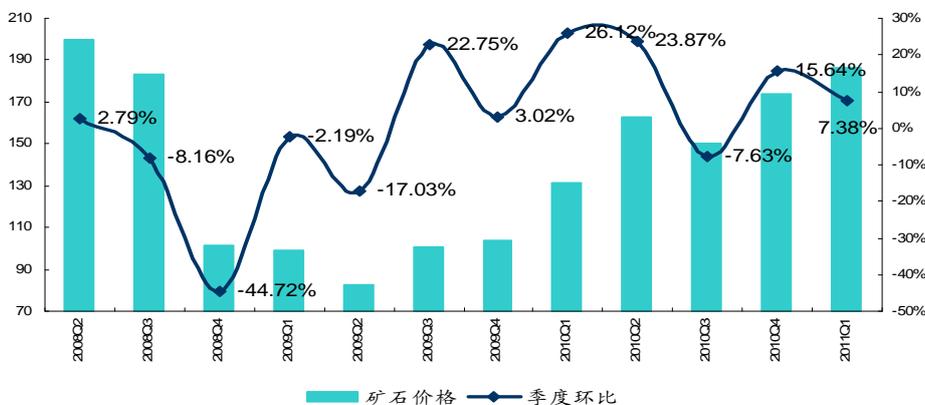
图 6: 1 季度公司销售均价环比有所改善



资料来源: Wind, 公司资料, 钢之家, 中钢协, 长江证券研究部

成本方面, 虽然 1 季度长协价可能有所上调, 但由于公司本身存在约 2 个月左右的矿石库存, 故原材料成本方面变动并不大。在产量下降的情况下, 公司营业成本小幅下降。

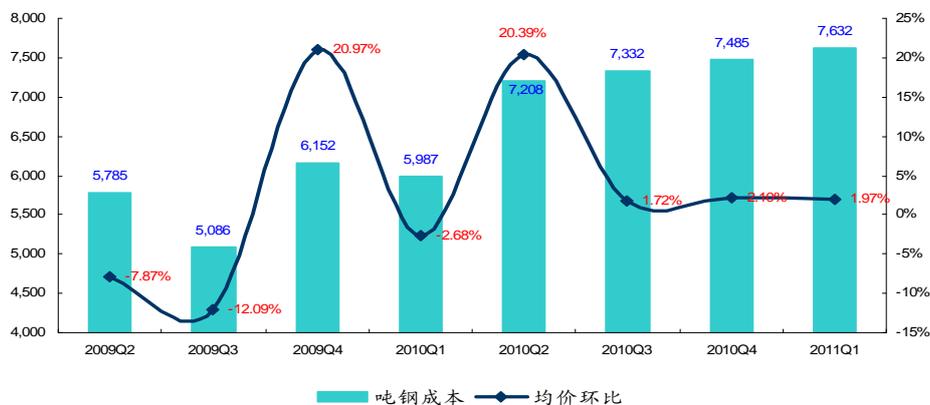
图 7: 1 季度矿石均价环比有所增长



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

简单计算, 1 季度吨钢成本约 7632 元/吨, 环比去年 4 季度的 7485 元/吨小幅增加 1.97%。

图 8: 1 季度吨钢成本环比小幅上涨



资料来源: Wind, 公司资料, 钢之家, 中钢协, 长江证券研究部

第二, 1 季度毛利率回升, 净利润环比增长

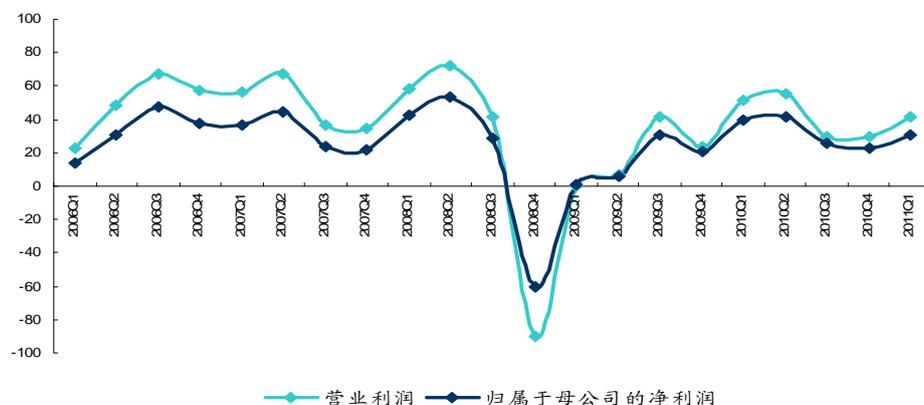
1 季度毛利率 11.18%, 环比去年 4 季度 9.44% 有所回升。

图 9: 1 季度公司毛利率 11.18%, 环比去年 4 季度的 9.44% 有所回升



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 10: 1 季度营业利润与净利润环比小幅上升



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从公司利润表来看，1 季度营业收入和毛利率均环比增加带动主营利润改善，净利润环比大幅增加。

表 2: 宝钢股份利润表统计，1 季度毛利率回升，净利润出现明显增长

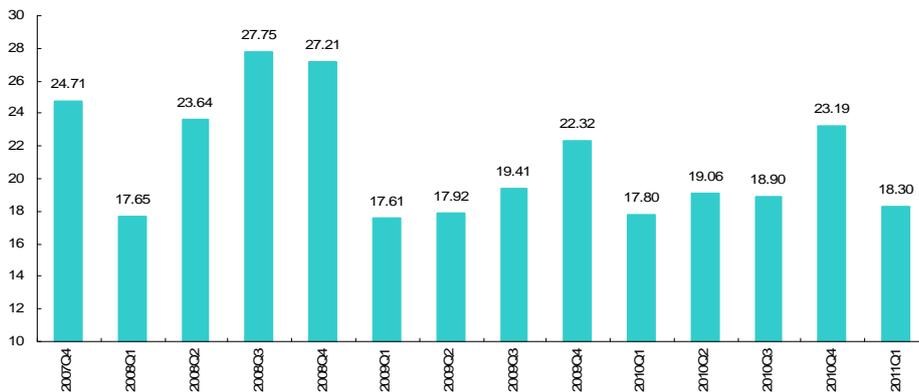
宝钢股份利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	322.79	331.04	409.86	419.58	442.78	535.34	511.40	531.97	539.40
毛利率	3.50%	6.58%	15.03%	10.78%	15.15%	14.44%	9.53%	9.44%	11.18%
主营利润	11.28	21.79	61.62	45.25	67.07	77.32	48.74	50.20	60.31
三项费用率	5.46%	5.41%	4.74%	5.32%	4.02%	3.56%	3.70%	4.36%	3.39%
销售费用	3.07	3.27	3.69	4.56	4.04	3.94	4.57	5.30	4.13
管理费用	9.34	10.94	11.58	14.07	10.11	12.38	13.58	16.97	13.62
财务费用	5.21	3.72	4.14	3.69	3.65	2.75	0.75	0.92	0.56
期间费用	17.61	17.92	19.41	22.32	17.80	19.06	18.90	23.19	18.30
营业税金及附加	1.81	1.79	1.00	1.09	1.50	1.67	0.94	1.13	1.27
资产减值损失	-9.60	0.95	1.90	0.40	-0.42	2.46	-0.05	-0.10	0.80
营业利润	0.37	7.21	41.65	23.30	51.34	55.66	29.63	30.03	41.64
利润总额	1.41	7.55	41.78	22.21	52.69	55.66	29.77	32.64	41.73
所得税费用	0.35	0.89	9.53	1.23	12.00	13.18	3.42	8.55	9.60
归属于母公司净利润	0.89	5.80	30.36	21.12	39.30	41.21	25.51	22.87	30.70
净利率	0.33%	2.01%	7.87%	5.00%	9.19%	7.94%	5.15%	4.30%	5.69%
存货	291.51	289.09	308.68	294.62	326.47	344.00	361.12	380.27	423.95
最新股本	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12	175.12
每股收益	0.01	0.03	0.17	0.12	0.22	0.24	0.15	0.13	0.18

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，费用水平环比有所下降但依然维持平稳，存货环比有所上升

1 季度公司费用总额为 18.30 亿元，环比去年 4 季度的 23.19 亿元有所下降，但依然维持平稳。管理费用的下降是 1 季度公司费用水平下降的主要原因，这与公司年底费用集中结算可能有关。

图 11: 1 季度公司费用环比大幅下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 3: 1 季度三项费用率环比均明显下降

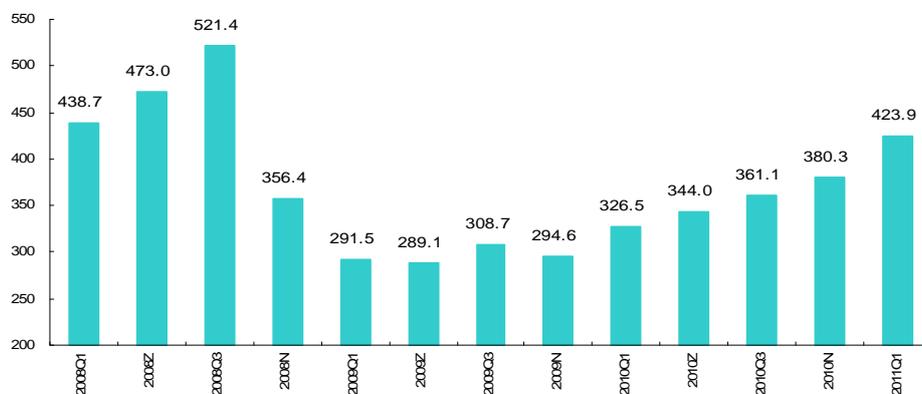
季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	宝钢股份	行业均值	宝钢股份	行业均值	宝钢股份	行业均值

2007Q1	1.07%	1.41%	2.18%	2.39%	0.69%	1.03%
2007Q2	0.97%	1.41%	2.40%	2.70%	0.44%	1.01%
2007Q3	1.04%	1.38%	2.55%	2.72%	0.56%	1.07%
2007Q4	1.14%	1.41%	3.77%	2.88%	0.32%	1.08%
2008Q1	1.01%	1.23%	2.55%	2.63%	0.20%	1.20%
2008Q2	0.88%	1.15%	2.67%	2.62%	0.63%	1.12%
2008Q3	0.97%	1.14%	2.66%	2.53%	1.30%	1.20%
2008Q4	0.82%	1.22%	3.62%	2.65%	2.26%	1.34%
2009Q1	0.95%	1.22%	2.89%	3.33%	1.61%	1.65%
2009Q2	0.99%	1.24%	3.30%	3.58%	1.12%	1.64%
2009Q3	0.90%	1.25%	2.83%	3.52%	1.01%	1.55%
2009Q4	1.09%	1.27%	3.35%	3.44%	0.88%	1.44%
2010Q1	0.91%	1.23%	2.28%	2.78%	0.82%	1.31%
2010Q2	0.73%	1.19%	2.31%	2.80%	0.51%	1.26%
2010Q3	0.89%	1.20%	2.66%	2.80%	0.15%	1.20%
2010Q4	1.00%	1.32%	3.19%	2.91%	0.17%	1.15%
2011Q1	0.77%		2.52%		0.10%	

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

1 季度末公司存货水平为 423.95 亿元, 环比去年年末的 380.27 亿元有所增加。

图 12: 1 季度末公司存货水平环比有所增长



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 出厂价下调叠加成本压力增加, 2 季度公司压力较大

公司 4 月出厂价维持不变, 但 5 月对主要产品出厂价均有所下调已经开始影响业绩。由于我们假定公司存在约 2 个月左右的矿石库存, 因此 2 季度长协价的调整将在 6 月份开始体现, 如果 6 月出厂价不能有效上调, 则叠加成本压力后公司业绩可能将出现下滑。

表 4: 2 季度业绩可能将有所下滑

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
产量	210	219	215	213	187	228	220	225
营业收入	531.98			539.40			189.05	186.60

营业成本		481.77			479.09		167.60	170.59
吨钢收入		8,265			8,593		8,593	8,293
吨钢成本		7,485			7,632		7,618	7,582
净利润		22.87			30.70		11.08	5.40
吨钢毛利		780			961		975	712
吨钢净利		355			489		504	240
吨钢费用		425			472		472	472
价格增加							0	-300
长协矿占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
长协矿上涨幅度	0%	0%	0%	6.7%	6.7%	6.7%	17.3%	17.3%
长协价格(美金)	168	168	168	179	179	179	210	210
长协价格变动带动成本增加	0	0	0	0	0	122	0	0
BDI 均值	2,693	2,321	2,031	1,402	1,181	1,493	1,343	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
成本增加	168	4	6	2	41	162	-14	-36
估算吨钢净利		355			489		504	240
估算净利润		22.87			30.70		11.08	5.40
总股本	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
累计 EPS		0.74			0.18		0.24	0.27

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第五, 维持“推荐”评级

我们暂不调整公司的盈利预测, 预计 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 的净利润	12889.1	14740.3	16289.7	18549.4	其他流动负债	10082	11361	12217	12789
少数股东损益	472	572	632	719	流动负债合计	73176	69796	55951	58791
EPS (元/股)	0.74	0.84	0.93	1.06	长期借款	8587	8587	8587	8587
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	396	0	0	0
经营活动现金流净额	18856	29354	29909	32401	其他非流动负债	22563	22563	22563	22563
取得投资收益	586	0	0	0	负债合计	104723	100946	87101	89942
收回现金					归属于母公司	104746	117276	131122	146889
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	6596	7168	7799	8519
固定资产投资	-13123	-2688	-2859	-2890	股东权益	111342	124443	138921	155408
其他	11861	0	0	0	负债及股东权益	216065	225390	226022	245350
投资活动现金流净额	-1261	-2688	-2859	-2890	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	223	0	0	0	EPS	0.736	0.842	0.930	1.059
银行贷款增加(减少)	4002	-9349	-17799	0	BVPS	5.98	6.70	7.49	8.39
筹资成本	4524	-3637	-3223	-3103	PE	9.37	8.20	7.42	6.51
其他	-11916	0	0	0	PEG	0.73	0.64	0.57	0.50
筹资活动现金流净额	-3167	-12986	-21022	-3103	PB	1.15	1.03	0.92	0.82
现金净流量	14427	13680	6028	26408	EV/EBITDA	4.77	3.49	2.68	1.84
					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。