

2014-11-12

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

宝钢股份 (600019)

汽车景气下滑, 12月冷轧出厂价下调

分析师: 刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

分析师: 王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

分析师: 陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

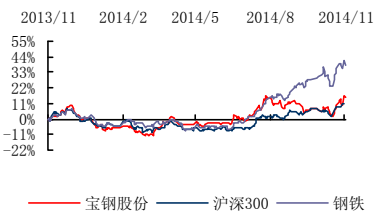
执业证书编号: S0490514080002

联系人: 肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《3季度主业经营环比基本持平》2014/10/31

《需求尚未企稳, 11月出厂价顺势下调》
2014/10/13

《顺势而为下调10月出厂价》2014/9/11

报告要点

■ 事件描述

宝钢股份今日公布2014年12月主要产品出厂价政策, 其中热轧维持不变, 冷轧下调100元。

■ 事件评论

汽车景气下滑, 冷轧价格更加弱势: 虽然10月以来地产、基建等利好政策刺激钢铁行业需求环比企稳, 但主要体现在螺纹钢等长材领域。热轧、冷轧市场价格近期相对弱势, 其中冷轧价格跌幅更大。在此背景下, 公司部分下调12月主要产品出厂价也反映了行业当前实际需求情况: 3季度以来汽车行业景气度下滑, 公司弱势冷轧出厂价调整政策或反映出目前汽车板订单略有回落。另外, 公司取向硅钢12月上调1000元, 主要是受节能减排影响, 国内底牌号硅钢变压器升级需求带动所致。无论何种品种, 钢价上涨的核心驱动力均来自需求。

在本次下调冷轧主要产品出厂价之后, 公司冷轧产品与市场价格间价差缩小, 但整体而言, 倒挂压力依然存在。

受益库存周转与矿价跌幅更大, 12月盈利环比小幅改善: 简单估算, 在矿价跌幅更大的影响下, 预计12月单月经营业绩环比小幅改善, 但幅度不大。不过这一测算结果将受到最终原料结算价格的影响, 我们的测算考虑因素也较为简单, 无法完全模拟实际经营过程中的种种变化, 可能与实际经营数据存在一定出入。

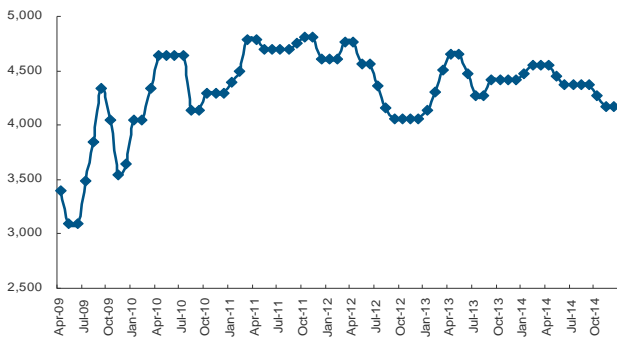
预计公司2014、2015年EPS分别为0.41元、0.47元, 维持“**推荐**”评级。

12月热轧持平冷轧下调

宝钢股份公布了2014年12月主要产品出厂价政策，主要调整明细如下：

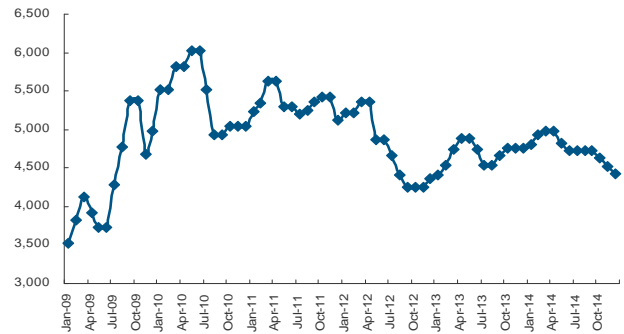
- 1、**热轧**：维持不变；
- 2、**普冷**：直属厂部，下调100元/吨；梅钢公司，在直属厂部价格基础上优惠100元/吨；
- 3、**酸洗**：直属厂部，维持不变；梅钢公司，维持不变；
- 4、**热镀锌**：直属厂部，维持不变；梅钢公司，维持不变；
- 5、**电镀锌**：维持不变；
- 6、**镀铝锌**：维持不变；
- 7、**无取向硅钢**：维持不变；
- 8、**取向硅钢**：上调1000元/吨。

图1：公司12月热轧产品出厂价维持不变



资料来源：中联钢，长江证券研究部

图2：公司12月普冷出厂价下调100元



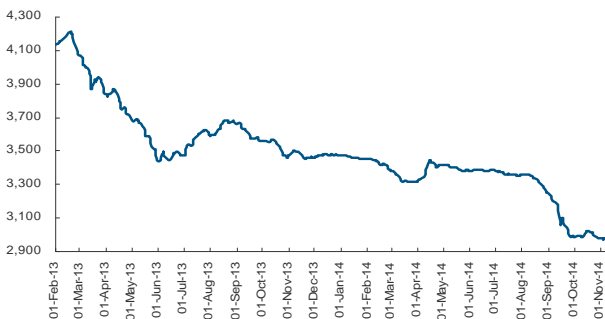
资料来源：中联钢，长江证券研究部

➤ 汽车或景气下滑，板材需求未实质恢复

虽然10月以来地产、基建等利好政策刺激钢铁行业需求环比企稳，但主要体现在螺纹钢等长材领域。热轧、冷轧市场价格近期相对弱势，其中冷轧价格跌幅更大。在此背景下，公司部分下调12月主要产品出厂价也反映了行业当前实际需求情况：3季度以来汽车行业景气度下滑，公司弱势冷轧出厂价调整政策或反映出目前汽车板订单略有回落。

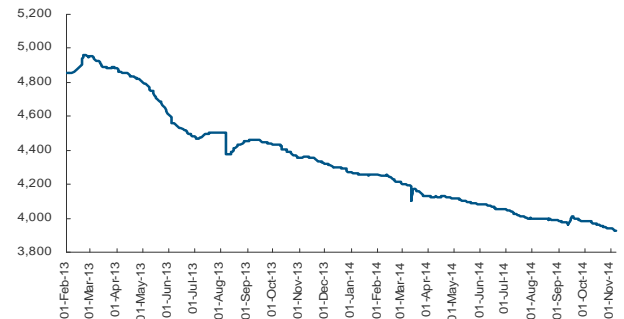
另外，公司取向硅钢12月上调1000元，主要是受节能减排影响，国内底牌号硅钢变压器升级需求带动所致。无论何种品种，钢价上涨的核心驱动力均来自需求。

图3：近期热轧现货价格呈现企稳迹象



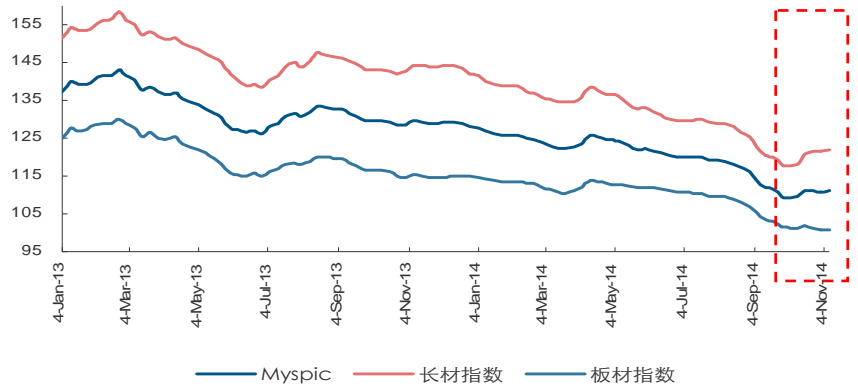
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图4：近期冷轧现货价格继续弱势下跌



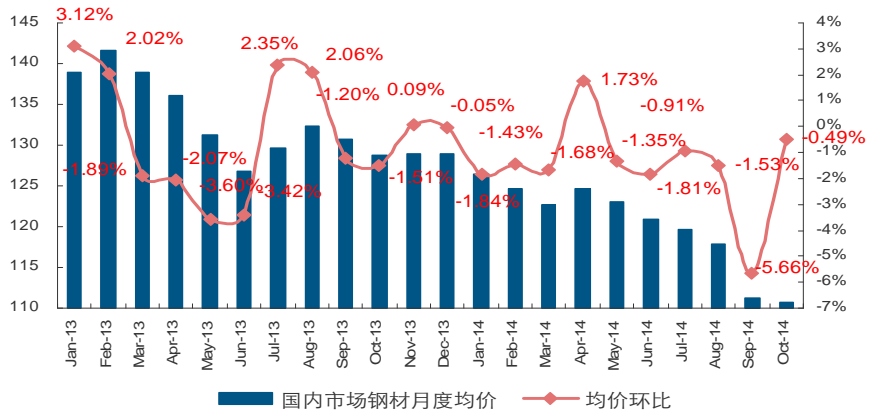
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图5：近期国内钢价整体呈现阶段性企稳迹象



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 6: 10月国内钢材均价环比下跌0.49%



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 1: 历年数据显示, 公司 12 月热轧出厂价持平概率较大, 冷轧规律不明

宝钢热轧	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	宝钢冷轧	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2006	-	0	0	400	250	0	300	0	0	-200	0	0	2006	-	0	0	700	0	0	300	0	0	0	0	0
2007	0	0	0	210	0	0	-10	0	0	-200	0	0	2007	0	0	0	300	0	0	0	0	0	-400	0	0
2008	300	0	0	800	300	0	301	0	0	300	-800	-800	2008	100	0	0	800	400	0	300	0	0	-100	-800	-900
2009	-900	200	300	-200	-200	0	400	300	500	-300	0	-200	2009	-970	300	300	-200	-200	0	550	500	600	0	-700	300
2010	400	0	300	300	0	0	0	-500	0	150	0	0	2010	550	0	300	0	200	0	-500	-600	0	110	0	0
2011	100	100	300	0	-100	0	0	0	60	60	0	-200	2011	200	100	300	0	-340	0	-100	50	120	50	0	-300
2012	0	0	150	0	-200	0	-200	-200	-100	0	0	0	2012	100	0	150	0	-500	0	-200	-260	-150	0	0	100
2013	80	160	200	150	0	-180	-200	150	0	0	0	0	2013	60	120	200	150	0	-150	-200	100	100	0	0	0
2014	50	80	0	0	-100	-80	0	0	0	-100	-100	0	2014	50	120	50	0	-150	-100	0	0	0	-100	-100	-100
上调次数	5	4	5	5	2	0	3	2	2	3	0	0	上调次数	6	4	6	4	2	0	3	3	3	2	0	2
下调次数	1	0	0	1	4	2	3	2	1	4	2	3	下调次数	1	0	0	1	4	2	4	2	1	3	3	3
持平次数	2	5	4	3	3	7	3	5	6	2	7	6	持平次数	1	5	3	4	3	7	2	4	5	4	6	4

资料来源: 中联钢, 长江证券研究部

表 2: 历年 12 月板材价格上涨概率较大

板材均价环比涨跌	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2004	5.34%	7.97%	1.34%	-1.32%	-10.07%	0.75%	7.41%	2.07%	0.68%	0.67%	0.67%	4.64%
2005	3.16%	1.84%	4.22%	-5.20%	-2.44%	-14.38%	-2.19%	-2.24%	-9.92%	-10.17%	-4.72%	-2.97%
2006	3.06%	7.92%	11.93%	2.46%	5.60%	6.06%	-12.86%	0.00%	2.46%	-0.80%	-2.42%	3.31%
2007	4.80%	2.29%	-0.60%	1.28%	0.89%	-2.87%	-0.08%	6.81%	1.77%	-0.42%	3.64%	4.25%
2008	2.33%	12.59%	1.97%	2.48%	6.56%	1.01%	-0.70%	-9.26%	-10.70%	-25.51%	-5.33%	3.96%
2009	5.59%	-7.62%	-3.91%	-3.07%	4.38%	6.79%	9.28%	-4.44%	-5.60%	0.42%	6.00%	3.35%
2010	1.31%	1.22%	9.40%	4.19%	-4.55%	-4.56%	-1.09%	0.66%	1.67%	-0.72%	1.80%	3.75%
2011	4.30%	0.78%	-1.75%	2.58%	-0.84%	-1.82%	0.79%	0.72%	-2.93%	-6.98%	-1.59%	-1.17%
2012	-0.30%	0.22%	2.45%	0.96%	-2.62%	-2.32%	-4.43%	-7.38%	-2.77%	5.77%	1.88%	0.49%
2013	3.60%	1.93%	-1.89%	-1.93%	-4.02%	-3.37%	1.92%	1.59%	-1.28%	-1.66%	-0.86%	0.00%
平均值	3.32%	2.91%	2.32%	0.24%	-0.71%	-1.47%	-0.19%	-1.15%	-2.66%	-3.94%	-0.09%	1.96%
10年上涨次数	9	9	6	6	4	4	4	5	4	3	5	8
下跌次数	1	1	4	4	6	6	6	4	6	7	5	2
2014	-0.77%	-0.99%	-1.64%	1.81%	-0.61%	-0.85%	-0.96%	-1.47%	-5.19%	-1.61%	-0.72%	

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 3: 近期各品种钢价均呈现低位企稳

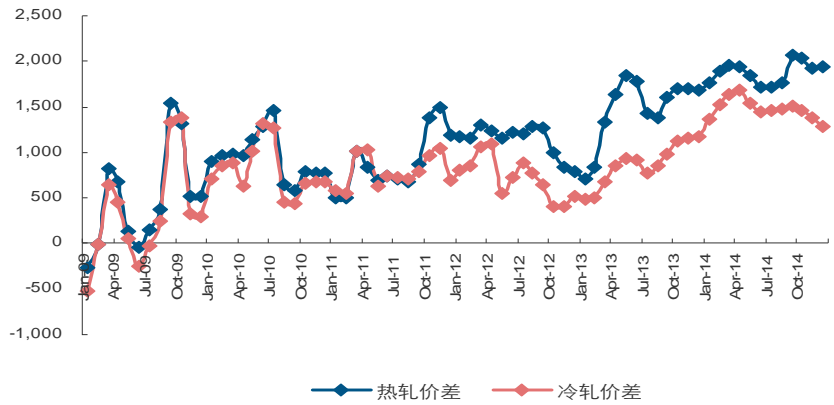
	本日	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	111.21	110.92	0.26%	109.48	1.58%	129.47	-14.10%
长材	122.07	121.62	0.37%	117.99	3.46%	144.27	-15.39%
扁平	100.82	100.69	0.13%	101.33	-0.50%	115.32	-12.57%
区域指数							
华东	111.9	111.83	0.06%	109.63	2.07%	131.38	-14.83%
华南	118.54	118.12	0.36%	115.23	2.87%	137.12	-13.55%
华北	104.04	104.09	-0.05%	103.32	0.70%	123.48	-15.74%
中南	114.57	114.13	0.39%	112.27	2.05%	131.77	-13.05%
东北	103.07	103.61	-0.52%	104.69	-1.55%	117.55	-12.32%
西南	117.17	115.92	1.08%	113.83	2.93%	131.66	-11.01%
西北	112.68	111.75	0.83%	112.9	-0.19%	129.25	-12.82%
品种指数							
螺纹	118.78	118.47	0.26%	113.94	4.25%	141.69	-16.17%
线材	122.66	121.91	0.62%	117.56	4.34%	143.91	-14.77%
中厚	111.07	111.39	-0.29%	112.43	-1.21%	128.19	-13.36%
热卷	108.65	108.38	0.25%	109.12	-0.43%	125.23	-13.24%
冷板	91.64	91.78	-0.15%	92.44	-0.87%	102.61	-10.69%
镀锌	85.54	85.62	-0.09%	86.51	-1.12%	90.12	-5.08%

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

➤ 冷轧价差有所减小, 倒挂压力依然存在

在本次下调冷轧主要产品出厂价之后，公司冷轧产品与市场价格间价差缩小，但整体而言，倒挂压力依然存在。

图 7：公司出厂价与市场价差有所扩大



资料来源：Bloomberg，Wind，钢之家，公司资料，长江证券研究部

受益矿价跌幅更大，12月盈利环比小幅改善

我们根据现有情况对公司单月主营业务进行简单测算，主要的假设条件如下：

- ✓ 公司目前执行长协价的依据为当季现货矿的均价。我们参考普氏指数，假定公司保持了 2 个月左右的矿石库存，简单估算 4 季度长协矿均价为 80 美元，环比下跌的原材料价格从 12 月开始影响生产成本；
- ✓ 公司产品销售均价参考公司每个月公布的出厂价格政策进行假设；
- ✓ 假设公司产销一致，预计 2014 年 10 月、11 月和 12 月的产销量水平分别 180 万吨、180 万吨和 180 万吨；

简单估算，在矿价跌幅更大的影响下，预计 12 月单月经营业绩环比有所改善，但幅度不大。不过这一测算结果将受到最终原料结算价格的影响，我们的测算考虑因素也较为简单，无法完全模拟实际经营过程中的种种变化，可能与实际经营数据存在一定出入。

表 4：受益于矿价跌幅更大，预计单月经营盈利持续环比有所改善

宝钢股份2014年盈利预测	2014年2季度			2014年3季度			2014年4季度		
	Apr-14	May-14	Jun-14	Jul-14	Aug-14	Sep-14	Oct-14	Nov-14	Dec-14
产量		568			536		180	180	180
营业收入		508.51			459.93		152.57	150.77	149.87
营业成本		459.82			411.59		138.14	138.14	136.34
吨钢收入		8956			8576		8,476	8,376	8,326
吨钢成本		8098			7675		7,675	7,675	7,574
净利润		16.44			18.56		6.51	4.71	5.61
吨钢毛利		857.50			901.42		801	701	752
吨钢净利		289.53			346.07		361	261	312
吨钢费用		568			555		440	440	440

调价变化	0	-120	-80	-10	-30	0	-100	-100	-50
长协矿占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
长协矿上涨幅度	0.0%	-14.8%	-14.8%	0.0%	-12.1%	-12.1%	0.0%	-11.3%	-11.3%
长协价格(美金)	103	103	103	90	90	90	80	80	80
长协价格变动带动成本增加	0	0	-174	0	0	-122	0	0	-100
BDI均值	1,045	991	912	796	937	1,123	1,101	1,449	1,449
太原二级冶金焦价格均值	929	920	920	884	860	860	860	860	860
成本增加	-46	-30	-177	0	-12	-130	0	0	-100
估算吨钢净利		290			346		361	261	312
估算净利润		16.44			18.56		6.51	4.71	5.61
总股本		164.72			164.72		164.72	164.72	164.72
相应时期的经营EPS		0.10			0.11		0.04	0.03	0.03
累计EPS		0.19			0.30		0.34	0.37	0.41

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

维持“推荐”评级

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.41 元、0.47 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)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	190026	186186	189657	195268	货币资金	12881	13033	13276	13669
营业成本	171718	167808	170150	174532	交易性金融资产	29	29	29	29
毛利	18308	18379	19507	20736	应收账款	12920	20199	20575	21184
%营业收入	9.6%	9.9%	10.3%	10.6%	存货	31087	30270	30692	31482
营业税金及附加	414	405	413	425	预付账款	3064	3013	3055	3134
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	5868	5687	5793	5964
销售费用	1963	1862	1897	1953	流动资产合计	78056	84189	85600	88001
%营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	1009	1009	1009	1009
管理费用	6881	6703	6828	7030	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	长期股权投资	13681	13681	13681	13681
财务费用	-544	100	111	59	投资性房地产	476	476	476	476
%营业收入	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	固定资产合计	101624	114227	114425	109102
资产减值损失	2388	298	16	25	无形资产	6878	6534	6208	5897
公允价值变动收益	28	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	684	0	0	0	递延所得税资产	2053	74	4	6
营业利润	7918	9011	10243	11244	其他非流动资产	22891	22891	22891	22891
%营业收入	4.2%	4.8%	5.4%	5.8%	资产总计	226668	243081	244294	241063
营业外收支	326	0	0	0	短期贷款	46698	59167	52884	41015
利润总额	8010	9011	10243	11244	应付款项	20605	20047	20327	20850
%营业收入	4.2%	4.8%	5.4%	5.8%	预收账款	11972	11730	11948	12302
所得税费用	1969	2253	2561	2811	应付职工薪酬	1697	1674	1697	1741
净利润	6040	6758	7683	8433	应交税费	1781	1988	2224	2421
归属于母公司所有者的净利润	5818.5	6506.1	7395.7	8118.4	其他流动负债	11881	11614	11778	12084
少数股东损益	222	252	287	315	流动负债合计	94634	106220	100859	90412
EPS (元/股)	0.37	0.41	0.47	0.51	长期借款	4702	4702	4702	4702
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	305	0	0	0
					其他非流动负债	6961	6961	6961	6961
					负债合计	106602	117883	112522	102076
					归属于母公司	110512	115392	121678	128579
					少数股东权益	9554	9806	10093	10408
					股东权益	120066	125198	131771	138987
					负债及股东权益	226668	243081	244294	241063
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.368	0.411	0.467	0.513
					BVPS	6.71	7.01	7.39	7.81
					PE	12.75	11.40	10.03	9.14
					PEG	1.09	0.97	0.85	0.78
					PB	0.70	0.67	0.63	0.60
					EV/EBITDA	6.38	6.19	5.30	4.45
					ROE	5.3%	5.6%	6.1%	6.3%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。