

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，单月盈利继续下滑

事件描述

武钢股份今日公布 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：1、普碳钢、优碳钢、低合金钢、船板出厂价格下调 300 元/吨，SPHC、Q195 与 Q235A 的同规格产品同价；2、磁轭钢、耐候钢、高强镀锌用钢出厂价格下调 100 元/吨；3、其他品种出厂价格下调 300 元/吨；

二、轧板：所有产品出厂价格维持不变；

三、冷轧：普碳钢（Q195-215A、Q235A、Q275A、DC01、SPCC、WMB1、WSB17C 等）、家电用钢（WJD1、WJD2、SPCCT-EG、WLS280-JD、WLS350-JD、WJD3 等）、焊丝钢（SPCD-HS、SPCE-HS 等）、优碳钢（08Al、SPCD、DC03 等）、深冲钢（SC1、SPCE、DC04 等）、耐候钢（06CuPRE、WNQ300、05CuPCrNi、SPA-C 等）、磁极钢（WDEL250、WDEL300、WDEL350、WDEL400 等）出厂价格下调 200 元/吨；其他品种不变；

四、镀锌：DX51、DX52、结构级系列产品出厂价格下调 320 元/吨，DX53 系列产品出厂价格下调 390 元/吨，其他品种出厂价格维持不变；

五、彩涂：所有产品出厂价格下调 300 元/吨；

六、镀锡：1、厚度<0.28mm 产品出厂价格下调 400 元/吨。2、厚度≥0.28mm 且<0.31mm 产品出厂价格下调 340 元/吨；

七、线材：钢帘线、82Mn-QS 价格维持不变，焊接钢出厂价格下调 200 元/吨，其他品种出厂价格下调 300 元/吨，W77MnA 与 WSWRH82B 同价；

八、取向硅钢：取向硅钢所有产品出厂价格下调 600 元/吨；

九、无取向硅钢：1、低牌号出厂价格在十一月份价格（含优惠）基础上下调 600（含税 702）元/吨；2、中高牌号出厂价格下调 600（含税 702）元/吨；3、冷连退产品价格硅钢厂同牌号产品价格基础上优惠 150（含税 175.5）元/吨；

十、酸洗钢：所有产品出厂价格下调 300 元/吨；

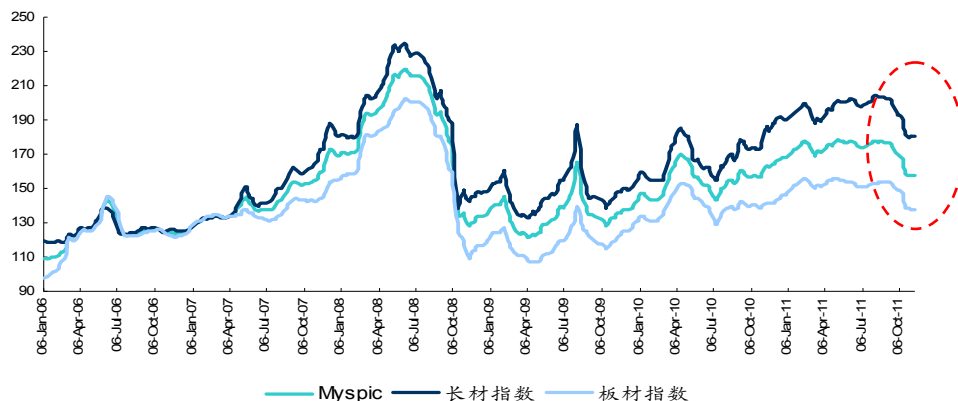
十一、型材、重轨：出厂价格及政策维持不变。

事件评论

第一，近期现货钢价持续下跌，公司下调 12 月主要产品出厂价符合预期

根据现货市场的价格波动调整远期期货出厂价是公司制定价格政策一贯的依据，在近期现货市场价格持续下跌且宝钢已经先行下调 12 月出厂价的背景下，此次公司价格政策的调整基本在预期之内。

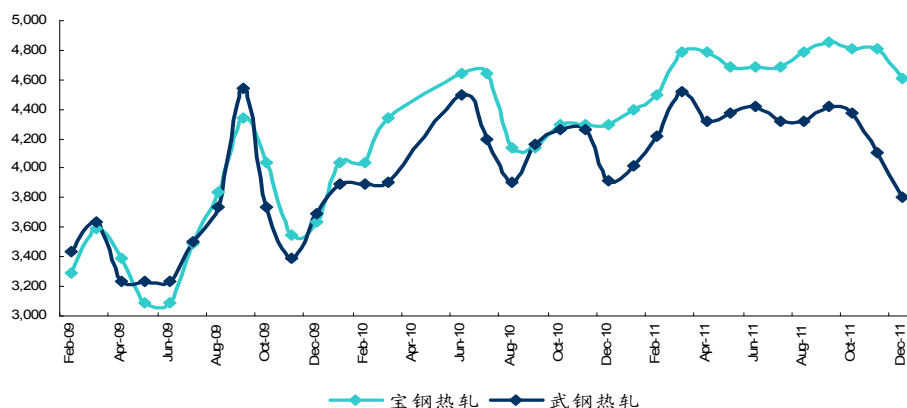
图 1：近期国内钢材市场价格持续下跌



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

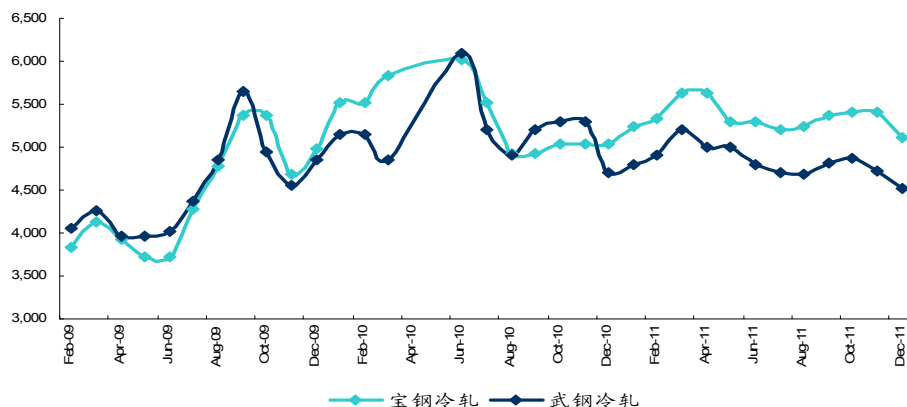
从历史数据来看，公司出厂价政策的走势与宝钢基本一致，在宝钢下调 12 月出厂价的前提下，公司虽已对 11 月出厂价有所下调但仍继续下调 12 月出厂价，反映了公司价格政策方面一贯谨慎稳健的态度。

图 2：三大钢出厂价热轧品种基本保持一致



资料来源：Mysteel，中钢协，公司资料，长江证券研究部

图 3：三大钢冷轧出厂价调整趋势基本一致

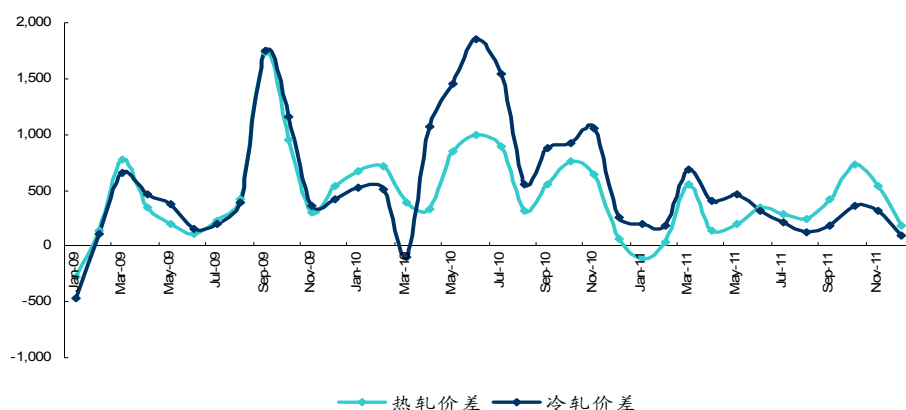


资料来源: Mysteel, 中钢协, 公司资料, 长江证券研究部

第二, 主要产品出厂价与市场价价差有所回落

在前期市场价大幅下跌的背景下, 公司主要产品出厂价与市场价的价格处于相对较高的水平, 12 月出厂价的进一步下调使得这一价差重新回落至低位, 倒挂的风险有所释放。

图 4: 公司主要产品出厂价与市场价的价格环比有所下降



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格有所回落

产品规格	热轧含税价 5.5mmQ235	市场价 武汉地区	价差 5.5mm	冷轧含税价 1.0mmQ195 冷板	市场价 武汉地区	价差 冷轧
Jan-09	3,674	3,945	-271	4,200	4,663	-462
Feb-09	4,025	3,886	139	4,750	4,648	103
Mar-09	4,259	3,479	780	4,984	4,333	651
Apr-09	3,791	3,446	345	4,575	4,110	465
May-09	3,791	3,596	195	4,633	4,261	372
Jun-09	3,791	3,685	106	4,692	4,546	146
Jul-09	4,095	3,873	222	5,113	4,909	204
Aug-09	4,376	3,964	412	5,675	5,290	384
Sep-09	5,312	3,571	1,741	6,611	4,863	1,748
Oct-09	4,376	3,431	944	5,792	4,630	1,162
Nov-09	3,966	3,660	306	5,324	4,957	366
Dec-09	4,317	3,785	533	5,675	5,252	422
Jan-10	4,551	3,885	666	6,026	5,508	518
Feb-10	4,551	3,838	713	6,026	5,517	509
Mar-10	4,563	4,167	396	5,675	5,766	-92
Apr-10	4,914	4,590	324	6,997	5,927	1,069
May-10	5,265	4,416	849	7,137	5,685	1,452
Jun-10	5,265	4,273	992	7,137	5,283	1,854
Jul-10	4,914	4,022	892	6,435	4,890	1,545
Aug-10	4,563	4,250	313	5,733	5,177	556
Sep-10	4,867	4,317	550	6,084	5,201	883

Oct-10	4,984	4,228	756	6,201	5,279	922
Nov-10	4,984	4,343	641	6,201	5,144	1,057
Dec-10	4,586	4,521	66	5,499	5,240	259
Jan-11	4,703	4,814	-111	5,616	5,426	190
Feb-11	4,937	4,908	30	5,733	5,555	178
Mar-11	5,288	4,742	546	6,084	5,402	682
Apr-11	5,054	4,917	138	5,850	5,443	407
May-11	5,113	4,910	203	5,850	5,386	464
Jun-11	5,171	4,828	344	5,604	5,288	317
Jul-11	5,054	4,771	283	5,499	5,280	219
Aug-11	5,054	4,817	238	5,487	5,365	123
Sep-11	5,171	4,753	418	5,628	5,450	178
Oct-11	5,113	4,384	729	5,698	5,336	362
Nov-11	4,809	4,270	539	5,522	5,200	322
Dec-11	4,458	4,270	188	5,288	5,200	88

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 12 月出厂价下调, 单月业绩将可能继续下滑至盈亏平衡附近

我们根据现有情况对公司业绩进行简单测算, 主要的假设条件有以下几点:

- ✓ 我们假定公司拥有 2 个月左右的库存周转, 因此 4 季度长协价变动对公司成本的影响将从 12 月开始体现;
- ✓ 出厂价的假设参考历次公司出厂价格政策;
- ✓ 对 4 季度长协价的假设综合考虑假定为 160 美元/吨;
- ✓ 考虑鄂钢公司, 对产量的假定分别为: 10、11、12 三个月份产量为 175 万吨、172 万吨、170 万吨。

经过简单测算, 在 12 月出厂价下调后, 单月业绩可能环比下滑至盈亏平衡附近。当然, 我们的假设仅简单考虑了成本钢价的环比变化, 无法完全模拟现实经营过程中存在的种种变化, 与实际经营数据难免存在一定出入。

表 2: 12 月出厂价调整后, 公司单月业绩可能下滑至盈亏平衡附近

武钢 2011 年盈利预测	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	168	178	172	172	173	175	175	172	170
营业收入		298.34			259.68		93.35	89.00	83.72
营业成本		276.81			242.29		92.71	89.00	85.05
吨钢收入		5,746			5,001		5,334	5,174	4,924
吨钢成本		5,331			4,666		5,298	5,174	5,003
吨钢毛利		415			335		37	0	-78
净利润		6.18			4.13		2.04	1.37	0.02
吨钢净利		119			80		116	80	1
吨钢费用	296	296	296	255	255	255	250	250	250
价格增加	-160	30	80	-100	0	100	70	-160	-250
长协矿占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
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	-23	0	0	-92
河北唐山现货矿均价	1448	1422	1359	1371	1473	1,500	1,341	1,234	1,197
现货矿月度环比涨幅	5.29%	-1.80%	-4.45%	0.91%	7.44%	1.80%	-10.60%	-8%	-3%
BDI 均值	1,343	1,352	1,433	1,366	1,387	1,838	2,072	2,000	2,000
二级冶金焦价格均值	2,005	2,031	2,020	2,020	2,020	2,050	2,060	2,030	2,000
成本增加				-55	10	63	33	-123	-172
估算吨钢净利		119			80		116	80	1
主营估算净利润		6.18			4.13		2.04	1.37	0.02
总股本	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94
相应时期对应 EPS		0.06			0.04		0.02	0.01	0.00
累计 EPS		0.12			0.162		0.18	0.20	0.20

资料来源：Bloomberg，钢之家，公司资料，长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.20 元和 0.27 元，维持“谨慎推荐”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	75597	96330	101545	103993	货币资金	2252	9633	10155	10399
营业成本	69440	89208	93388	94536	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6157	7122	8158	9457	应收账款	399	528	556	570
% 营业收入	8.1%	7.4%	8.0%	9.1%	存货	11671	15112	15820	16014
营业税金及附加	188	240	252	259	预付账款	57	89	93	94
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	739	963	1015	1040	流动资产合计	16971	28637	30077	30613
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1934	2505	2640	2704	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	3632	3632	3632	3632
财务费用	851	771	593	280	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.8%	0.6%	0.3%	固定资产合计	55468	51573	47545	43330
资产减值损失	428	0	0	0	无形资产	45	43	41	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	169	0	0	0	递延所得税资产	215	0	0	0
营业利润	2187	2644	3657	5175	其他非流动资产	-25	-25	-25	-25
% 营业收入	2.9%	2.7%	3.6%	5.0%	资产总计	76305	83860	81269	77589
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	16336	15452	9070	1589
利润总额	2207	2644	3657	5175	应付款项	16060	20635	21601	21866
% 营业收入	2.9%	2.7%	3.6%	5.0%	预收账款	6468	8284	8733	8943
所得税费用	499	661	914	1294	应付职工薪酬	221	267	279	283
净利润	1707	1983	2743	3881	应交税费	-172	36	47	62
归属于母公司所有者					其他流动负债	354	462	484	490
的净利润	1704.3	1980.3	2739.0	3876.1	流动负债合计	39267	45136	40213	33234
少数股东损益	3	3	4	5	长期借款	1396	1396	1396	1396
EPS (元/股)	0.17	0.20	0.27	0.38	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	7362	7362	7362	7362
经营活动现金流净额	5729	10696	9323	9926	负债合计	48025	53894	48971	41991
取得投资收益	57	0	0	0	归属于母公司	28196	29879	32207	35502
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	84	87	91	96
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	28280	29966	32298	35598
固定资产投资	-3747	-1363	-1415	-1340	负债及股东权益	76305	83860	81269	77589
其他	92	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3655	-1363	-1415	-1340		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.169	0.196	0.271	0.384
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.60	3.81	4.11	4.53
银行贷款增加 (减少)	-1256	-883	-6383	-7480	PE	19.96	17.18	12.42	8.78
筹资成本	1650	-1068	-1004	-861	PEG	0.63	0.55	0.39	0.28
其他	-3300	0	0	0	PB	0.94	0.88	0.82	0.74
筹资活动现金流净额	-2907	-1951	-7386	-8341	EV/EBITDA	6.04	4.75	3.54	2.42
现金净流量	-832	7381	522	245	ROE	6.0%	6.6%	8.5%	10.9%

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。