

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

7 月出厂价预期内下调，单月业绩下降至微利状态

事件描述

武钢股份今日公布了 2011 年 7 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

热轧：管线钢、集装箱、耐候钢维持不变，其他产品出厂价下调 100 元/吨，高强船板出厂价再下调 50 元/吨；

轧板：刀刃钢出厂价下调 200 元/吨，其他产品出厂价维持不变；

冷轧：1、优碳卷出厂价下调 400 元/吨，深冲、超深冲、高强钢卷材出厂价下调 500 元/吨，其他卷材出厂价下调 150 元/吨；2、三冷轧优碳、深冲、高强钢卷产品低于二冷轧同类产品 100 元/吨；3、冷板价格在同类型卷材产品基础上加价 50 元/吨；

镀锌：DX54-DX56 系列产品出厂价下调 200 元/吨，其他产品出厂价维持不变；

彩涂：所有产品出厂价维持不变；

镀锡：所有产品出厂价维持不变；

线材：电缆钢出厂价上调 100 元/吨，其他产品出厂价维持不变；

取向硅钢：所有产品出厂价维持不变；

无取向硅钢：1、低牌号出厂价下调 300 元/吨；2、50WF470（50WW470-F）牌号下调 400 元/吨，50WW470 出厂价下调 200 元/吨，其他中高牌号出厂价暂时维持不变；3、同品种冷连退产品价格按硅钢厂产品价格的基础上优惠 400 元/吨；

重轨等其他产品出厂价维持不变。

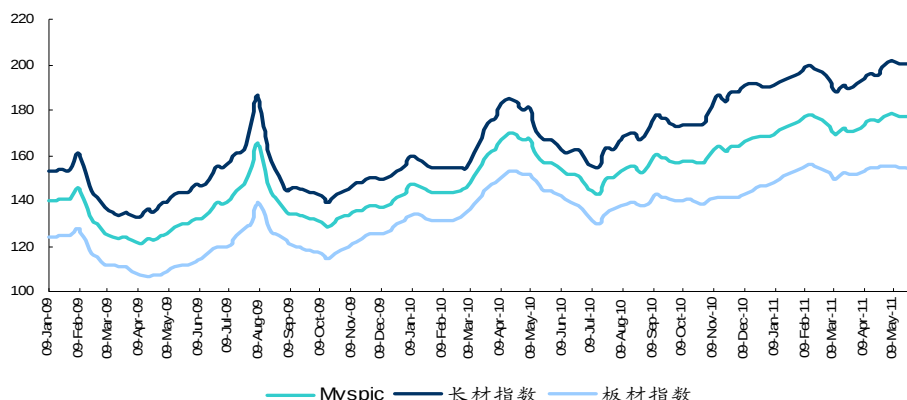
事件评论

第一，7 月主要产品出厂价普遍下调，源于近期国内钢价的较弱表现

根据现货价格的走势来调整期货价格是国内大钢厂一贯调整出厂价的做法，而从过去数据来看，三大钢出厂价的调整趋势一直都基本保持一致，因此在宝钢、鞍钢相继下调了部分品种的 7 月出厂价后，公司此次价格政策的调整基本符合预期。

✓ 近期国内市场现货市场价格的较弱表现是公司 7 月价格政策调整的主要原因；

图 1：近期国内钢材市场价格持续下降



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

✓ 期货价格低于现货，远期期货价格低于近期，对现货钢价也形成了一定的压制；

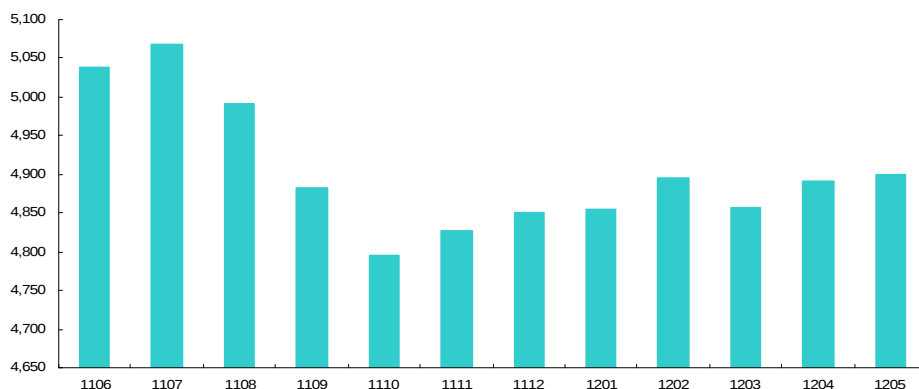
当前期货价格的表现主要呈现两个特点：1、期货价格低于现货，这一方面说明即期需求其实处于并不低的水平上，另一方面也反映了市场对远期需求存在一定的担忧；2、远期期货价格低于近期，这也再次说明了市场对远期需求的担忧要更大。因此，在此背景下，公司下调 7 月出厂价也符合逻辑，体现了价格政策方面相对谨慎的态度。

图 2：期货价格低于现货价格，走势也较弱



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 3：远期期货价格还要低于近期的价格

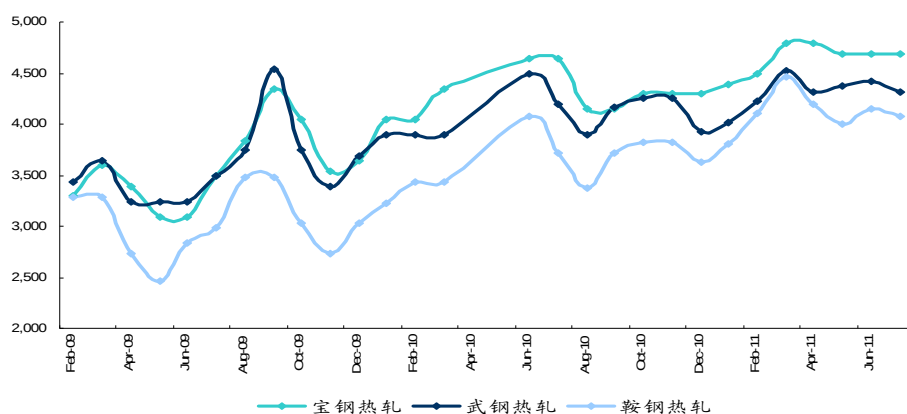


资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

✓ 继宝钢、鞍钢下调部分品种 7 月出厂价后, 公司下调 7 月主要产品出厂价符合预期;

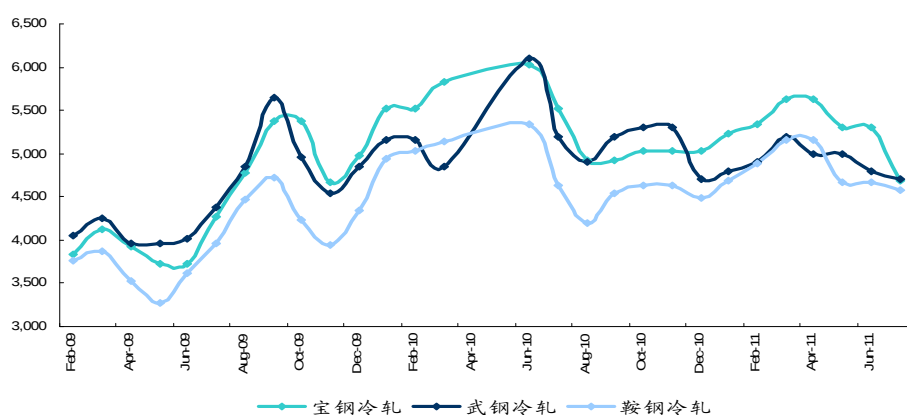
由于从历史数据来看, 三大钢历来出厂价的调整趋势基本一致, 因此在宝钢、鞍钢相继下调了部分品种 7 月出厂价后, 公司此次价格政策的调整符合预期。

图 4: 三大钢热轧出厂价趋势基本一致



资料来源: Bloomberg, Mysteel, 长江证券研究部

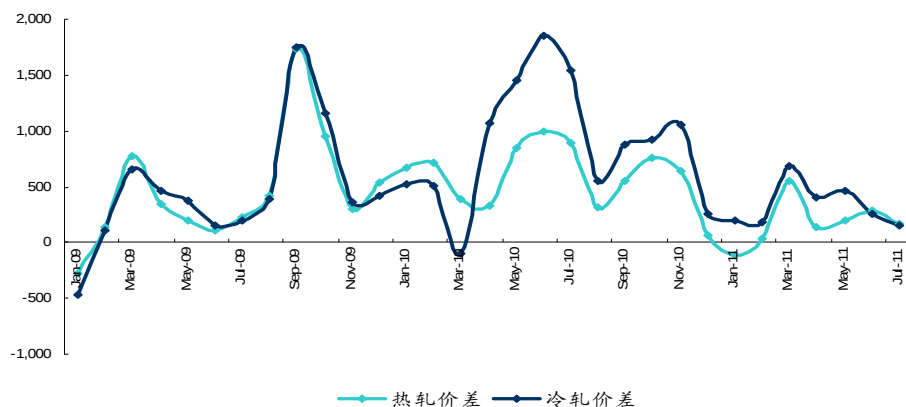
图 5: 三大钢冷轧出厂价趋势基本一致



资料来源: Bloomberg, Mysteel, 长江证券研究部

第二, 7 月出厂价下调后, 公司主要产品与市场价的价差继续下降

在公司继续下调 7 月主要产品出厂价后, 公司产品与市场价的价差继续下降, 目前已经处于较低的水平。

图 6: 公司主要产品出厂价与市场价的价差有所缓解


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差继续下降

产品规格	热轧含税价 5.5mmQ235	市场价 武汉地区	价差 热轧	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	4,880	291	5,604	5,350	254
Jul-11	5,054	4,880	174	5,499	5,350	149

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 7月出厂价下调后, 公司业绩环比下降, 继续维持微利状态

我们根据现有情况对公司业绩进行简单测算, 主要的假设条件有以下几点:

- ✓ 从估算的数据来看, 3季度长协价环比2季度将有小幅下降不过基本上持平, 影响不大;
- ✓ 假定公司拥有2个月左右的长协矿石库存周转, 则3季度长协价的变动暂时不会对公司成本造成影响;
- ✓ 产量的假设考虑鄂钢公司的因素, 假定5、6、7四个月的产量水平分别为170万吨、170万吨、175万吨。

在成本压力依然较大的制约下, 7月出厂价的下调可能使得公司业绩环比继续下滑, 公司依然将处于微利状态。当然, 由于我们的测算假设条件较为简单, 与实际经营情况难免存在一定的出入, 一定幅度的误差可能在所难免。

表 2: 7月受出厂价下调影响, 业绩可能环比继续下滑, 公司处于微利状态

武钢 2011 年盈利预测	2011 年 1 季度			2 季度			3 季度
	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
产量	143	131	132	168	170	170	175
营业收入		209.88		84.60	86.25	87.95	88.79
营业成本		192.05		77.72	78.84	80.94	82.23
吨钢收入		5,174		5,024	5,074	5,174	5,074
吨钢成本		4,734		4,615	4,638	4,761	4,699
吨钢毛利		440		409	436	412	375
净利润		6.08		2.01	2.49	2.09	1.49
吨钢净利		150		119	146	123	85
吨钢费用	290	290	290	280	280	280	280
价格增加				-150	50	100	-100
长协矿占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
长协矿上涨幅度	6.7%	6.7%	6.7%	16.3%	16.3%	16.3%	
长协价格 (美金)	153	153	153	178	178	178	
长协价格变动带动成本增加				0	0	168	0
河北唐山现货矿均价	1421	1507	1376	1448	1422	1350	1320
现货矿月度环比涨幅	2.26%	6.06%	-8.70%	5.29%	-1.80%	-5.09%	-2.22%
BDI 均值	1,402	1,181	1,493	1,343	1,352	1,400	1,400
二级冶金焦价格均值	2,031	2,130	2,094	2,005	2,031	2,020	2,010
成本增加				-119	23	124	-62
估算吨钢净利		150		119	146	123	85
主营估算净利润		6.08		2.01	2.49	2.09	1.49
总股本	78.38	78.38	78.38	100.94	100.94	100.94	100.94
相应时期对应 EPS		0.08		0.02	0.02	0.02	0.01
累计 EPS		0.08		0.02	0.04	0.07	0.08

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

我们暂不调整公司的盈利预测，预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.28 元和 0.32 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	98776	104349	108170	货币资金	2252	9878	10435	10939
营业成本	69440	90488	95497	97490	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6157	8288	8852	10680	应收账款	399	541	572	593
% 营业收入	8.1%	8.4%	8.5%	9.9%	存货	11671	15329	16177	16514
营业税金及附加	188	246	259	269	预付账款	57	90	95	97
% 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	988	1043	1082	流动资产合计	16971	29196	30827	31821
% 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	2568	2713	2812	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	756	554	219	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.8%	0.5%	0.2%	固定资产合计	55468	51597	47595	43419
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	3730	4282	6298	其他非流动资产	-25	-25	-25	-25
% 营业收入	2.9%	3.8%	4.1%	5.8%	资产总计	76305	84443	82070	78885
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	16336	14815	8026	0
利润总额	2207	3730	4282	6298	应付款项	16060	20930	22089	22549
% 营业收入	2.9%	3.8%	4.1%	5.8%	预收账款	6468	8495	8974	9303
所得税费用	499	933	1070	1575	应付职工薪酬	221	271	286	292
净利润	1707	2798	3211	4724	应交税费	-172	47	53	74
归属于母公司所有者					其他流动负债	354	469	495	506
的净利润	1704.3	2794.0	3207.0	4717.4	流动负债合计	39267	45026	39923	32722
少数股东损益	3	4	4	6	长期借款	1396	1396	1396	1396
EPS (元/股)	0.17	0.28	0.32	0.47	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	11709	9824	10838	负债合计	48025	53784	48680	41480
取得投资收益	57	0	0	0	归属于母公司	28196	30571	33297	37307
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	88	92	99
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	28280	30659	33389	37405
固定资产投资	-3747	-1388	-1443	-1382	负债及股东权益	76305	84443	82070	78885
其他	92	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3655	-1388	-1443	-1382		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.169	0.277	0.318	0.467
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.60	3.90	4.25	4.76
银行贷款增加 (减少)	-1256	-1521	-6788	-8026	PE	24.76	15.10	13.16	8.94
筹资成本	1650	-1175	-1035	-927	PEG	0.61	0.37	0.33	0.22
其他	-3300	0	0	0	PB	1.16	1.07	0.98	0.88
筹资活动现金流净额	-2907	-2696	-7823	-8953	EV/EBITDA	7.04	4.98	4.00	2.70
现金净流量	-832	7626	557	504	ROE	6.0%	9.1%	9.6%	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。