

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

8 月出厂价预期内有升有降，单月仍处微利

事件描述

武钢股份今日公布 2011 年 8 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

热轧：所有产品基价维持不变；

轧板：普板、低合金、容器钢 Q245R、Q345R、Q370R、12Cr1MoVR、WH510、WH590 出厂价格下调 100 元/吨，耐磨钢下调 150 元/吨，其他产品维持不变；

冷轧：1、普碳系列 Q195-215A、Q235A、Q275A、DC01、SPCC、WJD1、WJD2、SPCCT-EG、WMB1、WSB17C、WLS280-JD、WLS350-JD、WJD3、SPCD-HS、SPCE-HS、DC01EK、DC03EK、DC05EK 等卷材出厂价格上调 30 元/吨，板材出厂价格维持不变；2、优碳系列 08Al、SPCD、DC03 板卷出厂价格上调 50 元/吨；3、其他产品出厂价格维持不变；

镀锌：1、所有产品出厂价维持不变；2、表面结构为无锌花的普通级表面（A）产品上调 50 元/吨；3、合金化产品与纯锌产品价格差由 200 元/吨调整为 80 元/吨；4、无铬环保钝化处理、三价铬环保钝化处理产品不加价；

彩涂：所有产品出厂价维持不变；

镀锡：厚度≤0.28mm 产品出厂价格下调 150 元/吨，其他产品出厂价格维持不变；

线材：1、焊接钢、电缆钢、钢帘线系列出厂价格维持不变；2、冷镦钢系列出厂价格下调 120 元/吨；3、其他产品下调 100 元/吨；

取向硅钢：取向硅钢所有产品出厂价格下调 2000 元/吨；

无取向硅钢：1、中牌号出厂价格下调 200 元/吨，高牌号出厂价格下调 100 元/吨，低牌号出厂价格维持不变；2、同品种冷连退产品价格硅钢厂产品价格的基础上优惠 200 元/吨；

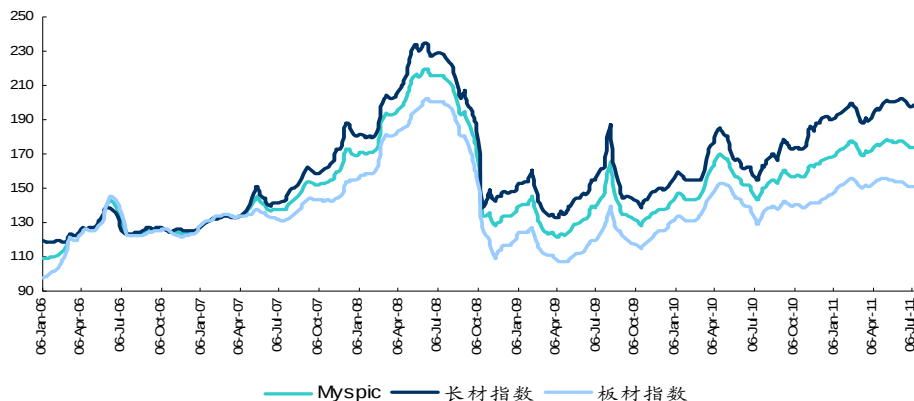
酸洗钢、重轨等其他产品出厂价维持不变。

事件评论

第一，8 月出厂价有升有降，冷轧卷与部分镀锌产品小幅上调，其余品种均平盘或下调

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。因此在宝钢昨日对 8 月出厂价进行相关调整后，公司今日热轧的平盘与冷轧卷的小幅上调均符合预期，较重的成本压力是公司做出这一调整决定的重要原因之一。

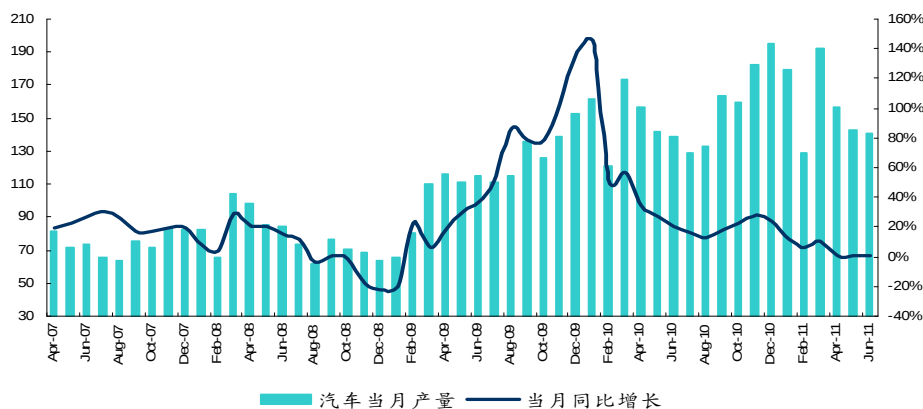
图 1：近期国内钢材市场价格高位震荡



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

分品种来看，公司仅对冷轧卷进行小幅上调而冷轧板材则继续维持不变，侧面反映了公司冷轧板订单方面也同样面临着较重的压力，汽车行业目前的回落暂时还未见明显恢复的迹象。

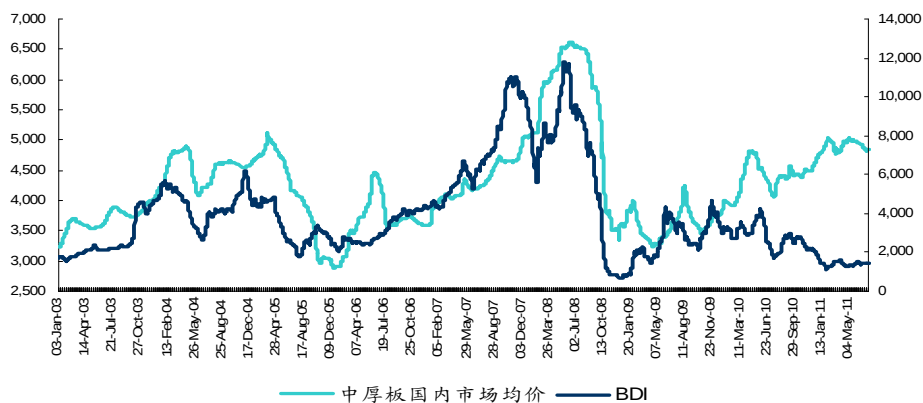
图 2：汽车目前仍看不到明显恢复的迹象



资料来源：Wind，长江证券研究部

而轧板价格调整与宝钢类似，在造船行业持续低迷的情况下，同样进行一定幅度的下调。

图 3：中厚板价格水平与 BDI 走势较为相关



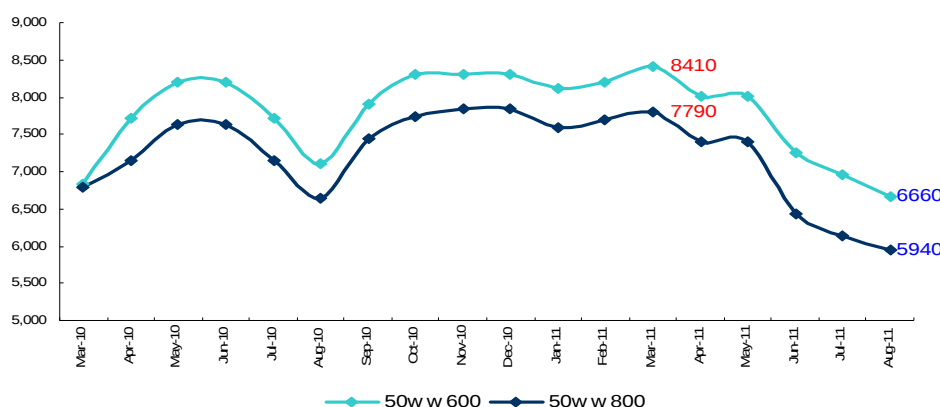
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从无取向硅钢来看，宝钢对中低端牌号均进行下调但对高端牌号暂时维持不变，而武钢则对低端牌号暂时维持不变，中高端牌号均有不同程度的下调。

虽然缺乏数据支撑，但我们猜测武钢低端牌号无取向硅钢此次价格并未下调的主要原因来自于成本的支撑。经历了前期的持续下调后，即便是中高端牌号的无取向硅钢价格也已经处于相对较低的历史水平，且从3月份高点至今已经有大约1750-1850元左右幅度的下调。可以想象低端牌号无取向硅钢的价格目前应该已经基本接近成本线附近，继续下调的空间有限。经历了大幅下调后的无取向硅钢，价格是否触底尚不敢完全断定，但目前盈利相比前期高点已经有了相当大幅度的下滑却是不争的事实。

当然从不同品种调整的幅度来看，高端牌号依然优于中低端牌号。在近些年无取向硅钢产能大幅扩张的同时，高端牌号产品因其用途高端，产品综合性能以及质量的稳定性等各个方面均较中低端产品有更高的要求，使得其产能扩张相对要慢于低端产品而在当前格局下享有一定幅度的溢价优势。

图 4：无取向硅钢的价格相比 3 月份高点已经都有了较大幅度的下调



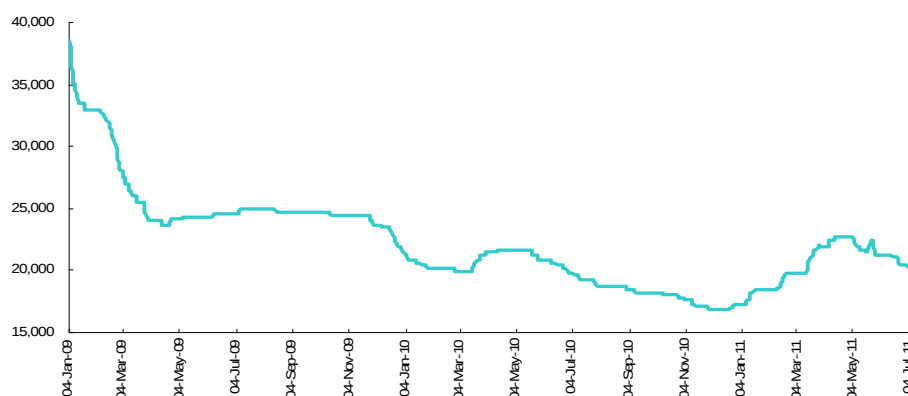
资料来源：钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

两家公司此次价格政策最大的不同之处在于取向硅钢的价格调整，在昨日宝钢对取向硅钢价格维持稳定开出的情况下，武钢却大幅下调 8 月出厂价达 2000 元。综合考虑之下，我们认为此次价格政策的差异主要原因有以下几点：

✓ 近期取向硅钢市场价格有所下跌，公司出厂价与市场价价差开始出现倒挂；

在近期取向硅钢市场价格持续下调的情况下，公司主要产品出厂价开始与市场价出现倒挂，此次价格调整有效缓解这一现象。

图 5：取向硅钢价格近期持续下调

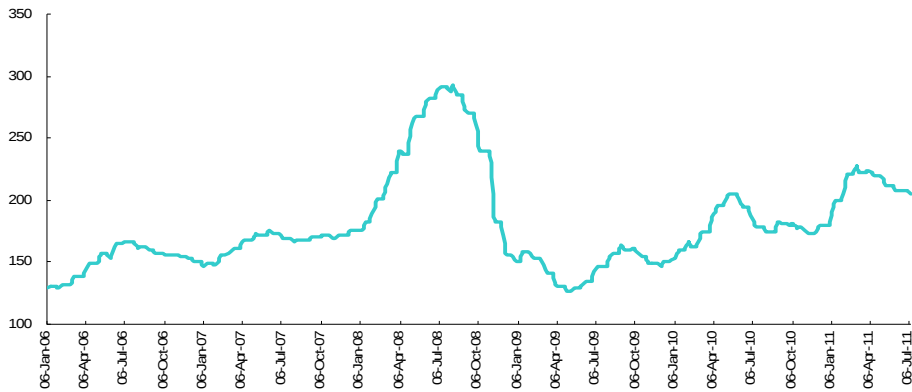


资料来源：钢之家，我的钢铁网，中国联合钢铁网，长江证券研究部

✓ 国际钢价近期持续下跌，外需对取向硅钢价格也形成较大冲击；

从国内取向硅钢的市场价格来看，下游需求端并未出现较为明显的恢复。而同时，近期国际钢价的持续下跌可能又对国内价格开始逐步形成压力。

图 6：国际钢价近期持续下跌，制约国内取向硅钢的价格提升



资料来源：Bloomberg，世界钢铁协会，长江证券研究部

✓ 年初至 7 月份的累次调价幅度中，武钢调整幅度大于宝钢；

之所以宝钢不变而武钢下调，可能的解释有以下几点：1、从年初至 7 月的累积调整幅度中，武钢调价幅度大于宝钢；2、由于宝钢取向硅钢规模还不大，客户群可能相对还偏小，在维护其稳定方面暂时享有优势。

表 1：年初至 7 月份的累次调价幅度中，武钢调整幅度大于宝钢

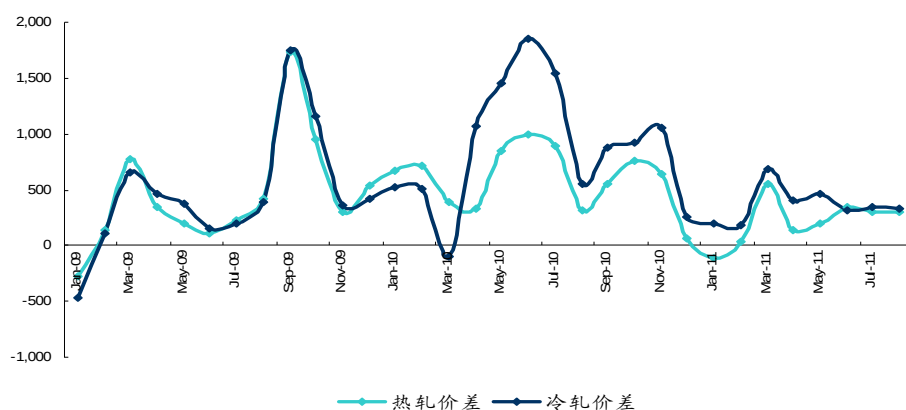
取向硅钢价格调整	武钢股份	宝钢股份
1 月	Q120 及以上牌号上调 100，其他牌号不变	维持不变。
2 月	Q120 及以上牌号出厂价格上调 300，其他牌号上调 200	普遍上调 300
3 月	所有牌号出厂价格普遍上调 800	上调 600
4 月	30Q130 及以上牌号上调 1200，30Q130 以下牌号上调 1000	普遍上调 1000
5 月	所有产品上调 1500	普遍上调 1500
6 月	30Q120 系列上调 200，30Q120 系列以上牌号上调 300，其他不变	维持不变
7 月	所有产品出厂价格维持不变	维持不变
8 月	所有产品出厂价格下调 2000	维持不变
年初至 7 月调整幅度	3900	3400

资料来源：钢之家，中钢协，公司资料，长江证券研究部

第二，公司出厂价与市场价的价差基本平稳，仍处在不高的水平上

8 月出厂价调整后，公司出厂价与市场价的价差相比 7 月份水平基本维持平稳，总体处于并不高的水平上。

图 7: 公司主要产品出厂价与市场价的价差继续在较低的水平上维持



资料来源: Bloomberg, Mysteel, 长江证券研究部

表 2: 公司主要产品出厂价与市场价的价差继续在较低的水平上维持

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	4,750	304	5,499	5,150	349
Aug-11	5,054	4,750	304	5,487	5,150	337

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 8 月价格调整后, 单月业绩可能继续维持在较低的水平上

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 6、7、8 三个月份的产量水平分别为 190 万吨、195 万吨、195 万吨。

由于成本压力依然较重, 在公司仅对小部分品种出厂价小幅上调的情况下, 8 月业绩环比基本持平, 可能继续维持在盈亏平衡附近。同样需要注意的是, 简单测算考虑的因素较少, 无法对实际经营过程中的种种复杂因素进行完全模拟, 但看起来 8 月份继续维持在盈亏平衡附近应该是大概率事件。

表 3: 8 月出厂价调整后, 公司单月业绩继续维持在微利状态

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	Aug-11
产量	143	131	132	168	191	190	195	195
营业收入		209.88		84.60	96.72	96.40	96.99	97.18
营业成本		192.05		77.72	88.41	90.46	91.77	91.08
吨钢收入		5,174		5,024	5,074	5,074	4,974	4,984
吨钢成本		4,734		4,615	4,638	4,761	4,706	4,671
吨钢毛利		440		409	436	312	268	313
净利润		6.08		2.01	2.79	0.43	-0.43	0.45
吨钢净利		150		119	146	23	-22	23
吨钢费用	290	290	290	280	280	280	280	280
价格增加				-150	50	0	-100	10
长协矿占比	50%	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%	-2.0%	-2.0%
长协价格 (美金)	153	153	153	178	178	178	174	174
长协价格变动带动成本增加				0	0	168	0	0
河北唐山现货矿均价	1421	1507	1376	1448	1422	1359	1320	1321
现货矿月度环比涨幅	2.26%	6.06%	-8.70%	5.29%	-1.80%	-4.46%	-2.87%	0.08%
BDI 均值	1,402	1,181	1,493	1,343	1,352	1,433	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	2,010
成本增加				-119	23	124	-55	-35
估算吨钢净利		150		119	146	23	-22	23
主营估算净利润		6.08		2.01	2.79	0.43	-0.43	0.45
总股本	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		0.02	0.03	0.00	0.00	0.00

累计 EPS	0.06	0.08	0.11	0.11	0.11	0.11
--------	------	------	------	------	------	------

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

由于下半年需求恢复的不确定性，我们仍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	24.11	14.70	12.81	8.71
筹资成本	1650	-1175	-1035	-927	PEG	0.60	0.36	0.32	0.22
其他	-3300	0	0	0	PB	1.13	1.04	0.96	0.86
筹资活动现金流净额	-2907	-2696	-7823	-8953	EV/EBITDA	6.90	4.86	3.90	2.61
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。