

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

## 10 月出厂价有升有降，单月业绩有望继续改善

### 事件描述

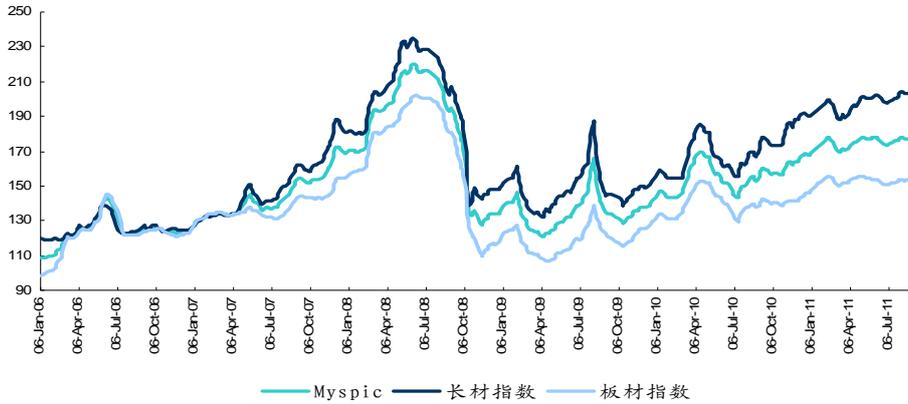
武钢股份今日公布 2011 年 10 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

- 一、**热轧**：1、厚度<2.0mm 的普碳、低合金、优碳及汽车用钢出厂价格上调 30 元/吨；2、船板、其他厚度组距的普碳、优碳、低合金产品出厂价格下调 50 元/吨；3、其他产品价格维持不变；
- 二、**轧板**：耐磨钢出厂价格上调 100 元/吨，其他产品出厂价格维持不变；
- 三、**冷轧**：1、DCO4 及以上深冲、高强产品上调 100 元/吨；2、其余品种上调 60 元/吨；
- 四、**镀锌**：所有产品出厂价格维持不变；
- 五、**彩涂**：所有产品出厂价维持不变；
- 六、**镀锡**：出厂价格上调 100 元/吨；
- 七、**线材**：优碳、冷镦系列出厂价格上调 50 元/吨；
- 八、**取向硅钢**：所有产品出厂价维持不变；
- 九、**无取向硅钢**：1、高牌号 WHG-50 牌号出厂价格下调 400 元/吨，其他高牌号维持不变；2、50WW470-BY、50WG470X、50W470X、50WD470、35WD470 出厂价格下调 400 元/吨；其他中牌号出厂价格下调 200 元/吨；3、低牌号出厂价格维持不变；
- 十、**酸洗钢、型材**等其他产品出厂价维持不变。

### 事件评论

#### 第一，10 月出厂价有升有降，冷轧、轧板与镀锡小幅上调，热轧与无取向硅小幅下调

虽然近期现货钢价持续有所回落，不过分品种来看板材走势相对稳定，长材近期跌幅较大。而由于成本压力较重，公司对冷轧、轧板与镀锡仍小幅上调，部分热轧品种与无取向硅钢此次小幅下调，其余品种暂时维持不变。

**图 1: 近期国内钢材市场价格高位震荡, 板材相对长材略显稳定**


资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

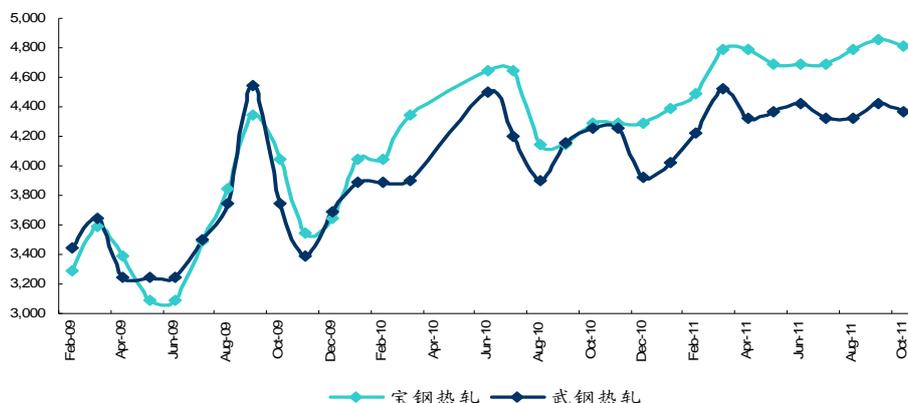
**表 1: 近期国内钢价小幅下跌, 板材表现略好于长材**

	本周	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
<b>综合指数</b>							
综合	176.6	176.9	-0.19%	177.0	-0.21%	161.1	9.63%
长材	202.3	202.8	-0.22%	203.1	-0.36%	179.3	12.85%
扁平	153.5	153.6	-0.04%	152.7	0.52%	142.7	7.59%
<b>区域指数</b>							
华东	177.0	177.2	-0.09%	177.1	-0.06%	161.3	9.73%
华南	184.2	184.7	-0.28%	184.4	-0.14%	165.2	11.49%
华北	173.7	174.0	-0.14%	173.8	-0.03%	158.4	9.68%
中南	179.5	179.5	0.00%	179.0	0.29%	165.5	8.44%
东北	168.5	168.7	-0.13%	168.8	-0.20%	149.9	12.39%
西南	180.5	180.7	-0.15%	180.6	-0.08%	163.9	10.11%
西北	183.0	183.7	-0.38%	182.8	0.09%	165.9	10.31%
<b>品种指数</b>							
螺纹	198.0	198.7	-0.38%	199.8	-0.92%	175	13.14%
线材	206.9	207.2	-0.14%	207.0	-0.01%	184.3	12.28%
中厚	180.0	180.1	-0.08%	180.0	0.00%	167.2	7.65%
热卷	171.5	171.8	-0.16%	171.1	0.23%	158.5	8.21%
冷板	128.2	127.9	0.22%	126.6	1.22%	125.2	2.36%
镀锌	115.2	115.1	0.07%	114.8	0.34%	106.3	8.38%

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

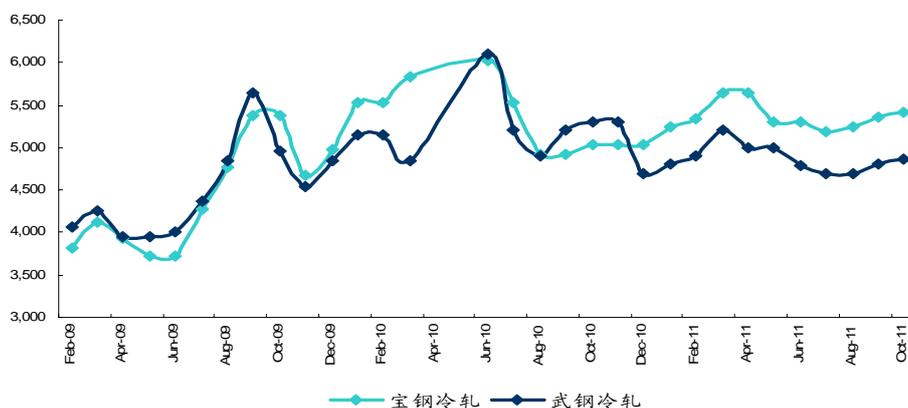
由于三大钢出厂价调整走势历来基本一直, 从此次价格调整的趋势来看, 公司与宝钢在冷热轧大类产品上的调整政策基本吻合。

图 2: 宝钢与武钢热轧产品出厂价调整趋势一致



资料来源: Mysteel, 中钢协, 公司资料, 长江证券研究部

图 3: 宝钢与武钢冷轧出厂价调整趋势也基本一致

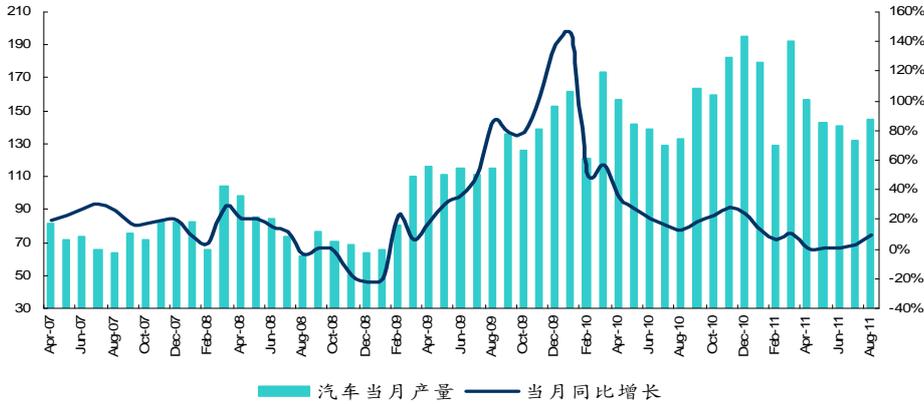


资料来源: Mysteel, 中钢协, 公司资料, 长江证券研究部

分品种来看, 此次公司价格调整主要呈现以下几个特征:

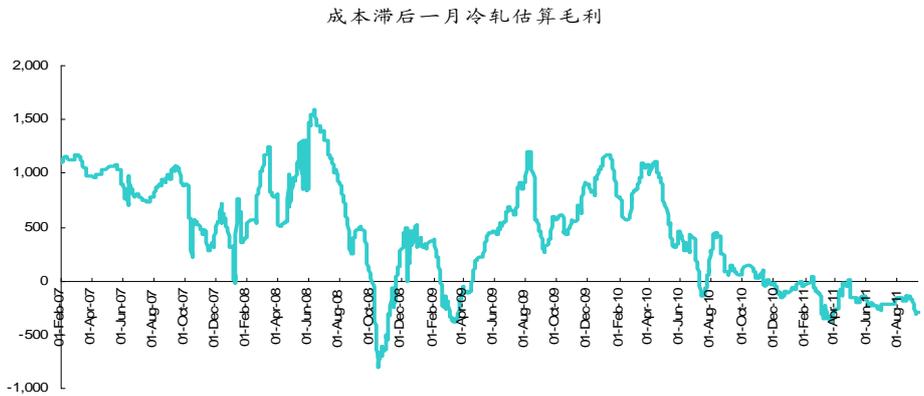
- 船板继续小幅下调: 显示造船行业需求的恢复依然不容乐观, 而前期中厚板高盈利带动的产能投放近几年仍在逐步消化之中, 船板市场的低迷在一个相当长的时间里可能将继续持续;
- 冷轧小幅上调: 一方面在传统“金九银十”的季节性需求恢复带动下, 下游汽车家电等本来就存在一定自然恢复的动力; 另一方面从我们估算的盈利水平来看, 作为盈利最差的品种, 成本端压力的挤压是其价格上涨的支撑; 再者, 从近期分品种钢价数据的表现来看, 冷轧在过去一个月里确实成为了表现最强势的品种;

图 4: 汽车产量 9 月份可能存在自然恢复的动力



资料来源: Wind, 长江证券研究部

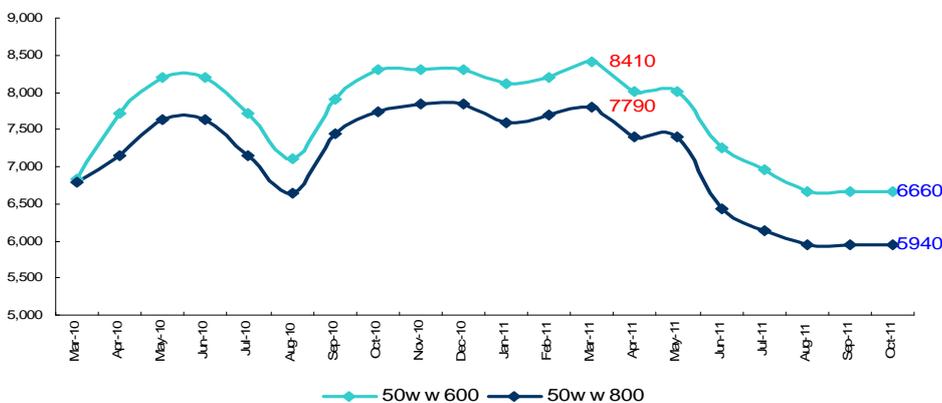
图 5: 冷轧估算毛利持续为负, 是几个品种中盈利最差的品种



资料来源: Bloomberg, Wind, Mysteel, 长江证券研究部

➢ 无取向硅钢出厂价小幅下调: 相比普通冷轧而言, 无取向硅钢问题更多的出现在了前期高盈利所导致的供给问题上。在前期中高牌号表现略好的情况下, 此次中高牌号不同程度的下调体现了整体无取向硅钢供需格局正在面临越来越大的压力, 而低牌号无取向硅钢此次价格维持不变, 我们认为更多的源于经历了大幅下跌之后的成本端制约。

图 6: 低牌号无取向硅钢价格已经处于较低水平

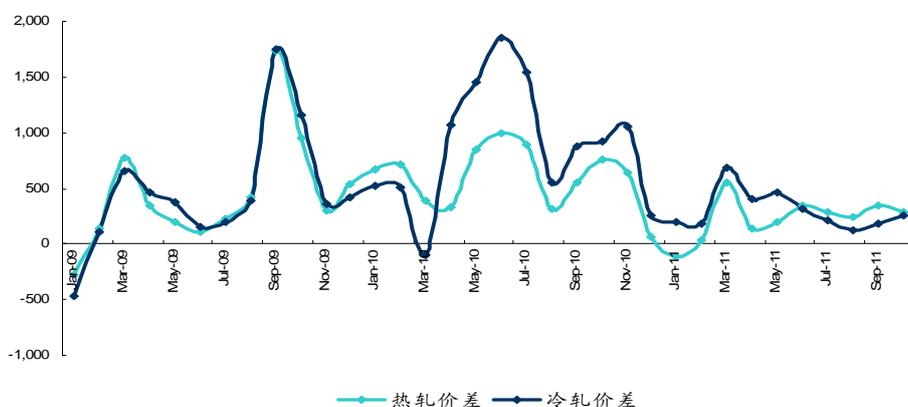


资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

## 第二，出厂价与市场价的价差热轧有所下降，冷轧环比改善

从我们跟踪的品种来看，热轧出厂价与市场价的价差小幅下降，冷轧环比继续改善。

图 7：公司主要产品出厂价与市场价的价差环比有所下降



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热轧下降冷轧上升

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	4,820	351	5,628	5,440	188
Oct-11	5,113	4,820	293	5,698	5,440	258

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

### 第三, 10月出厂价调整后, 单月业绩有望环比继续改善

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:

- ✓ 我们假定公司拥有两个月左右的长协库存, 因此4季度长协价的变动调整对成本端的影响暂不考虑;
- ✓ 出厂价的变动参考公司此次价格政策综合假设;
- ✓ 产量的假设考虑鄂钢公司, 假定7、8、9、10四个月的产量水平分别为175万吨、175万吨、170万吨、175万吨。

经过简单测算, 虽然无取向硅钢出厂价10月有所下调, 但由于大类产品均有不同程度的上调, 公司单月业绩仍有望环比改善。当然, 我们的测算仅从环比变化的角度出发, 考虑因素较为简单, 无法对实际经营过程中的种种复杂因素进行完全模拟, 可能与实际经营情况难免存在一定误差。

**表3: 10月出厂价调整后, 公司单月业绩有望环比继续小幅恢复**

武钢2011年盈利预测	2011年1季度				2季度			3季度		4季度
	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11
产量	143	131	132	168	178	172	175	175	170	175
营业收入		209.88			298.34		98.81	98.81	97.68	101.78
营业成本		192.05			276.81		92.33	92.51	90.93	94.53
吨钢收入		5,174			5,746		5,646	5,646	5,746	5,816
吨钢成本		4,734			5,331		5,276	5,286	5,349	5,402
吨钢毛利		440			415		370	360	397	414
净利润		6.08			6.18		1.30	1.13	1.73	2.08
吨钢净利		150			119		74	64	102	119
吨钢费用	290	290	290	296	296	296	300	300	300	300
价格增加				-160	30	80	-100	0	100	70
长协矿占比	50%	50%	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%	-2.0%	-2.0%
长协价格(美金)	153	153	153	178	178	178	174	174	174	174
长协价格变动带动成本增加							0	0	-24	0
河北唐山现货矿均价	1421	1507	1376	1448	1422	1359	1371	1473	1520	1520
现货矿月度环比涨幅	2.26%	6.06%	-8.70%	5.29%	-1.80%	-4.45%	0.91%	7.44%	3.16%	0.00%
BDI均值	1,402	1,181	1,493	1,343	1,352	1,433	1,366	1,387	1,700	1,800

二级冶金焦价格均值	2,031	2,130	2,094	2,005	2,031	2,020	2,020	2,020	2,060	2,060
成本增加							-55	10	63	53
估算吨钢净利		150			119		74	64	102	119
主营估算净利润		6.08			6.18		1.30	1.13	1.73	2.08
总股本	100.94	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			0.06		0.01	0.01	0.02	0.02
累计 EPS		0.06			0.12		0.13	0.15	0.16	0.18

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 0.28 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
<b>营业收入</b>	<b>75597</b>	<b>98776</b>	<b>104349</b>	<b>108170</b>	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
<b>毛利</b>	<b>6157</b>	<b>8288</b>	<b>8852</b>	<b>10680</b>	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	<b>流动资产合计</b>	<b>16971</b>	<b>29196</b>	<b>30827</b>	<b>31821</b>
% 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
<b>营业利润</b>	<b>2187</b>	<b>3730</b>	<b>4282</b>	<b>6298</b>	其他非流动资产	-25	-25	-25	-25
% 营业收入	2.9%	3.8%	4.1%	5.8%	<b>资产总计</b>	<b>76305</b>	<b>84443</b>	<b>82070</b>	<b>78885</b>
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	16336	14815	8026	0
<b>利润总额</b>	<b>2207</b>	<b>3730</b>	<b>4282</b>	<b>6298</b>	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
<b>归属于母公司所有者</b>					其他流动负债	354	469	495	506
<b>的净利润</b>	<b>1704.3</b>	<b>2794.0</b>	<b>3207.0</b>	<b>4717.4</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>39267</b>	<b>45026</b>	<b>39923</b>	<b>32722</b>
少数股东损益	3	4	4	6	长期借款	1396	1396	1396	1396
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.28</b>	<b>0.32</b>	<b>0.47</b>	应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
<b>现金流量表 (百万元)</b>					其他非流动负债	7362	7362	7362	7362
	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>负债合计</b>	<b>48025</b>	<b>53784</b>	<b>48680</b>	<b>41480</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5729</b>	<b>11709</b>	<b>9824</b>	<b>10838</b>	归属于母公司	28196	30571	33297	37307
取得投资收益	57	0	0	0	所有者权益				
收回现金					少数股东权益	84	88	92	99
长期股权投资	0	0	0	0	<b>股东权益</b>	<b>28280</b>	<b>30659</b>	<b>33389</b>	<b>37405</b>
无形资产投资	0	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>76305</b>	<b>84443</b>	<b>82070</b>	<b>78885</b>
固定资产投资	-3747	-1388	-1443	-1382					
其他	92	0	0	0	<b>基本指标</b>				
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3655</b>	<b>-1388</b>	<b>-1443</b>	<b>-1382</b>		<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
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	20.43	12.46	10.86	7.38
筹资成本	1650	-1175	-1035	-927	PEG	0.51	0.31	0.27	0.18
其他	-3300	0	0	0	PB	0.96	0.88	0.81	0.72
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2907</b>	<b>-2696</b>	<b>-7823</b>	<b>-8953</b>	EV/EBITDA	6.14	4.22	3.29	2.09
<b>现金净流量</b>	<b>-832</b>	<b>7626</b>	<b>557</b>	<b>504</b>	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

<b>行业评级</b>	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
<b>公司评级</b>	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。