

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) 68751760 wanght1@cjsc.com.cn

4 月出厂价预期内平盘开出，业绩改善缺乏弹性

事件描述

武钢股份今日公布 2012 年 4 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

一、热轧：SPHC、Q195、SPHE、汽车用钢、气瓶钢出厂价格上调 50 元/吨，其他产品出厂价格维持不变；

二、轧板：维持不变；

三、冷轧：维持不变；

四、镀锌：无锌花镀锌板卷出厂价格上调 50 元/吨，正常锌花镀锌板卷出厂价格维持不变；

五、彩涂：一冷轧产品出厂价格维持不变，二冷轧产品出厂价格下调 100 元/吨；

六、镀锡：维持不变；

七、线材：优硬线出厂价格上调 50 元/吨，其他产品出厂价格维持不变；

八、取向硅钢：维持不变；

九、无取向硅钢：低牌号出厂价格上调 50 元/吨，其他牌号出厂价格维持不变；

十、酸洗钢：普遍上调 50 元/吨；

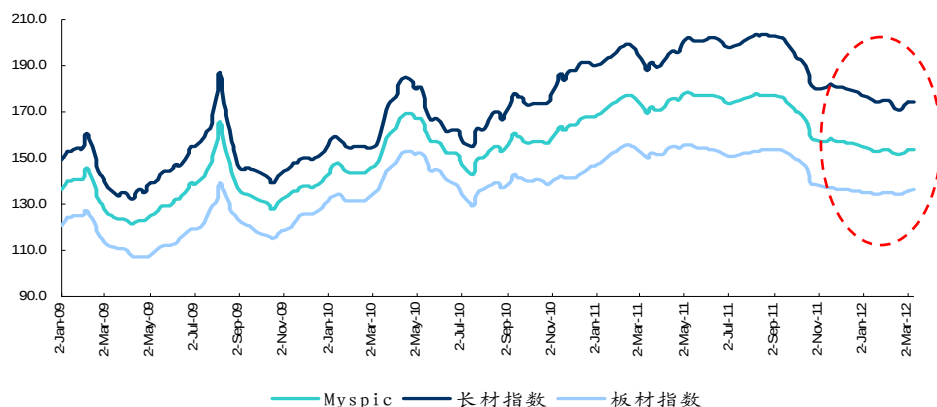
十一、型材：维持不变；

事件评论

第一，继宝钢出厂价平盘开出后，公司此次价格政策维持平稳在预期之内

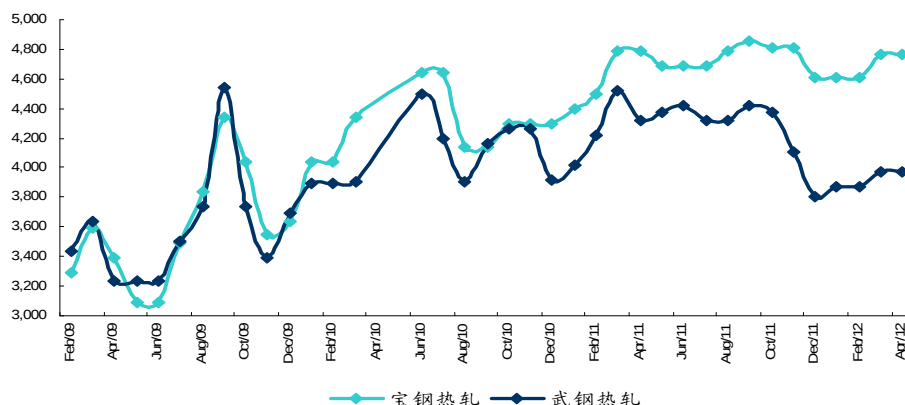
由于宝钢出厂价政策具备一定的影响力，因此，在昨日宝钢出厂价平盘开出后，今日武钢 4 月价格政策维持平稳基本在预期之内。

图 1：近期国内钢材市场价格小幅回升



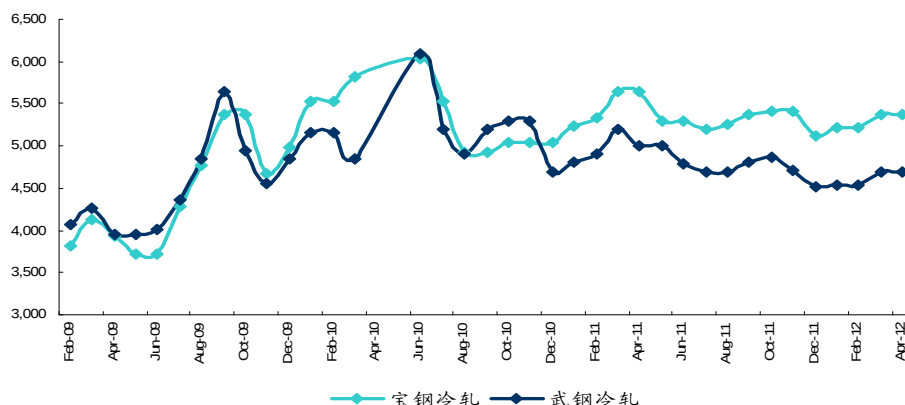
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 2：公司热轧品种出厂价与宝钢基本保持一致



资料来源：Mysteel，中钢协，公司资料，长江证券研究部

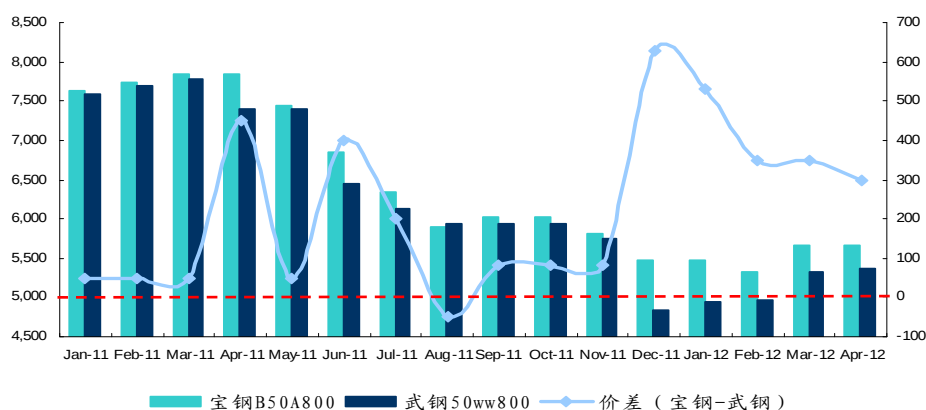
图 3：公司冷轧品种出厂价与宝钢基本保持一致



资料来源：Mysteel，中钢协，公司资料，长江证券研究部

在近期无取向硅钢价格有所下跌且宝钢下调部分低牌照品种价格的情况下，公司依然对低牌号无取向硅钢小幅上调 50 元：1、经历了大幅回落后的无取向硅钢，其本身盈利能力已经有了较大幅度的下滑，较重的成本压力促使此次公司选择了小幅上调；2、从产品绝对价格来看，公司无取向硅钢出厂价明显低于宝钢，也为此次小幅上调预留了空间。

图 4: 宝钢与武钢无取向硅钢价差逐渐自然收窄

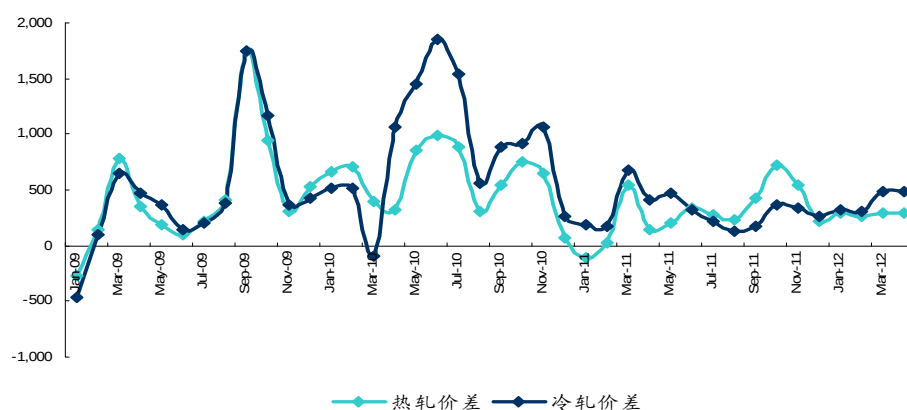


资料来源: 钢之家, 长江证券研究部

第二, 主要产品出厂价与市场价价差环比持平

由于出厂价维持不变, 热轧与冷轧的出厂价与市场价的价格差环比持平。

图 5: 公司主要产品出厂价与市场价的价格差环比维持不变



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差并不算高

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-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	4,258	551	5,522	5,185	337

Dec-11	4,458	4,238	220	5,288	5,022	266
Jan-12	4,528	4,234	294	5,312	4,988	324
Feb-12	4,528	4,261	266	5,312	5,000	312
Mar-12	4,645	4,360	285	5,487	5,000	487
Apr-12	4,645	4,360	285	5,487	5,000	487

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 4月出厂价维持不变, 单月业绩基本持平

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:

- ✓ 公司目前执行长协价的依据为当季现货矿的均价。假定公司保持了 2 个月左右的矿石库存, 2 季度的长协价格变动对公司成本造成的影响我们暂不考虑;
- ✓ 出厂价参考历次公司出厂价政策综合考虑予以假定;
- ✓ 考虑鄂钢公司, 对产量的假定分别为: 2 月、3 月、4 月三个月份产量为 160 万吨、175 万吨、170 万吨。

经过简单测算, 虽然 4 月大类产品出厂价均平盘开出, 但考虑到前期高价原材料的库存周转, 4 月业绩环比 3 月可能环比还有小幅的改善。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: 4 月出厂价平盘开出, 单月盈利基本持平

武钢 2012 年盈利预测	2011 年 3 季度			2011 年 4 季度			2012 年 1 季度			2 季度
	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11	Jan-12	Feb-12	Mar-12	Apr-12
产量	172	173	175	177	166	160	172	160	175	170
营业收入		259.68		89.86	81.48	74.54	80.90	75.06	83.85	81.45
营业成本		242.29		83.27	75.86	70.04	75.19	69.61	74.67	72.19
吨钢收入		5,001		5,071	4,911	4,661	4,691	4,691	4,791	4,791
吨钢成本		4,666		4,700	4,572	4,380	4,360	4,350	4,267	4,247
吨钢毛利		335		372	339	282	331	341	525	545
净利润		4.13		2.16	1.47	0.51	1.06	1.14	4.46	4.67
吨钢净利		80		122	89	32	61	71	255	275
吨钢费用	255	255	255	250	250	250	270	270	270	270
价格增加	-100	0	100	70	-160	-250	30	0	100	0
长协矿占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
长协矿上涨幅度	-2.0%	-2.2%	-2.2%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-11.9%	-11.9%	-11.9%	-
长协价格 (美金)	174	174	174	160	160	160	141	141	141	-
长协价格变动带动成本增加	0	0	-26	0	0	-90	0	0	-122	0
河北唐山现货矿均价	1371	1473	1,500	1,341	1,208	1,200	1,188	1,208	1,190	1,190
现货矿月度环比涨幅	0.91%	7.44%	1.80%	-10.60%	-9.92%	-0.66%	-1.00%	1.68%	-1.49%	0.00%
BDI 均值	1,366	1,387	1,838	2,072	1,835	1,869	1,039	703	800	800
二级冶金焦价格均值	2,020	2,020	2,050	2,050	2,013	1,980	1,980	1,974	1,960	1,960
成本增加	-55	10	61	33	-127	-193	-20	-10	-84	-20
估算吨钢净利		80		122	89	32	61	71	255	275
主营估算净利润		4.13		2.16	1.47	0.51	1.06	1.14	4.46	4.67
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	0.04	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.04	0.05
累计 EPS	0.16	0.18	0.20	0.20	0.01	0.02	0.07	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

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	18.72	16.11	11.65	8.23
筹资成本	1650	-1068	-1004	-861	PEG	0.59	0.51	0.37	0.26
其他	-3300	0	0	0	PB	0.88	0.83	0.77	0.70
筹资活动现金流净额	-2907	-1951	-7386	-8341	EV/EBITDA	5.78	4.51	3.32	2.22
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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@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。