

业绩低于预期 硅钢优势正在被蚕食

事件：武钢股份4月23日晚间公布2011年年度报告，报告期内，公司实现营业收入1010.58亿元，比上年同期增16.3%；归属于上市公司股东的净利润10.83亿元，比上年同期降42.72%；基本每股收益0.109元。公司同时公布12年一季度报，一季度归属于上市公司股东的净利润4305.84万元，同比下降92.86%；基本每股收益0.004元。

投资要点

- **公司业绩低于预期。**2011年业绩低于预期。主要原因在于：1) 公司钢材销售量及销售价格均高于2010年，但由于国内原燃料价格上升幅度大于钢材价格上升幅度，公司营业收入增幅小于营业成本增幅，营业利润率相比10年有所下降；2) 受到四季度全行业低迷的影响，公司四11年四季度出现亏损。
- **取向硅钢价格下跌拖累公司业绩。**取向硅钢价格表现不佳，价格已经从11年4月份均价21780元/吨跌至12年3月均价16500元/吨，跌幅为24%。作为公司历史上的拳头产品，取向硅钢由于宝钢和鞍钢的产品加入竞争行列，盈利优势逐渐减弱。从供给的角度看，未来随着宝钢二期、鞍钢、华菱等生产线投产，取向硅钢将面临更加激烈的竞争。
- **预计二季度将环比增长。**今年一季度钢价虽然缓慢上升，但上涨幅度有限，同比去年依然有10%的跌幅。我们预计二季度随着宏观经济的回暖，下游需求将有所好转，钢价将继续小幅回升。另外，预计公司二季度销量将有所恢复，我们认为公司二季度业绩将环比增长。

财务与估值

- 基于目前行业需求没有实质性恢复以及行业盈利整体偏弱的基本面，我们调整公司平均假设，吨钢售价12年和13年分别下调1.81%、2.28%，吨钢成本12年和13年分别下调0.83%和1.29%。并下调公司2012~2013年每股收益预测至0.09、0.12、0.14元。按照可比公司0.85倍P/B估值计算，对应目标价3.03元，维持公司增持评级。

公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	75,597	101,058	113,119	120,275	123,133
同比增长	40.7%	33.7%	11.9%	6.3%	2.4%
营业利润(百万元)	2,187	1,365	1,957	2,342	2,645
同比增长	15.0%	-37.6%	43.3%	19.7%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,704	1,084	929	1,230	1,434
同比增长	12.5%	-36.4%	-14.3%	32.4%	16.6%
每股收益(元)	0.17	0.11	0.09	0.12	0.14
毛利率	8.1%	6.2%	6.3%	6.4%	6.4%
净利率	2.3%	1.1%	0.8%	1.0%	1.2%
净资产收益率	6.1%	3.4%	2.6%	3.3%	3.7%
市盈率(倍)	17.4	27.4	31.9	24.1	20.7
市净率(倍)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8

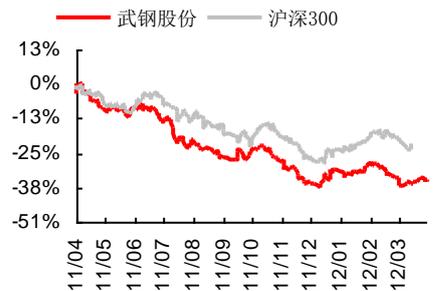
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2012年04月26日)	2.91元
目标价格	3.03元
52周最高价/最低价	4.67/2.83元
总股本/A股(万股)	1009377/1009377
A股市值(百万元)	29372
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2012年04月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现(%)	-1.4	-2.0	-6.4	-37.6
相对表现(%)	-4.2	3.6	-16.8	-14.3
沪深300(%)	2.9	-5.6	10.4	-23.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 **杨宝峰**
021-63325888*6099
yangbf@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120005

联系人 **董亮**
021-63325888*8514
dongliang@orientsec.com.cn

相关报告
武钢股份季报点评 —— 业绩低于预期 2011-10-25
取向硅钢拖累业绩：

表 1: 武钢季度经营情况

		2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	YOY	QOQ
营业收入	百万元	20,988	29,834	25,968	24,268	22,270	6.1%	-8.2%
营业成本	百万元	19,205	27,680	24,229	23,712	21,094	9.8%	-11.0%
销售费用	百万元	187	207	192	274	186	-0.7%	-32.2%
管理费用	百万元	518	737	734	642	529	2.1%	-17.6%
财务费用	百万元	196	313	264	283	422	115.3%	49.2%
减值损失	百万元	26	75	20	47	11	-58.2%	-76.8%
营业利润	百万元	822	778	522	-756	38	-95.4%	-105.0%
利润总额	百万元	827	785	527	-716	42	-94.9%	-105.9%
净利润	百万元	608	622	414	-695	45	-92.5%	-106.5%
EPS	(元)	0.078	0.047	0.040	-0.550	0.004	-94.5%	-100.8%
销售毛利率	(%)	8.5	7.22	6.70	2.29	5.28	-37.9%	130.2%
销售费用率	(%)	0.9%	0.7%	0.7%	1.1%	0.8%	-6.4%	-26.1%
管理费用率	(%)	2.5%	2.5%	2.8%	2.6%	2.4%	-3.8%	-10.2%
财务费用率	(%)	0.9%	1.0%	1.0%	1.2%	1.9%	102.9%	62.5%
期间费用率	(%)	4.3%	4.2%	4.6%	4.9%	5.1%	18.9%	3.4%

资料来源: wind, 东方证券研究所

目前国内外需求低迷, 在全球经济下行和国内政策调控的双重影响下, 钢材市场需求同比萎缩, 在高产能的压制下, 钢价上涨总是能带动产能利用率的提高, 供给增加进而对钢价形成压力。从估值分析, 目前钢铁股价已经基本反映行业负面预期的基本面。从行业历史分析, 虽然目前钢铁行业盈利已经处于周期底部区域, 但短期仍看不到向上的驱动因素。

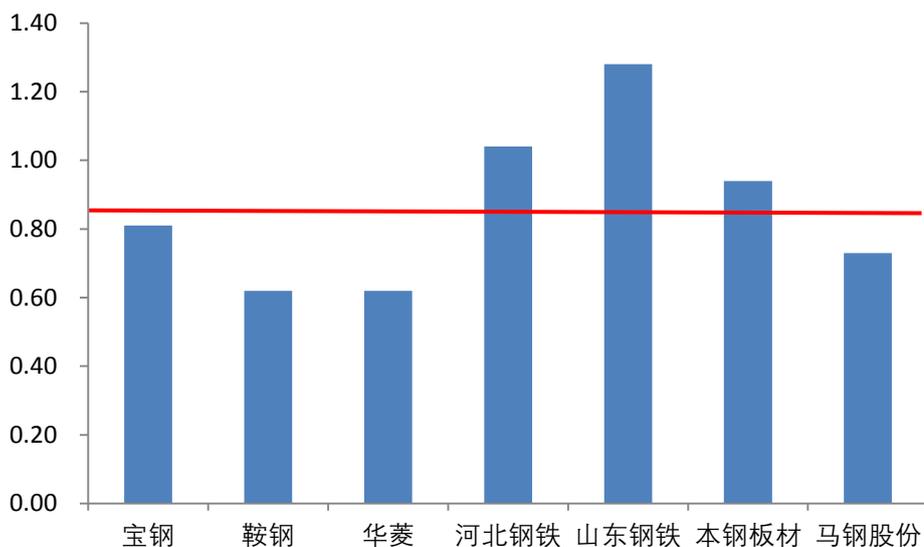
基于目前行业需求没有实质性恢复以及行业盈利整体偏弱的基本面, 我们重新调整公司 12~13 年价格和成本假设, 吨钢售价 12 年和 13 年分别下调 1.81%, 2.28%, 吨钢成本 12 年和 13 年分别下调 0.83% 和 1.29%, 详见下表。按照可比公司 0.85 倍 P/B 估值计算, 对应目标价 3.03 元, 维持公司增持评级。

表 2：主要产品售价和成本假设调整

吨售价（元/吨）	调整前		调整后		调整幅度	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
平均吨钢	7,725	7,638	7,593	7,449	-1.81%	-2.28%
冷轧	5,200	5,250	5,100	5,150	-1.92%	-1.90%
取向硅钢	14,000	13,500	13,793	13,103	-1.48%	-2.94%
无取向硅钢	6,800	6,700	6,678	6,544	-1.80%	-2.33%
热轧	4,900	5,100	4,800	5,000	-2.04%	-1.96%

吨成本（元/吨）	调整前		调整后		调整幅度	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
平均吨钢	6,687	6,671	6,641	6,597	-0.83%	-1.29%
冷轧	4,862	4,883	4,794	4,815	-1.40%	-1.38%
取向硅钢	11,480	11,205	11,448	11,138	-0.28%	-0.60%
无取向硅钢	5,848	5,829	5,810	5,759	-0.66%	-1.20%
热轧	4,557	4,769	4,512	4,675	-0.99%	-1.96%

资料来源：东方证券研究所

图 1 可比公司 P/B 估值水平


资料来源：wind, 东方证券研究所

表 2：主要可比公司 PB 水平

可比公司	PB
宝钢	0.81
鞍钢	0.62

华菱	0.62
河北钢铁	1.04
山东钢铁	1.28
本钢板材	0.94
马钢股份	0.73

资料来源：东方证券研究所

盈利预测

我们对公司 2011-2013 年盈利预测做如下假设：

收入分类预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
冷轧					
销售收入 (百万元)	23,455.3	26,192.8	37,230.0	37,595.0	37,960.0
增长率	92.1%	11.7%	42.1%	1.0%	1.0%
毛利率	5.8%	7.3%	6.0%	6.5%	7.0%
取向硅钢					
销售收入 (百万元)	7,200.0	5,807.6	5,983.3	6,164.3	5,839.8
增长率	-9.6%	-19.3%	3.0%	3.0%	-5.3%
毛利率	42.2%	24.4%	17.0%	15.0%	14.0%
无取向硅钢					
销售收入 (百万元)	8,896.8	7,732.5	8,335.7	8,985.8	8,802.5
增长率	68.3%	-13.1%	7.8%	7.8%	-2.0%
毛利率	25.7%	17.8%	13.0%	12.0%	11.0%
热轧					
销售收入 (百万元)	24,134.5	28,526.8	31,570.6	34,530.3	34,530.3
增长率	41.7%	18.2%	10.7%	9.4%	0.0%
毛利率	3.1%	7.4%	6.0%	6.5%	7.0%
其他业务					
销售收入 (百万元)	11,909.9	32,798.5	30,000.0	33,000.0	36,000.0
增长率	6.2%	175.4%	-8.5%	10.0%	9.1%
毛利率	-10.8%	-1.8%	3.0%	3.0%	3.0%
合计	75,596.6	101,058.3	113,119.5	120,275.4	123,132.6
增长率	40.7%	33.7%	11.9%	6.3%	2.4%
综合毛利率	8.1%	6.2%	6.3%	6.4%	6.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2,252	1,781	3,966	3,852	5,677	营业收入	75,597	101,058	113,119	120,275	123,133
应收账款	363	347	418	461	478	营业成本	69,440	94,826	105,991	112,594	115,192
预付账款	57	1,390	639	729	801	营业税金及附加	188	234	358	350	345
存货	11,930	16,575	17,560	18,569	19,154	营业费用	739	861	1,007	1,079	1,109
其他	2,369	4,458	3,687	4,070	4,295	管理费用	1,934	2,630	3,019	3,184	3,281
流动资产合计	16,971	24,551	26,270	27,681	30,405	财务费用	851	1,056	1,200	916	831
长期股权投资	3,636	3,738	3,738	3,738	3,738	资产减值损失	428	168	(113)	106	1
固定资产	50,734	60,711	60,218	58,849	56,852	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4,708	6,371	5,847	5,569	5,493	投资净收益	169	82	300	296	272
无形资产	45	417	409	401	393	其他	0	0	0	0	0
其他	211	312	104	104	104	营业利润	2,187	1,365	1,957	2,342	2,645
非流动资产合计	59,334	71,549	70,316	68,661	66,581	营业外收入	31	72	59	60	59
资产总计	76,305	96,101	96,586	96,342	96,985	营业外支出	10	14	22	18	17
短期借款	14,136	23,024	17,729	13,726	11,876	利润总额	2,207	1,423	1,995	2,384	2,687
应付账款	12,815	12,355	19,289	20,499	20,533	所得税	499	474	520	627	723
其他	12,317	21,446	18,925	19,998	20,841	净利润	1,707	949	1,474	1,757	1,964
流动负债合计	39,267	56,825	55,943	54,222	53,250	少数股东损益	3	(135)	546	527	530
长期借款	1,396	1,978	1,978	1,978	1,978	归属于母公司净利润	1,704	1,084	929	1,230	1,434
应付债券	7,289	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.17	0.11	0.09	0.12	0.14
其他	72	108	0	0	0						
非流动负债合计	8,757	2,086	1,978	1,978	1,978	主要财务比率					
负债合计	48,025	58,910	57,921	56,200	55,228		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	84	1,281	1,826	2,353	2,883	成长能力					
股本	7,838	10,094	10,094	10,094	10,094	营业收入	40.7%	33.7%	11.9%	6.3%	2.4%
资本公积	5,117	10,140	10,140	10,140	10,140	营业利润	15.0%	-37.6%	43.3%	19.7%	12.9%
留存收益	15,230	15,657	16,586	17,536	18,620	归属于母公司净利润	12.5%	-36.4%	-14.3%	32.4%	16.6%
其他	11	19	19	19	19	获利能力					
股东权益合计	28,280	37,190	38,665	40,142	41,757	毛利率	8.1%	6.2%	6.3%	6.4%	6.4%
负债和股东权益	76,305	96,101	96,586	96,342	96,985	净利率	2.3%	1.1%	0.8%	1.0%	1.2%
						ROE	6.1%	3.4%	2.6%	3.3%	3.7%
						ROIC	4.4%	2.6%	3.5%	3.9%	4.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债率	62.9%	61.3%	60.0%	58.3%	56.9%
净利润	1,707	949	1,474	1,757	1,964	净负债率	80.5%	85.8%	52.6%	41.8%	32.1%
折旧摊销	5,071	9,668	6,374	6,945	7,498	流动比率	0.43	0.43	0.47	0.51	0.57
财务费用	851	1,056	1,200	916	831	速动比率	0.13	0.14	0.16	0.17	0.21
投资损失	(169)	(82)	(300)	(296)	(272)	营运能力					
营运资金变动	(2,738)	(5,604)	9,059	304	(287)	应收账款周转率	253.2	284.4	295.6	273.7	262.3
其它	1,008	(5,232)	28	106	1	存货周转率	7.2	6.7	6.2	6.2	6.1
经营活动现金流	5,729	755	17,835	9,731	9,734	总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3
资本支出	(2,758)	(21,775)	(5,323)	(5,290)	(5,417)	每股指标 (元)					
长期投资	(134)	(103)	0	0	0	每股收益	0.17	0.11	0.09	0.12	0.14
其他	(763)	10,776	290	296	273	每股经营现金流	0.57	0.07	1.77	0.96	0.96
投资活动现金流	(3,655)	(11,102)	(5,033)	(4,994)	(5,144)	每股净资产	2.79	3.56	3.65	3.74	3.85
债权融资	(4,429)	(185)	(4,122)	348	265	估值比率					
股权融资	3	7,279	0	0	0	市盈率	17.4	27.4	31.9	24.1	20.7
其他	1,519	1,558	(6,495)	(5,199)	(3,030)	市净率	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	(2,907)	8,652	(10,617)	(4,851)	(2,765)	EV/EBITDA	7.7	5.2	6.6	6.1	5.7
汇率变动影响	(0)	(3)	0	0	0	EV/EBIT	20.6	25.9	19.8	19.2	18.0
现金净增加额	(832)	(1,698)	2,185	(114)	1,825						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

Email： wangjunfei@orientsec.com.cn