

2014-9-16

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** **维持**
武钢股份 (600005)
**10 月出厂价有所下调，
下游需求尚无明显改善**

分析师：刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080003

分析师：王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师：陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

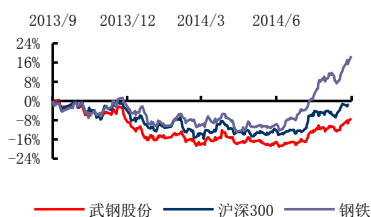
执业证书编号：S0490514080002

联系人：肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《主业平稳但受制汇兑损失，上半年业绩同比下滑》2014/9/1

《9 月出厂价小幅上调，或主动提振涨价预期》2014/8/14

《8 月出厂价跟随宝钢维稳》2014/7/15

报告要点

■ 事件描述

武钢股份今日公布 2014 年 10 月主要产品出厂价政策，热轧下调 100 元/吨、冷轧持平。

■ 事件评论

10 月出厂价有所下调，下游需求尚无明显改善：公司一向以自身订单状况及当前市场行情来制定主要产品出厂价政策。虽然上周期货出现企稳迹象，并在周一强势反弹，但公司依然跟随宝钢下调 10 月主流热轧、酸洗、镀锌板等高端冷轧产品价格 100 元：1、8 月汽车、基建及地产等主要下游同比增速回落，下游需求相对低迷是公司下调出厂价的主要原因；2、公司冷板卷继续持平，相对宝钢下调 100 元的政策较为平稳，应该与宝钢价格绝对水平相对较高、宝钢与市场价格价差压力更大有关；3、我们尚未观察到基本面有明显改善迹象，近期产业链价格反弹应该是短期超跌之后的阶段性企稳。

近期冷轧产品现货价格相比热轧较为平稳，并且历年情况来看，武钢热轧 10 月价格下调概率较大。需求增速下滑的大背景下，旺季不旺已经成为常态。

经过本次下调热轧出厂价并维持冷轧出厂价平稳之后，由于近期冷轧相比热轧更为强势，公司热轧、冷轧产品出厂价与市场价价差均略有缩小，但倒挂压力仍然很大。

热轧出厂价下调较大，10 月盈利环比下滑：简单估算，由于热轧出厂价下调较大，预计 10 月单月经营业绩环比有所下滑。不过这一测算结果将受到最终原料结算价格的影响，我们的测算考虑因素也较为简单，无法完全模拟实际经营过程中的种种变化，可能与实际经营数据存在一定出入。

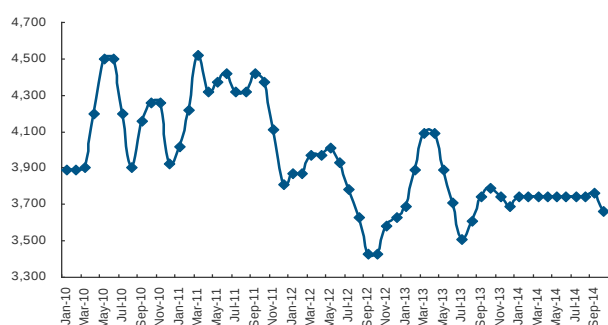
预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.07 元、0.09 元，维持“**谨慎推荐**”评级。

10 月热轧出厂价下调、冷轧维稳

武钢股份公布了 2014 年 10 月主要产品出厂价政策，主要调整明细如下：

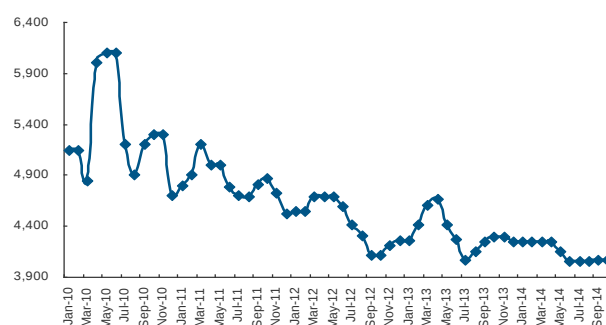
热轧：出厂价格下调 100 元/吨；**轧板：**出厂价格下调 100 元/吨；**酸洗钢：**SAPH 系列、QStE 系列、RST245、RST330、RST360 下调 80 元/吨，其他下调 100 元/吨；**冷板卷：**普材系列及 W170P1、W210P1、W250P1 不变，其他下调 100 元/吨；**电镀锌：**出厂价格下调 100 元/吨；**彩涂：**出厂价格维持不变；**无取向硅钢：**出厂价格不变；**取向硅钢：**一般取向钢上调 200 元/吨，HIB 钢(含专用钢)上调 500 元/吨；**线材：**出厂价格下调 100 元/吨；**型材：**出厂价格维持不变；**镀锡：**出厂价格维持不变。

图 1：公司 10 月热轧产品出厂价下调 100 元



资料来源：中联钢，长江证券研究部

图 2：公司 10 月冷轧产品出厂价持平



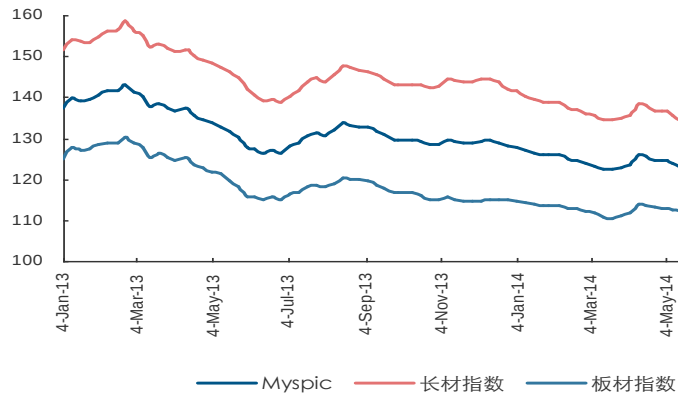
资料来源：中联钢，长江证券研究部

➤ 10 月出厂价政策明显弱势，基本面无明显改善

公司一向以自身订单状况及当前市场行情来制定主要产品出厂价政策，虽然上周期货出现企稳迹象，并在周一强势反弹，但公司依然跟随宝钢下调 10 月主流热轧、酸洗、镀锌板等高端冷轧产品价格 100 元：1、8 月汽车、基建及地产等主要下游同比增速回落，下游需求相对低迷是公司下调出厂价的主要原因；2、公司冷板卷继续持平，相对宝钢下调 100 元的政策较为平稳，应该与宝钢价格绝对水平相对较高、宝钢与市场价格价差压力更大有关；3、我们尚未观察到基本面有明显改善迹象，近期产业链价格反弹应该是短期超跌之后的阶段性企稳。

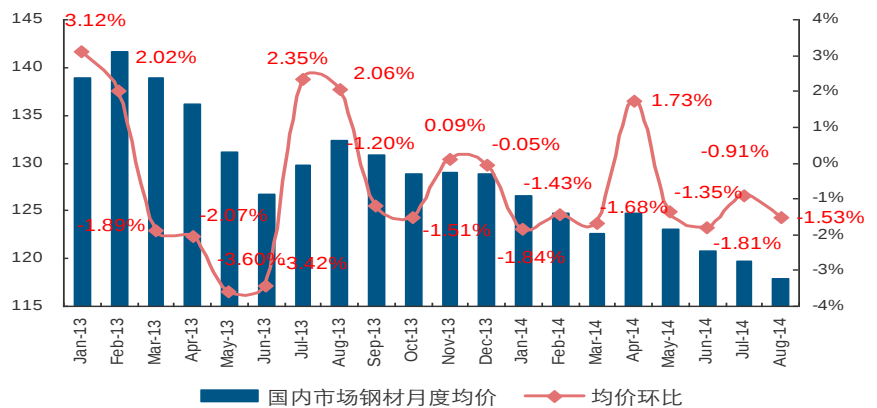
近期冷轧产品现货价格相比热轧较为平稳，并且历年来看，武钢热轧 10 月价格下调概率较大。需求增速下滑的大背景下，旺季不旺已经成为常态。

图 3：近期国内钢价整体呈现弱势下跌趋势



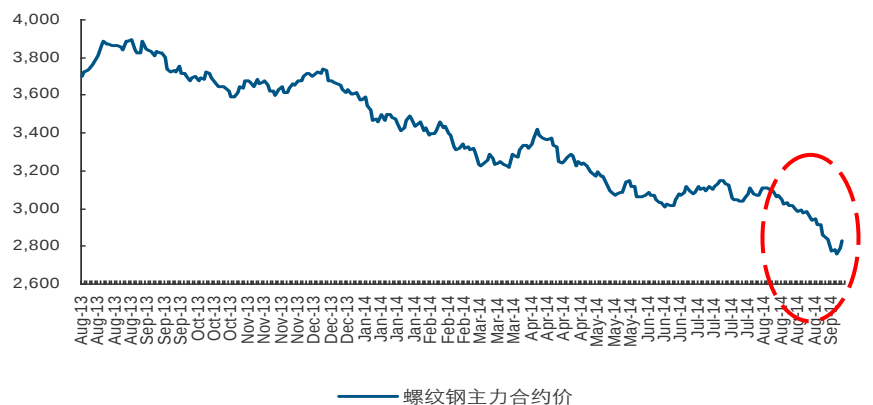
资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 4: 8 月国内钢材均价环比下跌 1.53%



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 5: 近期国内螺纹钢主力合约价格弱势反弹



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 1: 历年数据显示, 公司 10 月热轧出厂价下调概率较大, 冷轧出厂价规律不明

武钢热轧	6月	7月	8月	9月	10月	武钢冷轧	6月	7月	8月	9月	10月
2006	100	200	200	-200	-500	2006	0	0	200	-300	-200
2007	0	-300	-200	80	150	2007	0	-350	-200	-180	280

2008	50	400	0	0	-500	2008	100	400	80	0	-600
2009	0	260	-	800	-800	2009	50	360	-	800	-700
2010	0	-300	-300	260	100	2010	0	-900	-300	300	100
2011	50	-100	0	100	-50	2011	-210	-90	20	120	60
2012	-80	-150	-150	-200	0	2012	-100	-110	-100	-200	0
2013	-180	-200	100	130	50	2013	-150	-200	50	100	50
2014	0	0	0	20	-100	2014	-100	0	0	20	0
上调次数	3	3	2	6	3	上调次数	2	2	4	5	4
下调次数	2	5	3	2	5	下调次数	4	5	3	3	3
持平次数	4	1	3	1	1	持平次数	3	2	1	1	2

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 2: 历年 10 月板材价格下跌概率相对较大

板材均价环比涨跌	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2004	5.34%	7.97%	1.34%	-1.32%	-10.07%	0.75%	7.41%	2.07%	0.68%	0.67%	0.67%	4.64%
2005	3.16%	1.84%	4.22%	-5.20%	-2.44%	-14.38%	-2.19%	-2.24%	-9.92%	-10.17%	-4.72%	-2.97%
2006	3.06%	7.92%	11.93%	2.46%	5.60%	6.06%	-12.86%	0.00%	2.46%	-0.80%	-2.42%	3.31%
2007	4.80%	2.29%	-0.60%	1.28%	0.89%	-2.87%	-0.08%	6.81%	1.77%	-0.42%	3.64%	4.25%
2008	2.33%	12.59%	1.97%	2.48%	6.56%	1.01%	-0.70%	-9.26%	-10.70%	-25.51%	-5.33%	3.96%
2009	5.59%	-7.62%	-3.91%	-3.07%	4.38%	6.79%	9.28%	-4.44%	-5.60%	0.42%	6.00%	3.35%
2010	1.31%	1.22%	9.40%	4.19%	-4.55%	-4.56%	-1.09%	0.66%	1.67%	-0.72%	1.80%	3.75%
2011	4.30%	0.78%	-1.75%	2.58%	-0.84%	-1.82%	0.79%	0.72%	-2.93%	-6.98%	-1.59%	-1.17%
2012	-0.30%	0.22%	2.45%	0.96%	-2.62%	-2.32%	-4.43%	-7.38%	-2.77%	5.77%	1.88%	0.49%
2013	3.60%	1.93%	-1.89%	-1.93%	-4.02%	-3.37%	1.92%	1.59%	-1.28%	-1.66%	-0.86%	0.00%
平均值	3.32%	2.91%	2.32%	0.24%	-0.71%	-1.47%	-0.19%	-1.15%	-2.66%	-3.94%	-0.09%	1.96%
10年上涨次数	9	9	6	6	4	4	4	5	4	3	5	8
下跌次数	1	1	4	4	6	6	6	4	6	7	5	2
2014	-0.77%	-0.99%	-1.64%	1.81%	-0.61%	-0.85%	-0.96%	-1.47%	-4.67%			

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 3: 近期冷轧相比热轧明显强势

国内钢价	本日	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	112.06	113.86	-1.58%	118.2	-5.19%	131.58	-14.84%
长材	120.75	122.68	-1.57%	127.92	-5.61%	145.37	-16.94%
扁平	103.75	105.42	-1.58%	108.9	-4.73%	118.39	-12.37%
区域指数							
华东	111.17	112.74	-1.39%	118.09	-5.86%	131.62	-15.54%
华南	116.81	118.38	-1.33%	123.17	-5.16%	136.37	-14.34%
华北	106.63	109.13	-2.29%	113.32	-5.90%	126.4	-15.64%
中南	114.35	116.01	-1.43%	119.35	-4.19%	133.76	-14.51%
东北	107.81	109.97	-1.96%	113.47	-4.99%	122.98	-12.34%

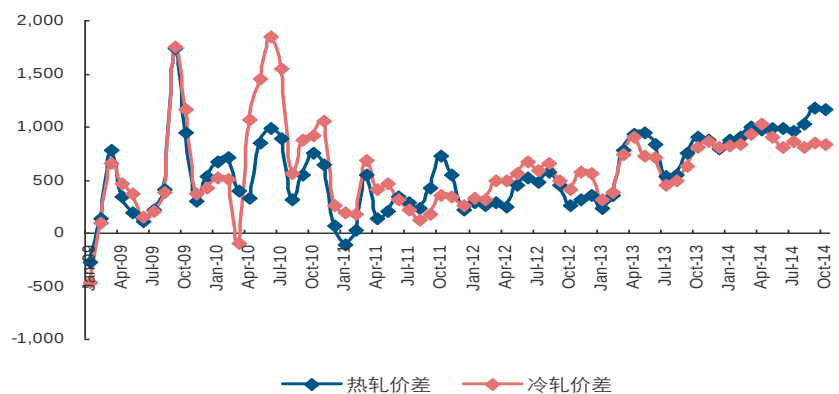
西南	117.91	119.46	-1.30%	121.72	-3.13%	133.98	-11.99%
西北	116.66	117.6	-0.80%	119.87	-2.68%	136.68	-14.65%
品种指数							
螺纹	116.87	118.69	-1.53%	123.92	-5.69%	141.65	-17.49%
线材	119.53	121.75	-1.82%	128.2	-6.76%	145.49	-17.84%
中厚	116.55	118.61	-1.74%	121.66	-4.20%	132.89	-12.30%
热卷	112.21	114.63	-2.11%	119.58	-6.16%	128.62	-12.76%
冷板	93.56	93.95	-0.42%	94.43	-0.92%	104.4	-10.38%
镀锌	87.46	87.72	-0.30%	88.35	-1.01%	91.43	-4.34%

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

➤ 价差略有缩小, 倒挂压力依旧

经过本次下调热轧出厂价并维持冷轧出厂价平稳之后, 由于近期冷轧相比热轧更为强势, 公司热轧、冷轧产品出厂价与市场价价差均略有缩小, 但倒挂压力仍然很大。

图 6: 公司出厂价与市场价差略有缩小



资料来源: Bloomberg, Wind, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

热轧出厂价下调较大, 10 月盈利环比下滑

我们根据现有情况对公司**单月主营业务**进行简单测算, 主要的假设条件如下:

- ✓ 公司目前执行长协价的依据为当季现货矿的均价。我们参考普氏指数, 假定公司保持了 2 个月左右的矿石库存, 简单估算 3 季度长协矿均价为 92 美元, 环比下跌的原材料价格从 9 月开始影响生产成本;
- ✓ 公司产品销售均价参考公司每个月公布的出厂价格政策进行假设;
- ✓ 假设公司产销一致, 预计 2014 年 7 月、8 月、9 月和 10 月的产销量水平均为 160 万吨;

简单估算, 由于热轧出厂价下调较大, 预计 10 月单月经营业绩环比有所下滑。不过这一测算结果将受到最终原料结算价格的影响, 我们的测算考虑因素也较为简单, 无法完全模拟实际经营过程中的种种变化, 可能与实际经营数据存在一定出入。

表 4: 热轧出厂价下调较大, 预计 10 月盈利环比有所下滑

武钢 2014 年盈利预测	2014 年 2 季度			2014 年 3 季度			2014 年 4 季度
	Apr-14	May-14	Jun-14	Jul-14	Aug-14	Sep-14	Oct-14
产量		462		160	160	160	160
营业收入		210.88		71.37	71.37	71.53	70.41
营业成本		194.81		66.39	65.92	64.89	64.61
吨钢收入		4,561		4,461	4,461	4,471	4,401
吨钢成本		4,213		4,150	4,120	4,056	4,038
吨钢毛利		348		311.29	341	415	363
净利润		2.41		-0.14	0.34	1.52	0.68
吨钢净利		52		-9	21	95	43
吨钢费用		295		320	320	320	320
价格增加	0	-90	-50	-20	0	10	-70
长协矿占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
长协矿上涨幅度	-14.8%	-14.8%	-14.8%	0.0%	-6.9%	-6.9%	-6.9%
长协价格(美金)	103	103	103	92	92	92	-
长协价格变动带动成本增加	0	0	-174	0	0	-102	0
河北唐山现货矿均价	974	928	834	809	801	776	776
现货矿月度环比涨幅	-3.97%	-4.73%	-10.05%	-3.06%	-0.90%	-3.17%	0.00%
BDI 均值	1,045	991	912	796	937	1,167	1,167
太原二级冶金焦价格均值	929	920	920	884	860	860	860
成本增加	-45	-79	-122	-64	-30	-64	-17
估算吨钢净利		52		-9	21	95	43
主营估算净利润		2.41		-0.14	0.34	1.52	0.68
总股本		100.94		100.94	100.94	100.94	100.94
相应时期对应 EPS		0.02		0.00	0.00	0.02	0.01
累计 EPS		0.04		0.04	0.04	0.06	0.07

资料来源: Bloomberg, Wind, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.07 元、0.09 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)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	89581	86113	83300	81790	货币资金	1959	2583	2499	2454
营业成本	84092	80215	77384	75777	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5489	5898	5916	6013	应收账款	2875	2787	2696	2647
%营业收入	6.1%	6.8%	7.1%	7.4%	存货	11990	11400	10997	10769
营业税金及附加	205	197	191	187	预付账款	1148	1120	1081	1058
%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	831	775	750	736	流动资产合计	23237	22971	22188	21753
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2846	2756	2666	2617	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	5272	5272	5272	5272
财务费用	1310	1218	1069	873	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%	固定资产合计	64704	62382	58834	55158
资产减值损失	145	-32	-34	-18	无形资产	1060	1007	957	909
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	118	0	0	0	递延所得税资产	333	0	0	0
营业利润	271	984	1276	1618	其他非流动资产	71	71	71	71
%营业收入	0.3%	1.1%	1.5%	2.0%	资产总计	94676	91703	87322	83163
营业外收支	338	0	0	0	短期贷款	27555	25165	20962	16475
利润总额	609	984	1276	1618	应付款项	17117	16326	15750	15422
%营业收入	0.7%	1.1%	1.5%	2.0%	预收账款	4062	3875	3749	3681
所得税费用	168	246	319	404	应付职工薪酬	48	112	108	106
净利润	441	738	957	1213	应交税费	-1244	-1475	-1697	-1970
归属于母公司所有者的净利润	427.2	715.5	927.7	1176.2	其他流动负债	1991	1922	1854	1816
少数股东损益	14	23	29	37	流动负债合计	49529	45924	40725	35530
EPS (元/股)	0.04	0.07	0.09	0.12	长期借款	728	728	728	728
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	4228	7201	7159	7309	其他非流动负债	7292	7292	7292	7292
取得投资收益	44	0	0	0	负债合计	57548	53944	48745	43549
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	35936	36544	37332	38332
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1193	1215	1245	1282
固定资产投资	-2061	-2861	-1833	-1818	股东权益	37128	37759	38577	39614
其他	-331	0	0	0	负债及股东权益	94676	91703	87322	83163
投资活动现金流净额	-2392	-2861	-1833	-1818	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	3	0	0	0	EPS	0.042	0.071	0.092	0.117
银行贷款增加 (减少)	280	-2390	-4203	-4487	BVPS	3.56	3.62	3.70	3.80
筹资成本	1746	-1325	-1208	-1050	PE	53.87	32.17	24.81	19.57
其他	-3514	0	0	0	PEG	1.34	0.80	0.62	0.49
筹资活动现金流净额	-1485	-3715	-5411	-5537	PB	0.64	0.63	0.62	0.60
现金净流量	351	625	-84	-45	EV/EBITDA	7.39	6.23	5.43	4.70
					ROE	1.2%	2.0%	2.5%	3.1%

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	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@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。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，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。