

2015-4-21

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

武钢股份 (600005)

## 冷轧再次下调，警惕供需恶化

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

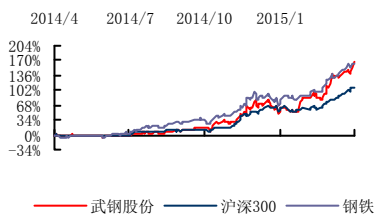
执业证书编号：S0490514080002

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

《取向硅钢景气，龙头武钢受益》2015/3/25

《4月调价“普”弱“硅”强，等待季节性需求启动》2015/3/13

《3月热轧出厂价顺势下调》2015/2/9

### 报告要点

#### ■ 事件描述

武钢股份今日公布2015年5月主要产品出厂价政策，主要品种调整如下：**热轧**：所有品种下调50元/吨；**轧板**：所有品种下调100元/吨；**酸洗钢**：所有品种下调100元/吨；**冷板卷**：DQ及以上深冲高强钢基价不变，其他品种基价下调100元/吨；**热镀锌**：DX51、DX52系列及结构级下调100元/吨，其他品种基价不变；**彩涂**：所有品种下调50元/吨；**线材、型材、无取向硅钢**：维持价格不变。

#### ■ 事件评论

**冷轧再次下调，警惕供需恶化**：继宝钢5月热轧下调50元/吨之后，公司此次主要产品热轧出厂价下调50元也在情理之中。冷轧方面，公司延续4月调价政策再次大幅下调100元，与鞍钢5月冷轧出厂价政策不谋而合，一方面源于今年1、2、3月公司均未下调冷轧出厂价，价格倒挂压力较大，另一方面，也显露冷轧产品供需两端出现疲弱的态势：1) 今年以来，冷轧主要下游汽车产销量同比增速明显下滑，而库存同比却创出新高，显示需求端景气度有所下滑；2) 在过去几年冷轧产品需求持续景气的情况下，其产能尤其是普通冷轧产品扩张较快。在需求转弱时，产能释放将给冷轧产品供需带来压力。

此外，公司本次出厂价政策仍未涉及取向硅钢。考虑到公司在国内取向硅钢领域的龙头地位及前期宝钢已上调5月取向硅钢价格，我们预计公司取向硅钢价格也应有所上涨，幅度可能平缓，整体取向硅钢价格政策预计与宝钢相当。

经过本次调价，公司冷热轧产品和冷轧出厂价与市场价差均有所缩小，不过，整体而言，公司出厂价与市场价之间的倒挂压力依然不小。

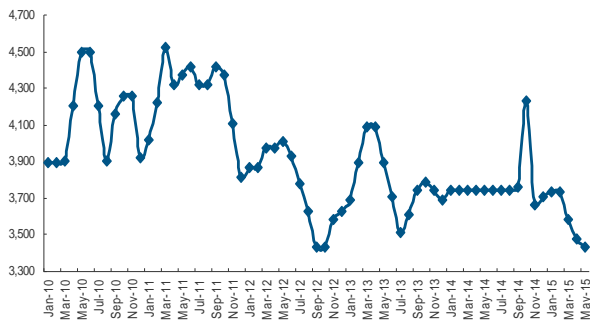
基本面在当前的大背景下，很难出现大幅超预期的表现。我们预计公司2014、2015年EPS分别为0.13元、0.18元，基本保持稳定。不过，眼前驱动公司股价的因素更多集中于非基本面因素，在改革的预期下，建议暂时忽略其他因素。维持对公司的“**推荐**”评级。

## 5月热轧冷轧出厂价均下调

武钢股份公布2015年5月主要产品出厂价政策，主要调整明细如下：

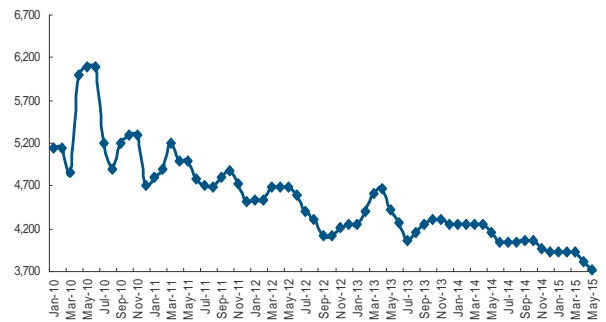
**热轧：**所有品种下调50元/吨；**轧板：**所有品种下调100元/吨；**酸洗钢：**所有品种下调100元/吨；**冷板卷：**DQ及以上深冲高强钢基价不变，其他品种基价下调100元/吨；**热镀锌：**DX51、DX52系列及结构级下调100元/吨，其他品种基价不变；**彩涂：**所有品种下调50元/吨；**线材、型材、无取向硅钢：**维持价格不变。

图1：公司5月热轧产品出厂价下调50元



资料来源：中联钢，长江证券研究部

图2：公司5月冷轧产品出厂价下调100元



资料来源：中联钢，长江证券研究部

### 冷轧再次下调，警惕供需恶化

继宝钢5月热轧下调50元/吨之后，公司此次主要产品热轧出厂价下调50元也在情理之中。冷轧方面，公司延续4月调价政策再次大幅下调100元，与鞍钢5月冷轧出厂价政策不谋而合，一方面或源于今年1、2、3月公司均未下调冷轧出厂价，价格倒挂压力较大，另一方面，或也显露冷轧产品供需两端逐渐疲弱的态势：1) 今年以来，冷轧主要下游汽车产销量同比增速明显下滑，而库存同比却创出新高，显示需求端景气度有所下滑；2) 在前期冷轧产品需求持续景气的情况下，市场冷轧产能或扩张较快，当需求转弱之时，增量产能释放将给冷轧产品供给端带来压力，尤其对于普通冷轧品种。

此外，公司本次出厂价政策仍未涉及取向硅钢价格政策，但考虑到公司在国内取向硅钢领域的龙头地位及前期宝钢已上调5月取向硅钢价格但增幅减缓，我们预计公司取向硅钢价格也应有所上涨，幅度或有下滑，整体取向硅钢价格政策预计与宝钢相当。

表1：近期各品种钢价均呈现下跌趋势

	本日	昨日	日环比	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	92.25	92.49	-0.26%	92.54	-0.31%	93.76	-1.61%	125.45	-26.46%
长材	101.49	101.8	-0.30%	101.9	-0.40%	102.75	-1.23%	137.85	-26.38%
扁平	83.41	83.58	-0.20%	83.59	-0.22%	85.16	-2.05%	113.59	-26.57%
区域指数									
华东	91.14	91.46	-0.35%	91.42	-0.31%	93.32	-2.34%	125.92	-27.62%
华南	98.39	98.57	-0.18%	98.87	-0.49%	99.73	-1.34%	129.84	-24.22%
华北	87.26	87.3	-0.05%	87.27	-0.01%	88.07	-0.92%	119.75	-27.13%
中南	95.07	95.31	-0.25%	95.05	0.02%	96.94	-1.93%	127.81	-25.62%

东北	85.9	86.21	-0.36%	86.49	-0.68%	86.63	-0.84%	116.79	-26.45%
西南	99.53	99.95	-0.42%	100.3	-0.77%	100.97	-1.43%	130.29	-23.61%
西北	96.59	96.78	-0.20%	97.09	-0.51%	98.38	-1.82%	125.73	-23.18%
品种指数									
螺纹	97.38	97.71	-0.34%	97.8	-0.43%	99.55	-2.18%	133.86	-27.25%
线材	101.4	101.73	-0.32%	101.73	-0.32%	102.38	-0.96%	138.21	-26.63%
中厚	92.98	93.17	-0.20%	93.39	-0.44%	94.37	-1.47%	129.54	-28.22%
热卷	89.18	89.37	-0.21%	89.09	0.10%	91	-2.00%	123.47	-27.77%
冷板	76.58	76.82	-0.31%	77.38	-1.03%	80.22	-4.54%	97.78	-21.68%
镀锌	72.6	72.84	-0.33%	73.36	-1.04%	74.7	-2.81%	89.27	-18.67%

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 2: 历年 5 月, 公司主要产品热轧、冷轧出厂价持平概率较大

武钢热轧	1月	2月	3月	4月	5月	武钢冷轧	1月	2月	3月	4月	5月
2006	-420	0	270	640	0	2006	-1020	0	230	750	0
2007	0	0	400	100	0	2007	-80	120	120	300	0
2008	400	100	50	300	200	2008	380	390	0	600	100
2009	0	300	200	-400	0	2009	-120	470	200	-300	0
2010	200	0	10	300	300	2010	300	0	-300	1150	100
2011	100	200	300	-200	50	2011	100	100	300	-200	0
2012	60	0	100	0	40	2012	20	0	150	0	0
2013	60	200	200	0	-200	2013	0	150	200	50	-240
2014	50	0	0	0	0	2014	0	0	0	0	-100
2015	20	0	-150	-100	-50	2015	0	0	0	-100	-100
上调次数	7	4	8	4	4	上调次数	4	5	6	5	2
下调次数	1	0	1	3	2	下调次数	3	0	1	3	3
持平次数	2	6	1	3	4	持平次数	3	5	3	2	5

资料来源: 中联钢, 长江证券研究部

表 3: 历年 5 月板材价格下跌概率较大

板材均价环比	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
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%
2014	-0.77%	-0.99%	-1.64%	1.81%	-0.61%	-0.85%	-0.96%	-1.47%	-5.19%	-1.61%	-0.73%	-0.87%
2015	-7.83%	-5.06%	-1.68%	-1.78%								

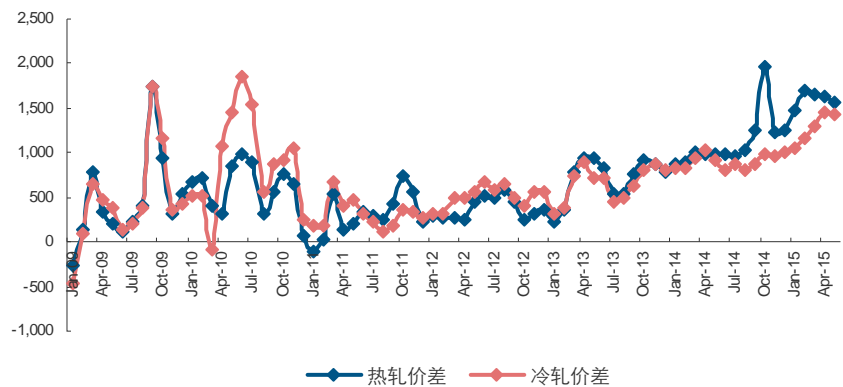
平均值	1.75%	1.37%	1.68%	0.34%	0.24%	-1.63%	-1.03%	-1.50%	-3.25%	-4.17%	-0.23%	1.41%
11年上涨次数	8	8	5	7	4	3	3	4	3	2	4	7
下跌次数	3	3	6	4	6	7	7	5	7	8	6	3
2015	-7.83%	-5.06%	-1.68%	-1.78%								

资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

### ➤ 价差均有缩小, 倒挂压力仍在

经过本次调价, 公司冷热轧产品和冷轧出厂价与市场价差均有所缩小, 不过, 整体而言, 公司出厂价与市场价之间的倒挂压力依然不小。

图 3: 公司冷热轧出厂价价差均有所缩小



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

## 维持“推荐”评级

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.13 元、0.18 元, 维持“**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
<b>营业收入</b>	<b>89581</b>	<b>85354</b>	<b>81352</b>	<b>79410</b>	货币资金	1959	2561	2441	2382
营业成本	84092	78675	74304	72202	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>5489</b>	<b>6679</b>	<b>7048</b>	<b>7208</b>	应收账款	2875	2762	2633	2570
%营业收入	6.1%	7.8%	8.7%	9.1%	存货	11990	11181	10559	10260
营业税金及附加	205	195	186	182	预付账款	1148	1099	1038	1008
%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	768	732	715	<b>流动资产合计</b>	<b>23237</b>	<b>22638</b>	<b>21470</b>	<b>20906</b>
%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	2731	2603	2541	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	1223	1068	844	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	62374	58808	55109
资产减值损失	145	-42	-49	-24	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
<b>营业利润</b>	<b>271</b>	<b>1803</b>	<b>2507</b>	<b>2950</b>	其他非流动资产	71	71	71	71
%营业收入	0.3%	2.1%	3.1%	3.7%	<b>资产总计</b>	<b>94676</b>	<b>91363</b>	<b>86578</b>	<b>82267</b>
营业外收支	338	0	0	0	短期贷款	27555	25362	20706	15427
<b>利润总额</b>	<b>609</b>	<b>1803</b>	<b>2507</b>	<b>2950</b>	应付款项	17117	16012	15122	14694
%营业收入	0.7%	2.1%	3.1%	3.7%	预收账款	4062	3841	3661	3573
所得税费用	168	451	627	738	应付职工薪酬	48	110	104	101
净利润	441	1352	1881	2213	应交税费	-1244	-2151	-2707	-3061
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>427.2</b>	<b>1310.6</b>	<b>1822.9</b>	<b>2144.7</b>	其他流动负债	1991	1886	1781	1731
少数股东损益	14	41	58	68	<b>流动负债合计</b>	<b>49529</b>	<b>45059</b>	<b>38667</b>	<b>32466</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.13</b>	<b>0.18</b>	<b>0.21</b>	长期借款	728	728	728	728
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	0	0	0	0
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4228</b>	<b>7068</b>	<b>7690</b>	<b>8181</b>	其他非流动负债	7292	7292	7292	7292
取得投资收益	44	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>57548</b>	<b>53079</b>	<b>46687</b>	<b>40485</b>
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	35936	37050	38599	40422
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1193	1234	1292	1360
固定资产投资	-2061	-2854	-1814	-1794	<b>股东权益</b>	<b>37128</b>	<b>38284</b>	<b>39891</b>	<b>41782</b>
其他	-331	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>94676</b>	<b>91363</b>	<b>86578</b>	<b>82267</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2392</b>	<b>-2854</b>	<b>-1814</b>	<b>-1794</b>	<b>基本指标</b>				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	3	0	0	0	EPS	0.042	0.130	0.181	0.212
银行贷款增加(减少)	280	-2193	-4656	-5280	BVPS	3.56	3.67	3.82	4.00
筹资成本	1746	-1419	-1341	-1166	PE	130.42	42.51	30.57	25.98
其他	-3514	0	0	0	PEG	1.83	0.60	0.43	0.36
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1485</b>	<b>-3612</b>	<b>-5997</b>	<b>-6446</b>	PB	1.55	1.50	1.44	1.38
<b>现金净流量</b>	<b>351</b>	<b>602</b>	<b>-120</b>	<b>-58</b>	EV/EBITDA	12.28	9.59	8.30	7.44
					ROE	1.2%	3.5%	4.7%	5.3%

**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	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@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。