

普钢

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.38~9.48元

当前股价: 5.54元

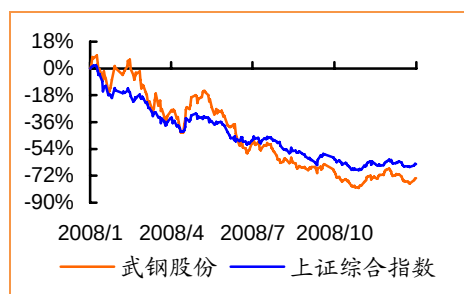
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	1924.01
总股本(百万)	7838
流通股本(百万)	3135
流通市值(亿)	174
EPS (TTM)	1.11
每股净资产(元)	3.29
资产负债率	60.20%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
武钢股份	-17.93	-46.99	-15.55
上证综指	-4.69	-31.10	-10.84



相关报告

武钢股份: 产量稳健增长, 硅钢仍具垄断优势
10/09/2008

武钢股份: 三季报业绩尚可, 抗风险能力得到体现
10/3/2008

武钢股份

600005

强烈推荐

取向硅钢价格维持不变, 减小市场担心

公司昨日公布了09年2月份价格政策, 取向硅钢价格维持1月份价格不变, 普钢价格较1月份价格有不同程度的上调。我们认为取向硅钢经过前期调整后, 继续下调的空间已经很小, 但在进口价格的压力下未来上调的可能性也不大。普钢压力得到缓解, 未来价格上调的可持续性主要取决于下游需求的回升。

投资要点:

- 公司公布2月份价格政策, 较1月份价格普钢产品有不同程度的上调, 取向硅钢价格维持不变。线材: 普碳钢不含税上调120~150元/吨, 82B系列不含税上调300元/吨; 热轧: SPHC、Q195分切卷基价上调不含税400元/吨, 其他大部分品种上调不含税300元/吨; 冷轧: 普碳Q195等板材不含税上调470元/吨, 卷材不含税上调420元/吨。镀锌: 部分产品上调470元/吨; 镀锡: 所有产品基价上不含税上调500元/吨; 无取向硅钢: 所有无取向低牌号品种不含税上调600元/吨; 取向硅钢: 维持不变。
- 公司普钢产品价格得到修正, 压力得到缓解, 未来价格继续上调取决于市场需求的变化。我们认为上半年市场价格波动区间不会太大, 未来铁矿石长协谈判价格的下降将会打压钢材价格持续上升空间。下半年需求回升, 对普钢价格回升具有拉动作用。
- 公司拳头产品取向硅钢价格面临市场压力减小, 未来大幅下跌的可能性不大。下游变压器需求增长未来两年非常确定, 年均增长率达到25%。钢铁产业振兴计划即将出炉, 取向硅钢作为高附加值产品或将从中受益。
- 仍然维持对公司强烈推荐的投资评级。短期内: 2月份产品价格有不同程度的回升, 公司经营压力减轻。长期内我们依然看好公司未来两年凭借取向硅钢产品的高毛利带来的抗风险能力。我们预计公司2008年-2010年EPS分别为0.90、0.79、1.04元, 09年每股净资产4.19元。短期我们给予公司2倍PB估值水平, 长期给予公司09年业绩12倍的估值水平, 6~12个月目标股价区间8.38~9.48元, 维持强烈推荐的投资评级。

主要财务指标

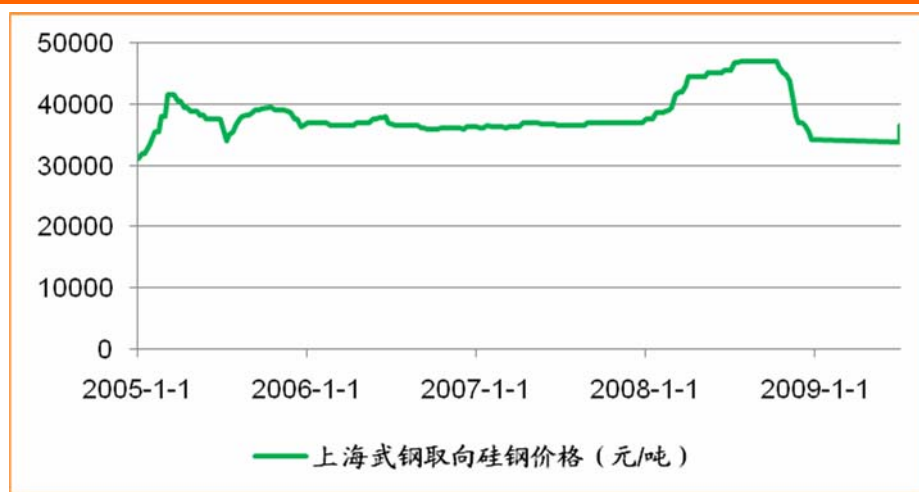
单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	54160	77041	80961	88140
同比(%)	26.08%	42.25%	5.09%	8.87%
归属母公司净利润(百万元)	6519	7034	6205	8186
同比(%)	67.3%	7.9%	-11.8%	31.9%
毛利率(%)	22.6%	18.7%	16.6%	18.0%
ROE(%)	25.3%	23.6%	18.9%	21.4%
每股收益(元)	0.83	0.90	0.79	1.04
P/E	6.66	6.17	7.00	5.30
P/B	1.68	1.46	1.32	1.13
EV/EBITDA	4	4	4	3

资料来源: 中投证券研究所

取向硅钢价格不变，未来下跌空间不大

公司 2 月份取向硅钢价格维持不变，短期打消市场疑虑。作为一种下游需求增长确定的高附加值产品，量的增长已经确定，市场主要担心因素还是价格。未来不确定依然存在，但我们认为大幅下调空间很小，但在国内和国外冲击下上调可能性也很小。

图 1 上海武钢取向硅钢价格



资料来源: custeel 中投证券研究所

表 1 变压器未来产量预测

变压器产量	亿千伏安	yoy
2003 年	3.77	27.20%
2004 年	4.90	30.06%
2005 年	6.31	28.89%
2006 年	7.36	16.68%
2007 年	9.10	23.59%
2008E	11.23	23.42%
2009E	14.04	25.00%
2010E	17.55	25.00%

资料来源: 中投证券研究所

国内竞争对手: 受到冲击被市场增量消化

1. 08 年 5 月, 宝钢成功生产出第一卷合格取向硅钢, 09 年预计向市场投放 5~10 万吨产品。宝钢取向硅钢产品目前正在市场投放阶段初期, 目前据使用客户反应良好, 成为公司国内最主要的竞争对手。价格层面宝钢与公司恶性竞争争相降价的可能性不大, 毕竟国内市场容量一定, 宝钢花费巨大精力看重也是对应的高额利润。而且虽然宝钢已经投产, 但在技术、规模生产、客户渠道、质量水平、产品品种上在短期内很难对公司的霸主地位形成真正的威胁。

2. 华菱管线与阿赛洛米塔尔签订合资协议, 投资总额 65 亿元, 各自持股 50%, 共同组建硅钢合资公司。预计 2010 年投产, 年产 40 万吨无取向硅钢、20 万吨取向硅钢, 近 2 年难以形成威胁。

3. 鞍钢正在研制取向硅钢，其项目正在建设中。产能设计为 26 万吨，分两期进行。短期内，难以形成压力。

可以看出，虽然未来产能会有扩张，但大多集中在 2010 年之后，短期主要对手宝钢也处在投放市场初级阶段。

从量上看，2007 年取向硅钢国内市场需求量为 27 万吨（武钢）+ 27.96 万吨（进口）=54.96 万吨。按照 08 年对应增长率 23.42% 计算，市场增量为 $54.96 \times 23.42\% = 12.87$ 万吨。其中宝钢投放 1.5 万吨，再加上公司增量 4 万吨和进口增量 7 万吨，冲击并不如想象那么大。09 年国内增量约为 10 万吨，需求端带来的需求增量为 16.96 万吨，因此国内增量基本都能被市场消化。

从结构上看，公司预计到未来一般取向硅钢市场的激烈竞争强度，转战更高端市场，加大取向硅钢高端品种 HiB 钢的投研和生产力度，2008 年 HiB 产量预计为 5 万吨。

国际竞争对手：危机导致进口价格下滑，但不必过分担心

08 年前 11 个月我国进口取向硅钢 32.22 万吨，同比增长 29.03%。主要受国际金融危机影响国际取向硅钢价格下滑转向我国市场，下半年进口量有放大趋势。但从目前我国进口价格上看，随着未来国际经济的恢复，进口量持续放大的趋势会得到缓解，国际冲击将减小。

表 2 我国取向硅钢 2007 年进口情况

国家或地区	2007 年累计数量	2006 年累计数量	同比增长 (%)
日本	10.77	11.88	-1.11
俄罗斯	7.29	7.15	0.14
韩国	6.22	3.5	2.72
美国	1.17	1.23	-0.06
欧盟 25 国	1.16	1.45	-0.29
进口合计	27.96	26.78	1.18

资料来源：中投证券研究所

钢铁产业振兴计划：取向硅钢或将受益

国家钢铁产业振兴计划已经制定完毕，预计会扶持相关特定港品种。特别是需要进口的高附加值钢材产品，如高合金管、冷轧板和特厚板等产品国家会出台相关扶持政策鼓励国内生产代替进口，因此相关企业会直接从政策中受益。

取向硅钢属于高附加值、约 50% 需要进口的钢材产品，完全符合上述要求，因此或将从即将推出的产业振兴计划中受益。

盈利预测：

我们仍然维持对公司强烈推荐的投资评级。短期内：2 月份产品价格有不同程度的回升，特别是普钢产品有 120~500 元/吨不等的上调，公司普钢产品经营压力有所减轻。长期内我们依然看好公司未来两年凭借取向硅钢产品的高毛利带来的抗风险能力。我们预计公司 2008 年-2010 年 EPS 分别为 0.90、0.79、1.04 元，09 年每股净资产 4.19 元。短期我们给予公司 2 倍 PB 估值水平，长期给予公司 09 年业绩 12 倍的估值水平，6~12 个月目标股价区间 8.38~9.48 元，维持强烈推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	14639	24841	30403	23648
现金	4636	4000	4500	5000
应收账款	93	193	202	220
其它应收款	43	65	68	75
预付账款	210	626	675	723
存货	8442	18414	22932	15425
其他	1214	1542	2025	2205
非流动资产	50308	59841	66078	69716
长期投资	427	427	427	427
固定资产	30740	49741	60465	66251
无形资产	26	26	26	26
其他	19114	9646	5159	3011
资产总计	64947	84682	96481	93364
流动负债	24691	38822	46081	36069
短期借款	4995	12310	19698	8050
应付账款	5183	7516	8106	8674
其他	14514	18996	18278	19345
非流动负债	14431	15978	17478	18978
长期借款	7188	8688	10188	11688
其他	7243	7290	7290	7290
负债合计	39122	54800	63560	55048
少数股东权益	52	53	53	54
股本	7838	7838	7838	7838
资本公积	5252	5252	5252	5252
留存收益	12682	16738	19777	25171
归属母公司股东权益	25773	29829	32868	38261
负债和股东权益	64947	84682	96481	93364

现金流量表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	9846	8398	10478	26921
净利润	6520	7035	6205	8187
折旧摊销	3470	4556	6753	8452
财务费用	172	942	1420	1401
投资损失	-14	-20	-20	-20
营运资金变动	-330	-5984	-4314	8962
其它	29	1869	433	-61
投资活动现金流	-14754	-14015	-12980	-12080
资本支出	10383	14600	13000	12000
长期投资	-8	-565	0	100
其他	-4380	20	20	20
筹资活动现金流	6601	4981	3002	-14341
短期借款	4257	7316	7388	-11648
长期借款	-717	1500	1500	1500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-523	0	0	0
其他	3584	-3834	-5886	-4193
现金净增加额	1691	-636	500	500

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	54160	77041	80961	88140
营业成本	41925	62634	67548	72284
营业税金及附加	356	478	502	546
营业费用	445	616	648	705
管理费用	1817	2311	2348	2468
财务费用	172	942	1420	1401
资产减值损失	2	1000	500	200
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	14	20	20	20
营业利润	9456	9080	8016	10556
营业外收入	33	40	40	40
营业外支出	83	100	100	100
利润总额	9407	9020	7956	10496
所得税	2887	1984	1750	2309
净利润	6520	7035	6205	8187
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利	6519	7034	6205	8186
EBITDA	13099	14577	16189	20409
EPS (元)	0.83	0.90	0.79	1.04

主要财务比

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	26.1%	42.2%	5.1%	8.9%
营业利润	57.6%	-4.0%	-11.7%	31.7%
归属于母公司净	67.3%	7.9%	-11.8%	31.9%
获利能力				
毛利率	22.6%	18.7%	16.6%	18.0%
净利率	12.0%	9.1%	7.7%	9.3%
ROE	25.3%	23.6%	18.9%	21.4%
ROIC	23.7%	18.3%	14.5%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	60.2%	64.7%	65.9%	59.0%
净负债比率				
流动比率	0.59	0.64	0.66	0.66
速动比率	0.24	0.16	0.15	0.21
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.03	0.89	0.93
应收账款周转	93	76	41	42
应付账款周转	9.96	9.86	8.65	8.62
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.83	0.90	0.79	1.04
每股经营现金流 (最	1.26	1.07	1.34	3.43
每股净资产 (最新摊	3.29	3.81	4.19	4.88
估值比率				
P/E	6.66	6.17	7.00	5.30
P/B	1.68	1.46	1.32	1.13
EV/EBITDA	4	4	4	3

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、新兴铸管、太钢不锈、济南钢铁

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434