

分析师： 葛 军 (8621)68751767 liuyr@cjsc.com.cn

联系人： 刘元瑞 (8621)68751767 liuyr@cjsc.com.cn

提价超预期，业绩短期不佳但逐月提升值得期待

事件描述

我们于8月4日赴公司进行调研，与公司董秘及相关人员进行了详细的沟通和交流。

8月5日，公司公布了9月份产品出厂价格。

- 1、热轧板卷：上调800元/吨。提价后，2.75mm热卷4700元/吨，5.5mm热卷4540元/吨；
- 2、冷轧板卷：上调450-900元/吨。提价后，1.0mm冷板5650元/吨；
- 3、轧板：上调700元/吨。提价后，16-20mmQ235中厚板4540元/吨；
- 4、硅钢：无取向600牌号及以上的上调1600元/吨，600牌号以下的上调1100元/吨；
- 5、线材：弹簧钢上调250元/吨、焊接钢上调330元/吨、钢帘线上调300元/吨。

以上价格均不含税。

事件评论

第一，超预期提价使得公司产品出厂价格大幅高于市场现货价格

公司是三大钢中第一家提价的钢铁公司，在提价之前，由于公司产品出厂价与市场价存在一定的差距，因此，提价是必然的行为。只是此次提价的幅度是超出我们之前的预期的。提价完成后，公司主要产品与市场价格差距在1000元/吨左右。

表1：武钢调价完成后含税售价明显高于市场价

含税价格	热轧	冷轧	中厚板
武钢价格	5500	6610	5310
市场价格	4350	5530	4300

资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究部

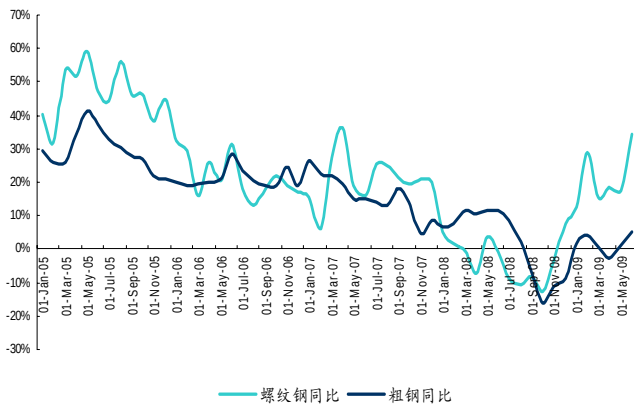
公司此次大幅调高产品出厂价格究竟是真正看好钢铁后市还是对前期涨幅较慢的出厂价做一定的纠正，还不得而知。但不可否认的是，在建筑钢材疯狂的上涨之后，板材产品价格也开始步入了大幅上涨的阶段。

我们一直持一个观点，那就是建筑钢材与板材之间不会出现长时间的背离。目前板材上涨并继续看好的逻辑也非常简单：

- 1、建筑钢材与板材之间的转换可能被我们高估了，因为，过去几年我们一直认为没有什么产能扩张的建筑钢材产量在上半年增速惊人，而且，远超过了整体粗钢的产量增速。这只能说明一部分原来被用于轧制板材的钢坯被转换至生

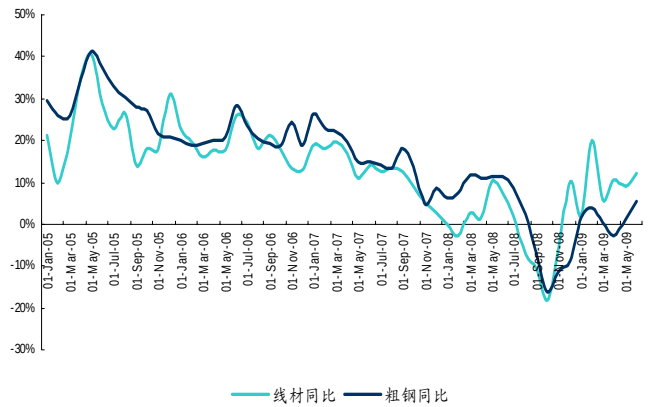
产长材，而长材的绝对产能可能也在我们的预期之外；

图 1：螺纹钢产量相对粗钢水平恢复更快



资料来源：Wind，长江证券研究部

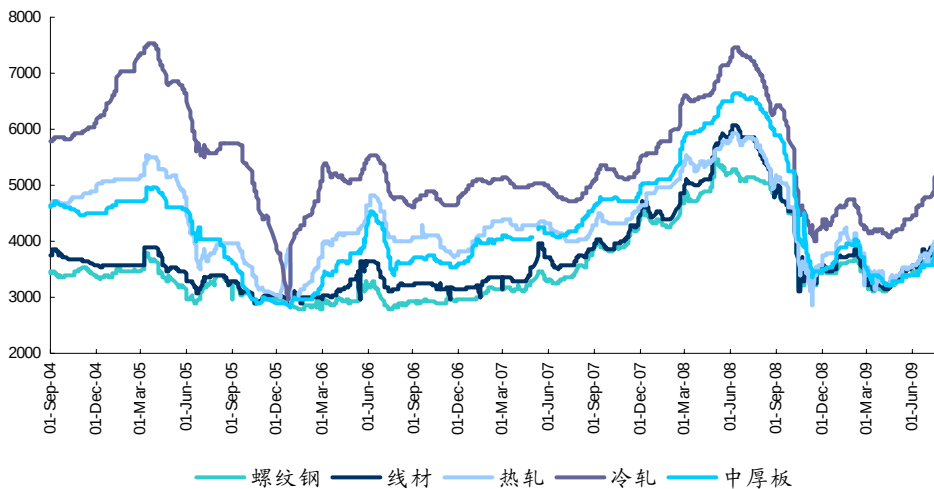
图 2：线材产量恢复速度也超越粗钢水平



资料来源：Wind，长江证券研究部

2、作为强周期行业的代表，看涨钢价往往意味着看好宏观经济。本轮宏观经济如果的确能持续复苏并繁荣，那么复苏的中坚力量一定是占据宏观经济比重较大的制造业，而不仅仅单纯依靠基建投资。因此，在建筑钢材出现显著上涨之后，看好板材在接下来一段时间的表现是理所当然的。

图 3：各产品价格走势没有发生明显背离



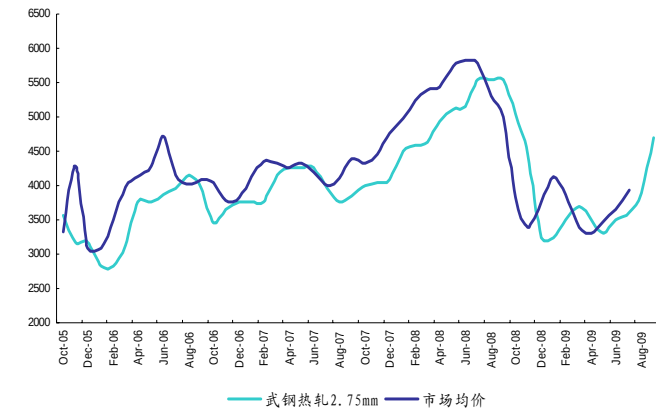
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第二，调价滞后的特点使得业绩将在未来几个月中呈现逐月回升

公司 7 月份产量大约为 100 万吨左右，通过公司公布的产品价格以及预计的成本推算，预计公司 7 月份盈利依然没有太明显的增长。

不过，近几年钢厂的出厂价和市场价格表现很清晰地显示，钢厂订价的模式实际上是滞后于市场价格调整的。因此，无论未来几个月钢价和成本如何变化，坚持月度订价的大型钢铁公司业绩在未来两三个月出现增长是可以预期的。

图 4: 武钢热轧滞后市场价格调整



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 5: 武钢冷轧也滞后市场价格调整



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第三, 硅钢依然是霸主, 盈利有望稳定

取向硅钢在上半年受到外需疲弱的严重打击, 高压的库存使得公司上半年硅钢出现了一定时间的停产。我们了解到, 年初公司计划的全年 35 万吨取向硅钢产量, 在上半年并未按照计划完成, 不过, 在公司降低硅钢价格之后, 库存的消化明显。目前公司的取向硅钢基本没有太明显的库存。

随着需求的逐步恢复, 预计公司下半年月均产量能接近 3 万吨。而且通过寻访我们了解到, 在经历了低迷市场的考验后, 公司取向硅钢整体牌号取得了明显突破, 生产状况有了很大的提高;

公司取向硅钢的垄断地位在一定时期内可能不复存在, 但无论怎样, 维持高于普碳钢的毛利率我们认为还是可以期望的。因此, 在外需逐步复苏之后, 进口的取向硅钢不再大量攀升, 相信公司取向硅钢的盈利水平能得以维持。

第四, 产量在 2010 年有望实现 1600-1700 万吨

公司上半年产量为 547 万吨, 离年初计划的全年产量 1442 的一半有明显距离。随着公司 8 号新高炉在 7 月底的点火投产, 公司下半年产量将会出现明显恢复。

今年新增产量主要来自于 1580 热轧及三硅钢的投产达产, 预计下半年产量大约在 700-750 万吨左右。而 2010 年新增产量将主要来自于 CSP 项目的达产以及三冷轧建成投产, 预计 2010 年公司钢材总产量能达到 1600-1700 万吨左右。

表 2: 产量保持较快增速

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
总产量	941	999	1058	1345	1645
热轧板卷	520	530	400	600	800
冷轧及涂镀板	117	135	330	350	400
冷轧硅钢	66	92	110	130	150
其中: 取向硅钢	13	20	27	31	35
中厚板	71	74	75	75	75
大型材	59	70	18	70	100
高速线材	69	48	75	75	75
棒材	39	50	50	45	45

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第五，维持盈利预测及投资评级

需要提示的是，与那些对钢价立竿见影反应的公司不同，由于月度定价的相对滞后，钢价上涨为公司带来的业绩明显改善可能要延迟至 9 月份。而随着开工的增加以及高价铁矿石的逐步消耗，成本方面还有下降的动力。我们根据公司提价幅度估算，预计 9 月份公司单月业绩将会上升至 0.1 元左右。

虽然我们并不认同目前市场普遍采用对单月盈利进行年化预测的方法，但是基于同一标准进行预测并仅作为横向比较估值高低的依据，我们认为目前的武钢股份股价在钢铁行业内依然存在估值上的优势。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	73339	64735	71001	78186	货币资金	2230	6473	7548	18177
营业成本	62618	58672	63865	68718	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	10720	6063	7136	9468	应收账款	189	177	195	214
% 营业收入	14.6%	9.4%	10.1%	12.1%	存货	9342	7991	8698	9357
营业税金及附加	386	341	374	411	预付账款	131	117	127	137
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	1	2	2	2
销售费用	549	453	497	547	流动资产合计	13341	16055	18009	29470
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	可供出售金融资产	294	294	294	294
管理费用	1479	1295	1420	1564	持有至到期投资	50	50	50	50
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	长期股权投资	3364	3564	3744	3944
财务费用	842	932	667	470	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	1.4%	0.9%	0.6%	固定资产合计	55754	50930	45382	39507
资产减值损失	1570	0	0	0	无形资产	47	45	43	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	477	202	202	202	递延所得税资产	477	0	0	0
营业利润	6372	3245	4380	6678	其他非流动资产	-14	-14	-14	-14
% 营业收入	8.7%	5.0%	6.2%	8.5%	资产总计	73314	70924	67507	73293
营业外收支	40	0	0	0	短期贷款	11342	7827	0	0
利润总额	6350	3245	4380	6678	应付款项	13605	12353	13446	14466
% 营业收入	8.7%	5.0%	6.2%	8.5%	预收账款	4959	4531	4970	5473
所得税费用	1160	584	788	1202	应付职工薪酬	256	292	317	342
净利润	5190	2661	3592	5476	应交税费	-1492	-925	-1162	-1613
归属于母公司所有者					其他流动负债	419	421	458	493
的净利润	5188.6	2660.7	3591.8	5476.3	流动负债合计	29089	24500	18030	19160
少数股东损益	2	0	0	0	长期借款	9380	9380	9380	9380
EPS (元/股)	0.66	0.34	0.46	0.70	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	61	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	7069	7069	7069	7069
经营活动现金流净额	10092	10134	11215	13000	负债合计	45599	40948	34478	35609
取得投资收益	63	2	2	2	归属于母公司	27662	29924	32977	37632
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-4217	0	0	0	少数股东权益	52	52	52	52
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	27714	29976	33029	37684
固定资产投资	-10183	-1047	-1110	-1082	负债及股东权益	73314	70924	67507	73293
其他	-1439	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-15839	-1045	-1108	-1080		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.662	0.339	0.458	0.699
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.53	3.82	4.21	4.80
银行贷款增加 (减少)	7394	-3515	-7827	0	PE	12.12	23.63	17.50	11.48
筹资成本	4035	-1331	-1206	-1291	PEG	6.67	13.02	9.64	6.32
其他	-8087	0	0	0	PB	2.27	2.10	1.91	1.67
筹资活动现金流净额	3342	-4845	-9033	-1291	EV/EBITDA	7.25	7.32	5.53	3.83
现金净流量	-2405	4243	1074	10629	ROE	18.8%	8.9%	10.9%	14.6%

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
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。