

公司研究

调研简报

跟踪评级\_维持: 短期-中性, 长期-A

## 取向硅钢价格将制约公司 2010 年业绩

——武钢股份(600005)调研简报

近期我们调研了武钢股份,与相关人士就公司的经营情况及行业发展趋势进行了沟通。

### 核心观点

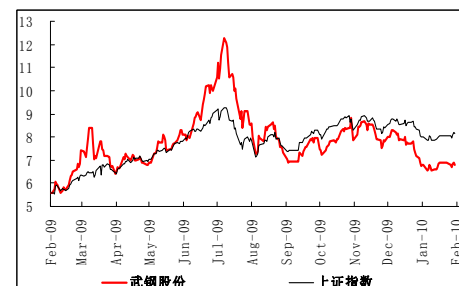
公司钢材 2009 年产量同比降 2.37%, 2010 年预计同比增 28.23%。受金融危机影响, 2009 年公司钢材产量约 1254 万吨, 同比下降 31 万吨, 或 2.37%, 其中长材产量增加 49 万吨, 板材产量下降 80 万吨。我们预计 2010 年公司原有产能将会满产, 而随着三冷轧、三硅钢的投产, 公司该年的产量将有望达到 1608 万吨, 同比增长 28.23%, 是产量增幅居前的上市钢企。

但取向硅钢价格将会制约公司 2010 年业绩。2008 年取向硅钢业务毛利率达 60%-70%, 贡献公司毛利总额也在 60%-70%, 但是随着国内变压器产量(取向硅钢的主要需求领域)增速的下降, 以及宝钢的批量投产、进口的冲击, 2009 年取向硅钢价格同比降 40.54% (钢铁综合价格指数降 26%), 2010 年至今均价较 2009 年全年均价下降 20.40% (钢铁综合价格指数降 7.12%), 而取向硅钢的成本主要是热轧板, 这使得目前取向硅钢的毛利率已回落至 20% 左右。我们预计 2010 年武钢取向硅钢价格下跌 16% 左右, 普钢价格上涨 20% 左右, 因此尽管武钢取向硅钢产量 2010 年预计增 14.29%, 但对公司毛利总额的贡献将会下降。

鄂钢等资产注入将有利于提升公司的长期成长性。未来公司本部将不再新建产能, 在这样的背景下, 2009 年 8 月底公司曾公告以不超过 10 股配 3 股的方式融资不超过 120 亿元, 收购包括鄂钢 77.6% 的股权在内的集团钢铁业相关资产, 该项资产收购的 PB 为 1.26 倍 (武钢股份当前 PB 为 1.90), 2009 年上半年盈利能力高于武钢股份现有资产, 我们认为该收购价格较为合理, 同时有利于提高武钢的长期成长性。

维持“中性 A”的投资评级。我们预计 2009-2011 年公司的 EPS 分别为 0.20 元、0.48 元和 0.67 元, 以 2 月 26 日收盘价计算, 公司 2010 年的 PE 为 14.26 倍、1.79 倍, 吨钢市值为 3363 元, 估值相对合理, 安全边际较高, 给予公司“中性 A”的投资评级。

### 股价走势图



### 基础数据 (2009 年 3 季度)

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 7838   |
| 流通A股(百万股) | 3135   |
| 总市值(亿元)   | 534    |
| 资产负债率     | 63.57% |
| 每股净资产(元)  | 3.46   |

### 相关报告

《无缝管: 景气提升有待外需的恢复和落后产能的淘汰》——行业专题报告——2009 年 10 月 22 日

《2010 年钢铁行业投资策略: 向四个正常化方向回归》——行业专题报告——2009 年 12 月 24 日

《2010 年上半年不锈钢行业景气有望继续好于普钢》——行业专题报告——2009 年 12 月 28 日

### 财务数据与估值

|            | 2008A    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入(百万) | 73338.71 | 57311.30 | 82561.86 | 95779.83 |
| 同比增速(%)    | 35.41%   | -21.85%  | 44.06%   | 16.01%   |
| 净利润(百万)    | 5188.57  | 1570.12  | 3791.69  | 5213.24  |
| 同比增速(%)    | -20.41%  | -69.74%  | 141.49%  | 37.49%   |
| EPS(元)     | 0.662    | 0.200    | 0.484    | 0.665    |
| P/E        | 10.42    | 34.45    | 14.26    | 10.37    |

研究员: 王招华

电话: 010-84183230

Email: wangzhaohua@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

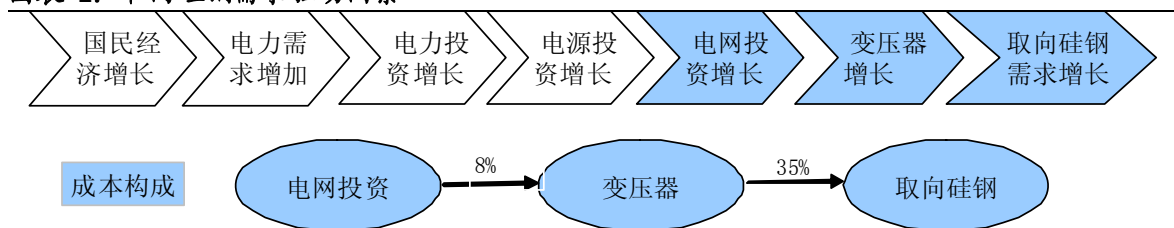
图表 1: 取向硅钢是武钢股份 2008 年的盈利支柱

| 利润结构         | 2006 年 | 2007 年 E | 2008 年 E |
|--------------|--------|----------|----------|
| 长材           | 1%     | 7%       | 6%       |
| 普热板          | 34%    | 31%      | 26%      |
| 普冷板 (含无取向硅钢) | 11%    | 16%      | -3%      |
| 取向硅钢         | 40%    | 44%      | 68%      |

注: 2007、2008 年的利润占比为估算

资料来源: 公司报表、国都证券研究所

图表 2: 取向硅钢需求驱动因素



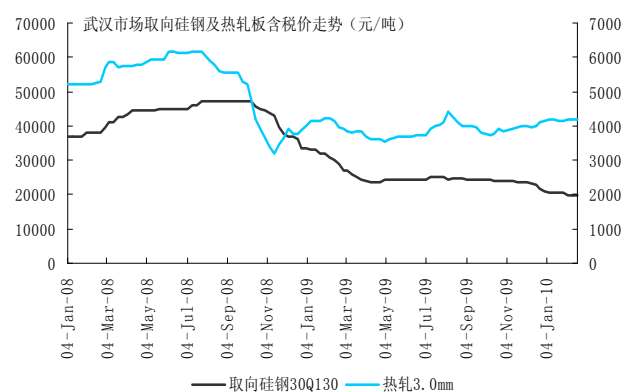
资料来源: 国都证券研究所

图表 3: 取向硅钢的供求平衡预测

|         |          | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 E |
|---------|----------|--------|--------|--------|----------|
| 电网投资额   | 亿元       | 2,451  | 2,965  | 3,847  | 4,232    |
| YOY     | %        | 16.38% | 20.97% | 29.75% | 10%      |
| 变压器产量   | 亿 KVA    | 9.10   | 11.61  | 12.78  | 13.93    |
| YOY     | %        | 23.59% | 27.52% | 10.11% | 9.00%    |
| 单位消耗量   | 万吨/亿 KVA | 6.60   | 6.44   | 6.46   | 6.46     |
| 取向硅钢需求  | 万吨       | 60.0   | 74.8   | 82.5   | 89.9     |
| “油片”进口量 | 万吨       | 6.4    | 7      | 7      | 7        |
| 国内产量    | 万吨       | 27     | 32.5   | 44     | 55       |
| 取向硅钢出口量 | 万吨       | 0.15   | 0.03   | 0.46   | 1        |
| 取向硅钢进口量 | 万吨       | 26.8   | 35.3   | 32.0   | 28.9     |

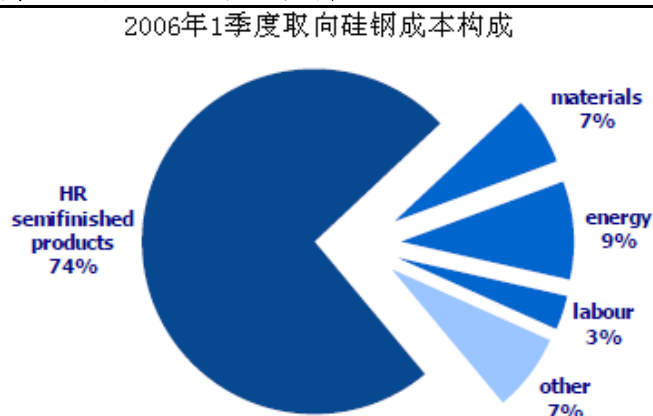
资料来源: WIND、中联钢、国都证券研究所

图表 4: 09 年来取向硅钢价格表现远逊于热轧板



资料来源: Mysteel、中联钢、国都证券研究所

图表 5: 取向硅钢的主要成本是热轧板



资料来源: NLMK、国都证券研究所

**图表 6: 武钢股份 (600005) 盈利预测主要假设**

|                  | 2007 年 | 2008 年 | 2009E   | 2010E   | 2011E  |
|------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 总产量              | 5.97%  | 21.47% | -2.37%  | 28.23%  | 6.09%  |
| 钢铁产品 (除取向硅钢) 外均价 | 14.32% | 14.14% | -19.27% | 19.53%  | 9.42%  |
| 取向硅钢价格           | 14.56% | 18.58% | -38.23% | -16.36% | 6.00%  |
| 澳洲铁矿石长协财年价       | 9.50%  | 79.88% | -32.94% | 30.00%  | 18.00% |
| 焦煤价格             | 37.16% | 97.23% | -24.76% | 43.31%  | 18.00% |

资料来源: 国都证券研究所

**图表 7: 武钢股份 (600005) 盈利预测**

| 财务和估值数据摘要 (百万元)   | 2007A          | 2008A          | 2009E          | 2010E          | 2011E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入              | 54159.64       | 73338.71       | 57311.30       | 82561.86       | 95779.83       |
| 增长率 (%)           | 26.08%         | 35.41%         | -21.85%        | 44.06%         | 16.01%         |
| 归属母公司股东净利润        | 6518.72        | 5188.57        | 1570.12        | 3791.69        | 5213.24        |
| 增长率 (%)           | 67.35%         | -20.41%        | -69.74%        | 141.49%        | 37.49%         |
| 每股收益 (EPS)        | 0.832          | 0.662          | 0.200          | 0.484          | 0.665          |
| 每股股利 (DPS)        | 0.322          | 0.380          | 0.104          | 0.252          | 0.347          |
| 每股经营现金流           | 1.278          | 1.395          | -0.660         | 2.843          | -0.363         |
| 销售毛利率             | 22.59%         | 14.62%         | 9.77%          | 10.97%         | 11.53%         |
| 销售净利率             | 12.04%         | 7.08%          | 2.74%          | 4.59%          | 5.44%          |
| 净资产收益率 (ROE)      | 25.29%         | 18.76%         | 5.53%          | 12.54%         | 15.93%         |
| 投入资本回报率 (ROIC)    | 23.26%         | 19.36%         | 7.96%          | 7.99%          | 13.90%         |
| 市盈率 (P/E)         | 8.30           | 10.42          | 34.45          | 14.26          | 10.37          |
| 市净率 (P/B)         | 2.10           | 1.96           | 1.90           | 1.79           | 1.65           |
| 股息率 (分红/股价)       | 0.047          | 0.055          | 0.015          | 0.037          | 0.050          |
| <b>利润表</b>        | <b>2007A</b>   | <b>2008A</b>   | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   |
| 营业收入              | 54159.64       | 73338.71       | 57311.30       | 82561.86       | 95779.83       |
| 减: 营业成本           | 41924.63       | 62618.31       | 51709.84       | 73502.11       | 84738.11       |
| 营业税金及附加           | 356.35         | 385.87         | 301.54         | 434.40         | 503.94         |
| 营业费用              | 444.88         | 549.14         | 429.13         | 618.20         | 717.18         |
| 管理费用              | 1817.49        | 1478.75        | 1155.58        | 1664.72        | 1931.23        |
| 财务费用              | 172.34         | 841.93         | 1620.98        | 1285.05        | 935.91         |
| 资产减值损失            | 1.86           | 1632.15        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 加: 投资收益           | 14.37          | 477.49         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>营业利润</b>       | <b>9456.47</b> | <b>6310.05</b> | <b>2094.24</b> | <b>5057.39</b> | <b>6953.46</b> |
| 加: 其他非经营损益        | -49.94         | 40.25          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>       | <b>9406.53</b> | <b>6350.30</b> | <b>2094.24</b> | <b>5057.39</b> | <b>6953.46</b> |
| 减: 所得税            | 2887.02        | 1159.87        | 523.56         | 1264.35        | 1738.37        |
| <b>净利润</b>        | <b>6519.51</b> | <b>5190.42</b> | <b>1570.68</b> | <b>3793.05</b> | <b>5215.10</b> |
| 减: 少数股东损益         | 0.79           | 1.85           | 0.56           | 1.35           | 1.86           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>6518.72</b> | <b>5188.57</b> | <b>1570.12</b> | <b>3791.69</b> | <b>5213.24</b> |

资料来源: 国都证券研究所

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                           |
|--------------------|----|---------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                        |
| 短期评级               | 推荐 | 行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级               | A  | 预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平  |
|                    | B  | 预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平  |
|                    | C  | 预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平  |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                        |
|--------------------|------|------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                     |
| 短期评级               | 强烈推荐 | 预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上    |
|                    | 推荐   | 预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间  |
|                    | 中性   | 预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间 |
|                    | 回避   | 预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上     |
| 长期评级               | A    | 预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平  |
|                    | B    | 预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致 |
|                    | C    | 预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平  |

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。

## 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域               | E-mail                |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------------|-----------------------|
| 许维鸿 | 研究管理 宏观领域 | xuweihong@guodu.com   | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料       | wangmingde@guodu.com  |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com      | 巩俊杰 | 交通运输               | gongjunjie@guodu.com  |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com  | 夏茂胜 | 商业、纺织服装            | xiamasheng@guodu.com  |
| 徐文峰 | 基础化工      | xuwenfeng@guodu.com   | 马琳娜 | 建材                 | malinna@guodu.com     |
| 邹文军 | 房地产       | zouwenjun@guodu.com   | 邓婷  | 金融                 | dengting@guodu.com    |
| 徐才华 | 机械-汽车及零部件 | xucaihua@guodu.com    | 徐昊  | 农业、食品饮料            | xuhao@guodu.com       |
| 姜瑛  | IT        | jiangying@guodu.com   | 伍颖  | 石化、化工              | wuying@guodu.com      |
| 曹源  | 策略研究、传媒   | caoyuan@guodu.com     | 潘蕾  | 医药行业               | panlei@guodu.com      |
| 蔡建军 | 医药行业      | caijianjun@guodu.com  | 王招华 | 钢铁行业               | wangzhaohua@guodu.com |
| 王京乐 | 家电、旅游     | wangjingle@guodu.com  | 刘斐  | 煤炭电力               | liufei@guodu.com      |
| 汪立  | 造纸        | wangli@guodu.com      | 鲁儒敏 | 电力                 | lurumin@guodu.com     |
| 肖世俊 | 有色、新能源    | xiaoshijun@guodu.com  | 傅浩  | 建材                 | fuhao@guodu.com       |
| 刘芬  | 机械        | liufen@guodu.com      | 陈薇  | 衍生产品、金融工程和券商发展战略研究 | chenwei@guodu.com     |
| 苏昌景 | 基金研究、债券研究 | suchangjing@guodu.com | 冯翔  | 宏观研究、债券研究          | fengxiang@guodu.com   |
| 李春燕 | 基金联络      | lichunyan@guodu.com   |     |                    |                       |