

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

取向短期难起色，弹性来自产量增长和热轧盈利反弹

事件描述

近日，我们实地调研了武钢股份，并与公司管理层进行了详细的交流。

事件评论

第一，2009年产量与2008年基本持平，估算2009年业绩约为0.16元

随着公司新高炉的投产，公司产量从2009年4月以来不断回升。全年产量最终约为1250万吨，与2008年基本持平。热轧和冷轧产品在年初的下滑是导致总产量没有出现明显增长的主要原因。

图 1：公司 2009 年粗钢月度产量迅速回升，年产量为 1254 万吨



资料来源：钢之家，中联钢，长江证券研究部

虽然产量与2008年基本持平，但由于价格在去年底迅速回落，因此产品平均出厂价格与2008年相比大幅下降。从具体出厂价上来看，下降幅度在20%以上。

表 1：武钢股份出厂价详细统计

产 品 规 格	热 轧		冷 轧		武钢月度产量
	2.75mmQ235	同比变动	5.5mmQ235	同比变动	
Jan-08	4490		4340		94.76
Feb-08	4590		4440		91.89
Mar-08	4640		4490		103.99
Apr-08	4940		4790		107.37

May-08	5100		4990		5730		117.24
Jun-08	5150		5040		5830		114.73
Jul-08	5550		5440		6230		118.41
Aug-08	5550		5440		6310		118.36
Sep-08	5550		5440		5250		115.33
Oct-08	5050		4940		5710		118.20
Nov-08	4450		4340		4910		92.90
Dec-08	3250		3140		3710		90.94
Jan-09	3250	-27.62%	3140	-27.65%	3590	-22.63%	90.58
Feb-09	3500	-23.75%	3440	-22.52%	4060	-19.28%	82.28
Mar-09	3700	-20.26%	3640	-18.93%	4260	-15.31%	87.83
Apr-09	3300	-33.20%	3240	-32.36%	3910	-30.55%	87.76
May-09	3300	-35.29%	3240	-35.07%	3960	-30.89%	96.57
Jun-09	3300	-35.92%	3240	-35.71%	4010	-31.22%	102.87
Jul-09	3560	-35.86%	3500	-35.66%	4370	-29.86%	107.13
Aug-09	3900	-29.73%	3740	-31.25%	4850	-23.14%	113.17
Sep-09	4700	-15.32%	4540	-16.54%	5650	7.62%	117.73
Oct-09	3900	-22.77%	3740	-24.29%	4950	-13.31%	131.36
Nov-09	3550	-20.22%	3390	-21.89%	4550	-7.33%	118.00
Dec-09	3850	18.46%	3690	17.52%	4850	30.73%	118.54
Jan-10	4050	24.62%	3890	23.89%	5150	43.45%	
Feb-10	4050	15.71%	3890	13.08%	5150	26.85%	

资料来源：钢之家，长江证券研究部整理

根据主要产品的出厂价和月度产量测算，我们预计 2009 年武钢股份 4 季度能实现 0.04 元的 EPS，全年 EPS 为 0.16 元左右。

表 2：粗略估计 2009 年 EPS 为 0.16 元

日期	主营收入和成本		产量	吨钢价格和成本		吨钢毛利	净利润	吨钢净利	总股本	EPS	
	收入	成本		价格	成本					单季值	累计值
2007Q1	124.10	97.69	271	4,576	3,602	974	14.12	521	78.38	0.18	0.18
2007Q2	136.29	100.61	262	5,209	3,846	1,364	20.11	769	78.38	0.26	0.44
2007Q3	131.00	103.73	264	4,953	3,922	1,031	15.73	595	78.38	0.20	0.64
2007Q4	150.20	117.22	259	5,800	4,526	1,273	15.24	588	78.38	0.20	0.83
2008Q1	157.66	126.57	291	5,425	4,355	1,070	20.45	704	78.38	0.26	0.26
2008Q2	215.34	168.24	339	6,346	4,958	1,388	28.66	845	78.38	0.37	0.63
2008Q3	208.29	169.70	352	5,916	4,820	1,096	22.58	641	78.38	0.29	0.92
2008Q4	152.10	161.67	302	5,036	5,353	-317	-19.79	-655	78.38	-0.25	0.66
2009Q1	109.13	98.49	261	4,186	3,778	408	2.63	101	78.38	0.03	0.03
2009Q2	126.13	119.66	287	4,392	4,166	225	2.43	85	78.38	0.03	0.07
2009Q3	138.70	123.55	338	4,103	3,655	448	5.47	162	78.38	0.07	0.13
2009Q4	140.91	128.77	368	3,830	3,500	330	2.04	55	78.38	0.03	0.16
2010E	760.00	672.00	1600	4,750	4,200	550	39.19	245	78.38		0.50

资料来源：Wind，钢之家，长江证券研究部

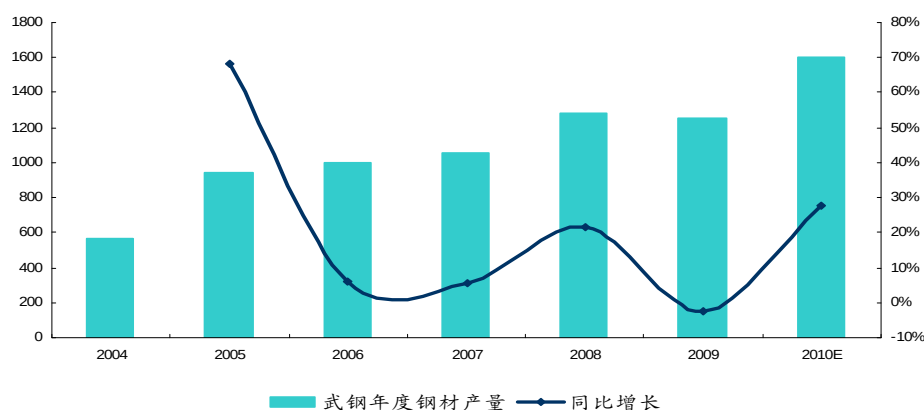
第二，2010 年产量有明显提升动力

2010 年公司基本按照全部产能进行排产，新增产量主要来自于 CSP 达产（预计释放 200 万吨）和三冷轧（预计释放 70 万吨）的投产。如果能完全实现，则 2010 年产量增幅在 25%以上。在行业产能普遍受到限制的情况下，武钢的产量提升更多依靠的是已投产项目的达产来实现。

即将配股收购的鄂钢 2010 年排产计划也达到了 400 万吨，说明鄂钢的宽厚板投产较为顺利。

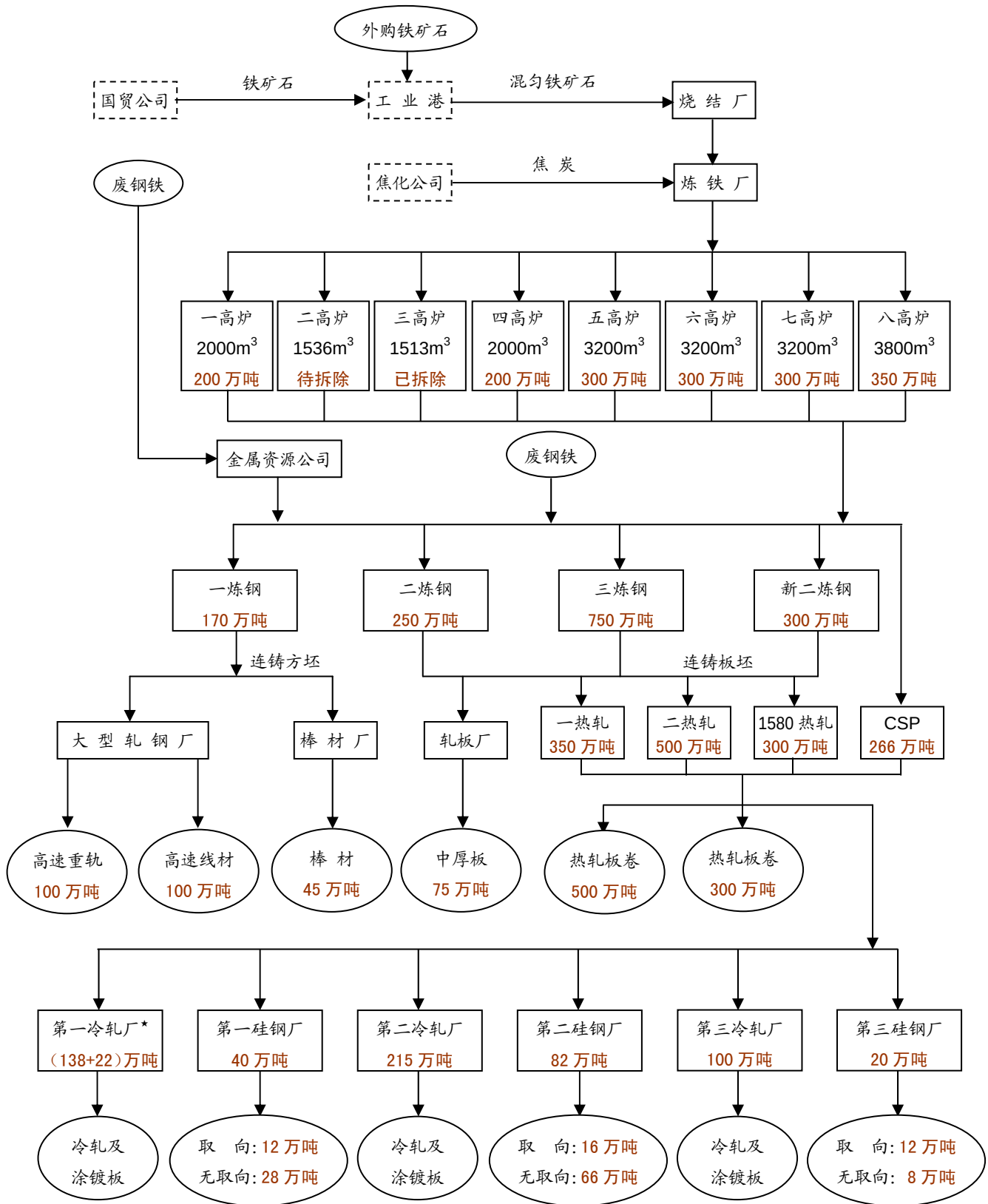
产量提升将使得公司的业绩弹性进一步增大。在行业盈利逐步由低谷向均值回归的过程中，业绩弹性应该是选择钢铁股的主要原因之一。

图 2：武钢 2010 年产量有望实现 25%左右的增长



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 3：武钢股份目前生产线详细统计



资料来源：长江证券研究部

第三，产品结构正在逐步调整，冷轧占比提升，热轧依然是主力军

由于冷轧在近期的良好表现，公司明显提升了冷轧占比。在三冷轧完全达产之后，公司的冷轧能力将达到 475 万吨左右。而热轧 CSP 项目的达产将是贡献产量最明显的一块，因此即便冷轧的产量在提升，但 750 万吨左右的热轧商品材能力依然使得热轧在武钢总产量中占据了 50%左右的份额。

表 3: 武钢分产品产量统计

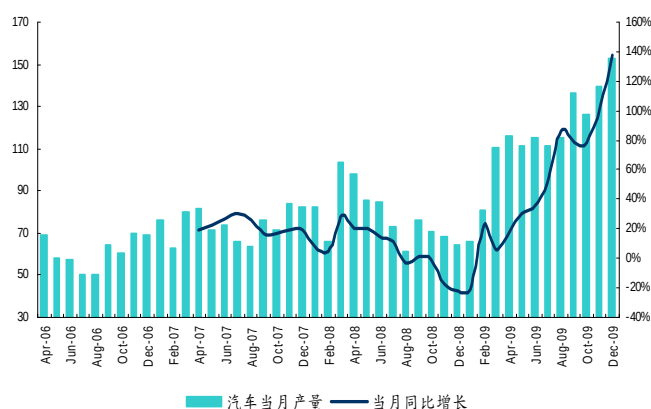
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
热轧板卷	530	400	600	520	730
冷轧及涂镀板	135	330	350	305	420
冷轧硅钢	92	110	130	140	162
其中：取向硅钢	20	27	31	33	40
中厚板	74	75	75	72	70
大型材	70	18	70	80	95
高速线材	48	75	75	87	85
棒材	50	50	45	56	55
合计	999	1058	1345	1260	1617

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从了解到的信息来看，公司 2009 年铁水均价大约在 2000 元左右，目前在 2100-2200 元的水平。冷轧产品毛利率在 10%左右，其中无取向硅钢毛利率较高维持在 20%左右，重轨受益于定价方式毛利率接近 18%，中厚板勉强盈亏平衡，而热轧处于微利水平。与市场整体情况比较接近。

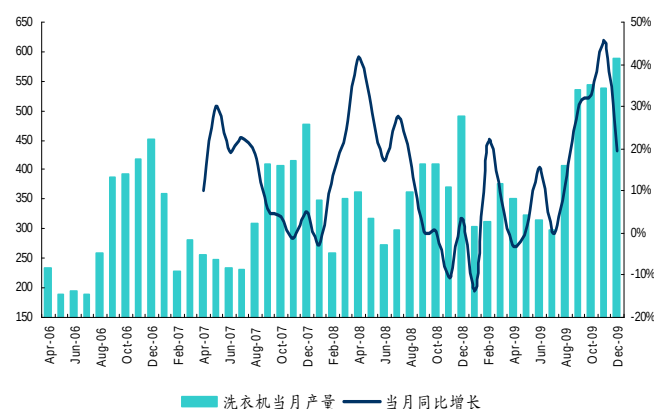
➤ 受益于汽车家电等主要冷轧用钢行业仍十分迅猛的发展，我们认为冷轧产品的较高毛利还可以在一段时间内维持。无取向硅钢也因为主要应用于上述领域同样受益；

图 4: 汽车产量屡创新高，增长迅速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 洗衣机产量 2009 年增长迅速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：冰箱产量受益于政策刺激，同比大幅增长

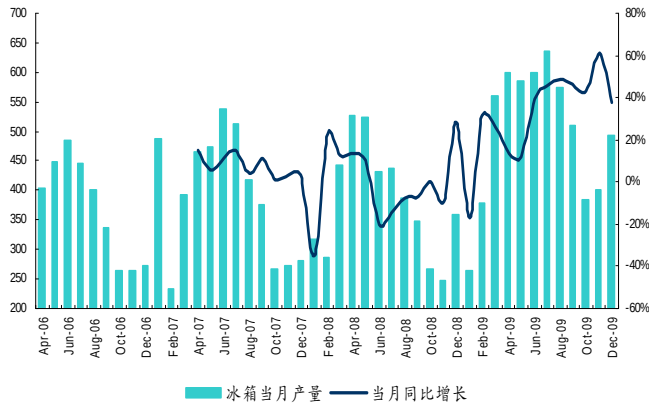
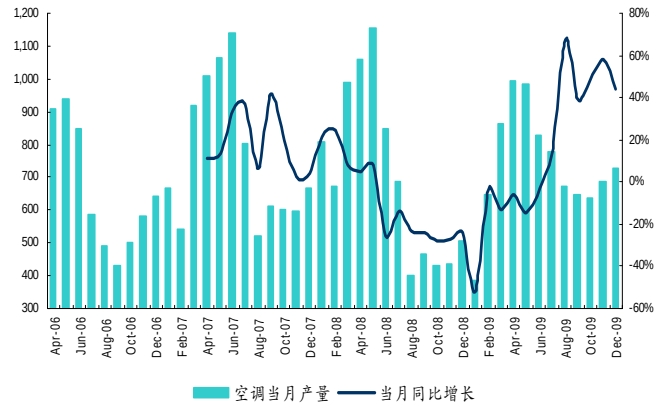


图 7：2009 年空调产量大幅增长，同比迅速攀升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资料来源：公司公告，长江证券研究部

➤ 重轨产品一方面面临着国家铁路投资规划发展的带动，另一方面面临着产能较慢的扩张，因此短期来看供需形势依然良好。虽然采购价格相对稳定，但预计当前的盈利水平基本可以维持。

表 4：未来几年铁路投资及新增里程规划

年份	营运里程数	新增营运里程数	新增里程同比增长	铁路建设投资	投资同比增长
2003	73002				
2004	74408	1406		516	
2005	75438	1030	-26.74%	1233	138.95%
2006	77084	1646	59.81%	1552	25.87%
2007	77966	882	-46.42%	1772	14.18%
2008	79687	1721	95.12%	3375	90.46%
2009E	85000	5313	208.72%	6000	77.78%
2010E	92000	7000	31.75%	7000	16.67%
2011E	100000	8000	14.29%	7500	7.14%
2012E	110000	10000	25.00%	7000	-6.67%

资料来源：中华人民共和国铁道部，长江证券研究部

占据公司产量一半的热轧未来将成为公司重要的盈利弹性来源。通过对公司热轧业绩弹性的测算可知，热轧盈利每反弹 100 元，贡献公司 EPS 为 0.09 元。

表 5：产量占比达一半的热轧将是 2010 年主要的业绩弹性来源

热轧产量		730 万吨							
总股本		78.38 亿股							
热轧弹性		价格							
成本	100	200	300	400	500	600	700	800	
100	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47	0.56	0.65	
200	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47	0.56	
300	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47	
400	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	
500	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	
600	-0.47	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	

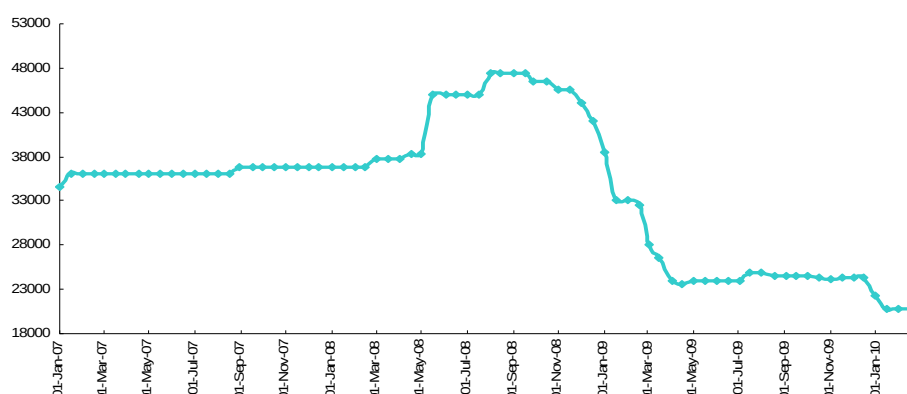
700	-0.56	-0.47	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09
800	-0.65	-0.56	-0.47	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00

资料来源：长江证券研究部

第四，取向硅钢短期难有起色，逐步见底保持稳定

在以前占据了公司盈利 50%左右的取向硅钢价格在近期依然在低位徘徊，其原因主要有两方面，一方面是全球性的需求下滑，另一方面则是突破技术后的扩产加速。

图 8：武钢取向硅钢市场价格仍处于较低水平



资料来源：钢之家，长江证券研究部

国内市场需求实际上还没有步入下降周期。由于取向硅钢主要用于电力变压器，价格占变压器生产成本的 25%—35%，实际上取向硅钢的需求即为电力变压器的需求。

表 6：电力设备中原料成本占比

	变压器	发电机	电站锅炉	电力电缆	电力开关	自动保护控制及电力电子
取向硅钢	25%-35%				10%-15%	
无取向硅钢		40%-50%				
铜、铝	25%-35%	20%-30%		80%-90%	20%-30%	5%-8%
管材	5%-8%		70%-80%			
板材	5%-10%	5%-8%	15%-20%			10%-20%

资料来源：长江证券研究部

因此我们可以从变压器下游电网投资角度来预测取向硅钢的需求。

- 按照“十一五”电网投资规划，我们假设 2009 年、2010 年、2011 年国家电网的投资分别为 2200 亿元、2400 亿元、2500 亿元；
- 2009 年、2010 年、2011 年我们预计 500kV 以下电网与 500kV 以上电网的投资比例分别为 64%: 36%、54%: 46%、50%: 50%，据此结合我们对国家电网的投资预测 2009 年、2010 年、2011 年国家投资于 500kV 以下电网与 500kV 以上电网的额度分别是（1408 亿元，792 亿元）、（1296 亿元，1104 亿元）、（1250 亿元、1250 亿元）；
- 结合 500kV 以上电网中变压器造价占比为 19%，500kV 以下电网中变压器造价占比为 17%，我们预测 2009 年、2010 年、2011 年电网投资中用于变压器的资金为 390 亿元、430 亿元、450 亿元；
- 我们假设取向硅钢成本占变压器成本的 30%，预测用于采购取向硅钢的资金为 117 亿元、129 亿元、135 亿元；

- 假设市场上取向硅钢的平均价格为 25000 元/吨,我们预测新建电网带来的取向硅钢需求量在 2009 年、2010 年、2011 年分别为 46 万吨、51 万吨、54 万吨。

表 7: 新建电网带来的取向硅钢需求

	2009E	2010E	2011E
电网投资(亿元)	2200	2400	2500
其中: 500kV 以下电网	1408	1296	1250
501kV 以上电网	792	1104	1250
变压器投资(亿元)	390	430	450
取向硅钢(金额, 亿元)	117	129	135
取向硅钢(数量, 万吨)	46	51	54

资料来源: 长江证券研究所。

我国目前在网使用配电变压器约 500 万台, 其中 53% 是十年内投运的, 30% 是 11-20 年内投运的, 17% (约 85 万台) 已运行 20 年以上, 且这 85 万台全部是高损耗变压器。考虑到配电变压器平均使用寿命约为 20-30 年, 我们认为未来需要更新的变压器呈加速增长态势, 预计 2009 年、2010 年、2011 年需要更换而消耗的取向硅钢为 30 万、40 万、50 万吨。

因此, 综合来看, 未来几年我国的取向硅钢需求依然呈现较快增长。

表 8: 我国取向硅钢未来需求

	2009E	2010E	2011E
新建电网消耗取向硅钢	46	51	54
老旧变压器更新消耗取向硅钢	30	40	50
总计	76	91	104

资料来源: 长江证券研究部

由于国际市场对电网投资远不如我国, 因此相比较我国取向硅钢的需求增长, 国际市场需求增长显得较为缓慢。

与之相对应的是, 由于技术的不断突破, 目前拥有取向硅钢能力的钢铁厂商越来越多。除了武钢自身的扩产以及宝钢的 10 万吨取向的产量释放之外, 还有以下国内外厂商拥有扩产的规划。

表 9: 国外取向硅钢生产商扩产情况

公司	情况
米塔尔	米塔尔在捷克的俄斯特拉发公司将提高硅钢片的产能, 2009 年产能预计为 4 万吨, 预计到 2010 年, 生产能力将达到 10 万吨/年。
浦项	2006 年 7 月, 浦项公司的新生产线投入使用, 2007 年取向硅钢总产量达到 16 万吨, 其中约 50% 是适合制造大型变压器的 H1-B 钢。2008 年产量将可能达到 20 万吨。09 年四季度可能达到 25 万吨。
美国 AK 公司	公司在 2006 年 4 月投资 1400 万美元建设硅钢生产线, 产能从 25 万吨提高到 30 万吨的目标, 2007 年这一目标已经完成, 而 2006 年 10 月又追加投资 5500 万美元, 将产能目标进一步提高到 33.4 万吨, 并计划在 2008 年 9 月份、10 月份完成。
安塞乐米塔尔 Innox 巴西	2008 年 8 月完成钢厂升级和扩张, 取向硅钢的产能增至 6 万吨/年。
俄罗斯 NLMK 公司	公司在 2007 年初在其 LipetskZE 建成了一条用于取向硅钢生产、年处理能力达 60 万吨的卷板裁剪线, 还对酸洗线进行了更新, 未来产量在现有 29 万吨的基础上还将会提高。
波兰	2008 年二季度完成 5900 万欧元投资, 取向硅钢产能由 5.8 万吨/年提高到 10 万吨/年

蒂森克虏伯	TKES 在 2007 年 4 月确定, 将把投资重点放在取向硅钢高端产品而不是追求大幅扩充产能。
鞍钢	目前取向硅钢厂房已经建设完成, 计划第一条产能 10 万吨取向硅钢于今年投产, 预计 2010 年可产取向硅钢 3 万吨。第二条 16 万吨产能取向硅钢生产线仍在建设之中。
华菱	与安赛乐米塔尔签订协议成立合资取向硅钢生产厂, 合资公司注册资本为 26 亿元人民币, 华菱集团和安赛乐米塔尔将分别持股 50% 股份, 预计 2010 年投产, 产能为 20 万吨取向硅钢。
中华制铁	计划在 2009 年将电工钢产能提高 20 万吨/年至 100 万吨/年, 其中包含多少取向硅钢目前未知。
Ba Rla-Vung Tau	台湾和日本合资兴建冷轧涂层厂, 170 万吨/年的项目包括电工钢, 2011 年投产, 其中包含多少取向硅钢未知。

资料来源: 长江证券研究部。

综合世界各取向硅钢生产商的扩产情况, 我们预测 2009 年到 2011 年的取向硅钢产量如下。

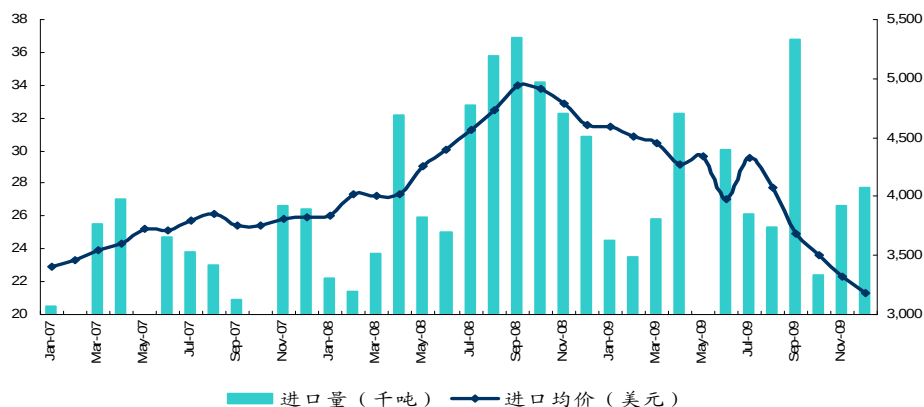
表 10: 世界取向硅钢产量预测

	2003 年	2005	2006	2007	2008	2009E	2010 E	2011 E
日本新日铁		24	20	20	20	20	20	20
日本 JFE	40	15	20	20	20	20	20	20
韩国浦项	6	7	14	16	20	25	25	25
武钢	10	13	20	27	33	40	42	44
宝钢	0	0	0	0	2	7	10	20
鞍钢	0	0	0	0	0	2	5	15
华菱	0	0	0	0	0	0	0	10
中国合计	10	13	20	27	35	49	57	89
亚洲其它	16	16	16	16	16	17	18	18
亚洲合计	74	75	90	99	111	132	142	172
英国 ORB (蒂森克虏伯)	5	5	6	6	6	6	6	6
法国 UGO (蒂森克虏伯)	6		7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
德国 EGB (蒂森克虏伯)	7	20	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
波兰 Stalprodukt	2	3	3	3	3	3	3	3
捷克 Valcovny Plechu	1.5	1.5	1.5	2.16	2.2	4.7	7.5	8
俄罗斯新利佩茨克	17	30	32	37	37	37	39	39
欧洲合计	48	59.5	57.5	63.16	63.2	65.7	70.5	71
美国 AK 厂	12	25	22	25	33.5	33.5	33.5	33.5
美国阿里格尼	10	10	10	10	10	10	10	10
美国 WCI 钢铁	0	0	0	0	0	0	0	0
巴西 Acesita	3	4	5	6	7	10	10	10
北美洲合计	25	39	37	41	50.5	53.5	53.5	53.5
国外产量合计	137	160.5	164.5	176.16	189.7	201.2	207	227.5
世界合计	147	173.5	184.5	203.16	224.7	250.2	264	296.5

资料来源: 长江证券研究部。

由于取向硅钢单价高, 运输半径长, 因此, 表面上看是由于宝钢在取向硅钢领域的产量释放导致了供需矛盾, 但实际上是全球性的需求下滑导致了进口取向硅钢的增加和价格的下跌。这也意味着除非全球性需求能有所复苏, 否则取向硅钢价格依然不容乐观。

图 9：取向硅钢进口均价不断下滑



资料来源：钢之家，长江证券研究部

第五，短期制约因素正在逐步好转

➤ 公司扩产后公司炼铁和焦化能力依然匹配

随着扩产的完成，公司炼铁和焦化能力基本匹配。其中 8 号 3800m³ 高炉投产后，炼铁能力已经达到了 1700 万吨左右（日产 4 万多吨铁水）；新焦炉投产后，焦化能力也能完全满足。

➤ 2010 年 1 月份产量未能完成计划，主要原因在于焦煤制约

公司 2010 年 1 月份产量为 113 万吨，未能完成 135 万吨的排产计划，主要原因在于年前铁路运力紧张使得焦煤短缺，同时，品质较差的焦煤入炉也使得炉况出现一定的不稳定。

不过公司表示，目前焦煤已经恢复至 10 天左右，基本接近正常 15 天的水平，紧张的局面正在缓解。

➤ 高价矿石库存已经逐步被消化

公司表示 2009 年高价铁矿石已经基本被消化，不会影响 2010 年业绩。目前的矿石库存在 30 天左右，基本正常。

➤ 长协比例出现下降，矿石结构发生改变

公司的长协矿将基本稳定在 1200 万吨以上的水平，大致占比在 50%，未来可能也不会大幅增加。公司在委内瑞拉的贸易矿未来将提升至年均 800 万吨的水平，同时在加拿大的 400 万吨和澳大利亚的权益矿也将逐步达产。因此股份公司的矿石来源基本能得到保障。其中，贸易矿和权益矿的定价将参考长协矿价，并有一定的优惠（集团和股份之间的矿石关联交易采取征收 3-5% 的代理费来完成）。

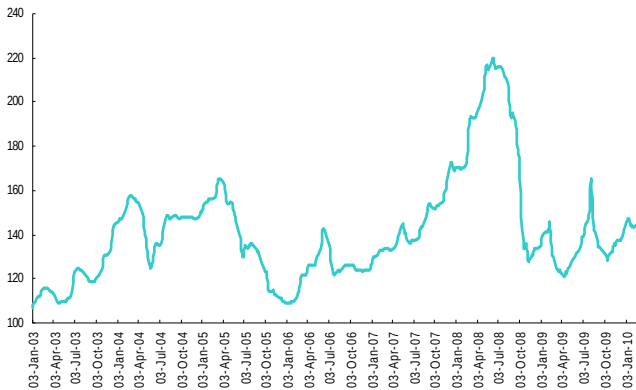
第六，行业层面短期利多利空交织，长期盈利理应回归均值

从目前的情况来看，目前行业利多的因素存在以下几点：

➤ 绝对钢价处在历史不高的位置上

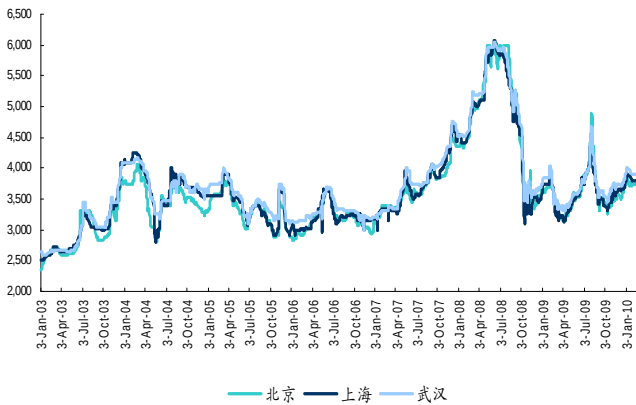
目前大部分的钢材品种绝对价格均出于历史并不高的位置上，这意味着钢材价格还远没有达到伤害下游盈利水平的地步。如果未来经济的复苏在继续，那么钢材价格的上涨也将拥有较为明确的支持。

图 10：国内钢价指数目前处于历史底部



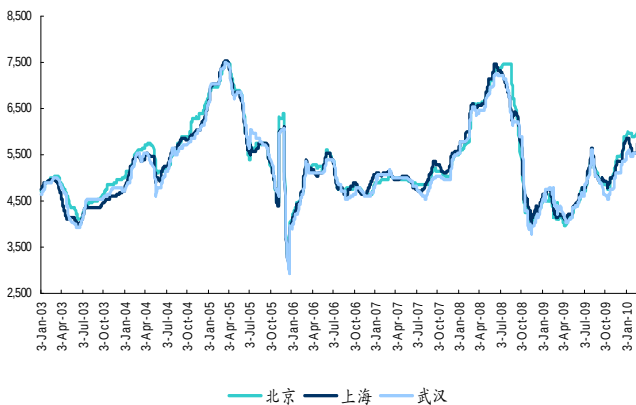
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 12：线材价格也处于历史底部



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 14：冷轧价格距离高点仍有较大差距

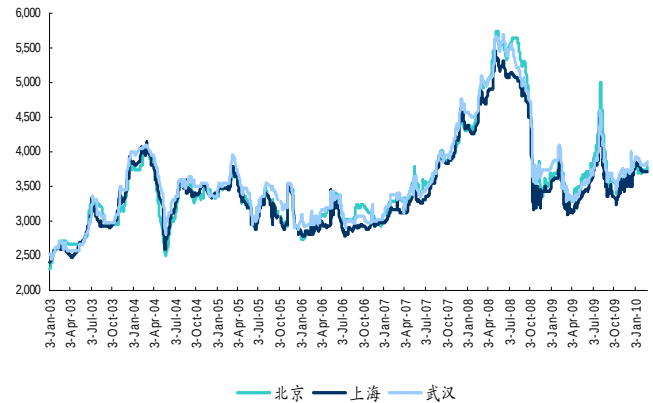


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

➤ 大部分的钢铁公司处于盈亏平衡的边缘

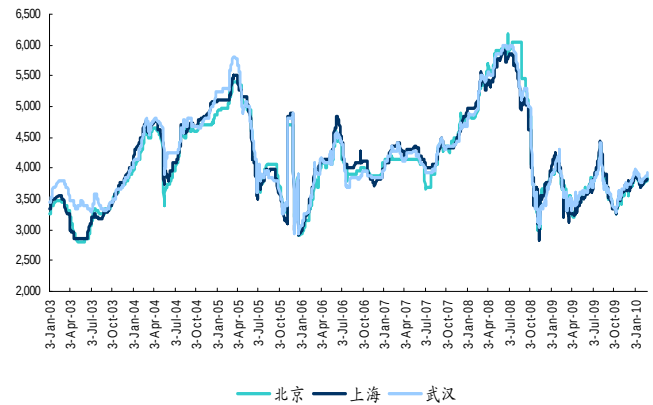
在钢价持续走弱而原料价格又相对较强的背景下，大部分的钢铁公司实际上已经处于了盈亏平衡的边缘。而从经济规律上来看，即便不亏损，长期处于低位的回报也将调节整个行业的供给能力和供给水平，也意味着这种过低的回报不会持续太久。

图 11：螺纹钢价格处于相对较低的水平



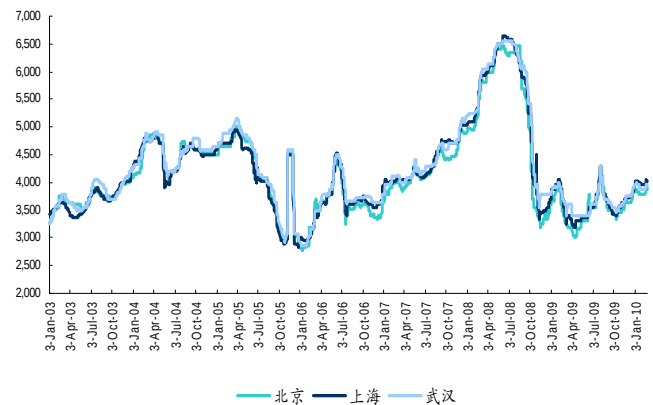
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 13：热轧价格处于历史底部



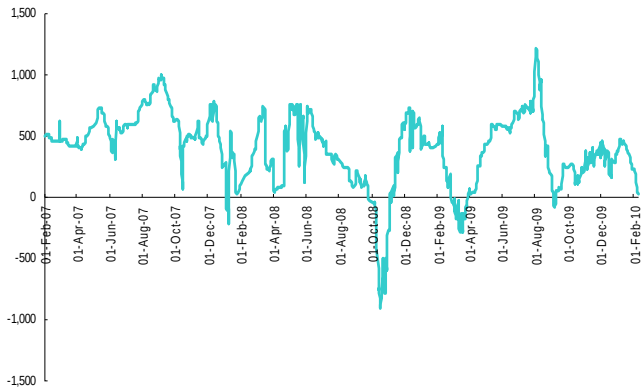
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 15：中厚板价格也处于历史低位



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 16: 成本滞后一月螺纹钢估算毛利处于盈亏边缘



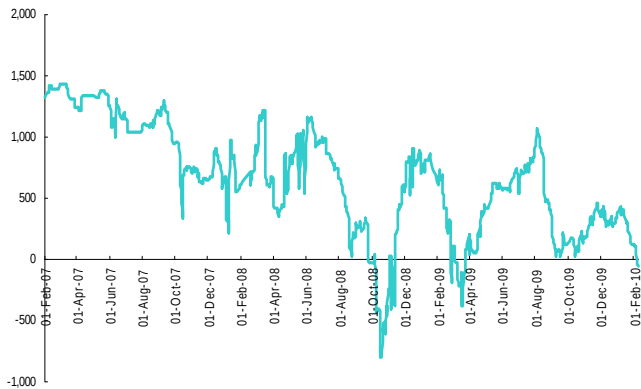
资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 17: 成本滞后一月线材估算毛利也处于盈亏边缘



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 18: 成本滞后一月热轧估算毛利已经开始亏损



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

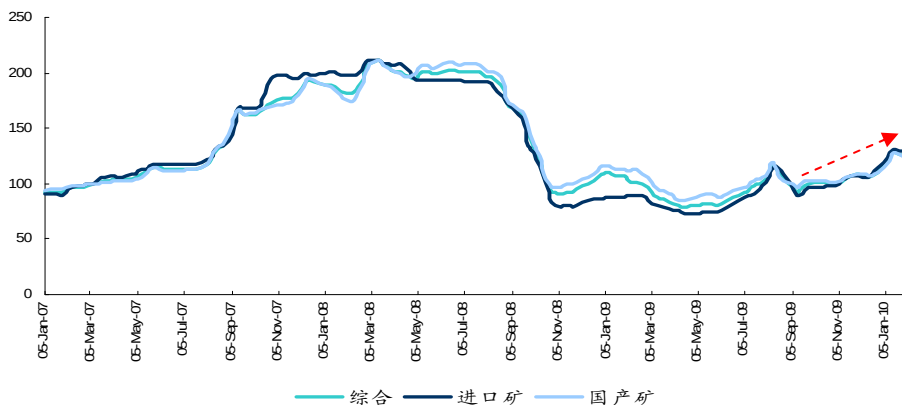
图 19: 成本滞后一月冷轧估算毛利也处于不高水平



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

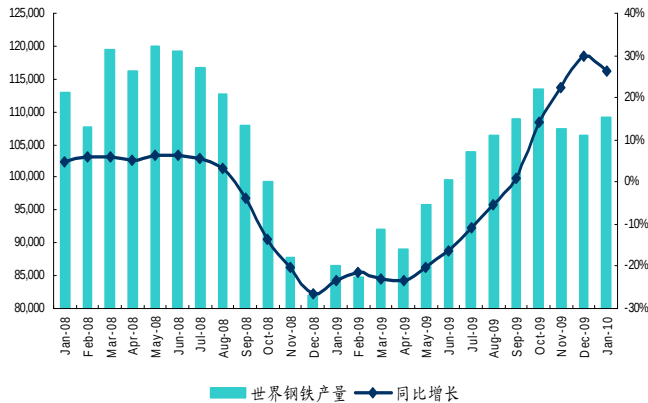
在目前的供需形势下，矿石价格显得比钢价更为坚挺。这主要源于国际钢铁产能利用率的进一步回升以及矿石本身特殊的供给结构。

图 20: 矿石具有更强的看涨预期



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 21：世界钢铁产量回升迹象较为明显



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 23：美国粗钢产能利用率距历史均值尚有一定距离



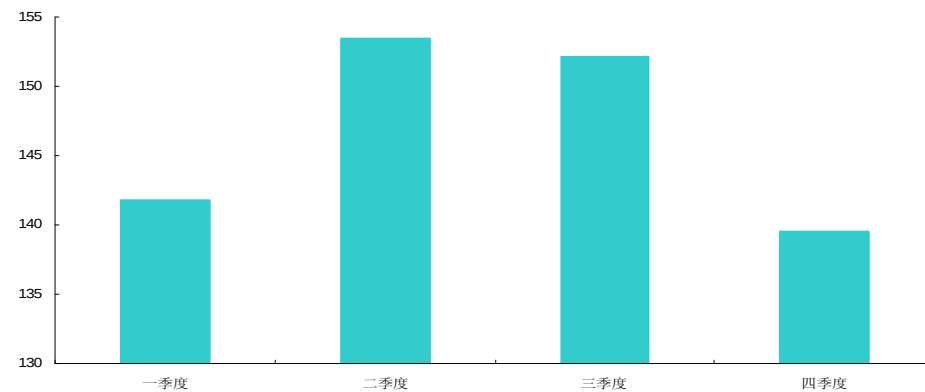
资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

在矿石价格坚挺的情况下，行业低回报导致的结果将更可能是钢价上涨。

预期的需求回暖

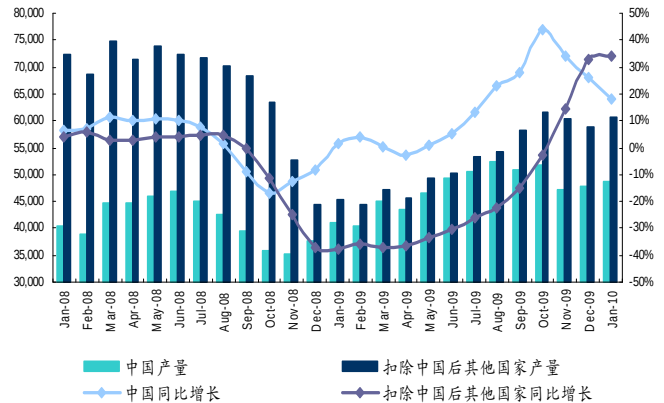
虽然近期的钢价表现并不出彩，不过由于季节性的影响，二季度的旺季效应几乎值得所有人期待。

图 25：从历史规律来看，二季度钢价历来也都是旺季



资料来源：Mysteel, 长江证券研究部

图 22：扣除中国后其他国家恢复趋势明显



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 24：世界粗钢产能利用率还有一定上升空间



资料来源：Bloomberg, Wind, CEIC, Datastream, 长江证券研究部

利空的因素主要集中在社会库存和紧缩预期上。

➤ 过高的社会库存

社会库存的积压是目前面临的最大问题，最大的两个钢材品种螺纹和热轧的库存都已经超过了同比 100% 的增长，而且环比还在进一步提升中。

在钢价表现较弱的背景下，社会库存基本上都是被动增加。因此，高库存将很明显对未来的钢价反弹起到一定的压制作用。

当然，关于库存和钢价的关系还需要做进一步深入的探讨，不过无论怎样，过高的社会库存将是未来一段时间钢铁行业运行中一个必然需要解决的问题。

图 26：社会库存目前处于历史高位

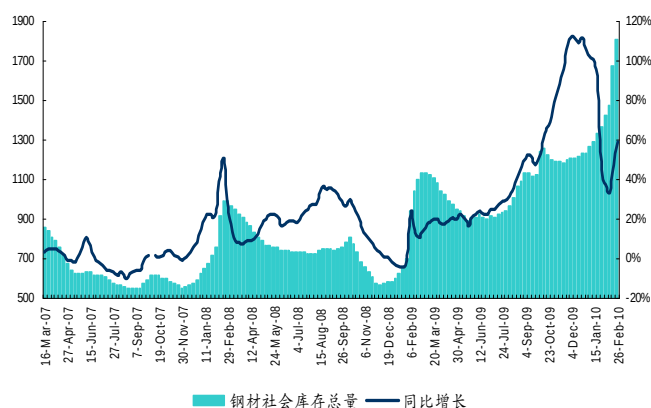
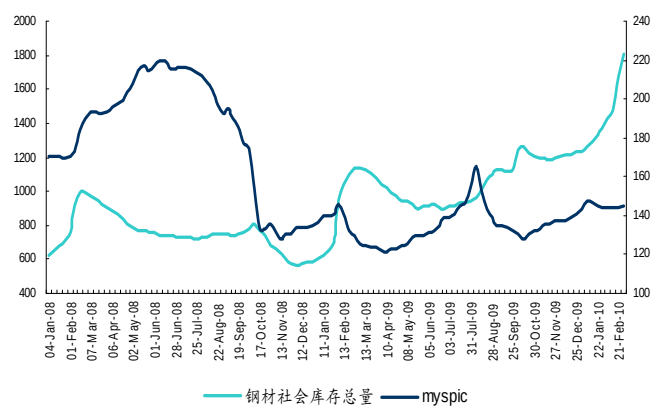


图 27：社会库存总量与钢价的关系



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 28：螺纹钢库存不断创新高

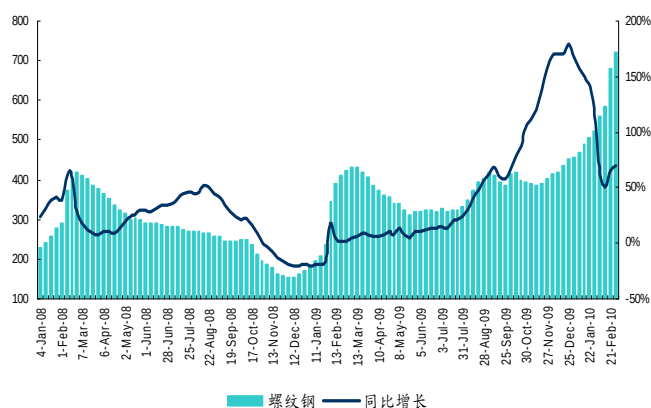
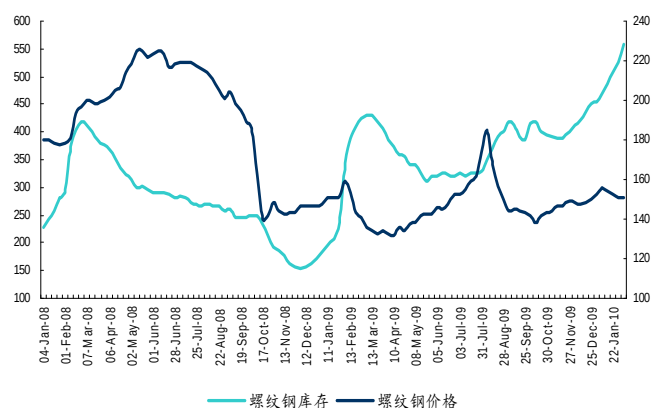


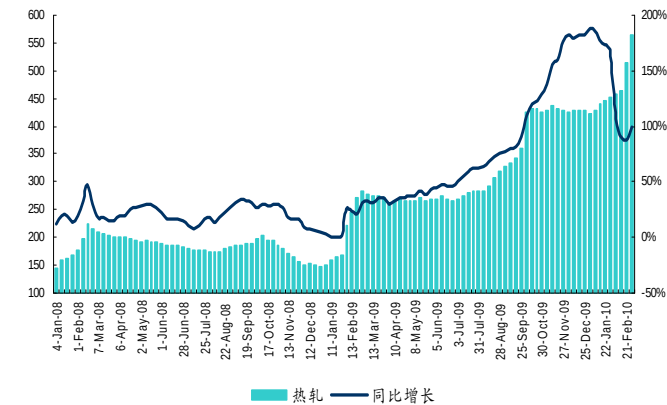
图 29：螺纹钢钢价的较差表现被动增加库存



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 30: 热轧库存屡创新高



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 31: 热轧钢价表现较差, 库存屡创新高

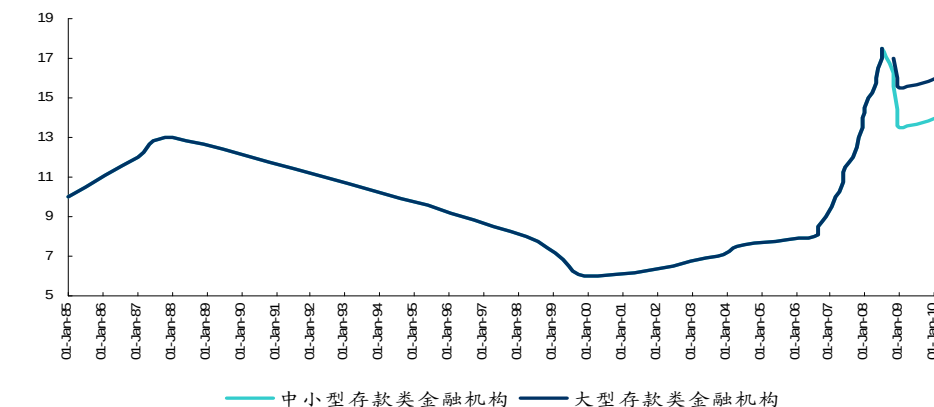


资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

可能的政策收紧

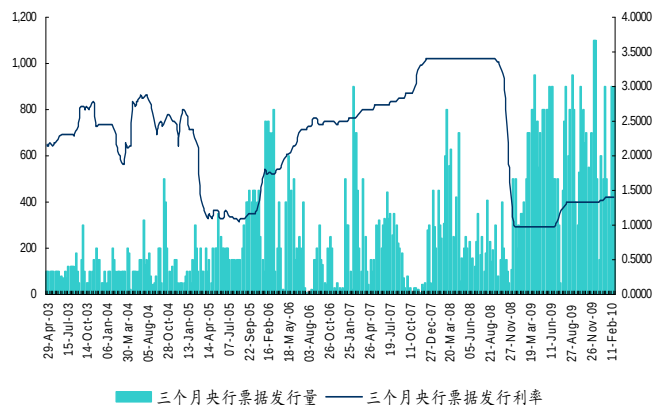
步入 2010 年以来, 央行分别在 1 月 18 日和 2 月 25 日上调了存款准备金率, 政策退出的意味开始显现。对于与固定资产投资以及信贷息息相关的钢铁业来说, 调控对盈利的影响至少短期是负面的。因此, 预期的政策收紧是近期市场对钢铁股最大的担忧之一。

图 32: 存款准备金率近期开始上调



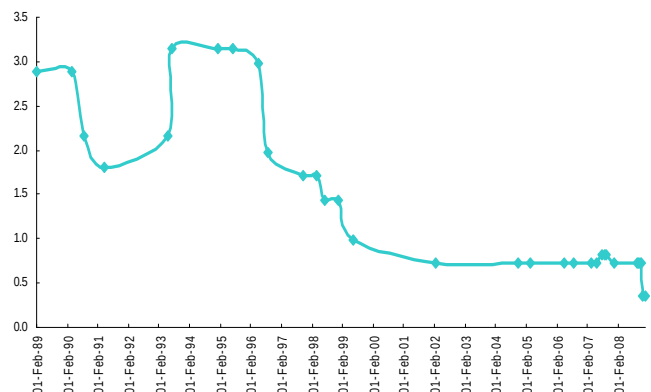
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 33: 三个月央票利率近期有所上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

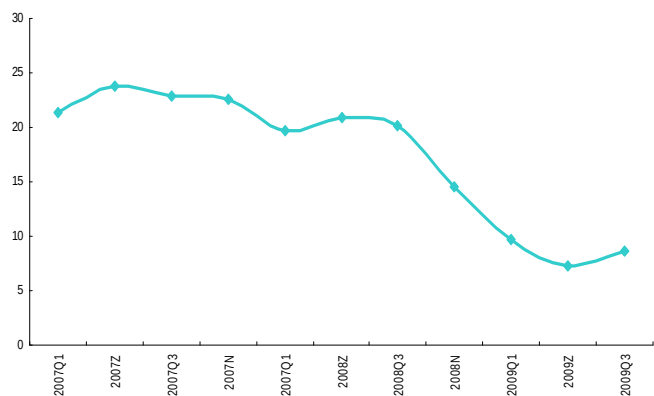
图 34: 活期存款利率处于历史底部, 未来加息可能加大



资料来源: Wind, 长江证券研究部

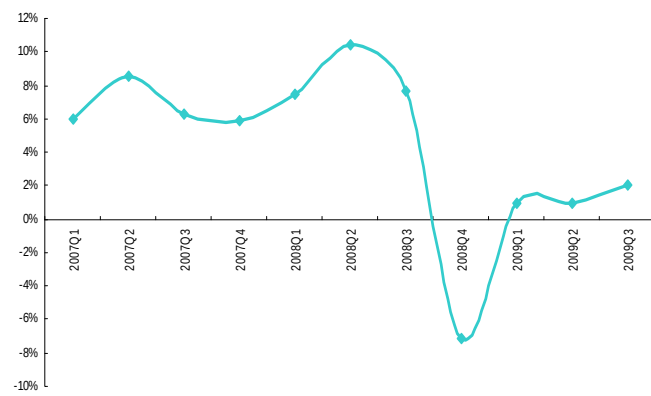
不过, 无论怎样, 长期来看, 作为加工制造业的代表, 回归盈利的均值水平是长期值得期待的事情。虽然武钢的盈利能力将随着取向硅钢的下滑而下滑, 不过, 目前仅仅处于盈亏平衡的热轧是明显拥有反弹能力的。

图 35: 武钢销售毛利率长期将回归均值水平



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 36: 武钢单季度 ROE 水平也在逐步恢复



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第七, 维持“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010 年 EPS 为 0.50 元, 给予公司“谨慎推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	73339	58562	86053	93040	货币资金	2230	5856	8605	13471
营业成本	62618	54164	77139	83541	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	10720	4399	8914	9499	应收账款	189	160	236	255
% 营业收入	14.6%	7.5%	10.4%	10.2%	存货	9342	7377	10505	11377
营业税金及附加	386	308	453	490	预付账款	131	108	153	166
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	1	2	3	3
销售费用	549	410	602	651	流动资产合计	13341	14675	21283	27192
% 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	1757	2151	1861	持有至到期投资	50	50	50	50
% 营业收入	2.0%	3.0%	2.5%	2.0%	长期股权投资	3364	3964	3904	3904
财务费用	842	994	813	562	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	1.7%	0.9%	0.6%	固定资产合计	55754	52338	48604	44610
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	602	2	2	递延所得税资产	477	0	0	0
营业利润	6372	1531	4896	5938	其他非流动资产	-14	-14	-14	-14
% 营业收入	8.7%	2.6%	5.7%	6.4%	资产总计	73314	71353	74164	76078
营业外收支	40	0	0	0	短期贷款	11342	10571	3801	0
利润总额	6350	1531	4896	5938	应付款项	13605	11406	16241	17589
% 营业收入	8.7%	2.6%	5.7%	6.4%	预收账款	4959	4099	6024	6513
所得税费用	1160	306	979	1188	应付职工薪酬	256	269	383	415
净利润	5190	1225	3917	4750	应交税费	-1492	-590	-1375	-1610
归属于母公司所有者					其他流动负债	419	392	556	599
的净利润	5188.6	1225.1	3917.1	4750.5	流动负债合计	29089	26148	25630	23506
少数股东损益	2	0	0	0	长期借款	9380	9380	9380	9380
EPS (元/股)	0.66	0.16	0.50	0.61	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	6558	12179	11170	负债合计	45599	42597	42079	39954
取得投资收益	63	2	2	2	归属于母公司	27662	28704	32033	36071
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	28756	32085	36123
固定资产投资	-10183	-986	-1261	-1230	负债及股东权益	73314	71353	74164	76078
其他	-1439	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-15839	-984	-1259	-1228		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.662	0.156	0.500	0.606
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.53	3.66	4.09	4.60
银行贷款增加 (减少)	7394	-771	-6770	-3801	PE	10.06	42.61	13.33	10.99
筹资成本	4035	-1178	-1401	-1274	PEG	-3.47	-14.70	-4.60	-3.79
其他	-8087	0	0	0	PB	1.89	1.82	1.63	1.45
筹资活动现金流净额	3342	-1949	-8171	-5076	EV/EBITDA	6.30	9.57	5.30	4.10
现金净流量	-2405	3626	2749	4866	ROE	18.8%	4.3%	12.2%	13.2%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

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
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@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。