

武钢股份(600005)调研报告

谨慎推荐

量增还需价涨

首次评级

原材料/普钢

发布时间: 2010 年 6 月 3 日

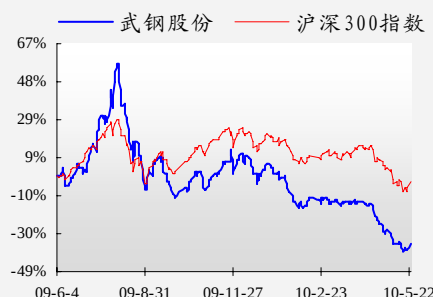
投资要点:

- 2009 年, 公司产钢 1369.43 万吨、产材 1253.83 万吨。2010 年, 公司预计产钢 1705 万吨、产材 1605 万吨, 分别同比增长 24.50%、28.01%, 增速明显超过行业平均水平。
- 2010 年一季度, 公司的综合毛利率和净利润率分别只有 8.21% 和 1.72%。受原材料涨价和取向硅钢价格疲软的影响, 公司的盈利能力持续在低位徘徊, 短期仍难寻大幅改善的契机。
- 随着三硅钢的投产, 公司无取向硅钢和取向硅钢的产能将分别新增 8 万吨和 12 万吨, 达到 124 万吨和 40 万吨。目前无取向硅钢的价格表现相对较好, 而取向硅钢的价格仍在低位。虽然硅钢仍然是盈利能力最强的钢种之一, 但其表现在 2010 年难超预期。
- 加上三冷轧新增的 100 万吨产能, 公司目前具备 450 万吨的冷轧能力。由于实力一流, 公司能够生产汽车面板、耐指纹家电板等高端产品。目前公司冷轧产品的产销和盈利能力均比较稳定。
- CSP 项目投产后, 公司将新增热轧产能 266 万吨, 高达 800 万吨左右, 增幅较大。由于国内热轧产能的过剩和下游需求的回暖尚不明显, 公司热轧产品目前还只处在盈亏平衡的状态。鉴于公司的热轧产能较高, 未来其需求一旦明显好转, 公司的业绩也有明显改善的可能。
- 根据我们的预测, 公司 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 0.34 元、0.44 元、0.50 元。目前公司的 PB 在 1.4 倍左右, 公司的投资安全边际已经显现, 给与公司“谨慎推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	5,371,417	-26.76	151,538	-70.77	0.19		25.16	
2010E	7,415,900	38.06	270,059	78.21	0.34		14.06	
2011E	8,051,500	8.57	343,184	27.08	0.44		10.86	
2012E	8,725,500	8.37	395,115	15.13	0.50		9.56	

走势图



市场数据

2010-6-3

收盘价:	4.78 元
52 周最高价:	12.50 元
52 周最低价:	4.71 元
平均持仓成本:	6.70 元

基本数据

2010Q1

总股本 (万股):	783,815
流通 A 股 (万股):	783,815
每股收益 (元):	0.04
每股净资产 (元):	3.52
每股经营现金流 (元):	0.13
市净率:	1.36

分析师: 潘喜峰

执业证书编号: (S0550108121436)

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

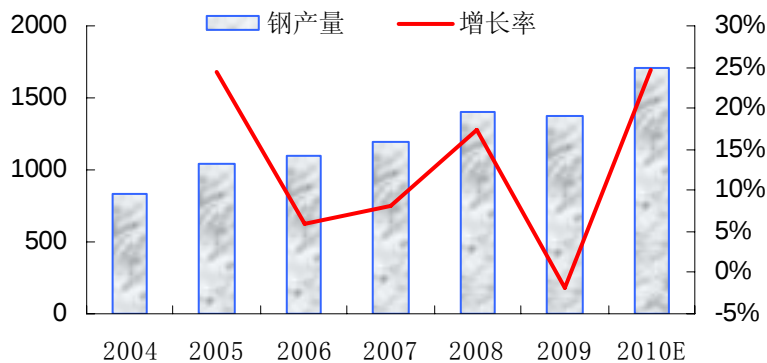
邮 编: 200002

一、产能增长潜力较大

2009年，公司产铁1342.88万吨、钢1369.43万吨、材1253.83万吨。2010年，公司预计生产铁1630万吨、钢1705万吨、材1605万吨，分别同比增长21.38%、24.50%、28.01%，增速明显超过行业平均水平。新增产能将主要来自CSP热轧项目、三冷轧和三硅钢等项目的投产。新增产能释放的顺利与否将给公司业绩带来较大的弹性。

图 1.1 公司历年钢产量及增长率

单位：万吨



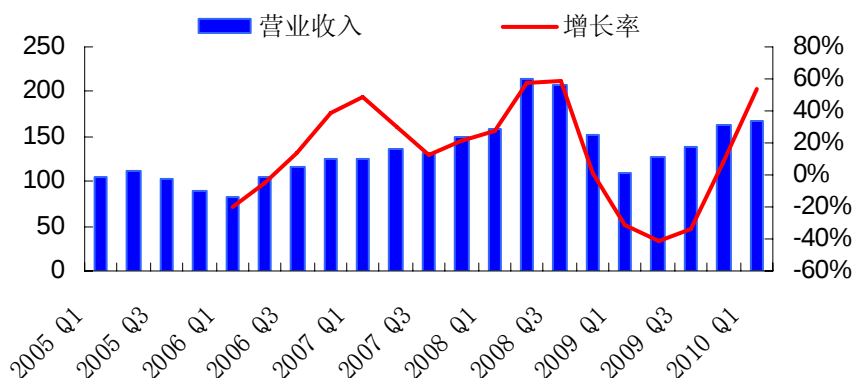
资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

二、营收仍将持续增长

2010年第一季度，公司实现营收167.25亿元，同比增长53.26%。与2009年上半年相比，钢铁行业的经营状况已经明显好转，钢材的价格也有大幅上涨。因此，2010年2季度，公司的营收无疑将延续增长。

图 2.1 单季度营收及增长率

单位：亿元、%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

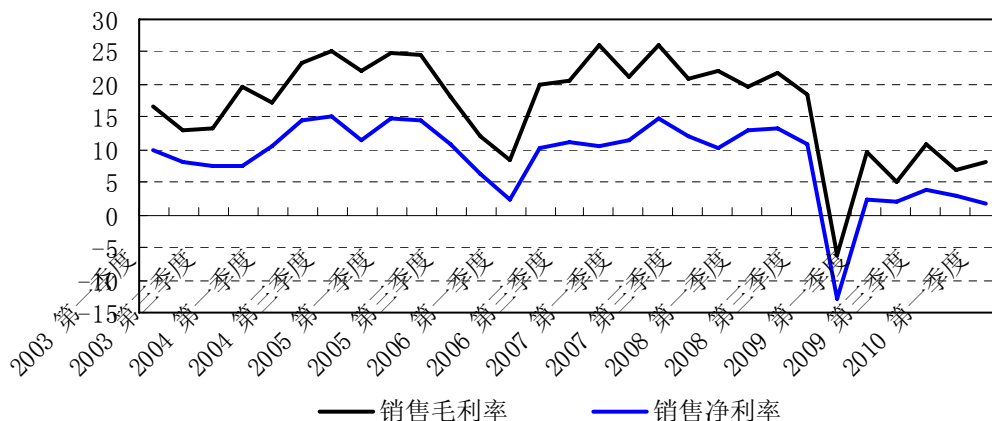
三、盈利能力难以乐观

2010年一季度，公司的综合毛利率和净利润率分别只有8.21%和1.72%。受原材料涨价和硅钢价格疲软的影响，公司的盈利能力持续在低位徘徊。就目前来看，公

司的盈利能力短期难寻大幅改善的契机，仍难以乐观。

图 3.1 公司单季度盈利能力变化

单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

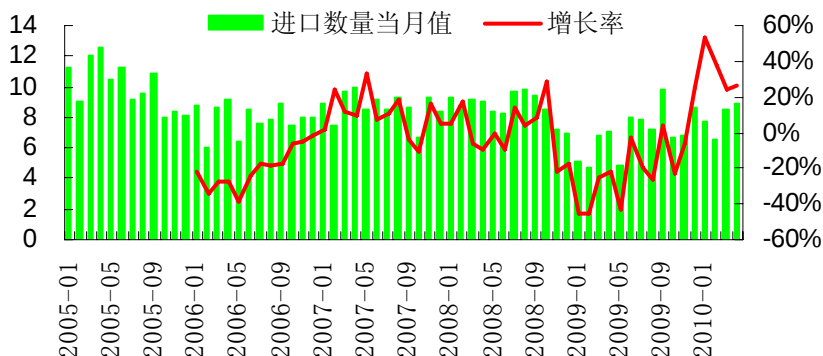
四、硅钢产品的表现难超预期

4.1 硅钢是钢中的精品

硅钢是钢材中技术含量最高的品种之一，是电机、变压器等设备的核心原料。因此，硅钢被形象的称为钢中的“艺术品”。因为其极高的制备难度，取向硅钢一直是附加值极高的钢产品。由于国外对硅钢技术的垄断，长期以来我国的硅钢不得不依赖于进口，尤其是大型电机和变压器用硅钢。

图 4.1 硅钢月度进口量同比上升明显

单位：万吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

4.2 短期龙头地位依然稳固，长期竞争优势将逐渐削弱

武钢已有30余年的硅钢研发和生产历史，是国内硅钢领域的绝对龙头。随着三硅钢的建成达产，公司已经具备年产170万吨硅钢的生产能力（其中取向硅钢产能高达40万吨），成为全球规模最大的硅钢生产基地。据了解，三硅钢主要设备的国产化率高达90%，国产设备100%拥有自主知识产权。目前，全国用的硅钢，超过一半是

武钢制造。更值得一提的是，公司的HiB 钢（其轧制难度是一般取向硅钢的几倍，被称为极品硅钢）规模和质量已经达到世界先进水平，在大变压器及大电机市场成功应用，打破了国外技术封锁和垄断。

目前除武钢外，宝钢、鞍钢均已具备生产取向硅钢的生产能力，而太钢、华凌等钢厂也均有进军取向硅钢领域的计划。长期来看，随着取向硅钢领域的新进入者不断增多，公司的竞争优势将不可避免的被削弱。但是短期来看，公司的龙头地位仍不可动摇。未来硅钢产品的价格和需求变动仍将对公司业绩起着举足轻重的影响。

4.3 无取向硅钢的情况相对较好

算上三硅钢的新增产能，公司无取向硅钢的年产能已经接近130万吨。实际上，由于不同轧线可以根据实际情况调整，实现交叉轧制，公司无取向硅钢的产能具有一定的弹性。目前武钢无取向硅钢产品已经基本能满足所有需求。

表 1 武钢无取向硅钢产品表

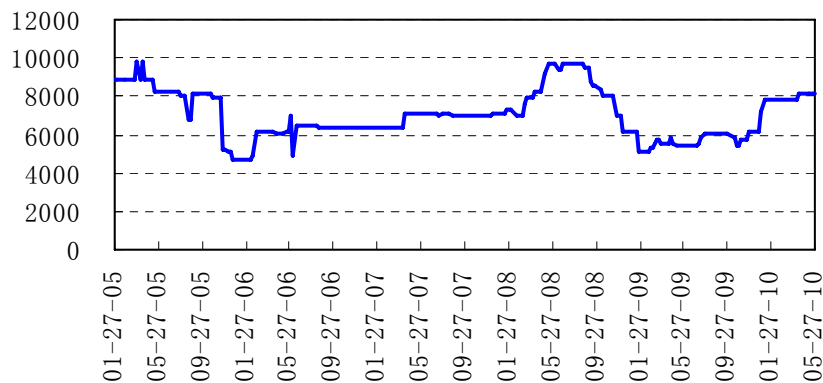
品种	无取向磁性钢带（片）												
牌号	50W250	35W230	35W250	35W270	35W300	35W360	35W400	35W440	50W600	50W1000	DGX	BBD	WTG150
				50W310					50W700				WTG200
		50W270	50W290	50W350	50W400	50W470	50W470	50W800	50W1300	DGX2	BDC	WT200	DWK4
大型电机													
中型电机													
小型电机													
微型电机													
密闭电机													
间歇电机													
中频电机													
分配变压器													
调压器													
电抗器及磁放大													
电视机变压器													
收音机变压器													
镇流器													
焊接变压器													
扼流圈													
继电器													
电磁开关													

资料来源：武钢股份

截至到今年五月份，无取向硅钢的价格均好于预期。目前西安市场的无取向硅钢价格仍在高位盘整，而上海地区的无取向硅钢价格则有所回落。国外方面，日本新日铁计划继续提价，7-9月份合同价将在4-6月的基础上增长100-150美元/吨，相比今年初的价格上涨了300-450美元/吨。由于国内硅钢产量增加较快，加之受宏观环境影响，无取向硅钢的价格向上的难度较大，存在震荡调整的可能。

图 4.2 西安 0.5mm 无取向硅钢片含税价变化趋势

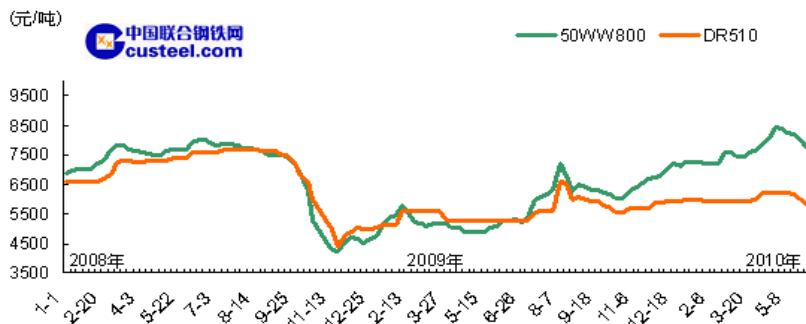
单位：元



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.3 上海无取向硅钢和热轧价格走势情况

单位：元



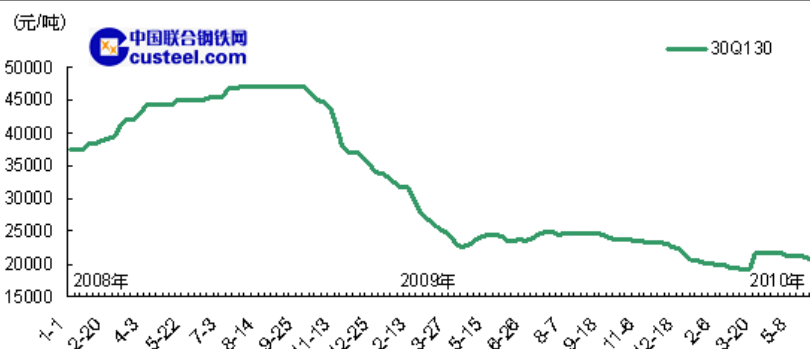
资料来源：联合钢铁网

4.4 取向硅钢的价格仍在低位徘徊

目前国内取向硅钢价格仍在低位盘整。以武钢的 30Q130 为例，其价格基本在 20500 元/吨左右徘徊。随着国内加强电网改造步伐，取向硅钢的需求尚可。但是随着新进入者的增加和国际需求的疲软，取向硅钢的价格短期的上涨动力仍然缺乏。因此取向硅钢业务仍难给公司业绩带来超预期的影响。

图 4.4 取向硅钢的价格走势图

单位：元



资料来源：联合钢铁网

表 2 武钢取向硅钢产品表

品种	晶粒取向磁性钢带（片）		
牌号	27QC95-27QG130 30QG100-30QG130 35QG125-35QG135	27Q120-27Q140 30Q120-30Q180 35Q135-35Q185	DG3-DG7
大型电机			
大型变压器			
中小型变压器			
调压器			
电抗器及磁放大器			
中频变压器			
互感器			
电视机变压器			
收音机变压器			
无线电广播变压器			
焊接变压器			

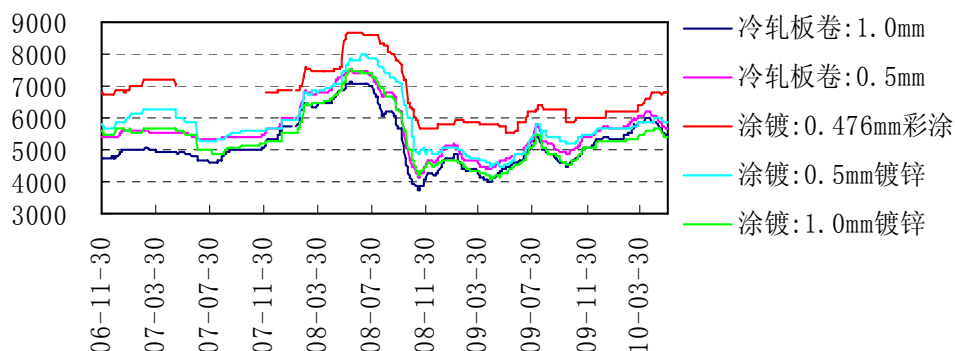
资料来源：武钢股份

五、冷轧产品盈利能力尚可

算上今年投产的三冷轧，公司拥有450万吨/年的冷轧能力（硅钢除外）。2009，公司冷轧产品产量在300万吨左右。2010年，三冷轧有望新增产量80万吨左右。考虑到2009年上半年的极端情况，2010年，公司冷轧产品的产量有望超过400万吨。公司连精品钢中的精品-HiB钢都能生产，因此其冷轧实力自然超群。目前公司能够量产汽车面板、耐指纹家电板等大部分高端冷轧板材。2010年，公司的计划销售轿车板160万吨，其中面板15万吨。鉴于汽车、家电等行业的需求与2009年相比仍有望维持稳定，公司冷轧产品的盈利能力有望维持。但就2季度来看，冷轧产品的价格仍有下行压力，维持震荡盘整的可能性大。总的来看，目前公司冷轧产品的产销和盈利能力仍算稳定，对稳定公司的业绩起了较大作用。

图 5.1 几类冷轧产品的价格走势（武汉）

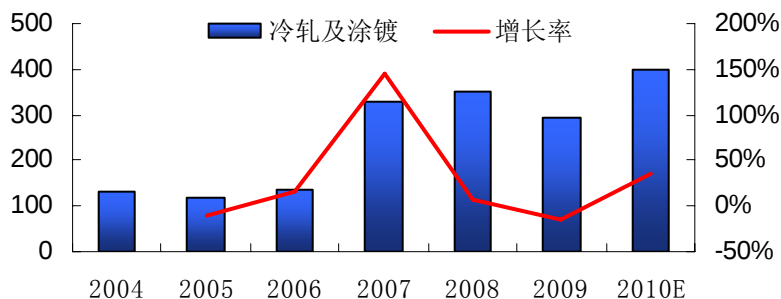
单位：元



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所

图 5.2 冷轧产品产量有望大幅增长

单位：万吨



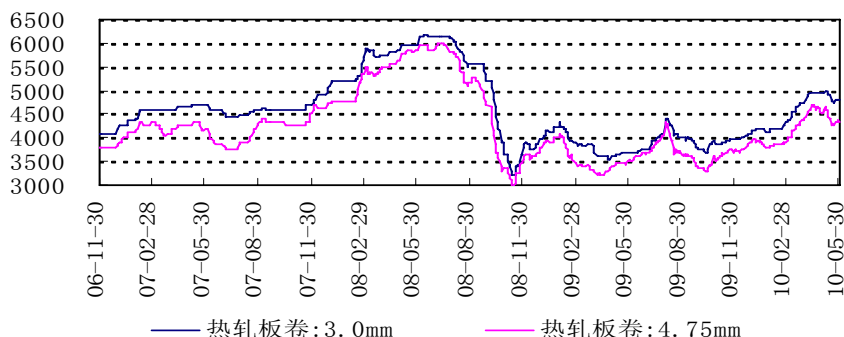
资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

六、热轧产品盈利能力不容乐观

公司原有热轧产能550万吨左右。如果CSP项目达产，公司还将有266万吨产能的增加，增加幅度较大。目前热轧产品的主要下游如造船、集装箱、机械等行业的起色不大，因此热轧板卷的价格目前处于高位回落后的震荡盘整态势。短期来看，由于成本的支撑，热轧产品的价格难有较大回调，但是也缺乏大幅上涨的契机。公司热轧产品目前处于盈亏平衡的状态。鉴于公司的热轧总产能已经高达800万吨左右，热轧产品盈利能力的变化将对公司业绩产生重大影响。

图 6.1 典型热轧产品的价格走势（武汉）

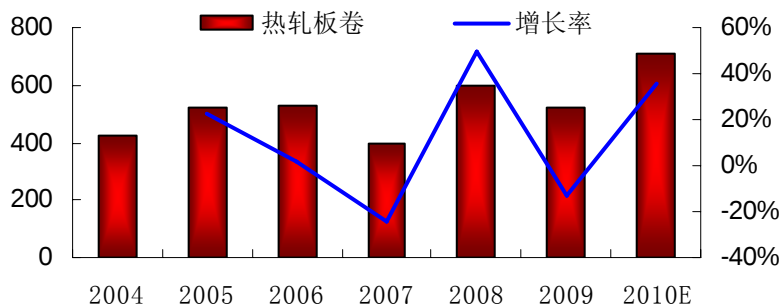
单位：元



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所

图 6.2 热轧产品产量增长潜力较大

单位：万吨



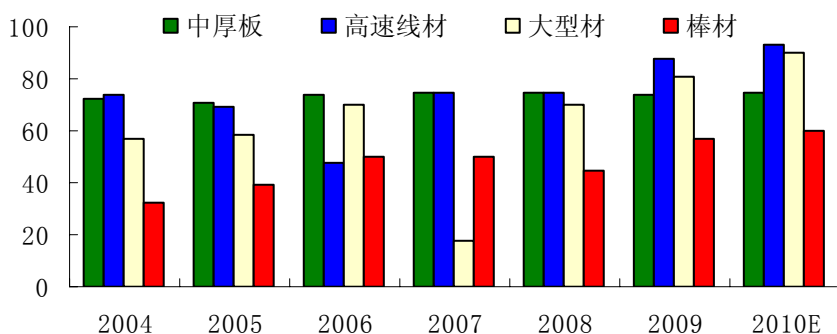
资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

七、其它产品难对业绩产生重大影响

公司还拥有100万吨大型材、100万吨高速线材、75万吨中厚板和45万吨的棒材产能。这些产品中也不乏亮点。比如W LX92A 顶级钢帘线已经被公司成功轧制出来。公司在高速重轨上也取得了重大突破，刚投产即通过钢轨上线认证，成功中标石武客运专线、朔黄铁路等重要铁路工程，创国内同类企业通过认证与达产最快记录，重轨迅速成为公司又一拳头产品。但目前总的来看，上述产品比较分散，规模相对较小，难以对公司业绩产生决定性影响。

图 7.1 线、型、棒材和中厚板产量比较稳定

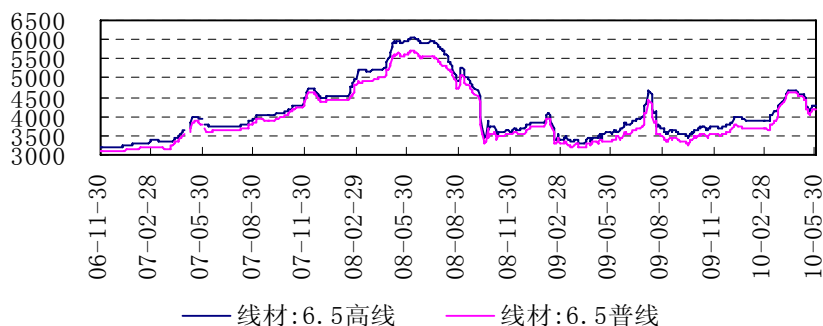
单位：万吨



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

图 7.2 线材价格调整幅度较大

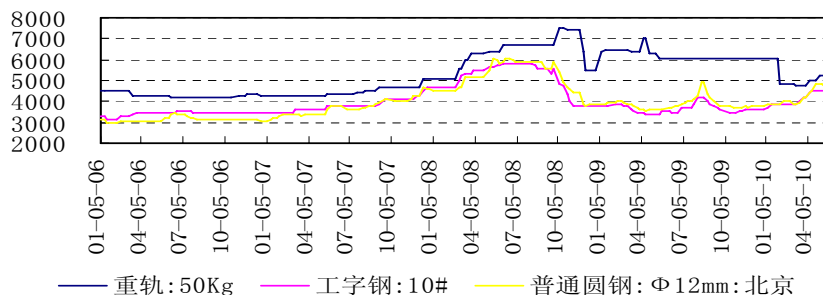
单位：元



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所

图 7.3 几类型材和棒材的价格走势

单位：元

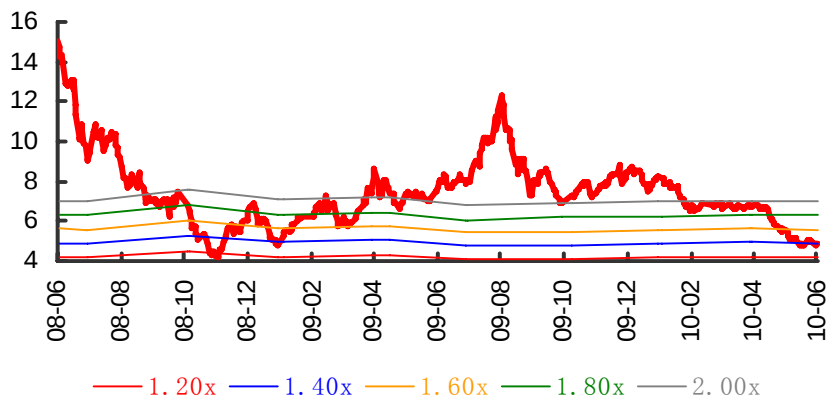


资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所

八、盈利预测和估值分析

根据我们的预测，武钢股份 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 0.34 元、0.44 元、0.50 元。目前公司的 PB 在 1.4 倍左右。与 2008 年的最低点虽然还有一定的下行空间。但是考虑到形势的不同，公司的投资安全边际已经显现，因此给与公司“谨慎推荐”的投资评级。

图 8.1 公司历史 PB Band



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所

表 3 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入	5,371,416	7,415,900	8,051,500	8,725,500
减：主营业务成本	4,935,961	6,649,238	7,155,115	7,723,140
减：主营业务税金及附加	15,765	22,248	24,155	26,177
营业费用	51,385	63,035	68,438	74,167
管理费用	168,298	222,477	241,545	261,765
财务费用	84,654	96,407	104,670	113,432
资产减值损失	6,767	0	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	81,585	0	0	0
二、营业利润	190,169	362,495	457,578	526,820
加：营业外收入	6,766	0	0	0
减：营业外支出	1,267	0	0	0
三、利润总额	195,667	362,495	457,578	526,820
减：所得税费用	43,724	92,436	114,395	131,705
四、净利润	151,943	270,059	343,184	395,115
归属于母公司所有者的净利润	151,537	270,059	343,184	395,115
少数股东损益	405	0	0	0
六、每股收益（元）	0.19	0.34	0.44	0.50

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。