

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

2 季度盈利改善，7 月份可能出现亏损

事件描述

近日，我们走访了武钢股份，并与公司管理层进行了深入的交流。

事件评论

第一，2 季度产量低于计划，业绩环比有明显提升

公司 2010 年原定目标计划产量达到 1605 万吨，月均产量 135 万吨。受制于原材料质量波动所导致的高炉炉况不稳，4、5 月份公司产量分别为 125 万吨和 128 万吨。而 6 月中旬后公司有部分生产线开始安排年度正常检修，持续时间大约为 10 天左右，因此预计 6 月份公司产量也难有较大恢复。

虽然当前公司全年 1605 万吨的目标尚未调整，但看起来这一目标的实现有一定困难。

图 1：2 季度公司产量受到一定影响



资料来源：钢之家，长江证券研究部

不过受益于 2 季度国内市场钢价好转，公司出厂价在 2 季度持续提升，直接使得公司 2 季度业绩环比回升较为明显。

表 1：2 季度公司出厂价环比改善

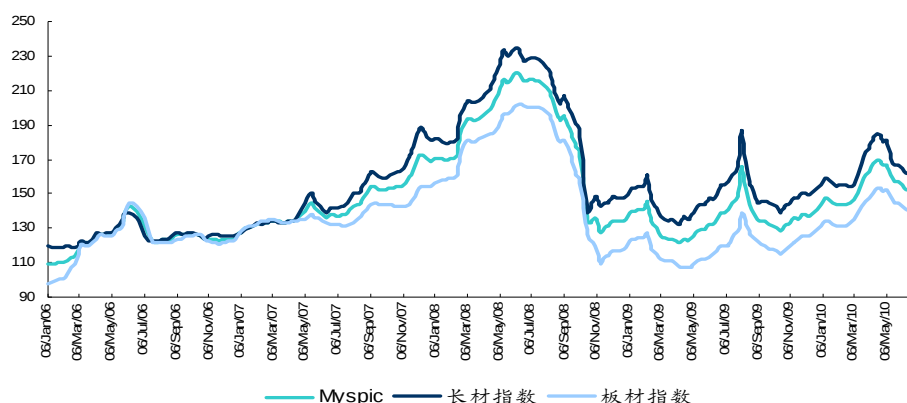
产 品 规 格	热轧，含税价		市场价 武汉地区	出厂价-市场价		冷轧，含税价	市场价 武汉地区	价差 冷轧
	2.75mmQ235	5.5mmQ235		2.75mm	5.5mm			
Jan-09	3,803	3,674	3,945	-143	-271	4,200	4,663	-462
Feb-09	4,095	4,025	3,886	210	139	4,750	4,648	103

Mar-09	4,329	4,259	3,479	850	780	4,984	4,333	651
Apr-09	3,861	3,791	3,446	415	345	4,575	4,110	465
May-09	3,861	3,791	3,596	265	195	4,633	4,261	372
Jun-09	3,861	3,791	3,685	176	106	4,692	4,546	146
Jul-09	4,165	4,095	3,873	292	222	5,113	4,909	204
Aug-09	4,563	4,376	3,964	599	412	5,675	5,290	384
Sep-09	5,499	5,312	3,571	1,929	1,741	6,611	4,863	1,748
Oct-09	4,563	4,376	3,431	1,132	944	5,792	4,630	1,162
Nov-09	4,154	3,966	3,660	493	306	5,324	4,957	366
Dec-09	4,505	4,317	3,785	720	533	5,675	5,252	422
四季度均价	4,407	4,220	3,626			5,597	4,946	
Jan-10	4,739	4,551	3,885	854	666	6,026	5,508	518
Feb-10	4,739	4,551	3,838	900	713	6,026	5,517	509
Mar-10	4,610	4,563	4,167	443	396	5,675	5,766	-92
一季度均价	4,696	4,555	3,964			5,909	5,597	
季度环比	6.55%	7.95%	9.32%			5.57%	13.15%	
Apr-10	4,961	4,914	4,590	371	324	6,997	5,927	1,069
May-10	5,312	5,265	4,416	896	849	7,137	5,685	1,452
Jun-10	5,312	5,265	4,273	1,038	992	7,137	5,283	1,854
二季度均价	5,195	5,148	4,426			7,090	5,632	
季度环比	10.63%	13.01%	11.67%			20.00%	0.63%	

资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

不过, 由于现货钢价在 5 月中旬后出现的调整, 预计 6 月份公司最终的实际结算价格要低于公告价格。结合成本仍在上涨的现实考虑, 公司 6 月份单月业绩可能面临较大回落。

图 2: 受益国内钢价上涨, 2 季度公司出厂价持续提升, 但 7 月份价格开始下调



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

因此, 粗略估算, 我们认为公司 2 季度有可能达到 EPS 为 0.083 元左右的水平。只是 7 月份在出厂价大幅下调的基础上, 很可能会出现亏损。

表 2: 粗略估算 2 季度公司盈利 EPS 为 0.083 元左右, 7 月份很可能会出现亏损

武钢 7 月份利润估算	2009 年 4 季度	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	7 月份
-------------	-------------	-------------	-------------	------

	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	Mar-10	Apr-10	May-10	Jun-10	Jul-10
产量	131.36	118.00	119	112	106	135	125	128	120	120
营业收入		163.18			167.25					
营业成本		151.90			153.53					
吨钢收入		4,435			4,734					
吨钢成本		4,129			4,346					
吨钢毛利		307			388					
净利润		4.66			2.88					
吨钢净利		127			82					
吨钢费用	280	280	280	300	300	300	300	300	300	300
价格增加		-400	300	200	0	-100	400	300	-350	-400
长协矿占比				50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
河北唐山现货矿均价	814	840	877	971	978	1123	1344	1232	1169	1110
现货矿月度环比涨幅		3.25%	4.29%	10.72%	0.81%	14.81%	19.69%	-8.38%	-5.12%	-5.00%
考虑原材料库存和长协调整										
的吨钢成本增加	0	0	0	0	0	0	150	250	0	0
BDI 均值	3,192	3,280	3,127	3,168	2,678	3,207	3,043	3,838	3,190	3,000
二级冶金焦价格均值	1,762	1,807	1,880	1,995	1,988	1,925	1,935	1,983	1,830	1,800
成本增加							300	150	-20	-50
估算吨钢净利							182	332	2	-348
估算净利润							2.27	4.24	0.02	-4.18
总股本	78.38	78.38	78.38	78.38	78.38	78.38	78.38	78.38	78.38	78.38
相应时期对应 EPS		0.059			0.037			0.083		-0.053
累计 EPS		0.193			0.037			0.120		0.067

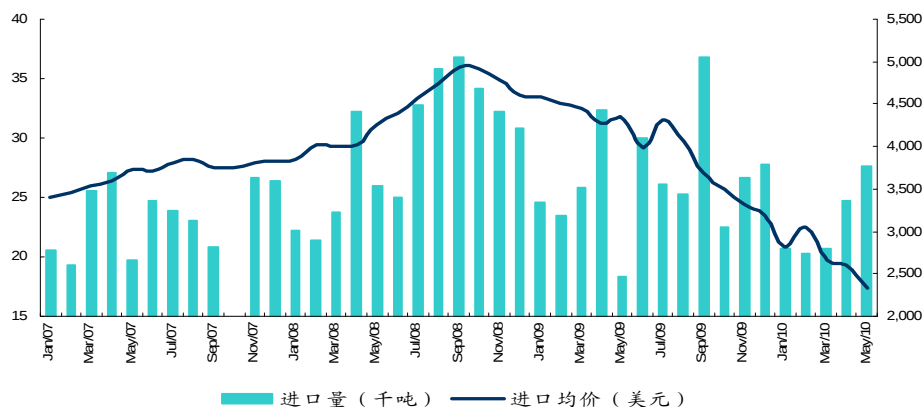
资料来源: Bloomberg, Wind, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第二, 分产品盈利水平硅钢、重轨与冷轧较好, 热轧盈利较差, 也是未来反弹的最大弹性来源

从分产品盈利能力来看, 取向硅钢>无取向硅钢>重轨>冷轧>热轧:

- ✓ 取向硅钢盈利虽然经历了大幅下滑而且近期尚无起色, 但依然是当前盈利最好的品种, 毛利维持在 15%-20%之间;
- ✓ 重轨以其政府订单的独特性保持价格基本稳定, 当前价格约为 5000 元/吨, 毛利水平在 5%-10%之间;
- ✓ 受制于汽车产量下滑, 冷轧价格下降的同时订单压力也在增大, 盈利有所下降;
- ✓ 热轧是当前盈利最差的品种。

图 3: 取向硅钢进口量有所恢复, 但进口价格持续下降



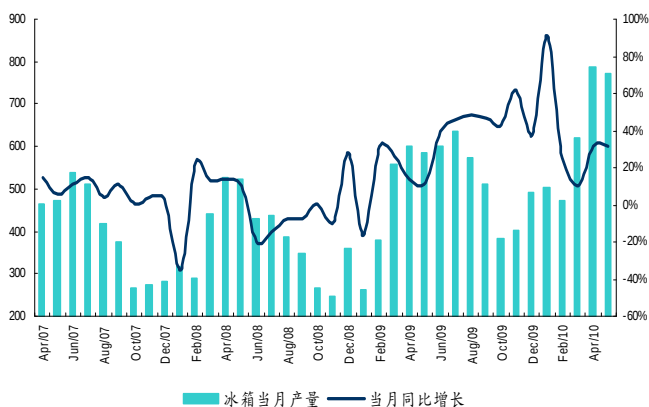
资料来源: Wind, CEIC, 长江证券研究部

图 4: 洗衣机产量虽有下滑, 但目前相对仍处于高位



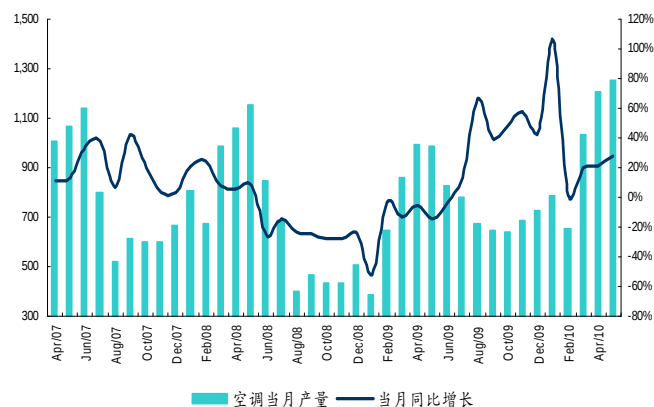
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 冰箱产量依然处于高位



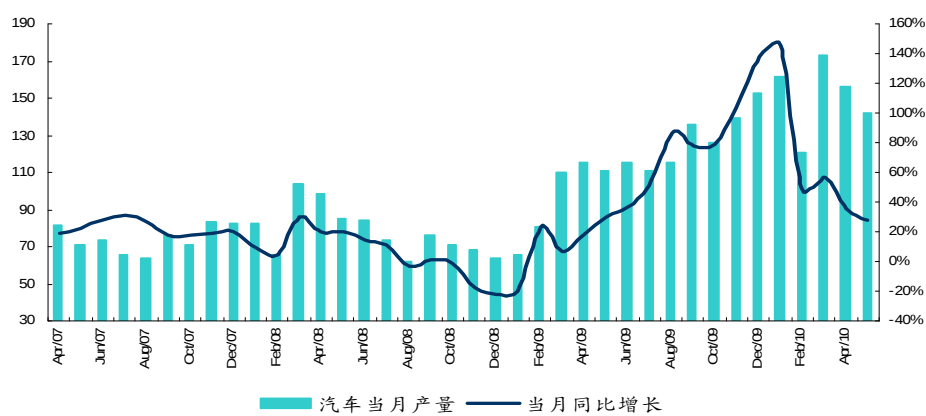
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 空调产量目前也依然处于高位



资料来源: Wind, 长江证券研究部

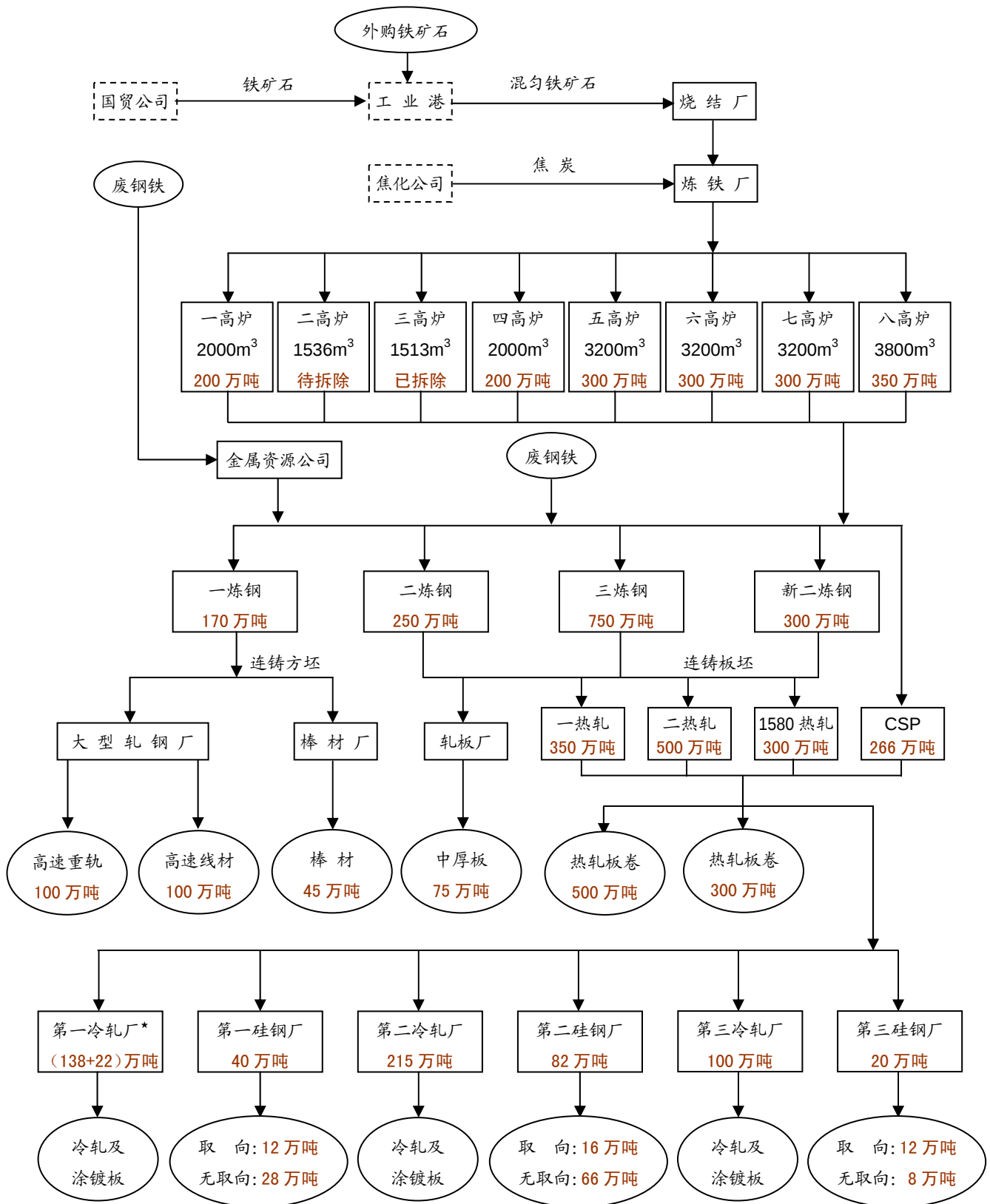
图 7：汽车产量持续三个月环比同比下滑，产量高位下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

从公司产能情况来看，随着 CSP 的进一步达产，热轧商品材预计可达到总产能的一半左右。因此，热轧商品材盈利的回升才是公司业绩回升的主要动力来源。

图 8：武钢产能情况统计图



资料来源：长江证券研究部

我们粗略估算，吨热轧盈利改善 100 元，贡献公司 EPS 为 0.1 元左右。

表 3: 当前盈利最差的热轧, 也是未来贡献最大弹性的来源

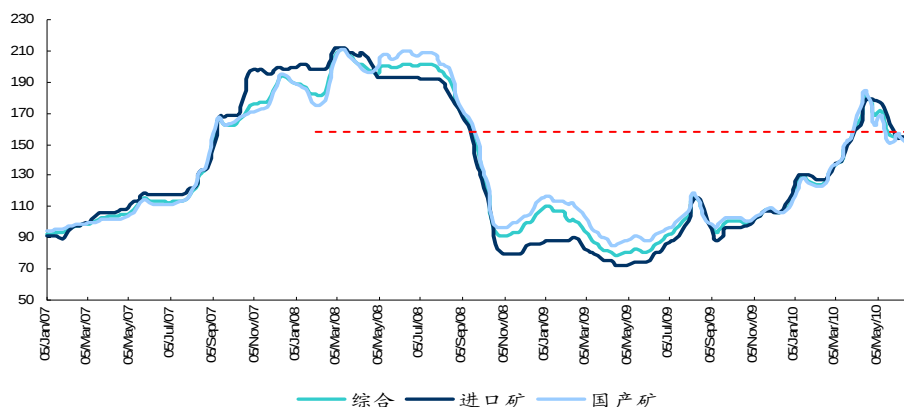
热轧产量	730 万吨							
总股本	78.38 亿股							
热轧弹性	价格							
成本	100	200	300	400	500	600	700	800
100	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47	0.56	0.65
200	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47	0.56
300	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37	0.47
400	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37
500	-0.37	-0.28	-0.19	-0.09	0.00	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: 公司资料, 长江证券研究部

第三, 成本压力一直存在, 预计未来有所好转

2 季度公司长协矿按 100% 的涨幅来结算, 而 3 季度长协价尚未确定。相对 147 美金/吨的离岸价传言来看, 当前现货价格反而有一定优势, 公司现货进口比例近期有所上升。

图 9: 公司近期现货矿采购较多



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

由于公司现货采购比例在上升而且长协价格已经没有了优势, 因此预计 7 月份是公司成本压力最大的一个月, 后续会逐步回落。

第四, 维持“谨慎推荐”评级

虽然 2 季度公司盈利有了较大的恢复, 考虑到 7 月份很可能出现的盈利下滑以及市场对后期盈利走势的担忧, 我们给予公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.22 元和 0.41 元, 依然维持公司“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）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	53714	76923	82297	89803	货币资金	3084	7692	8271	18137
营业成本	49360	70030	73921	78694	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4355	6893	8377	11109	应收账款	250	375	401	437
% 营业收入	8.1%	9.0%	10.2%	12.4%	存货	7226	10327	10900	11603
营业税金及附加	158	226	242	264	预付账款	98	140	147	157
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	51	73	78	85
销售费用	514	769	823	898	流动资产合计	11844	20222	21526	32305
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1683	2385	2551	2784	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	长期股权投资	3498	3498	3498	3498
财务费用	847	691	332	150	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	0.9%	0.4%	0.2%	固定资产合计	57753	54235	50372	46319
资产减值损失	68	505	105	147	无形资产	46	44	42	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	816	0	0	0	递延所得税资产	182	126	26	37
营业利润	1902	2317	4324	6866	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.5%	3.0%	5.3%	7.6%	资产总计	73324	78125	75464	82198
营业外收支	55	0	0	0	短期贷款	15542	7270	0	0
利润总额	1957	2317	4324	6866	应付款项	16602	23555	24862	26466
% 营业收入	3.6%	3.0%	5.3%	7.6%	预收账款	4831	6923	7407	8082
所得税费用	437	579	1081	1717	应付职工薪酬	212	279	295	314
净利润	1519	1738	3243	5150	应交税费	-2331	32	53	79
归属于母公司所有者					其他流动负债	318	438	462	493
的净利润	1515.4	1732.9	3234.0	5135.9	流动负债合计	35174	38497	33079	35433
少数股东损益	4	5	9	14	长期借款	3588	3588	3588	3588
EPS（元/股）	0.19	0.22	0.41	0.66	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	7208	7208	7208	7208
经营活动现金流净额	7934	15000	9889	11984	负债合计	45970	49293	43875	46229
取得投资收益	73	0	0	0	归属于母公司	27272	28745	31494	35860
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-54	0	0	0	少数股东权益	82	86	95	109
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	27354	28832	31589	35969
固定资产投资	-3479	-1169	-1223	-1198	负债及股东权益	73324	78125	75464	82198
其他	738	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-2795	-1169	-1223	-1198		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.193	0.221	0.413	0.655
股权融资	28	0	0	0	BVPS	3.48	3.67	4.02	4.58
银行贷款增加（减少）	-1513	-8272	-7270	0	PE	23.43	20.49	10.98	6.91
筹资成本	2800	-951	-817	-920	PEG	0.47	0.41	0.22	0.14
其他	-5600	0	0	0	PB	1.30	1.24	1.13	0.99
筹资活动现金流净额	-4284	-9223	-8087	-920	EV/EBITDA	7.24	5.02	3.16	1.71
现金净流量	854	4608	579	9866	ROE	5.6%	6.0%	10.3%	14.3%

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。