

普钢



兰杰 刘建刚
证书编号: S0190207100103

钢铁行业研究员

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

武钢股份 (600005)

成本和需求双重压力
考验公司三季度盈利能力

推荐

2010年6月28日

投资要点

事件: 我们于近日调研了武钢股份并和攻击管理层就公司目前经营情况做了详细的交流。

要点:

- 预计公司实际全年钢材产量在 1485 万吨左右, 同比增幅 18.4%, 低于公司 2010 年的计划产量 1605 万吨 (计划产量同比增幅 28%)。低于计划的主要原因为: 1. 公司 1, 2 月份焦煤短缺, 同时部分焦煤品质较差导致炉矿不稳定而影响产量; 2. 下游需求环比回落, 7 月公司订单组织未达计划量。
- 2010 年产量增长主要来源于公司热轧 CSP、三冷轧和三硅钢生产线的达产或投产: CSP 线预计贡献 185 万吨增量; 三冷轧预计贡献 70 万吨增量; 硅钢预计有 10 万吨增量。
- 铁矿石对外矿以来度较高, 预计公司 10 年需铁精粉约 2500 万吨左右: 其中集团提供 450-500 万吨, 其余从国外进口, 目前长协矿占进口矿 40-50%, 其余为进口现货矿。此外, 集团公司在海外铁矿石收购方面取得了较大进展, 集团预计五年内可实现铁矿石自给自足。
- 公司配股收购鄂钢等资产的计划稳步推进, 公司方面预计年内能完成, 但在当前市场环境下, 其配股价格可能会相应下调。集团公司其它资产如昆钢、柳钢等尚未有明确注入计划。
- 考虑到三季度公司无论在铁矿石成本和下游需求方面都将面临较大压力, 我们谨慎预测公司 2010, 2011 年的 EPS 分别为 0.21 (预计三季度出现小幅亏损) 和 0.30 元, 给与公司 “谨慎推荐” 评级。

一. 公司 2010 年产量增长情况

1.1 预计实际全年钢材产量在 1485 万吨左右, 同比增幅 18.4%, 低于公司 2010 年的计划产量 1605 万吨 (计划产量同比增幅 28%)

2010 年公司计划产量 1605 万吨, 同比 2009 年增长 28%, 是三大钢企里 10 年计划增幅最大的企业 (宝钢同比计划增幅 11.4%, 鞍钢 10.4%)。但从调研情况和产线实际生产情况看, 公司今年实际产量将低于计划产量, 我们预计公司 2010 年全年实际产量为 1485 万吨, 同比升幅 18.4%, 分品种产量见图 1。

表 1 三大钢近年计划产量和实际产量的差异

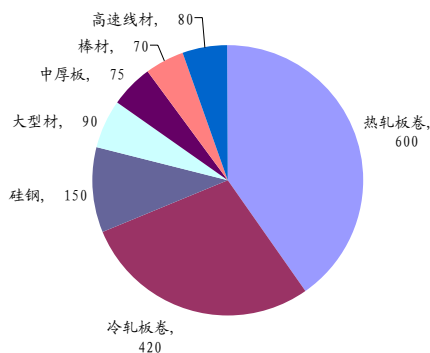
公司	2007			2008			2009			2010		
	计划	实际	%Chg	计划	实际	%Chg	计划	实际	%Chg	计划	预计	%Chg
武钢股份	1100	1056	-4.0%	1322	1396	5.6%	1442	1254	-13.0%	1605	1485	-6.2%
宝钢股份*	2219	2260	1.8%	2419	2281	-5.7%	2345	2243	-4.3%	2499		
鞍钢股份					1498			1900		2098		

数据来源: 公司年报; * 宝钢为公司销售商品坯材量, 其它为计划钢材产量; ** 鞍钢在 2009 年前的年报里没有下年计划产量

从三大钢过去三年计划和实际产量对比来看（鞍钢09年前年报里无相关计划），2008年危机以来需求不确定性加大无疑增大的各公司生产计划难度，武钢2009年的实际产量低于计划产量13%，宝钢也低于计划产量4.3%。10年宏观和行业层面的多种不确定因素也导致各钢企的实际排产量可能低于09年末的预期。

图 1 公司 2010 年各产品产量预测

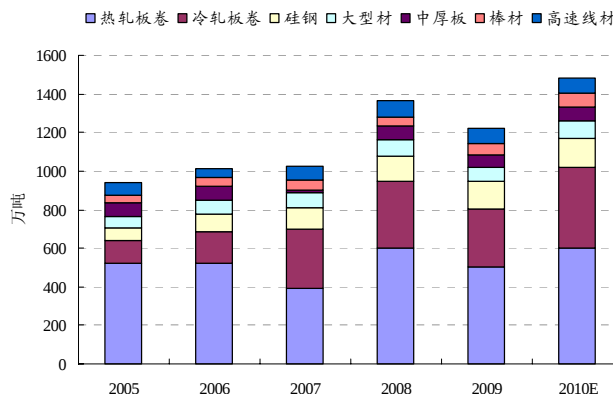
公司 2010 年各品种产量预测（万吨）



数据来源：公司公告；兴业证券预测

图 2 公司近年来各产品产量变化

公司近年来分产品产量



数据来源：公司公告；兴业证券预测

1.2 产量增长主要来源于CSP热轧，三冷轧和三硅钢产线

产量增长主要来源于公司热轧CSP、三冷轧和三硅钢生产线的达产或投产：

- CSP线与2009年5月投产，预计今年将贡献185万吨左右的同比增量，预计其中120万吨左右将作为冷轧基板，其余为热轧商品材；
- 公司三冷轧已于10年年初投产，预计今年能贡献70万吨增量；
- 20万吨的三硅钢项目也将于年内投产，我们预计可贡献10万吨的增量（包括原有产能可贡献增量）。

表 2 公司主要品种 2010 年增量说明

品种	2009年产量（万吨）	2010E（万吨）	增量来源说明
热轧	520	600	热轧CSP线设计产能266万吨在2009年5月投产，2010 年有望全面达产，部分基板将三冷轧。（2009年5月投产）
冷轧	305	420	产能为110 万吨的三冷轧已经于10年年初投产，产品为冷轧板卷、镀锡板卷，但仍在调试试生产阶段。预计2010 年可贡献产量为70万吨；三冷轧工程是武钢自主集成、拥有知识产权的效益工程，主要生产高档汽车板。此外，一、二冷轧合计产能为360万吨。
硅钢	140	150	公司三硅钢项目今年投产，设计生产能力为20 万吨/年，其中取向硅钢12 万吨/年、高牌号无取向硅钢8 万吨/年。冷轧硅钢产能将从目前的142万吨上升到162万吨，其中取向硅钢40万吨。

1.3 公司2010年来各月生产情况

- 公司10年一季度排产计划是月产坯材135万吨左右，但1、2月份的产量分别为112和106 万吨，主要原因在于年前铁路运力紧张使得焦煤短缺，同时部分焦煤品质较差导致炉矿部稳定。因此1月设备检修也比较集中，如1月份武钢三热轧年修15 天等；
- 3月份开始公司冷热轧产线逐步正常，钢材产量为135万吨。但由于铁水和煤碳供应量不足，因此CSP线产能利用不充分。

- 5, 6月份公司计划钢材产量在120-130万吨之间, 基本按计划完成生产。
- 7月份公司计划生产115万吨, 其中热轧计划合同40万吨左右, 冷轧计划25万吨左右, 除冷轧外, 其它品种目前订单组织情况不是很理想。

在合同组织不畅的情况下, 公司在6-7月份将开始集中检修:

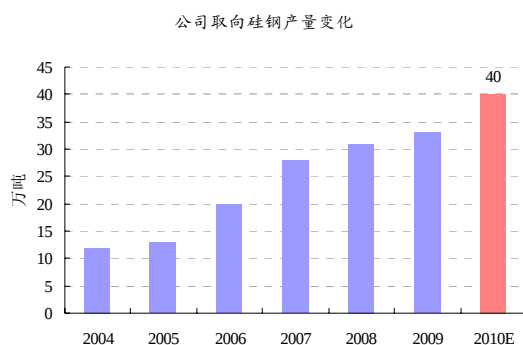
- 武钢准备从6-7月份开始集中检修, 一冷轧计划从6月18日开始停产检修10天, 棒材厂从6月25日开始改造45天, 重轨线从6月24日开始年修10天, 二热轧1#加热炉在6月份检修7天(共有3个加热炉), 二热轧和二冷轧在7月份各年修10天。

二. 价格趋势

2.1 核心产品取向硅钢仍处领导地位, 但价格难有大起色

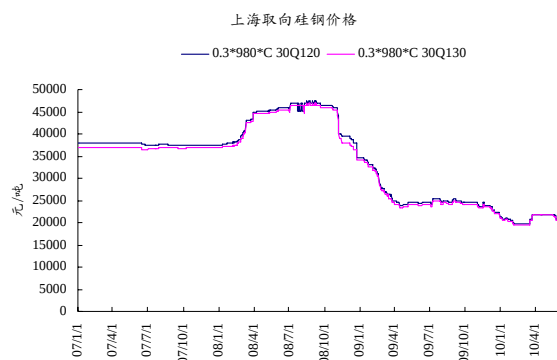
- 公司取向硅钢产能为42万吨, 为国内最大的取向硅钢生产商。但由于垄断地位已被打破, 尽管变压器需求仍在, 价格仍难有大的起色, 目前市场价格在2万元/吨左右。

图3 公司取向硅钢产量变化



数据来源: 公司公告; 兴业证券

图4 取向硅钢价格走势



数据来源: Wind

表3 国内硅钢产能统计 (单位: 万吨)

品种	鞍钢	宝钢	武钢	太钢	马钢
无取向硅钢	110 (其中2号线10万吨尚未投产)	100	158	40	40
取向硅钢	20 (其中10万吨已于2010/9投产, 但尚未批量生产; 另10万吨将于2010年底投产)	20 (其中10万吨已于2010/5投产; 另10万吨尚在规划建设)	42		

数据来源: 公司公开资料

2.2 各品种7月价格普遍下调

- 继宝钢股份下调7月出厂价格后, 武钢也于6月8日出台7月价格政策: 热轧产品普遍下调300元/吨; 冷轧产品普遍下调600元/吨; 热镀锌普遍下调600元/吨; 镀锡产品下调500元/吨; 线材下调300元/吨; 无取向硅钢下调500元/吨; 取向硅钢平盘。

表4 公司热冷轧价格调整历史

品种	热轧, 含税价	冷轧, 含税价
----	---------	---------

规格	2.75mmQ235	5.5mmQ235	1.0mm Q195
9-Jan	3,803	3,674	4,200
9-Feb	4,095	4,025	4,750
9-Mar	4,329	4,259	4,984
9-Apr	3,861	3,791	4,575
9-May	3,861	3,791	4,633
9-Jun	3,861	3,791	4,692
9-Jul	4,165	4,095	5,113
9-Aug	4,563	4,376	5,675
9-Sep	5,499	5,312	6,611
9-Oct	4,563	4,376	5,792
9-Nov	4,154	3,966	5,324
9-Dec	4,505	4,317	5,675
10-Jan	4,739	4,551	6,026
10-Feb	4,739	4,551	6,026
10-Mar	4,610	4,563	5,675
10-Apr	4,961	4,914	6,997
10-May	5,312	5,265	7,137
10-Jun	5,312	5,265	7,137
10-Jul	4,961	4,914	6,435

数据来源: Mysteel

三. 原材料

3.1 铁矿石目前仍然高度依赖外矿, 集团海外投矿进展顺利

- 按10年钢材预计产量测算, 公司需铁精粉约2500万吨左右。目前公司武钢集团自产铁精粉每年约450-500万吨左右(武钢集团与武钢股份的铁矿石结算价采用成本加固定费率, 通过武钢国贸公司进行, 3-5%的代理费), 其余基本从国外进口, 进口矿石中: 高位时长协矿占比为60-70%, 目前仅有40-50%; 其余为进口现货矿。
- 海运费方面, 公司部分进口矿的运输通过中长期COA长单锁定(约50%锁定, 但具体定基时间不清楚)。
- 此外, 集团公司在海外铁矿石收购方面取得了较大进展, 集团预计五年内实现铁矿石自给自足。

表 5 武钢集团海外铁矿石投资一览

日期	投资项目	资源描述	进展
2009/1	武钢以现金和技术入股, 占有马达加斯加Bek - isopa矿区面积约287平方公里的矿产勘探及开采权60%的股份	铁矿石储量约5.8亿吨	预计2012年投产
2009/3	武钢与澳大利亚矿业公司WPG签署框架协议, 将成为后者第二大股东, 并与其合资开发位于南澳大利亚中部的一处矿产		
2009/6	武钢投资2.4亿美元获得consolidated Thompson铁矿公司近19.9%股权和一个董事会席位。还与CLM合资设立一家合资企业, 在加拿大东部魁北克省的Bloom Lake铁矿石项目为主, 武钢拥有合资企业25%的股全, 并拥有该项目的长期承购权。双方如果解约, 仅需200万美元。	总资源量达到23亿吨, 400万吨/年的高品位铁精矿	一期工程将于2010年初投产
2009/11	与澳大利亚CXM公司在武汉签约, 涉足南澳5个优质铁矿区开采	预计铁矿石资源量达20亿吨以上	
2009/11	武钢与委内瑞拉矿业集团成功达成长期采购合同和五方协议	年进口800万吨	2010年开始供货
2009/12	与巴西EBX集团的签约, 拟建武钢首个海外工厂, 武钢成为其旗下子公司MMX的第二大股东。	MMX公司目前有MMXCorumba和MMXSudeste两个经营单位, 铁矿石总产量为1080万吨/年, 以后可提高到4000万吨/年。	

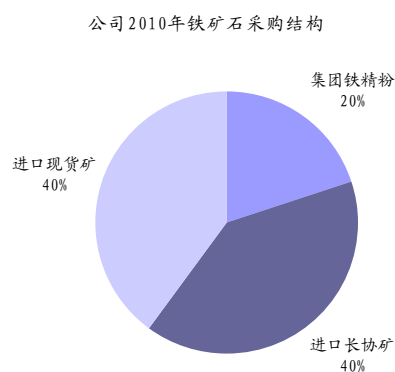
2010/3	3月12日与中非发展基金有限公司在北京签订的《利比里亚邦矿项目股权转让协议》以及《投资开发非洲矿产资源战略合作协议》以及《利比里亚邦矿项目股权转让协议》，确定武钢支付6846万美元收购中非基金持有的中利联60%股份，武钢正式以投资人的身份进入邦矿项目并获得控股权。	邦矿位于利比里亚中部邦州西南地区，属大型露天铁矿，已查明矿产资源总量为13.1亿吨。
2010/5	由武钢持股42%、广新外贸持股38%以及锦兴国际持股20%的香港武钢广新公司在2009年9月14日取得马达加斯加之Soalala区露天铁矿资源的勘探和开采权。10年5月，发改委批准武钢集团收购马达加斯加苏拉拉(Soalala)铁矿矿权并开展风勘项目。合资公司已同马达加斯加政府签署协议，并于5月8日取得开发许可。	苏拉拉项目占地逾430平方公里，铁矿石储量达8亿吨。

数据来源：公开资料；兴业证券整理

3.2 长协价三季度环比上涨20%左右，公司三季度公司成本压力最大

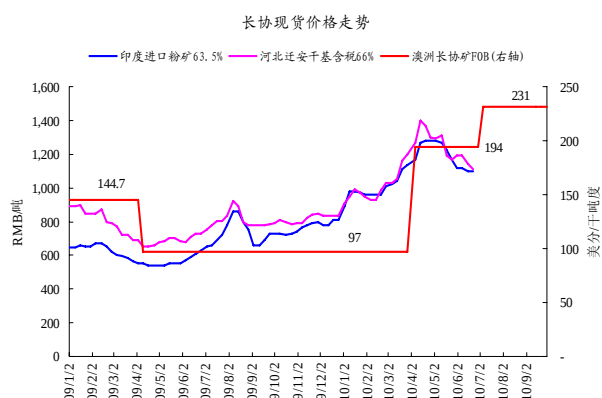
- 在二季度长协矿同比上涨99%的基础上，三季度长协矿环比继续上涨19.5%（以力拓粉矿为代表）。由于库存在一月左右，因此1-4月份公司仍采用低成本长协矿，但自5月份开始公司铁矿石成本压力明显加大。尤其在在公司下调7月份钢材出厂价，同时对部分6月钢材采取补差的背景下，公司三季度盈利将明显下滑。
- 此外，我们认为尽管国内钢材下游需求趋弱会导致现货和长协价在三季度出现倒挂，我们长时间和大幅倒挂的概率不高（详细分析见报告《三季度长协矿价格环比上升几成定局》，如果三季度现货矿价格如我们预期的不会出现长时间大幅度倒挂的话，四季度长协价环比上下波动幅度不会太大，全年来看公司铁矿石成本压力依然很大。

图 5 公司 2010 年铁矿石采购结构



数据来源：兴业证券

图 6 长协现货价格走势



数据来源：Wind

表 6 力拓铁矿石（精粉/块矿）历年长协价格变动情况(单位：美分/干吨度)

	3Q 2010		2Q 2010		2009 年		2008 年		2007 年	
	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅	价格	涨幅
RIO-Hamersley 粉矿	231	19.5%	193.68	99.7%	97	-32.95%	144.66	79.88%	80.43	9.50%
RIO-Hamersley 块矿			217.68	94.4%	112	-44.46%	201.69	96.50%	102.65	9.50%

数据来源：Mysteel；兴业证券研究所整理

3.3 焦煤力求供给保障

- 公司08, 09年的焦比较低，平均为350-360公斤/吨铁，而目前为370-380公斤左右。按10年预计生铁产量需焦炭550万吨，公司焦炭基本上全部为自炼焦，无外购焦炭。理论上焦煤需要770万吨（但实际上生产可采用不同煤种配比）万吨，焦煤全部从外部采购。
- 在2008年6月，武钢股份以15 亿元向平煤集团出资，占增资后的平煤集团的比例为11.55%，从而加强了公司对上游焦煤资源的掌控力度。公司每年从平煤集团采购炼焦煤约300-400 万吨。但是供应价格基本按照市场价供应，因而在成本上不占优势，但享有部分平煤集团的增值利益。同时集团也在海外包括加拿大等地参股、

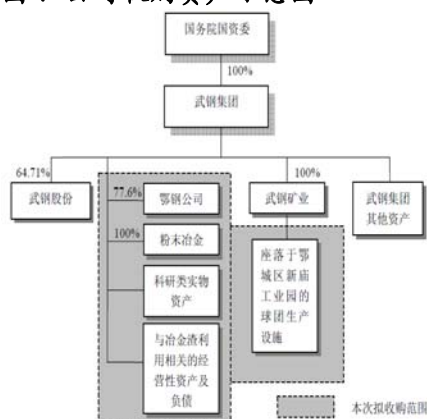
入股当地的矿石生产企业，以保障公司的焦煤供应。

- 运费：公司多数铁矿石都需从上海转运，因此运费成本较高，约100元/吨。

四. 资产注入

- 2009年8月武钢公告拟采用配股方式募集资金收购武钢集团部分资产以及补充流动资金。配股数量不超过2,351,445,700股，募集资金不超过120亿，拟投入三个项目：（1）向集团收购其持有的武汉钢铁集团鄂城钢铁有限责任公司77.6%的股权、武汉钢铁集团粉末冶金有限责任公司100%的股权、与冶金渣利用相关的经营性资产和负债以及科研类实物资产，该项目预计使用募集资金628,928.62万元；（2）向武汉钢铁集团矿业有限责任公司收购座落于鄂城区新庙工业园的球团生产设施项目，该项目预计使用募集资金121,617.34万元；（3）补充流动资金项目。
- 公司预计今年年内能完成配股收购（自公司股东大会审议通过配股议案之日起十二个月内有效，即2010年9月23日前有效）。但2009年8月27日公司公布配股公告时股价在8.5左右，根据公司配股规模，预计当时公司配股价格为5元左右。但当前公司股价为4.53左右（2010/6/25收盘价），PE(10E)为12.91。同时，公司拟收购资产为59.63，而评估价格为75.05，收购PB为1.26，而当前公司PB为1.29。从资产质量比较来看，收购价格偏贵。因此在当前市场环境下，其配股价格可能会相应下调。
- 此外集团公司还拥有昆钢、柳钢、防城港项目等资产，但目前尚未明确注入计划。

图7 公司收购资产示意图



数据来源：公司招股说明书

表7 被收购资产主要财务数据（2009年1-6月）

拟收购资产	权益比例	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	净资产(亿元)	权益资产(亿元)	评估价格(亿元)	增值率
鄂钢	77.6%	42.17	1.53	53.45	48.89	62.89	28.6%
粉末冶金公司	100%	1.21	0.06	0.76			
与冶金渣利用相关的资产及负债	100%	2.34	0.43	2.55			
科研类实物资产	100%			4.1			
球团生产设施	100%			10.74	10.74	12.16	13.2%

数据来源：公司招股说明书

附：鄂钢是湖北省内最大的建筑用钢生产基地，目前已具备300万吨钢、250万吨铁、300万吨钢材的生产能力。产品主要有棒线材、冷轧薄板和宽厚板。1500mm冷轧薄板设计年生产能力60万吨（普冷和热镀锌），于2007年11月正式投产，4300mm宽厚板设计产能120万吨，于2009年5月正式投产，于武钢2800mm轧板形成产线互补。公司预计2010年将形成年产铁440万吨、钢470万吨、材500万吨的生产能力。

考虑到三季度公司无论在铁矿石成本和下游需求方面都将面临较大压力，我们谨慎预测公司2010，2011年的EPS分别为0.21（预计三季度出现小幅亏损）和0.30元，给与公司“谨慎推荐”评级。

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。