

武钢股份(600005.SH)
资源和产品双轮并进
评级: 增持
前次: 增持

分析师

分析师

笃慧

周涛

S0740210090004

S0740210070008

021-20315133

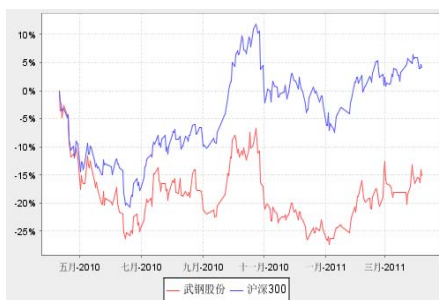
021-20315158

duhui@qlzq.com.cn

zhoutao@qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	10093.78
流通股本(百万股)	10093.78
市价(元)	4.90
市值(百万元)	49459.52
流通市值(百万元)	49459.52

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	53,714.	75,596.	99,566.	103,804	104,815
营业收入增速	-26.76%	40.74%	31.71%	4.26%	0.97%
净利润增长率	-70.77%	12.40%	44.99%	58.16%	1.88%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.22	0.31	0.50	0.51
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	42.83	19.72	15.57	9.85	9.66
PEG	—	—	0.16	0.17	5.13
每股净资产(元)	3.48	3.60	3.81	4.31	4.82
每股现金流量	1.01	0.73	1.93	1.36	1.36
净资产收益率	5.56%	4.38%	8.26%	11.55%	10.53%
市净率	2.38	1.19	1.29	1.14	1.02
总股本(百万股)	7,838.1	7,838.1	10093.7	10093.7	10093.7

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

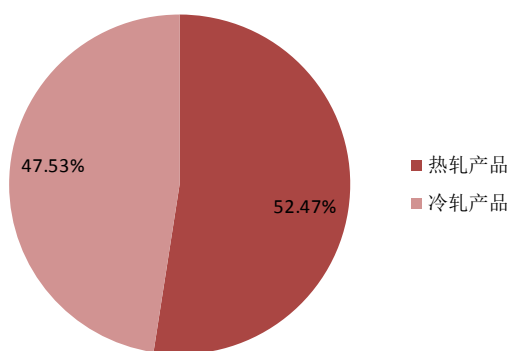
- **业绩概要:** 今日武钢股份公布 2010 年经营业绩, 当年公司共实现销售收入 755.97 亿元, 同比增长 40.74%, 利润总额 22.07 亿元, 同比增长 12.78%, 净利润 17.07 亿元, 对应 EPS 0.217 元, 同比增长 12.44%; 其中第四季度销售收入 211.61 亿元, 同比增长 29.68%, 净利润 4.70 亿元, 对应 EPS 0.06 元;
- **经营状况:** 2010 年公司共生产铁 1579.09 万吨, 同比增长 17.59%; 钢 1662.24 万吨, 同比增长 21.38%; 钢材 1508.04 万吨, 同比增长 20.28%。结合年报数据折算吨钢售价 4548 元/吨, 吨钢成本 4177 元/吨, 吨钢毛利 370 元, 环比分别上升 626 元/吨、573 元/吨和 52 元/吨。2010 年公司营收的增长一方面来源于前期投资产能的释放, 总产量增速较快; 另一方面去年上半年汽车、家电行业的旺盛需求使公司板材产品市场环境明显改善, 盈利能力提升。另外公司略品种产销量较上年大幅增长, 硅钢产品销量 175.58 万吨, 同比增长 28.18%, 其中无取向硅钢销量同比增长 30.51%, 取向硅钢销量同比增长 21.27%, HiB 钢销量同比增长 41.24%; 汽车板销量同比增长 25%, 其中轿车面板销量同比增长 105%;
- **财务分析:** 全年上下半年的毛利率分别为 9.34%和 7.06%, 下半年毛利率下滑的原因主要是铁矿石定价机制转变和房地产调控所导致需求增速放缓, 整体行业盈利下降。另外公司三项费用率从 09 年的 5.67% 下降到 4.66%, 其中管理费用率降幅最大, 从 3.13%降至 2.56%, 显示出公司管理效率的有所提升;
- **未来看点:**
 - **集团权益矿储备不断增加:** 武钢集团近年来不断加大对上游资源投资, 除国内年产铁精粉 450-500 万吨/年的程潮铁矿、大冶铁矿、金山店铁矿、鄂西铁矿外, 还在澳洲、南美、加拿大等地合资开发矿山, 累计权益储量达到 100 亿吨。目前已投产加拿大 CLM 铁矿年权益产量 200 万吨, 已经开始陆续供应公司使用, 预计今年扩能后, 供给量将提升至 400 万吨。权益矿储备保证了股份公司矿石

来源的稳定性，未来不排除这部分铁矿石资源存在进入股份公司的可能性，届时公司生产成本将发生巨大变化；

➤ **战略产品产量不断扩大：**公司根据各产线具体品种规格的盈利能力，并进行效益排序，确定优先生产的品种。其中取向硅钢、汽车板作为重点战略性产品，产量将继续保持高速增长。根据规划，2011 年公司 HiB 硅钢产量将从去年的 10 万吨增长到 17 万吨；汽车板产量将从 100 万吨提升至 210 万吨。高端路线将有效提升公司盈利水平；

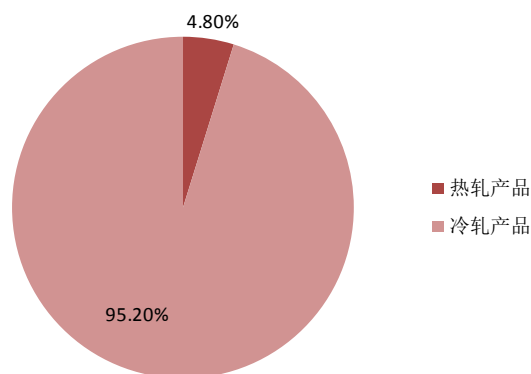
➤ **盈利预测：**我们预测公司 11-12 年 EPS 分别为 0.31 元、0.50 元，维持“增持”评级。

图表 1：武钢股份分产品销售收入占比



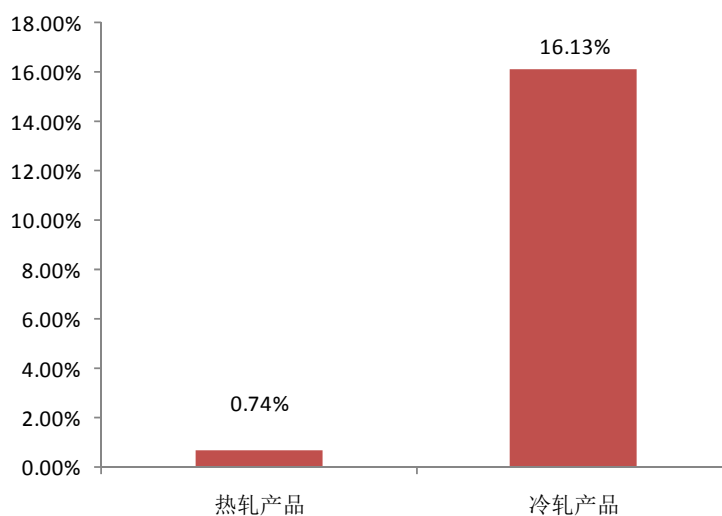
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：武钢股份分产品利润贡献占比



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：分产品营业利润率 (%)



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：单季财务指标比较

	2009-3-31	2009-6-30	2009-9-30	2009-12-31	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31
营业收入(百万元)	10913.10	12612.73	13870.18	16318.16	16725.32	19222.99	18486.99	21161.30
营业成本(百万元)	9849.04	11966.46	12354.85	15189.27	15352.67	17238.67	17217.82	19630.57
销售费用(百万元)	96.75	107.49	145.52	164.10	149.94	168.28	163.41	257.46
管理费用(百万元)	487.97	288.27	600.09	306.67	535.91	490.77	398.44	509.03
财务费用(百万元)	132.62	194.07	218.59	301.26	219.16	220.21	213.63	197.60
利润总额(百万元)	359.14	317.88	719.54	560.13	391.57	897.96	366.94	550.35
所得税费用(百万元)	96.18	74.92	172.41	93.73	103.31	223.32	92.63	80.22
毛利率	9.75%	5.12%	10.93%	6.92%	8.21%	10.32%	6.87%	7.23%
三项费用率	6.57%	4.68%	6.95%	4.73%	5.41%	4.57%	4.19%	4.56%
所得税率	26.78%	23.57%	23.96%	16.73%	26.38%	24.87%	25.24%	14.58%

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：单季吨钢财务数据

	2009-3-31	2009-6-30	2009-9-30	2009-12-31	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31
粗钢产量(万吨)	317.8	301.7	355.4	394.5	385.6	418.3	429.4	429.0
吨钢售价(元)	3433.52	4180.00	3903.25	4136.10	4337.59	4595.50	4305.71	4932.70
吨钢成本(元)	3098.74	3965.82	3476.81	3849.97	3981.61	4121.13	4010.11	4575.89
吨钢毛利(元)	334.78	214.18	426.43	286.14	355.99	474.38	295.59	356.81
吨钢三项费用(元)	225.69	195.48	271.34	195.68	234.71	210.20	180.62	224.73

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：年度吨钢盈利能力比较

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
粗钢产量(万吨)	1100	1189.79	1396.21	1369.43	1662.24	1805
营业收入(百万元)	42957	54160	73339	53714	75597	99567
营业成本(百万元)	34507	41925	62618	49360	69440	92607
销售费用(百万元)	359	445	549	514	739	797
管理费用(百万元)	1637	1811	1482	1683	1934	2489
财务费用(百万元)	-2	172	842	847	851	749
吨钢售价(元)	3905	4552	5253	3922	4548	5516
吨钢成本(元)	3137	3524	4485	3604	4177	5131
吨钢毛利(元)	768	1028	768	318	370	386
吨钢三项费用(元)	181	204	206	222	212	224

来源：齐鲁证券研究所

附录 1：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	73,339	53,714	75,597	99,567	103,805	104,815
增长率	35.41%	-26.8%	40.7%	31.7%	4.3%	1.0%
营业成本	-62,618	-49,360	-69,440	-92,607	-95,117	-96,270
% 销售收入	85.4%	91.9%	91.9%	93.0%	91.6%	91.8%
毛利	10,720	4,355	6,157	6,959	8,688	8,545
% 销售收入	14.6%	8.1%	8.1%	7.0%	8.4%	8.2%
营业税金及附加	-386	-158	-188	-149	-156	-157
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-549	-514	-739	-797	-830	-839
% 销售收入	0.7%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-1,482	-1,683	-1,934	-2,489	-2,595	-2,620
% 销售收入	2.0%	3.1%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	8,303	2,000	3,296	3,524	5,106	4,929
% 销售收入	11.3%	3.7%	4.4%	3.5%	4.9%	4.7%
财务费用	-842	-847	-851	-749	-416	-140
% 销售收入	1.1%	1.6%	1.1%	0.8%	0.4%	0.1%
资产减值损失	-1,632	-68	-428	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	477	816	169	500	500	500
% 税前利润	7.5%	41.7%	7.7%	15.2%	9.6%	9.4%
营业利润	6,306	1,902	2,187	3,275	5,190	5,289
营业利润率	8.6%	3.5%	2.9%	3.3%	5.0%	5.0%
营业外收支	40	55	20	20	21	20
税前利润	6,347	1,957	2,207	3,295	5,211	5,309
利润率	8.7%	3.6%	2.9%	3.3%	5.0%	5.1%
所得税	-1,160	-437	-499	-824	-1,303	-1,327
所得税率	18.3%	22.3%	22.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	5,187	1,519	1,707	2,471	3,908	3,982
少数股东损益	2	4	-467	5	8	8
归属于母公司的净利润	5,185	1,515	2,174	2,466	3,901	3,974
净利率	7.1%	2.8%	2.9%	2.5%	3.8%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5,187	1,519	1,707	2,471	3,908	3,982
少数股东损益	0	0	0	5	8	8
非现金支出	5,580	4,441	5,584	5,803	6,348	6,784
非经营收益	77	313	676	298	-34	-286
营运资金变动	-752	1,660	-2,239	6,561	471	172
经营活动现金净流	10,092	7,934	5,729	15,137	10,702	10,659
资本开支	10,183	3,479	3,747	7,980	6,979	4,980
投资	-5,719	611	35	0	0	0
其他	63	73	57	500	500	500
投资活动现金净流	-15,839	-2,795	-3,655	-7,480	-6,479	-4,480
股权募资	0	28	0	0	0	0
债权募资	7,394	-1,513	-1,256	-6,798	-2,773	-4,565
其他	-4,053	-2,800	-1,650	-818	-1,271	-234
筹资活动现金净流	3,342	-4,285	-2,907	-7,616	-4,044	-4,799
现金净流量	-2,406	854	-832	41	179	1,380

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,230	3,084	2,252	2,288	2,459	3,831
应收款项	1,637	1,385	2,992	3,794	3,956	3,994
存货	9,342	7,226	11,671	12,686	13,030	13,188
其他流动资产	132	149	57	93	95	96
流动资产	13,341	11,844	16,971	18,861	19,540	21,110
% 总资产	18.2%	16.2%	22.2%	23.5%	23.9%	25.9%
长期投资	3,708	3,498	3,632	3,632	3,632	3,632
固定资产	55,741	57,753	55,442	57,640	58,292	56,509
% 总资产	76.0%	78.8%	72.7%	71.7%	71.3%	69.3%
无形资产	47	46	45	45	45	45
非流动资产	59,973	61,480	59,334	61,532	62,184	60,401
% 总资产	81.8%	83.8%	77.8%	76.5%	76.1%	74.1%
资产总计	73,314	73,324	76,305	80,393	81,724	81,510
短期借款	11,342	15,542	16,336	9,537	6,765	2,200
应付款项	18,813	21,642	22,777	30,963	31,935	32,301
其他流动负债	-1,065	-2,010	155	1,167	391	394
流动负债	29,089	35,174	39,267	41,668	39,090	34,895
长期贷款	9,380	3,588	1,396	1,396	1,396	1,396
其他长期负债	7,130	7,208	7,362	7,362	7,362	7,362
负债	45,599	45,970	48,025	50,425	47,848	43,652
普通股股东权益	27,652	27,262	28,185	29,867	33,768	37,742
少数股东权益	52	82	84	89	97	105
负债股东权益合计	73,304	73,313	76,294	80,382	81,713	81,499

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.662	0.193	0.217	0.315	0.498	0.507
每股净资产 (元)	3.528	3.478	3.596	3.810	4.308	4.815
每股经营现金净流 (元)	1.288	1.012	0.731	1.931	1.364	1.359
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.75%	5.56%	4.38%	8.26%	11.55%	10.53%
总资产收益率	7.07%	2.07%	1.62%	3.07%	4.77%	4.88%
投入资本收益率	13.71%	3.30%	5.38%	6.25%	8.86%	8.96%
增长率						
营业总收入增长率	35.41%	-26.76%	40.74%	31.71%	4.26%	0.97%
EBIT 增长率	-13.71%	-75.91%	64.78%	6.94%	44.89%	-3.47%
净利润增长率	-20.54%	-70.77%	-18.56%	99.83%	58.16%	1.88%
总资产增长率	12.87%	0.01%	4.07%	5.36%	1.66%	-0.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.6	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
存货周转天数	51.8	61.3	49.7	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	50.7	95.4	69.4	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	166.1	272.7	229.3	184.5	173.2	162.6
偿债能力						
净负债/股东权益	91.86%	84.72%	80.54%	53.19%	38.36%	18.64%
EBIT 利息保障倍数	9.9	2.4	3.9	4.7	12.3	35.2
资产负债率	62.21%	62.70%	62.95%	62.73%	58.56%	53.56%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机:13641659577

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501