

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

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

6 月出厂价有涨有跌，成本压力增加制约业绩

事件描述

武钢股份今日发布 2011 年 6 月份价格政策，具体各品种的调整情况如下：

热轧：1、SPHC、Q195、耐候钢出厂价格维持不变，普碳、低合金、优碳、船板、汽车用钢出厂价格上调 50 元/吨，容器钢 Q245R、Q345R 出厂价格上调 150 元/吨，其他产品出厂价格上调 100 元/吨；2、宽度 ≥ 1550mm 的热轧板、卷上调 50 元/吨。

轧板：1、普碳、低合金、桥梁、中低温容器钢价格上调 100 元/吨；2、其他产品出厂价格维持不变。

冷轧：1、普碳、优碳系列（Q195-215A、Q235A、Q275A、DC01、SPCC、WJD1、WJD2、SPCCT-EG、WMB1、WSB17C、WLS280-JD、WLS350-JD、08Al、SPCD、DC03、WJD3、SPCD-HS、SPCE-HS、DC01EK、DC03EK 等）卷材出厂价格下调 40 元/吨，其他冷卷价格下调 200（含税 234）元/吨；2、冷板价格维持不变，同品种冷板与卷材同价；

镀锌：1、镀层表面结构为正常锌花产品出厂价格上调 50 元/吨；2、结构级镀锌产品出厂价格下调 200 元/吨；3、其他产品出厂价格维持不变；

彩涂：所有产品出厂价格维持不变；

镀锡：所有产品出厂价格维持不变；

线材：焊接钢出厂价格上调 150 元/吨，其他产品出厂价格上调 50 元/吨；

取向硅钢：30Q120 系列出厂价格上调 200 元/吨，30Q120 系列以上牌号出厂价格上调 300 元/吨，其他牌号出厂价格维持不变；

无取向硅钢：1、低牌号出厂价格下调 750 元/吨；2、50WF470（50WW470-F）牌号下调 100 元/吨，其他中高牌号出厂价格维持不变；3、同品种冷连退产品价格按硅钢厂产品价格的基础上优惠 400 元/吨；

酸洗钢、重轨等其他产品出厂价格维持不变。

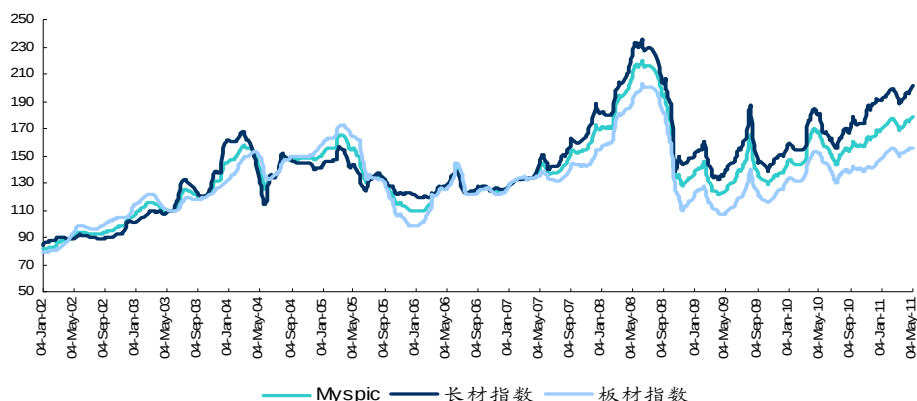
事件评论

第一，6 月主要产品出厂价以上调为主，部分品种略有下调

除部分品种外，公司 6 月主要产品出厂价均稳中有涨，国内大钢厂一贯根据近期现货市场钢价的表现来调整下月主要产品的出厂价。

近期国内市场钢价的上涨是公司 6 月出厂价上调的主要原因，虽然近期国内钢价略有回落，且因政策持续紧缩背景下后期需求可能存在的不确定性，但在盈利的压力下，公司依然选择上调 6 月主要品种的出厂价。

图 1：近期国内钢材市场价格有所回升



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

分品种来看，热轧、镀锌、取向硅钢等品种均有不同程度的上调，这主要源于公司出厂价与市场价的价差已经处于了较低的水平。不过，前期被寄予厚望的取向硅钢上涨幅度开始减小，体现了价格上涨后面临的一定压力。

表 1：公司主要产品出厂价与市场价的价差处于较低的水平

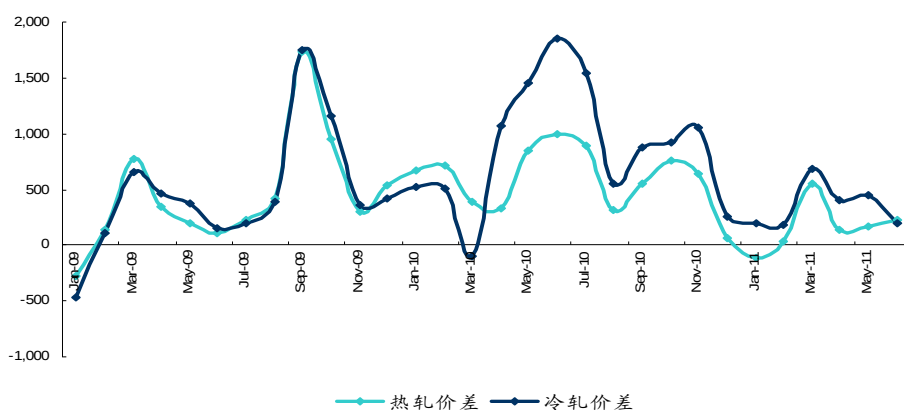
产品规格	热轧含税价 5.5mmQ235	市场价 武汉地区	价差 5.5mm	冷轧含税价 1.0mmQ195 冷板	市场价 武汉地区	价差 冷轧
Jan-09	3,674	3,945	-271	4,200	4,663	-462
Feb-09	4,025	3,886	139	4,750	4,648	103
Mar-09	4,259	3,479	780	4,984	4,333	651
Apr-09	3,791	3,446	345	4,575	4,110	465
May-09	3,791	3,596	195	4,633	4,261	372
Jun-09	3,791	3,685	106	4,692	4,546	146
Jul-09	4,095	3,873	222	5,113	4,909	204
Aug-09	4,376	3,964	412	5,675	5,290	384
Sep-09	5,312	3,571	1,741	6,611	4,863	1,748
Oct-09	4,376	3,431	944	5,792	4,630	1,162
Nov-09	3,966	3,660	306	5,324	4,957	366
Dec-09	4,317	3,785	533	5,675	5,252	422
Jan-10	4,551	3,885	666	6,026	5,508	518
Feb-10	4,551	3,838	713	6,026	5,517	509
Mar-10	4,563	4,167	396	5,675	5,766	-92
Apr-10	4,914	4,590	324	6,997	5,927	1,069
May-10	5,265	4,416	849	7,137	5,685	1,452
Jun-10	5,265	4,273	992	7,137	5,283	1,854
Jul-10	4,914	4,022	892	6,435	4,890	1,545
Aug-10	4,563	4,250	313	5,733	5,177	556
Sep-10	4,867	4,317	550	6,084	5,201	883
Oct-10	4,984	4,228	756	6,201	5,279	922

Nov-10	4,984	4,343	641	6,201	5,144	1,057
Dec-10	4,586	4,521	66	5,499	5,240	259
Jan-11	4,703	4,814	-111	5,616	5,426	190
Feb-11	4,937	4,908	30	5,733	5,555	178
Mar-11	5,288	4,742	546	6,084	5,402	682
Apr-11	5,054	4,917	138	5,850	5,443	407
May-11	5,113	4,950	163	5,850	5,400	450
Jun-11	5,171	4,950	221	5,604	5,400	204

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

而与热轧不同的是, 冷轧品种包括无取向硅钢等均出现小幅下调。尤其是在过去一年中均保持强势的无取向硅钢价格近期出现明显疲态。

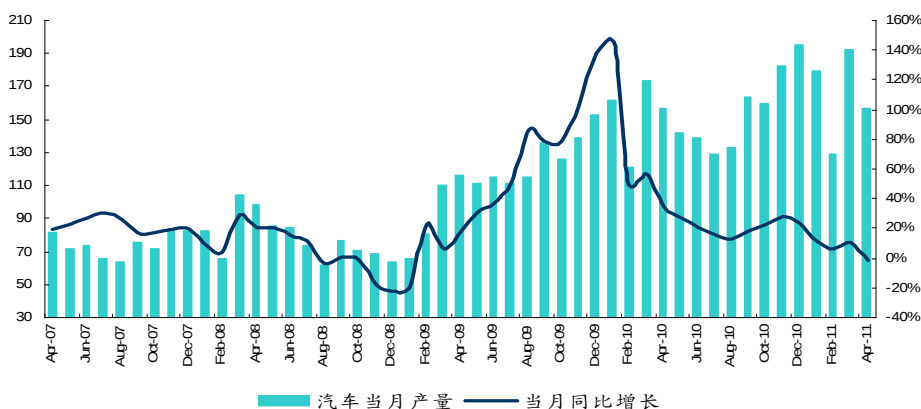
图 2: 公司产品出厂价与市场价的价格差, 热轧有所回升, 冷轧有所下降



资料来源: 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

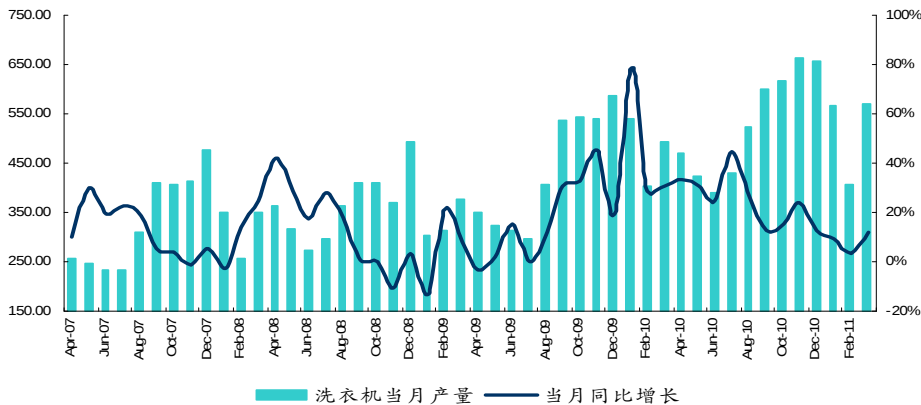
汽车产量同比增速逐步下降并且后期可能进一步下降, 是冷轧产品尤其是汽车板价格下调的主要原因。而无取向硅钢价格下调一方面源于前期创新高的价格带来的自然回落压力, 另一方面可能显示了家电需求增速的短期见顶。从主要家电的数据来看, 除洗衣机外, 冰箱与空调同比增速也都出现了较大幅度的下降。

图 3: 汽车产量同比增速正在下降, 后期可能继续下降



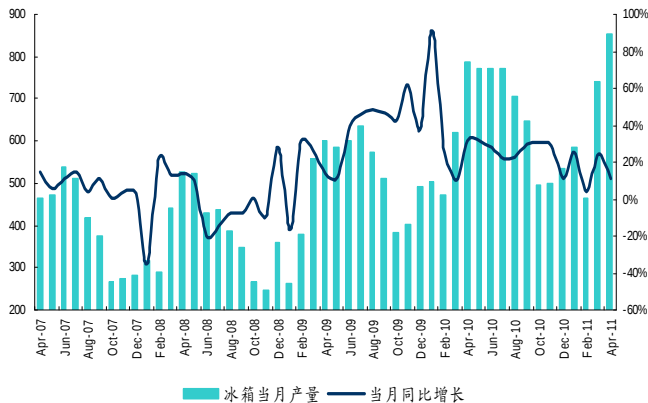
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4：洗衣机产量同比增速 4 月略有回升



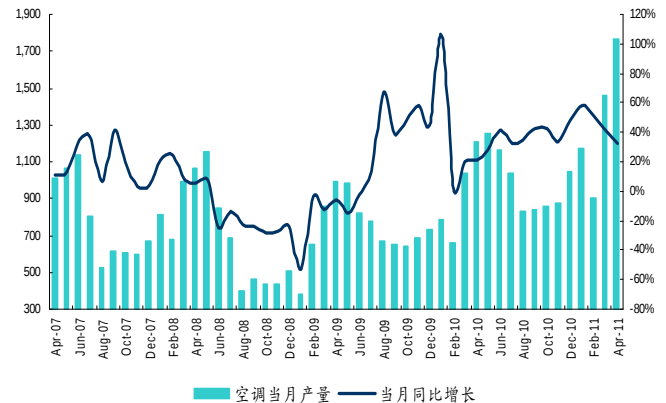
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：冰箱产量同比增速面临下降



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：空调产量同比增速也面临下降



资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，6 月业绩受制于成本增加，2 季度净利润环比下滑概率较大

根据前期公布的三大矿 2 季度长协价定价基础进行简单测算，主要的假设条件如下：

- ✓ 假定公司拥有 2 个月左右的原材料库存，那么 2 季度长协价的变动将使得 6 月成本面临较大的压力；
- ✓ 因报表数据统计方面的原因，我们从 2 季度开始对产量的假设考虑收购鄂钢资产后的影响，假定 4、5、6 三个月份的产量水平分别为 175 万吨、170 万吨、175 万吨；

按照我们的假设条件，受成本制约的影响，6 月单月业绩环比可能下降，预计 6 月单月 EPS 约为 0.01 元，2 季度合计实现 EPS 约 0.05 元。

由于我们对 2 季度公司业绩的测算考虑了鄂钢资产方面的影响，而实际上鄂钢资产的盈利情况目前缺乏原始数据，因此与实际经营情况难免存在一定误差。不过，6 月公司由于成本压力增加使得单月业绩环比下降概率依然较大。

表 2：6 月单月业绩受制于成本增加，2 季度业绩环比可能下降

武钢 2011 年盈利预测	2010 年 4 季度			2011 年 1 季度			2 季度		
	Oct-10	Nov-10	Dec-10	Jan-11	Feb-11	Mar-11	Apr-11	May-11	Jun-11
产量	138	134	130	143	131	140	175	170	175
营业收入		211.62			209.88		86.17	84.56	88.79

营业成本		196.31			192.05		79.16	77.29	82.94
吨钢收入		5,264			5,074		4,924	4,974	5,074
吨钢成本		4,884			4,643		4,524	4,547	4,739
吨钢毛利		381			431		400	427	334
净利润		4.64			6.08		2.03	2.43	0.88
吨钢净利		115			147		116	143	50
吨钢费用	265	265	265	284	284	284	280	280	280
价格增加							-150	50	100
长协矿占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
长协矿上涨幅度	0%	0%	0%	6.7%	6.7%	6.7%	16.3%	16.3%	16.3%
长协价格（美金）				153	153	153	178	178	178
长协价格变动带动成本增加							0	0	168
河北唐山现货矿均价	1283	1338	1389	1421	1507	1376	1450	1500	1500
现货矿月度环比涨幅	7.45%	4.29%	3.82%	2.26%	6.06%	-8.70%	5.40%	3.45%	0.00%
BDI 均值	2,693	2,321	2,031	1,402	1,181	1,493	1,343	1,500	1,500
二级冶金焦价格均值	1,909	1,924	1,929	2,031	2,130	2,094	2,003	2,050	2,050
成本增加							-119	23	193
估算吨钢净利		115			147		116	143	50
主营估算净利润		4.64			6.08		2.03	2.43	0.88
总股本	78.38	78.38	78.38	78.38	78.38	78.38	100.94	100.94	100.94
相应时期对应 EPS		0.06			0.08		0.02	0.02	0.01

资料来源：Bloomberg，钢之家，公司资料，长江证券研究部

第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.28 元和 0.32 元，维持“谨慎推荐”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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	75597	98776	104349	108170	货币资金	2252	9878	10435	10939
营业成本	69440	90488	95497	97490	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6157	8288	8852	10680	应收账款	399	541	572	593
% 营业收入	8.1%	8.4%	8.5%	9.9%	存货	11671	15329	16177	16514
营业税金及附加	188	246	259	269	预付账款	57	90	95	97
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	739	988	1043	1082	流动资产合计	16971	29196	30827	31821
% 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	1934	2568	2713	2812	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	长期股权投资	3632	3632	3632	3632
财务费用	851	756	554	219	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.8%	0.5%	0.2%	固定资产合计	55468	51597	47595	43419
资产减值损失	428	0	0	0	无形资产	45	43	41	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	169	0	0	0	递延所得税资产	215	0	0	0
营业利润	2187	3730	4282	6298	其他非流动资产	-25	-25	-25	-25
% 营业收入	2.9%	3.8%	4.1%	5.8%	资产总计	76305	84443	82070	78885
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	16336	14815	8026	0
利润总额	2207	3730	4282	6298	应付款项	16060	20930	22089	22549
% 营业收入	2.9%	3.8%	4.1%	5.8%	预收账款	6468	8495	8974	9303
所得税费用	499	933	1070	1575	应付职工薪酬	221	271	286	292
净利润	1707	2798	3211	4724	应交税费	-172	47	53	74
归属于母公司所有者					其他流动负债	354	469	495	506
的净利润	1704.3	2794.0	3207.0	4717.4	流动负债合计	39267	45026	39923	32722
少数股东损益	3	4	4	6	长期借款	1396	1396	1396	1396
EPS (元/股)	0.17	0.28	0.32	0.47	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	7362	7362	7362	7362
经营活动现金流净额	5729	11709	9824	10838	负债合计	48025	53784	48680	41480
取得投资收益	57	0	0	0	归属于母公司	28196	30571	33297	37307
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	84	88	92	99
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	28280	30659	33389	37405
固定资产投资	-3747	-1388	-1443	-1382	负债及股东权益	76305	84443	82070	78885
其他	92	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3655	-1388	-1443	-1382		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.169	0.277	0.318	0.467
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.60	3.90	4.25	4.76
银行贷款增加 (减少)	-1256	-1521	-6788	-8026	PE	25.82	15.75	13.72	9.33
筹资成本	1650	-1175	-1035	-927	PEG	0.64	0.39	0.34	0.23
其他	-3300	0	0	0	PB	1.21	1.12	1.03	0.92
筹资活动现金流净额	-2907	-2696	-7823	-8953	EV/EBITDA	7.26	5.16	4.18	2.85
现金净流量	-832	7626	557	504	ROE	6.0%	9.1%	9.6%	12.6%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。