

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

11 月出厂价预期内下调，单月业绩环比明显下降

事件描述

武钢股份今日公布 2011 年 11 月主要产品出厂价政策，主要品种的调整明细如下：

一、热轧：1、厚度 $\leq 2.0\text{mm}$ 的 SPHC、Q195、普碳、低合金、优碳产品出厂价格下调 180 元/吨；2、其他厚度组距 SPHC、Q195 产品出厂价格下调 200 元/吨，普碳、优碳、低合金、船板产品出厂价格下调 260 元/吨；3、其他产品价格维持不变；

二、轧板：所有产品出厂价格维持不变；

三、冷轧：冷轧板卷出厂价格普遍下调 150 元/吨；

四、镀锌：热镀锌产品出厂价格下调 200 元/吨；

五、彩涂：所有产品出厂价格下调 200 元/吨；

六、镀锡：1、厚度 $\geq 0.32\text{mm}$ 的产品出厂价格下调 100 元/吨；厚度 $< 0.32\text{mm}$ 的产品出厂价格下调 200 元/吨；2、厚度为 0.29mm 产品与 0.28mm 产品同价；

七、线材：1、82Mn-Qs 出厂价格上调 120 元/吨，焊接钢、钢帘线系列产品出厂价格维持不变；2、优碳钢 35#-80#、冷镦系列、WSWRH82B 出厂价格下调 150 元/吨；3、其他产品出厂价格下调 100 元/吨；

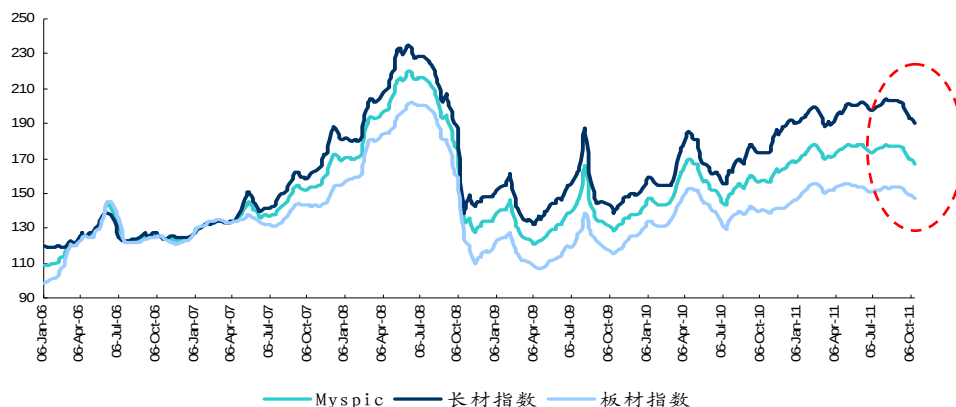
八、取向硅钢：1、低牌号出厂价格下调 400 元/吨；2、中牌号出厂价格下调 500 元/吨，高牌号出厂价格维持不变；3、同牌号冷连退产品基价在硅钢厂产品基础上优惠由 200 元/吨调整为 150 元/吨；

事件评论

第一，近期现货钢价持续下跌，公司下调 11 月主要产品出厂价符合预期

在现货钢价近期出现明显下跌的情况下，公司此次 11 月出厂价调整虽然幅度较大也基本符合预期。实际上由于现货钢价自 8 月下旬即开始下跌，而这一趋势并未在公司 10 月出厂价的调整中充分体现，因此此次出厂价调整存在部分修复前期价差的因素。

图 1：8 月下旬以来国内钢材市场价格持续下跌



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

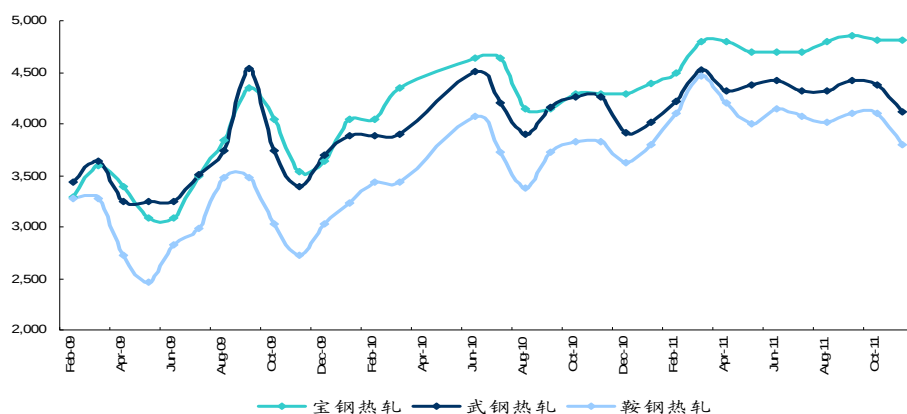
表 1：近期国内市场钢价下跌幅度较大

	本周	上周	周环比	上月度	与上月比	去年同期	与去年同期
综合指数							
综合	166.7	169.9	-1.89%	176.4	-5.49%	157.7	5.69%
长材	189.7	193.9	-2.17%	202.0	-6.09%	174.2	8.89%
扁平	146.7	149.0	-1.49%	153.4	-4.36%	140.6	4.37%
区域指数							
华东	169.5	171.5	-1.17%	176.8	-4.12%	158.7	6.82%
华南	175.0	179.1	-2.26%	184.1	-4.94%	160.7	8.90%
华北	161.7	166.0	-2.56%	173.4	-6.75%	152.5	6.05%
中南	170.1	173.3	-1.86%	179.4	-5.17%	161.1	5.60%
东北	159.9	162.4	-1.53%	168.0	-4.81%	146.8	8.96%
西南	169.5	173.8	-2.47%	180.4	-6.06%	162.3	4.45%
西北	169.3	173.9	-2.65%	182.6	-7.28%	161.3	4.98%
品种指数							
螺纹	182.8	187.5	-2.49%	197.5	-7.43%	170.1	7.47%
线材	193.9	198.5	-2.36%	206.6	-6.19%	179.0	8.30%
中厚	171.1	174.7	-2.05%	179.9	-4.89%	163.9	4.41%
热卷	161.1	164.2	-1.90%	171.3	-5.96%	155.0	3.93%
冷板	126.5	127.5	-0.78%	128.3	-1.37%	124.5	1.62%
镀锌	112.0	113.7	-1.46%	115.1	-2.69%	107.2	4.52%

资料来源：Mysteel，长江证券研究部

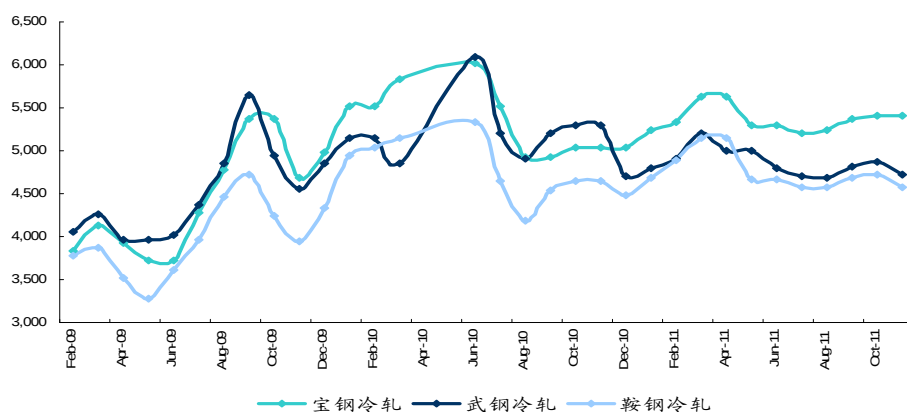
历史上看，三大钢出厂价的调整趋势基本保持一致。虽然此次宝钢对 11 月主流品种出厂价暂时维持不变，但从实际情况看，武钢鞍钢此次价格调整更加贴近市场钢价走势的变化。

图 2：三大钢出厂价热轧品种基本保持一致



资料来源：Mysteel，中钢协，公司资料，长江证券研究部

图 3：三大钢冷轧出厂价调整趋势基本一致

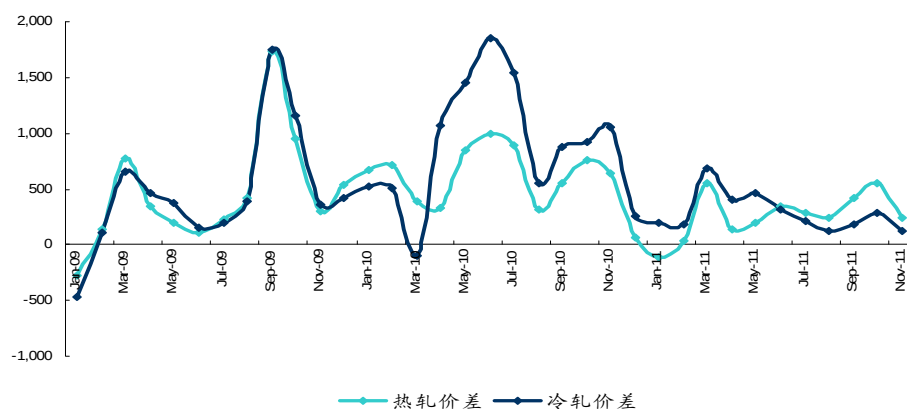


资料来源：Mysteel，中钢协，公司资料，长江证券研究部

第二，热轧、冷轧出厂价与市场价的价差均有所下降，冷轧价差接近历史低位

由于公司出厂价下调，公司出厂价与市场价的价差继续下降，目前均已处于较低的水平。

图 4：公司主要产品出厂价与市场价的价差环比有所下降



资料来源：Bloomberg，Mysteel，长江证券研究部

表 2: 公司主要产品出厂价与市场价的价格差冷轧接近历史低位

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	4,910	203	5,850	5,386	464
Jun-11	5,171	4,828	344	5,604	5,288	317
Jul-11	5,054	4,771	283	5,499	5,280	219
Aug-11	5,054	4,817	238	5,487	5,365	123
Sep-11	5,171	4,753	418	5,628	5,450	178
Oct-11	5,113	4,566	547	5,698	5,406	292
Nov-11	4,809	4,566	243	5,522	5,406	116

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 11 月下调出厂价后, 单月盈利可能下滑至盈亏平衡附近

我们根据现有情况对公司业绩进行简单测算, 主要的假设条件有以下几点:

- ✓ 我们假定公司拥有 2 个月左右的库存周转, 因此暂不考虑 4 季度长协价变动对公司成本可能的影响;

✓ 出厂价的假设参考历次公司出厂价格政策;

✓ 考虑鄂钢公司, 对产量的假定分别为: 9、10、11 三个月份产量为 170 万吨、175 万吨、172 万吨。

经过简单测算, 在 11 月出厂价下调后, 单月业绩可能环比下滑至盈亏平衡附近。当然, 我们的假设仅简单考虑了成本钢价的环比变化, 无法完全模拟现实经营过程中存在的种种变化, 与实际经营数据难免存在一定出入。不过在 11 月出厂价下调后, 单月盈利环比将下滑还是较为确定的事。

表 3: 11 月出厂价调整后, 公司单月业绩可能下滑至盈亏平衡附近

武钢 2011 年盈利预测	2 季度				3 季度		4 季度	
	Apr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Aug-11	Sep-11	Oct-11	Nov-11
产量	168	178	172	172	173	170	175	172
营业收入		298.34		96.90	97.60	97.68	101.78	97.29
营业成本		276.81		90.56	91.38	90.94	94.20	92.13
吨钢收入		5,746		5,646	5,646	5,746	5,816	5,656
吨钢成本		5,331		5,276	5,286	5,350	5,383	5,356
吨钢毛利		415		370	360	397	433	300
净利润		6.18		1.27	1.11	1.72	2.41	0.07
吨钢净利		119		74	64	101	138	4
吨钢费用	296	296	296	300	300	300	300	300
价格增加	-160	30	80	-100	0	100	70	-160
长协矿占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
长协矿上涨幅度	16.3%	16.3%	16.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	0.0%	0.0%
长协价格 (美金)	178	178	178	174	174	174	174	174
长协价格变动带动成本增加				0	0	-23	0	0
河北唐山现货矿均价	1448	1422	1359	1371	1473	1,500	1,462	1,462
现货矿月度环比涨幅	5.29%	-1.80%	-4.45%	0.91%	7.44%	1.80%	-2.53%	0.00%
BDI 均值	1,343	1,352	1,433	1,366	1,387	1,838	1,903	1,903
二级冶金焦价格均值	2,005	2,031	2,020	2,020	2,020	2,050	2,060	2,060
成本增加				-55	10	63	33	-26
估算吨钢净利		119		74	64	101	138	4
主营估算净利润		6.18		1.27	1.11	1.72	2.41	0.07
总股本	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94
相应时期对应 EPS		0.06		0.01	0.01	0.02	0.02	0.00
累计 EPS		0.12		0.13	0.15	0.16	0.19	0.19

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.21 元和 0.28 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	96496	102547	106238	货币资金	2252	9650	10255	10624
营业成本	69440	89208	94184	96153	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6157	7288	8363	10084	应收账款	399	529	562	582
% 营业收入	8.1%	7.6%	8.2%	9.5%	存货	11671	15112	15955	16288
营业税金及附加	188	240	255	264	预付账款	57	89	94	96
% 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	965	1025	1062	流动资产合计	16971	28661	30352	31202
% 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	2509	2666	2762	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	768	586	262	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.8%	0.6%	0.2%	固定资产合计	55468	51575	47556	43363
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	2806	3830	5733	其他非流动资产	-25	-25	-25	-25
% 营业收入	2.9%	2.9%	3.7%	5.4%	资产总计	76305	83885	81556	78210
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	16336	15358	8864	1055
利润总额	2207	2806	3830	5733	应付款项	16060	20634	21785	22240
% 营业收入	2.9%	2.9%	3.7%	5.4%	预收账款	6468	8299	8819	9136
所得税费用	499	701	957	1433	应付职工薪酬	221	267	282	288
净利润	1707	2104	2872	4300	应交税费	-172	38	48	68
归属于母公司所有者					其他流动负债	354	462	488	499
的净利润	1704.3	2101.5	2868.7	4294.2	流动负债合计	39267	45058	40287	33285
少数股东损益	3	3	4	6	长期借款	1396	1396	1396	1396
EPS (元/股)	0.17	0.21	0.28	0.43	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	10824	9541	10447	负债合计	48025	53815	49044	42043
取得投资收益	57	0	0	0	归属于母公司	28196	29982	32421	36071
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	87	91	97
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	28280	30069	32512	36167
固定资产投资	-3747	-1365	-1425	-1362	负债及股东权益	76305	83885	81556	78210
其他	92	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3655	-1365	-1425	-1362		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.169	0.208	0.284	0.425
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.60	3.83	4.14	4.60
银行贷款增加 (减少)	-1256	-978	-6494	-7809	PE	20.26	16.43	12.03	8.04
筹资成本	1650	-1084	-1016	-907	PEG	0.56	0.46	0.33	0.22
其他	-3300	0	0	0	PB	0.95	0.89	0.83	0.74
筹资活动现金流净额	-2907	-2061	-7510	-8715	EV/EBITDA	6.10	4.71	3.50	2.28
现金净流量	-832	7398	605	369	ROE	6.0%	7.0%	8.8%	11.9%

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。