

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

近期生产相对平稳，4 季度业绩压力较大

事件描述

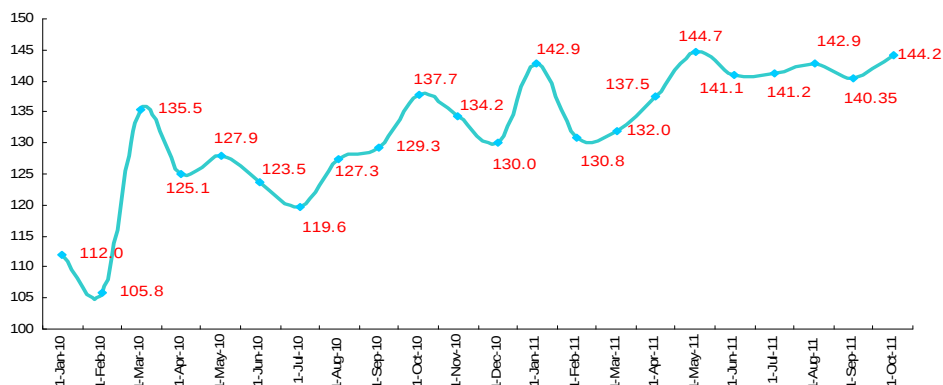
武钢股份跟踪调研报告。

事件评论

第一，近期生产较为稳定：10 月产量小幅增长，11 月鄂钢检修略有增加

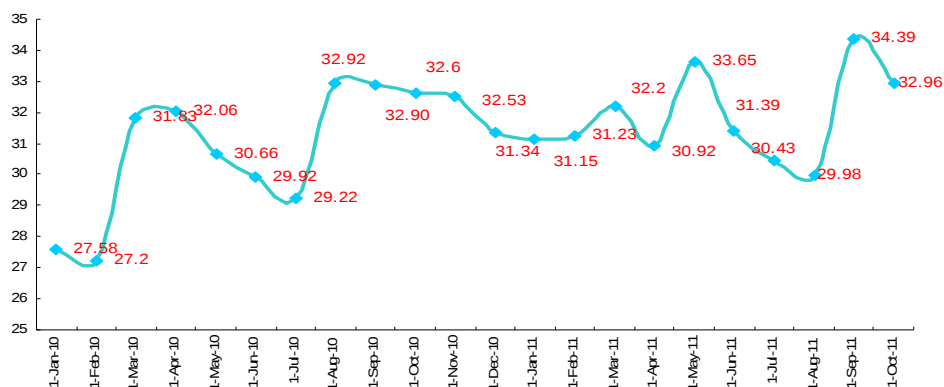
在近期国内市场钢价大幅下跌、行业减产幅度较大的情况下，公司生产仍较为平稳，10 月钢材产量 177.19 万吨，环比 9 月的 174.74 万吨略有上升。11 月鄂钢线棒、中厚、热轧带钢产线检修对产量有一定幅度的影响，但青山本部并无检修，生产依然正常。综合来看，公司 11 月产量仍维持在一定的水平之上，明显下滑的可能性不大。

图 1：10 月青山本部生产平稳，产量环比略有增加



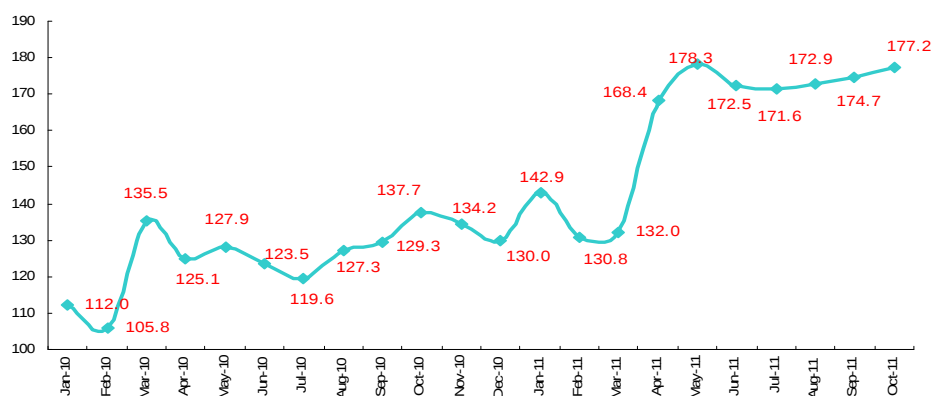
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 2：10 月鄂钢产量环比略有下降，不过依然处于较高水平



资料来源：Mysteel，中钢协，公司资料，长江证券研究部

图 3：近期公司生产较为平稳，10 月产量小幅增加



资料来源：Mysteel，中钢协，公司资料，长江证券研究部

第二，受钢价下跌影响，4 季度业绩压力较大

虽然近期矿价均出现较大幅度下跌，但原材料价格下降反映到产品成本下行需要 1-2 个月的生产周转周期。因此，在出厂价跟随市场钢价大幅下调的情况下，4 季度公司面临较重的盈利压力。

分品种盈利来看，热轧略好转，冷轧与硅钢有所下降：

- 热轧：去年吨钢毛利处于盈亏平衡，今年有所好转，预计全年至少有 5% 的毛利率；
- 冷轧：相比去年，吨钢毛利下降较为明显，目前处于微利状态，预计冷轧综合毛利率不超过 5%。公司汽车板的主要客户包括奇瑞、东风、比亚迪等，而且正在向中高端汽车板用户渗透；
- 硅钢：主要受下游需求下降影响（农村电网改造投资、铁路电气化设备投资下滑），今年硅钢价格有所下滑。其中，取向硅钢全年均价约 1.5 万~2 万，吨毛利 2000 元左右，全年产量约 40 万吨；而无取向硅钢全年均价 6000~7000 元/吨，产量约 160~170 万吨；
- 中厚板：上半年有亏损，不过下半年有所好转，预计全年将实现盈亏平衡；
- 棒材：目前产能超过 50 万吨，品种较多，但也处于微利状态，综合毛利率约为 5%；
- 重轨：由于铁道部订单有所减少且订单价格固定，高企的成本挤压了盈利，因此今年重轨处于亏损状态；

➤ 线材：毛利率大概在 5~10%之间，盈利能力比型材和中厚板要好。

图 4：国内钢价 9 月开始大幅下跌



资料来源：Bloomberg, Mysteel, 长江证券研究部

表 1：公司主要产品出厂价与市场价的价差有所回落

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-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
季度均价	4,976	4,821	155	5,811	5,461	350
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
季度均价	5,113	4,885	228	5,768	5,372	396
季度环比	2.74%	1.32%		-0.74%	-1.63%	
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
季度均价	5,093	4,780	313	5,538	5,365	173
季度环比	-0.38%	-2.14%		-3.99%	-0.13%	
Oct-11	5,113	4,384	729	5,698	5,336	362
Nov-11	4,809	4,258	551	5,522	5,181	341
Dec-11	4,458	4,258	200	5,388	5,181	207
季度均价	4,793	4,300	493	5,536	5,233	303
季度环比	-5.89%	-10.04%		-0.03%	-2.47%	

资料来源：Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

图 5: 国内矿价 10 月开始下跌, 但考虑库存周转, 4 季度成本压力依然较大



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

表 2: 预计 4 季度业绩环比将有所下降, 业绩压力较大

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	Dec-11
产量	168	178	172	172	173	175	177	172	170
营业收入		298.34			259.68		89.86	84.47	79.24
营业成本		276.81			242.29		83.27	78.72	74.88
吨钢收入		5,746			5,001		5,071	4,911	4,661
吨钢成本		5,331			4,666		4,700	4,577	4,405
吨钢毛利		415			335		372	335	256
净利润		6.18			4.13		2.16	1.46	0.11
吨钢净利		119			80		122	85	6
吨钢费用	296	296	296	255	255	255	250	250	250
价格增加	-160	30	80	-100	0	100	70	-160	-250
长协矿占比	50%	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%	-8.3%	-8.3%	-8.3%
长协价格 (美金)	178	178	178	174	174	174	160	160	160
长协价格变动带动成本增加				0	0	-23	0	0	-92
河北唐山现货矿均价	1448	1422	1359	1371	1473	1,500	1,341	1,234	1,197
现货矿月度环比涨幅	5.29%	-1.80%	-4.45%	0.91%	7.44%	1.80%	-10.58%	-8.00%	-3.00%
BDI 均值	1,343	1,352	1,433	1,366	1,387	1,838	2,072	2,000	2,000
二级冶金焦价格均值	2,005	2,031	2,020	2,020	2,020	2,050	2,060	2,030	2,000
成本增加				-55	10	63	33	-123	-172
估算吨钢净利		119			80		122	85	6
主营估算净利润		6.18			4.13		2.16	1.46	0.11
总股本	100.94	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			0.04		0.02	0.01	0.00
累计 EPS		0.12			0.16		0.18	0.20	0.20

资料来源: Bloomberg, 钢之家, 公司资料, 长江证券研究部

第三，鄂钢盈亏平衡，冷轧和中厚板新产线盈利能力较差

目前鄂钢产能 300~400 万吨，其中长材 200 万吨左右，普冷 60 万吨，中厚板 100 万吨；鄂钢目前基本处于盈亏平衡，一方面是汽车、船舶等制造业下游需求疲软；另一方面，冷轧和中厚板生产线为新投产，折旧压力较大。

表 3：鄂钢公司盈利能力低于原股份公司

项目	2010 年上半年	2009 年
营业收入	584,376	907,905
营业成本	580,251	879,439
营业利润	5,066	29,692
利润总额	5,066	30,397
净利润	5,113	23,627
鄂钢公司产量	179.25	273.71
吨钢收入	3,260	3,317
吨钢成本	3,237	3,213
吨钢毛利	23.01	104.00
吨钢净利	28.52	86.32
毛利率	0.71%	3.14%
武钢股份毛利率	9.34%	8.11%
净利率	0.87%	2.60%
武钢股份净利率	2.68%	2.83%

资料来源：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 0.20 元和 0.27 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	96330	101545	103993	货币资金	2252	9633	10155	10399
营业成本	69440	89208	93388	94536	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6157	7122	8158	9457	应收账款	399	528	556	570
% 营业收入	8.1%	7.4%	8.0%	9.1%	存货	11671	15112	15820	16014
营业税金及附加	188	240	252	259	预付账款	57	89	93	94
% 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	963	1015	1040	流动资产合计	16971	28637	30077	30613
% 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	2505	2640	2704	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	771	593	280	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.8%	0.6%	0.3%	固定资产合计	55468	51573	47545	43330
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	2644	3657	5175	其他非流动资产	-25	-25	-25	-25
% 营业收入	2.9%	2.7%	3.6%	5.0%	资产总计	76305	83860	81269	77589
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	16336	15452	9070	1589
利润总额	2207	2644	3657	5175	应付款项	16060	20635	21601	21866
% 营业收入	2.9%	2.7%	3.6%	5.0%	预收账款	6468	8284	8733	8943
所得税费用	499	661	914	1294	应付职工薪酬	221	267	279	283
净利润	1707	1983	2743	3881	应交税费	-172	36	47	62
归属于母公司所有者					其他流动负债	354	462	484	490
的净利润	1704.3	1980.3	2739.0	3876.1	流动负债合计	39267	45136	40213	33234
少数股东损益	3	3	4	5	长期借款	1396	1396	1396	1396
EPS (元/股)	0.17	0.20	0.27	0.38	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	10696	9323	9926	负债合计	48025	53894	48971	41991
取得投资收益	57	0	0	0	归属于母公司	28196	29879	32207	35502
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	96
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	28280	29966	32298	35598
固定资产投资	-3747	-1363	-1415	-1340	负债及股东权益	76305	83860	81269	77589
其他	92	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3655	-1363	-1415	-1340		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.169	0.196	0.271	0.384
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.60	3.81	4.11	4.53
银行贷款增加 (减少)	-1256	-883	-6383	-7480	PE	19.96	17.18	12.42	8.78
筹资成本	1650	-1068	-1004	-861	PEG	0.63	0.55	0.39	0.28
其他	-3300	0	0	0	PB	0.94	0.88	0.82	0.74
筹资活动现金流净额	-2907	-1951	-7386	-8341	EV/EBITDA	6.04	4.75	3.54	2.42
现金净流量	-832	7381	522	245	ROE	6.0%	6.6%	8.5%	10.9%

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。