

钢铁

武钢股份 (600005)

买入

业绩重回增长轨道，未来五年产量增长超过 50%

维持评级

2006 年 11 月 21 日

市场数据：2006 年 11 月 20 日

收盘价 (元)	3.81
一年内最高/最低 (元)	3.85/2.42
上证指数/深证成指	2017/5178
市净率	1.45
息率% (分红/股价)	7.87%
流通市值 (万元)	902970

注：“息率”以最近一年已公布分红计算
基础数据：2006 年 9 月 30 日

每股净资产 (元)	2.62
资产负债率%	46.93
总股本/流通 A 股 (万 股)	783800/237000
流通 B 股/H 股 (万股)	0/0

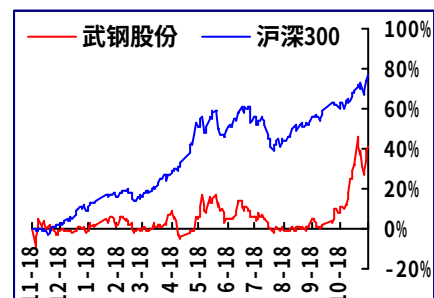
相关研究：

《600005 武钢股份 06 年中报点评》

2006 年 07 月

《600005 武钢股份 05 年报、06 年 1 季报点评》

2006 年 4 月



分析师

朱立斌

(8621) 63295888×418

zhulibin@sw108.com

联系人

戴卉卉

(8621) 63295888×410

daihuihui@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

公司研究/调研报告

单位：百万元、元、%、倍

	主营业务 收入	增长率	净利润	增长率	每股收 益	主营业务 利润率	净资产 收益率	市盈 率
2004A	24148	254.76	3204	462.76	0.409	22.6	18.41	9
2005A	40746	68.73	4825	50.61	0.616	19.8	23.80	6
2006E	40079	-1.64	3505	-27.36	0.45	15.71	16.09	8.47
2007E	42936	7.13	4889	39.49	0.62	19.81	20.99	6.15
2008E	52696	22.73	5358	9.59	0.68	17.81	22.60	5.60

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

●产品价格稳定导致业绩稳步上升。公司三季度产品 10%左右价格上调导致毛利率明显上升，年度累计毛利率呈逐季上升趋势。

●07 年新资产逐步产生效益。07 年随着新生产线逐步顺产，生产设备运行情况将有较大改善，产量放大后规模效应将降低单位产品固定成本的分摊，扭转 06 年的低迷，07 年冷轧产品毛利率出现大幅上升。

●08 年将是武钢又一个跨越年度，2010 年公司产量超过 1500 万吨。万能轧机、三热轧、CSP 生产线、轧板厂的投产将使钢材总量将从 06、07 年的 1000 万吨上升到 08 年的 1312 万吨，同比增加 30%。并且随着二冷轧、二硅钢进一步顺行，公司深加工产品的比重将继续提高。2010 年公司产量则超过 1500 万吨

●高端产品优势开始显现。公司致力成为国内高端钢铁产品的生产基地。“双高”产品比例逐月提升，2006 年上半年“双高”比累计为 74.80%。公司将继续保持硅钢特别是取向硅钢国内市场的垄断地位。

●未来钢铁行业经营环境好转。预期未来两年产需从过剩回复到平衡，未来铁矿石价格有下降趋势。即使 07 年铁矿石上涨 10%，也只影响其毛利率 2.5%左右。

●业绩大幅回升，维持 06 年 7 月以来的“买入”评级。钢价回暖、取向硅钢投产导致 07 年业绩将大幅回升，增长幅度达 37%。08 年随着产量的增长业绩继续保持 18%水平的增长。武钢估值低于行业的最低端。我们认为公司拥有国内垄断的取向硅钢的生产能力，至少给予行业内的平均的估值，06 年 9 倍、07 年 8 倍的市盈率较为合理。维持 06 年 7 月以来的“买入”评级。

1 产品价格稳定导致业绩稳步回升

公司三季度产品 10%左右的价格上调导致公司三季度毛利率明显上升。

公司四季度产品价格基本持平。普通钢材如轧板、热轧、冷轧价格平均销售价格有所下浮，高端产品取向硅钢和无取向硅钢继续上调，平均毛利率与三季度基本持平。但年度累计毛利率水平由于第一季度的低水平呈逐季上升的趋势。

表 1 武钢股份 2005 年出厂价变化 单位：元/吨

	轧板	热轧	冷轧	镀锌	镀锡	无取向硅钢	取向硅钢	型材	线材
2005 年 1 月	200	200	200	100	400	100	1000	80	220
2005 年 2 月	0	80	200	150	0	200	3000	0	0
2005 年 3 月	150	200	300	300	200	200	3500	0	-100
2005 年 4 月	120	100	260	200	100	400	1000	100	0
2005 年 5 月	200	120	200	150	200	400	800	50	100
2005 年 6 月	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2005 年 7 月	-200	-300	-300	-300	200	200	0	-100	-200
2005 年 8 月	-300	-600	-700	-500	-200	-600	0	-150	-350
2005 年 9 月	-300	0	0	-400	0	-600	2000	0	80
2005 年 10 月	-180	0	0	0	0	0	0	50	50
2005 年 11 月	-450	-400	-450	-250	-200	-400	0	0	0
2005 年 12 月	0	0	0	0	0	0	1000	0	0
2006 年 1 月	-600	-500	-1020	-1020	-660	-120	460	-180	-140
2006 年 2 月	0	0	0	-100	0	-450	0	0	0
2006 年 3 月	350	300	230	120	-350	0	0	-50	80
2006 年 4 月	300	640	750	650	0	0	0	50	100
2006 年 5 月	480	0	0	0	0	0	0	0	50
2006 年 6 月	0	100	200	0	0	0	500	100	100
2006 年 7 月	200	150	100	350	0	0	0	70	150
2006 年 8 月	600	200	200	0	0	0	0	80	0
2006 年 9 月	300	300	-100	150	350	0	0	0	-170
2006 年 10 月	-600	-500	-200	0	0	100	500	0	0
2006 年 11 月	200	250	-100	0	0	0	0	0	0
2006 年 12 月	100	100	0	0	0	200	0	0	0

资料来源：申银万国证券研究所

表 2 公司产品主营业务利润率变化 单位：%

分行业或分产品	2004	2005	20061Q	20061H	20063Q	2006E
钢铁产品	22.63	19.78	5.26	12.2	19.77	20
分产品						
热轧产品	24.38	16.25	-4.86	5.42	18.10	19
冷轧产品	21.38	21.75	-2.05	5.57	5.40	5.8

硅钢产品	25.92	43.38	34.75	38.07	49.02	50
型材产品	5.91	-1.92		-0.16		-1
线材产品	14.02	7.21		4.13		5
轧板产品	29.4	19.43		11.92		15
棒材产品	9.7	-3.51		-2.98		-1

资料来源：公司资料、申银万国证券研究所

2 07 年新建资产逐步产生效益

07 年将是公司新资产产生效益的一年。2006 年下半年新投产的二冷轧、二硅钢、一条镀锌线整体处于调试阶段，废品率高，前三季度冷轧产品毛利率从 2005 年的 21.75% 下降到 5.4%，冷轧产品占全部销售毛利占比相对 05 年下降了 10.98 个百分点。07 年则随着新生产线逐步投产，生产设备运行情况将有较大改善，产量放大后规模效应将降低单位产品固定成本的分摊，07 年冷轧毛利率将大幅上升。

表 3 武钢部分新投产生产线投产情况

新投产线	设计能力	2006 年预期	1-9 月产量
二冷轧	230	131	37.62
二硅钢	46	37	23.09

资料来源：公司资料、申银万国证券研究所

表 4 各大类产品占全部销售毛利的比率变化

	2005 年	2006 年 1-9 月份	占比变化
热轧材	40.11%	34.54%	下降 5.57 个百分点
冷轧材	15.99%	5.01%	下降 10.98 个百分点
硅钢材	33.92%	58.30%	上升 24.38 个百分点

资料来源：公司资料

3 08 年将是武钢又一个跨越年度

08 年将是武钢股份产量大幅增长的时期。105 万吨的万能轧机将在 08 年投产，预计新增 45 万吨重轨；产能为 280 万吨的三热轧 07 年下半年投产后 08 年将新增 150 万吨产量；产能为 266 万吨的 CSP 生产线将新增 120 万吨的产量；改造后的轧板厂也将新增 30 万吨的产量，钢材总量将从 06、07 年的 1000 万吨上升到 1412 万吨，同比增加 40%。并且随着二冷轧、二硅钢进一步顺行，公司深加工产品的比重将继续提高。

表 5 主要产品产量预测

单位：万吨

	2003 年	2004 年	2005 年	2006	2007	2008
钢材		835	941	974	982	1312
厚板厂	69	72	71	70	70	100
热轧板（包括重复材）	438	600	700	782	790	1090
一热轧	340	330	330	330	280	330
二热轧	98	270	370	452	480	480
三热轧					30	180
CSP						100
冷轧板厂						
一冷轧	102	130	118	150	163	163
二冷轧				130	215	230
三冷轧						20
镀锌板	13	25	25	25	75	75
彩涂板	6	6.4	6.4	6.4	17	17
镀锡板	4	4	4	4	4	4
取向硅钢片	12	12	13	20	28	28
无取向硅钢片	28	33	43	96	116	116
线材厂	71	74	70	52	52	52
棒材厂	38	32	40	10	10	0
型材厂	64	57	60	60	60	70
重轨						45

资料来源：公司资料、申银万国证券研究所

4 公司高端产品优势开始显现

公司致力成为国内高端钢铁产品的生产基地。“双高”产品比例逐月提升，2006 年上半年“双高”比累计为 74.80%。公司保持了硅钢特别是取向硅钢国内市场的垄断地位。06 年上半年汽车用钢累计协议订货量 53.94 万吨，其中轿车板合同量超过 10 万吨；组织工程用钢合同 115.01 万吨，创历史同期最好水平；管线钢中标西南管线、浙江和深圳天然气管线、厄瓜多尔管线等工程，累计订货 32.91 万吨。建筑钢相继承接了奥运工程、北京国贸、拉萨火车站、中央电视台新台址、广州新电视塔等重点工程；与国内最大的集装箱用钢用户——中集、胜狮确立了战略伙伴关系，上半年集装箱用钢订货量达到 28.2 万吨，同比增加 200%，使公司一举跻身国内集装箱用钢供应第一集团；实现高强度罐板订货 1.6 万吨，超过去年全年水平。

5 十一五规划——超过 1500 万吨的大型钢厂

公司将发行可分离交易转债募集资金不超过人民币 800,000 万元用于静态总投资约 140.30 亿元的十一五规划项目——三硅钢、三冷轧、转炉—薄板坯连铸连轧、高速重轨万能轧机项目，使公司到 2010 年末，形成超过 1500 万吨生产能力的大型钢厂。其中：

三硅钢工程项目：设计生产规模为 20 万吨/年，其中：高牌号取向硅钢 8 万吨/年，普通取向硅钢 4 万吨/年，高牌号无取向硅钢 8 万吨/年。项目投产后，公司冷轧硅钢产品产能将达到 162 万吨，其中取向硅钢 40 万吨，成为全球最具竞争力的冷轧硅钢片生产基地。

三冷轧工程项目：设计生产规模为 110.50 万吨/年，产品以电镀锡板和高档家电用冷轧板为主。

转炉—薄板坯连铸连轧项目：设计生产规模为热轧薄板卷 266 万吨/年。项目建成后，公司将拥有为冷轧硅钢等钢材提供大量低成本、高质量热轧薄板卷的能力。

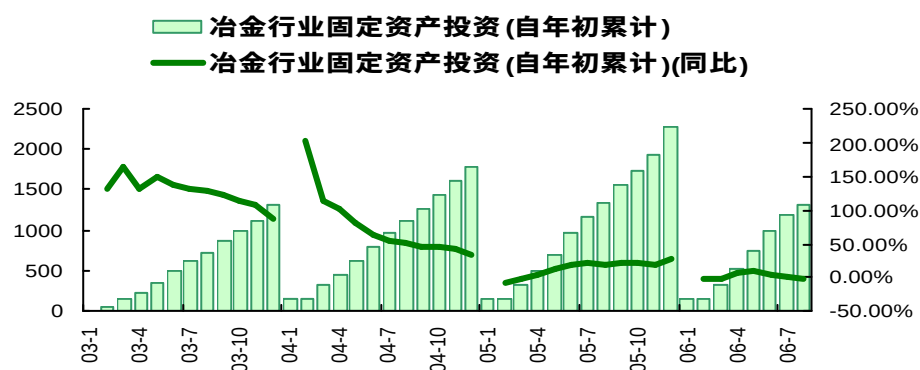
高速重轨万能轧机项目：设计生产规模为 105.00 万吨/年，主要生产高速重轨及 H 型钢。

6 未来钢铁行业经营环境好转

6.1 预期未来两年产需从过剩回复到平衡

一方面 05 年钢价下跌，06 年低位盘整使得市场对钢铁投资热情减退，投资增速下降。另一方面，国家从项目审核、土地、环评等环节层层把关，严格控制钢铁工业新建投资，预期未来两年产需从过剩回复到平衡。

图 1：冶金行业固定资产投资同比呈负增长



资料来源：钢铁协会，申银万国证券研究所

图 2：热轧板卷 2007 年需求增长超过产量增长

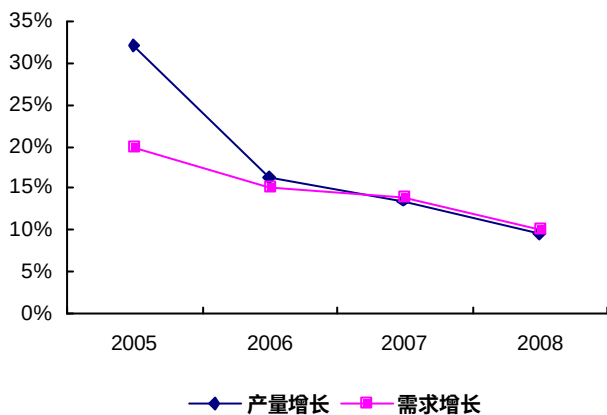
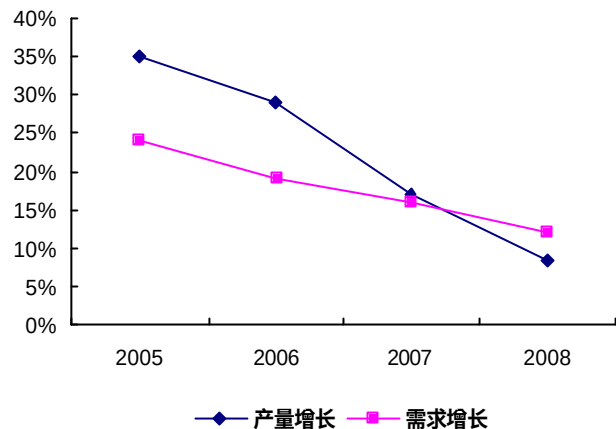


图 3：冷轧板卷 2007 年需求增长与产量增长差距显著减小



资料来源：钢铁协会，申银万国证券研究所

6.2 未来铁矿石价格有下降趋势

市场关注的铁矿石价格 07 年谈判即将开始，我们预计基本持平，08 年有下跌空间。进口铁矿石数量和增幅呈下降态势，今年前 8 个月，中国进口铁矿石 2.2 亿吨，虽同比增长 24.5%，但增幅同比回落近 7 个百分点；进口矿综合平均到岸价呈下降态势。同时，国产矿供应量大幅增加，今年 1 月至 8 月，中国大中型矿山生产铁矿石 3.5 亿多吨，同比增长 36%。而今年前 9 月我国粗钢产量同比增长 18%，低于矿石供应的增长速度。武钢产品档次高，铁矿石占其成本只有 25% 左右，即使 07 年铁矿石上涨 10%，影响其毛利率只有 2.5% 左右。

7 现股东优先认购分离交易可转债而受益

公司将发行分离交易可转债募集资金不超过人民币 800,000 万元用于三硅钢、三冷轧、转炉—薄板坯连铸连轧、高速重轨万能轧机项目，即不超过 8,000 万张债券，每张债券可获得公司派发的不超过 19 份认股权证，即权证总量不超过 15.2 亿份。权证存续期为自认股权证上市之日起 24 个月，行权期是认股权证存续期最后五个交易日。

虽然认股权证的行权将摊薄每股收益，但现股东可以优先认购本次发行的分离交易可转债不超过本次发行总规模 50% 的比例，并以不低于《募集说明书》日前 20 日均价的 120%，前 1 交易日的均价进行行权。在权证将充分体现时间价值的情况下，将使现股东拥有优先认购可分离交易可转债而受益。

8 估值讨论与投资建议

武钢股份 06 年为其业绩底部，钢价回暖、取向硅钢投产导致 07 年业绩将大幅回升，增长幅度达 37%。08 年随着产量的增长业绩继续保持 18%水平的增长。

表 6：公司主营利润预测（按产品分类）

单位：万元

项 目	2006 年		2007 年		2008 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
轧板	37123.58	5.72%	38979.75	4.47%	54571.66	5.66%
热轧	182808.8	28.15%	124385.8	14.28%	207963.4	21.57%
冷轧	67327.52	10.37%	188447.1	21.63%	202375.9	20.99%
硅钢	355164.7	54.70%	512532.4	58.84%	492290.4	51.06%
型线	6925.176	1.07%	6717.421	0.77%	7025.704	0.73%
合 计	649349.8	100.00%	871062.4	100.00%	964227.1	100.00%

资料来源：公司年报，申银万国证券研究所

表 7 盈利预测

单位：百万元、元

项目	03 年报	04 年报	05 年报	06F	07F	08F
主营业务收入	6807	24148	40746	40079	42936	52696
主营业务成本	5768	18548	32489	33586	34220	43053
主营业务税金及附加	30	137	198	195	209	256
主营业务利润	1009	5463	8059	6298	8507	9387
其它业务利润	0	37	-8	-6	-7	-10
营业费用	16	139	290	300	400	450
管理费用	96	447	793	750	750	850
财务费用	-6	134	-199	50	130	170
营业利润	903	4781	7167	5192	7220	7907
投资收益	12	9	11	0	0	0
补贴收入	0	0	0	0	0	0
营业外收入	0	4	2	2	2	2
营业外支出	46	71	114	60	60	60
利润总额	868	4722	7067	5134	7162	7849
所得税	299	1518	2242	1629	2272	2490
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
净利润	569	3204	4825	3505	4889	5358
每股收益	0.227	0.409	0.616	0.45	0.62	0.68

从下表我们可以看出，武钢与国内钢铁行业上市公司比较，相对估值低于行业的最低端。我们认为公司拥有国内垄断的取向硅钢的生产能力，能够相对其他

钢铁公司更能分享我国电力设备行业的高增长，并且其盈利能力更加稳定。应该给予行业内的相对较高的估值，06 年 9 倍、07 年 8 倍的市盈率更为合理。

综合以上分析，我们认为武钢在 2007 年将踏上了新的起点，取向硅钢项目和十一五规划项目在 07、08 年全面正常投产后为公司带来丰厚的利润；并且随着产量的增长，公司业绩将继续稳步快速增长。

根据我们的业绩预测，公司 06、07、08 三年的每股收益分别为 0.45、0.62 和 0.68 元，考虑到公司的快速增长，未能体现取向硅钢第一的定位和十一五规划产量增长的预期，维持 06 年 7 月以来的“买入”评级。

表 8 宝钢股份与钢铁公司相对估值比较

公司名称	2006-11-20 股价	05EPS	06EPS(F)	07EPS(F)	08EPS(F)	04PE	05PE	06PE	07PE
宝钢股份	6.39	0.72	0.75	0.85	1.02	8.52	8.88	8.52	7.52
马钢股份	3.17	0.44	0.36	0.40	0.51	5.76	7.19	8.81	7.93
鞍钢股份	8.01	0.70	1.18	1.30	1.40	13.35	11.41	6.79	6.16
新 钢 钒	3.51	0.48	0.33	0.40	0.44	5.57	7.31	10.53	8.78
韶钢松山	3.13	0.10	0.35	0.40	0.43	2.77	30.81	8.94	7.83
太钢不锈	8.42	0.60	0.78	1.04	1.17	10.79	14.01	10.79	8.10
华菱管线	3.77	0.27	0.39	0.43	0.48	6.61	14.19	9.67	8.77
济南钢铁	6.34	0.88	0.86	0.96	1.04	7.37	7.20	7.37	6.60
杭钢股份	3.82	0.33	0.34	0.36	0.40	3.67	11.58	11.24	10.61
唐钢股份	4.42	0.50	0.68	0.74	0.75	6.50	8.84	6.50	5.97
邯郸钢铁	3.76	0.40	0.34	0.36	0.40	6.11	9.40	11.06	10.44
安阳钢铁	2.35	0.22	0.29	0.32	0.35	6.53	10.93	8.10	7.34
南钢股份	3.58	0.44	0.40	0.45	0.49	5.19	8.17	8.95	7.96
酒钢宏兴	4.04	0.70	0.52	0.60	0.65	3.85	5.77	7.77	6.73
承德钒钛	4.19	0.25	0.35	0.43	0.48	11.64	16.76	11.97	9.74
平均	4.59	0.47	0.53	0.60	0.67	6.95	11.50	9.13	8.03
武钢股份	3.51	0.62	0.45	0.62	0.68	8.56	5.70	7.80	5.66

资料来源：公司年报，申银万国证券研究所

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券的涨跌幅相对同期市场背景指数的涨跌幅为基准，标准定义如下：

- 买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；
增持（outperform）：相对强于市场表现 5%~20%；
中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持（underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业与同期市场背景指数的涨跌幅比较为基准，标准定义如下：

- 看好（overweight）：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用基准指数： 沪深 300 指数

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，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“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。