

量增质优，恒强恒精

——武钢股份投资概要

□国证券研究所 周涛

武钢是新中国成立后兴建的第一个特大型钢铁联合企业,于1955年开始建设,1958年9月13日正式投产,属中央和国务院国资委直管的国有重要骨干企业。

回顾过去:在近50年的建设与发展过程中,武钢为中国国民经济和现代化建设做出了重要贡献,成为中国重要的板材生产基地,是国内唯一一家取向硅钢生产商。

展望未来:随着一冷、一硅的不断扩产,二冷、二硅的逐步达产,三冷、三硅的未来投产,公司在不断提高产品档次的同时,将继续保持国内龙头地位。

一、量增质优:产量持续增长、产品结构持续优化,获取超额

回报

我们对钢铁行业的基本观点:国内钢铁行业整体供需动态平衡,在经历2006年的产能快速释放高峰后,2007年需求继续保持平稳,而产能增速下滑趋势明显,以我们提出的供需曲线趋势对比分析来看,2007年及以后的供需形势会明显好于2006年。至于具体产能的测算,我们首次提出以钢材价格最高时对应的日产量来测算实际可利用产能,以此方法测算,2007年初的粗钢资源可供量在4.6~4.7亿吨左右,相对2006年的4.19亿吨的粗钢产量,增量只有4000~5000万吨。

所以在未来行业“供需趋稳、价格趋好”的背景下,钢铁企业依靠“产量增加”+“结构改善”将

获取超出行业平均的盈利回报。而武钢股份正是产量增加与结构改善的完美典范。

量增:作为国内的三大钢铁企业龙头之一,在三冷轧、三硅钢、高速重轨、转炉CSP等项目逐步投产后,股份的钢产能将从2006年的1000万吨增加到2010年的1800万吨。其增量在国内大型钢铁企业中遥遥领先。

预计武钢股份2006~2010年钢产量年均增幅会保持在100万吨以上。同时我们对于产量的增长需要区分大产量与小产量,虽然2007年的大产量增量并不明显,但在二硅钢投产后,2006年取向硅钢的产量20万吨,2007~2008年分别为26万吨、29万吨,这就是小产量的增加,

并且取向硅钢吨盈利粗略估算在1.5万元以上,对公司的利润贡献占比应不低于50%,其产量增加30%,利润贡献十分明显。所以说,无论是整体而言的大产量,还是就核心产品的小产量,未来均存在较大且持续的增长,从而使公司未来保持长期稳定甚至高速增长的增长趋势。

质优:即产品结构的改善与质量优化。我们认为这是未来企业竞争的关键,在没有太多产能可以发挥的时候,只有依靠提高产品的档次来提升盈利水平。武钢的取向硅钢和高牌号的无取向硅钢在国内市场具备较强的竞争能力,这就是产品结构的不同导致的高盈利能力体现。随着公司的冷轧及硅钢产品的增加,公司

的冷轧比(含硅钢)将由当前的22%提高到2010年的43%以上,其直接对应的就是产品毛利率的大幅度提升。而新的CSP系统主要是生产中低牌号的冷轧硅钢及热轧薄板,起到“以热代冷”的效果,至于高速重轨万吨轧机项目也是高附加值的产品,主要提供满足300公里以上时速的高速重轨,大大改善当前型材的盈利能力。

结论:我们认为:公司是“产量增加”与“产品结构改善”的完美结合,粗略估计未来5年利润将保持25%以上的复合增长。

二、恒强恒精:强者恒强、精益求精,公司将提供更多精品钢材

硅钢产品是钢铁中的工艺

品,公司是国内唯一一家取向硅钢生产商,将在未来几年继续引领国内市场。

同时本次可分离转债及所附认股权证募集资金的四个项目将为公司提供结构优化与精品钢材的持续来源,未来市场前景乐观。其中三硅钢项目的产品全部定位取向与高牌号无取向硅钢,可以替代当前国内的进口产品,届时公司将成为全球最具竞争力的冷轧硅钢片生产基地;三冷轧项目的产品定位电镀锌板与高档家电用冷轧板,我们认为国内家电、汽车等领域的冷轧板将保持较长时间的旺盛需求;而公司投资的薄板坯连铸连轧线是90年代世界钢铁工业的一项重大新技术,以投资省、质量高、能耗少、效率高

而得到快速发展;最后,公司的高速重轨万吨轧机主要生产高速重轨与H型钢,正好满足国家铁道部《中长期铁路网规划》对重轨的快速增长需求,并且公司将作为国内最具竞争力的高速钢轨生产企业之一。

所以说这些项目均符合钢铁行业结构升级的大趋势,也将为公司发展提供新动力。

三、稳定持续的成长趋势,维持对公司长期看好观点

我们认为:武钢股份随着生产线的逐步投产与提升,依托长期的技术累积,在打造硅钢与轿车板等精品钢材的同时,依靠“产量增加”与“产品结构改变”的双重驱动,将保持长期稳定增长。维持对公司的长期看好观点不变。

精益求精 强者恒强

□国证券研究所 郑东

一、公司在行业中的地位日益显著

众所周知,武钢股份是我国钢铁行业重要的板材生产基地。目前公司产品产量占到总产量的80%以上。随着公司新项目的陆续投产和达产,高端产品的比重将进一步增加。武钢股份生产的中厚调质处理板、热轧板卷、冷轧板卷、镀锌板、镀锡板、冷轧硅钢片、钢帘线、钢绞线、预应力钢丝等都是国内短缺的产品,其中取向硅钢、高牌号无取向硅钢、高强度桥梁钢、高性能耐火耐候钢、高性能压力容器板等是国内独家生产。武钢股份在“九五”、“十五”期间围绕汽车板和硅钢片的生产,先后建设了三炼钢、二热轧、二冷轧和硅钢改扩建等一大批重点工程,使武钢具备100%覆盖汽车面板的条件和继续保持硅钢片在国内的领先优势。武钢大部分主体生产厂的工艺技术装备达到了世界先进水平,尤其是已建成的二热轧和刚投产的二冷轧都是代表当今世界最高装备水平的生产线,三个炼钢厂均有了先进完备的铁水预处理和钢水炉外精炼设施,实现了“铁水预处理—转炉—精炼—连铸”的先进生产工艺,有利于扩大品种,提高产品质量。

二、公司在冷轧硅钢片产品具有绝对垄断地位

冷轧硅钢片被称为钢铁产品中的工艺品。它在变压器、电动机、发电机、电焊机及家用电器乃至国防建设中具有举足轻重的地位。从1990年开始,武钢投资30多亿元,对硅钢厂进行了扩建改造,并从日本引进新的生产专利,使武钢所生产的一般取向硅钢、HiB钢和无取向硅钢高牌号达到了更高水平,经过2004年实施的一硅钢厂改造和2005年建成的二硅钢厂生产线,使硅钢片的总生产能力达到108万吨,其中:取向硅钢为20万吨。2006年硅钢片能力将逐渐释放,预计生产硅钢片95万吨,同比增产55万吨产量,同比增长50%。其中:增产取向硅钢片5万吨,达到18万吨左右。目前已成为世界单产量最大的冷轧硅钢片生产企业,并拥有绝对垄断技术优势。更具有价格话语权,由于电工钢的需求量大体上与发电量成正比,到2010年我国发电装机容量年均增长率为6.5%,加之我国电网设备严重老化,对农村、城市电网进行改造,需要大量高质量的变压器,为此,我国电工钢需求量将持续增加,由于武钢股份是目前国内唯一的取向硅钢生产商,国内的产量仅能满足国内需求的50%,还需要大量进口,因此,取向硅钢价格下跌空间也有限。目前普通的无取向硅钢片价格已与冷轧板接近,是近年来该产品价格的最低点,无取向硅钢的盈利能力也与冷轧板相当,毛利率仍达17%左右。取向硅钢片将持续供不应求,未来价格将继续稳步攀升,目前公司的取向硅钢片的毛利率已达70%。

三、公司的发展继续坚持高端路线——精益求精

武钢股份“十一五”钢铁发展规划的目标是:坚持以市场为导向,加速技术改造,增加品种,改进质量,降低消耗,加强环保,提高经济效益,形成年产钢1600万吨以上的综合生产能力,

把武钢股份建成世界一流的钢铁企业,成为我国汽车板的主要生产基地和全球最具竞争力的冷轧硅钢片生产基地。此外,随着国家铁路建设日趋发展的前景,公司也将投资建设铁道用重轨和H型钢生产线,这将为公司未来新的利润增长点。

公司近期发行可分离转债拟投资项目将继续把产品结构做精做强。公司将于2007年一季度发行可分离转债,主要的项目包括:三硅钢工程项目,设计生产规模20万吨/年,其中取向硅钢12万吨。此项目建成后公司取向硅钢产能将达到40万吨,成为全球第一;三冷轧工程项目:设计规模110.5万吨/年,产品以电镀锌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,项目建成后将为冷轧硅钢片提供大量低成本高质量的冷轧薄板卷。高速重轨万吨轧机项目:设计生产规模为105万吨/年,主要生产高速重轨和H型钢。公司的高端路线将使公司精益求精,强者恒强。

四、2007年业绩预计同比增长50%以上

公司2006年12月和2007年1月份已连续上调主要钢材产品的出厂价格,表明公司对未来钢材需求充满信心。2月2日,武钢股份出台了3月份钢材出厂价格,其中取向硅钢产品上调200元/吨,无取向硅钢产品上调400元/吨,热轧产品上调400元/吨,冷轧板材上调120元/吨,型材所有品种(不含重轨)上调80元/吨。根据公司的生产状况,2007年公司钢材产量预计达到1041万吨,同比增长60万吨。2007年公司新投产项目产能将进一步发挥,硅钢片(取向硅钢和无取向硅钢)和汽车家电用冷轧板等高附加值产品产量将大幅增长。其中,二硅钢进一步提高达产率,增产9万吨取向硅钢片和24万吨无取向硅钢片,冷轧硅钢片总产量达到127万吨;二冷轧产量和成材率将大幅度增加,2007年随着二冷轧的逐步达产,增加110万吨的冷轧产品。综上预计全年净利润可达58亿元左右,每股收益为0.74元,同比增长50%以上。根据公司1季度的价格水平测算,2007年一季度每股收益将实现0.20元左右。

五、股价仍存在较大程度的低估,具有较大的上升空间

未来的企业发展蓝图已非常清晰地摆在我们面前,可以说武钢股份已经或即将进入收获的季节。近期二级市场该股的强势特征已明显表示了投资者的信心。预计2007年钢铁行业的市场环境日趋改善,国民经济继续保持良好发展态势,钢材价格继续稳中有所上升,取向硅钢的盈利能力强,产品结构以高端为主,近两年公司的规模扩张,品种结构进一步得到优化,高档产品比例进一步提升,因而仍具有良好的盈利预期。公司未来的业绩成长性将支撑武钢股份股价的稳步上升。鉴于武钢股份良好的成长预期,其市盈率应高于平均水平,合理市盈率应在12~15倍之间,目前动态市盈率低于10倍,价值被严重低估。按其合理估值测算,该股价应在12元左右,具有较大的上升空间。目前钢铁板块的市场化调整,正是介入的极好时机。

(上接封一)

目前我国钢轨年生产能力为160万吨左右,以生产50kg/m、60kg/m重轨为主,不能满足铁路事业日益发展的需要。在发达国家的钢结构用钢总量中,H型钢占到50%至60%左右,而我国钢结构用钢总量中H型钢仅占不到10%。随着钢结构设计的广泛应用,设计生产规模20万吨/年,其中取向硅钢12万吨。此项目建成后公司取向硅钢产能将达到40万吨,成为全球第一;三冷轧工程项目:设计规模110.5万吨/年,产品以电镀锌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,项目建成后将为冷轧硅钢片提供大量低成本高质量的冷轧薄板卷。高速重轨万吨轧机项目:设计生产规模为105万吨/年,主要生产高速重轨和H型钢。公司的高端路线将使公司精益求精,强者恒强。

综上所述,武钢投资的四个项目既是武钢增强企业竞争力的需要,也符合钢铁行业坚持科学发展观,落实钢铁产业发展政策,推动结构调整的方向。

笔者:今后几年,我国国民经济对钢铁产品的需求是个什么样的状况?供大于求的现象是否客观存在?

罗冰生:2006年,我国国内生产总值为20.94万亿元,人均GDP2000美元,人均年钢消费量307千克,人均钢积蓄量在2.70吨左右。根据美国、日本等发达国家的历史经验,钢铁消费达到饱和要具备三个条件:一是基本实现工业化;二是人均国内生产总值达到3,500至6,000美元;三是第三产业的比重一般超过60%;从另一方面评估,国家钢铁消费量达到饱和和一般满足人均年钢消费量在350至500千克,人均钢积蓄量接近10吨。

随着我国工业化、城镇化进程的加快,居民消费结构的升级,国内市场对钢铁的需求持续增长,钢铁行业在未来可预见时期内仍将保持较快发展。国内庞大的市场需求是我国钢铁工业持续发展的基础。虽然上海、北京等部分地区的钢材消费量已经达到较高的水平,但是在其它地区,钢材消费量依然很低,发展空间很大。

国民经济的又好又快发展决定了我国钢材消费将适度稳定增长。现阶段,拉动我国钢材消费的主要动力来源于固定资产投资和居民消费两个方面。固定资产投资方面,我国正处在重工业化时期,绝大部分的基础建设、设备投资等都需要钢铁,只要工业化进程没有结束,固定资产投资将适度稳定增长;二是居民消费方面,随着居民生活水平的日益提高,国内轿车、高档家电、住宅等产品的需求不断增加,从而对相关钢铁产品的需求也将不断扩大。从我国国民经济的发展来看,保持国民经济又好又快发展是主基调,决定了对钢材需求仍将保持适度稳定增长。

笔者:我们注意到,一直以

来,您对行业落后产能淘汰的问题十分关注,在参加政协会议期间,您也强烈地表达了结合节能减排,下大力气淘汰落后产能的问题。

罗冰生:从总量来看,钢铁行业是我国能源消耗污染排放的“大户”,这是钢铁工业留给很多人的印象。从行业自身来讲,优化结构,转变增长方式还没有真正解决好,必须下大力气做好节能减排的工作。

我国的钢铁工业已经发展到一个新的高度,2006年是我国的钢铁工业发展发生重大变化的一年,降低能耗、减少污染物排放呈良好态势,确实取得了成绩。据统计,2006年吨钢综合能耗645.12千克标煤/吨,同比下降7.06%;吨钢可比能耗623.04千克标煤/吨,同比下降6.19%;吨钢消耗新水6.56吨/吨,同比降14.9%。这是一个可喜的进步。

按照发展循环经济的理念,钢铁工业在下一步发展中要降低原料、能源、水资源等的消耗,提高资源利用效率和资源回收利用,注重改善环境;钢铁企业要建设污水和废渣综合处理系统,采用干熄焦、高炉、转炉煤气回收利用技术设施;采用煤气—蒸汽联合循环发电、高炉余压发电、烟气、粉尘、废渣等资源回收利用技术及设施;500万吨以上规模的钢铁联合企业,要努力做到电力自给有余;今后10年钢铁工业在水资源消耗总量减少和能耗总量增加不多的前提下实现总量适度发展;所有钢铁企业排放的污染物符合国家和地方规定的标准,主要污染物排放总量符合地方环保部门核定的控制指标。

钢铁行业一定要走资源开发利用和生态协调发展的可持续发展之路,科学发展之路,节能降耗和污染物减排将成为2007年钢铁行业的工作重点,钢铁行业要发展就必须促进结构调整优化,促进增长方式转变,促进品种、质量、效益的提高。

武钢在这方面就做了很多的工作。几十年来,由于临江湖之便,武钢从没为水发过愁。近年来,结合大规模的技术改造,顺应环保需要,武钢实施了节水示范工程,并最先在耗水大户焦化公司进行试点。过去,武钢焦化公司冷却水一直是直排式,一度还抽取地下水补充,对地域生态极为不利。焦化公司实施“直流水改循环水工程”后,水的循环利用率由原来的47%提高到95.7%。每年5330万吨的工业废水全部被循环使用,实现了工业废水的零排放。去年底,武钢蒸汽鼓风机组直排水改循环水工程竣工,武钢生产用水直排长江

的历史宣告结束,吨钢耗新水由上一年的18.13吨降至6吨以下。

在落后产能的淘汰上,钢铁行业产能过剩明显结构性矛盾,高档次、高端产品的产能不足,而低档次产品产能过多,落后产能占全行业总产能的20%左右,落后产能的规模大、数量大,是钢铁行业能耗高、污染排放大的一个重要原因,既造成了资源浪费,又阻止了我国钢铁工业的健康发展。

在政府工作报告中,国务院总理温家宝指出,在节能环保方面,将重点做好八方面工作,加快淘汰落后的生产能力。“十一五”期间,淘汰落后的炼铁产能1亿吨,落后炼钢产能5500万吨,今年力争分别淘汰3000万吨和3500万吨。

这是一个非常重要的举措,表明国家对淘汰钢铁落后产能要加大力度,采取更严格的措施保证顺利实施,我们坚决拥护。淘汰落后产能是贯彻落实科学发展观的需要,落后产能的淘汰,有利于钢铁行业结构优化,转变增长方式,对全行业发展是利好的事。

从武钢股份的战略定位来看,以科技为先导,走质量效益型发展道路,不断提升企业汽车板的主要生产基地和全球最具竞争力的冷轧硅钢片生产基地,并建设成为绿色环保型工厂和国际一流的现代化钢铁企业。力争2010年左右进入世界500强行列。要实现这个目标,武钢股份就必须坚持以市场为导向,加速技术改造和结构调整,增加市场短缺的高技术含量、高附加值“双高”钢材品种产量,不断提升企业自主创新能力,做大、做强、做精钢铁主业。

目前,武钢股份的经营状况正处于历史最好的时期,企业盈利能力和抵御风险能力明显增强。而武钢股份生产的汽车板、硅钢片等主导产品正是国民经济发展需要的、缺口较大的重要钢材品种,为武钢股份发展迈上新台阶提供了新的机遇。

笔者:我们发现,您时常强调钢铁企业坚持科技进步和自主创新的重要性,对此,您有什么评价?

罗冰生:创新是一个民族的灵魂。我们要建成钢铁强国,更是离不开科技进步和自主创新。坚持科技进步,就是要积极采用世界先进工艺和技术装备,实现装备大型化和现代化;企业要建立产品和技术开发科研机构,提高开发创新能力,发展具有自主知识产权的工艺、装备技术和产品;企业要跟踪、研究、开发和采用钢铁生产前沿技术;实施钢铁工业装备本

体化,提高钢铁工业重大技术装备研发、设计、制造水平;注重集成创新,开发新一代钢铁流程;研发推广具有自主知识产权的新技术和新产品。

武钢的硅钢生产,七十年代引进的日本技术——模铸技术,当时日方已准备淘汰模铸技术,上马连铸技术。为此,武钢对日本专利技术进行研究突破,1985年独立完成了冷连铸生产的全连铸生产技术及设备。后来,外方加大对硅钢生产技术的全方位封锁,也不转让专利技术。在封锁和垄断面前,武钢加强了硅钢技术的自主创新,开发了大量新产品和独有技术,成为我国冷轧硅钢品种最齐全、规模最大的生产基地。其产品应用到国际三峡、青藏铁路、北京正负电子对撞机、神舟载人飞船等国家重点工程。

新近投产的武钢二硅钢国产化率达90%,其中有武钢的20多项具有自主知识产权的技术创新成果。

自主创新提高了武钢产品的竞争能力,武钢共有100多项产品获全国、省、部优质产品证书;有30多个品种获国家冶金行业实物质量“金杯奖”,处在全行业中领先地位;有25个产品的质量达到国际先进水平,创造了高强度桥梁钢、高性能压力容器钢、预应力绞线钢、汽车轮胎帘子线钢、大线能量焊接用钢、耐火耐候钢及取向硅钢等一大批国内生产的精品名牌。

武钢的高性能管线钢市场占有率居国内第一;桥梁用钢和高强度结构用钢成功中标跨海的杭州湾大桥,北京奥运会主会场——国家体育场“鸟巢”工程中近七成的钢材是武钢自主研发的产品;武钢也是国内最具竞争力的石油储罐用钢供货厂家之一;高强度压力容器钢成功打入有着“世界上最大口径的输水管”之称的乌江彭水水电站。

笔者:有消息说,钢材出口新政的出台可能会在4月份出台。您怎么看待我国取消部分钢材出口退税的政策发布?

罗冰生:2006年我国出口钢材4300.7万吨,比上年增加109.58%,出口钢材903.55万吨,比上年增长27.86%。同时,进口钢材1851万吨,比上年下降28.3%;进口钢坯37.04万吨,比上年下降71.82%。出口增加,进口下降,我国已由钢铁产品进口大国转变为出口大国。

造成去年中国钢材出口成倍增长的原因有三:一是国际市场供不应求。除中国外全球其他国家地区粗钢生产增长4.39%,而需求增长6.4%,产小于需20.1个百分点,为我国扩大出口提供了机遇;二是我国钢铁企业工艺装备技术水平不断提高,品种扩大,质量提高,国际竞争能力增强,具备了一定的满足国际市场需求的供给能力;三是国际市场同中国国内市场价格存在较大的价差,中国企业出口可以获得更高利润。在我国钢材产品出口成倍增长的同时,也引发了一些双边钢铁贸易争端,对我国出口带来不利的影响。我们坚持中国钢铁工业发展要立足于满足国内市场的需要,出口要保持适度,工作重点要转移到优化出口产品结构上来。

两年来我国已连续三次降低钢铁产品出口退税率,从抑制钢材出口过快增长出发,有可能进一步加大调控的力度,出台新的调控措施。在措施政策上,采取区别对待的办法,重点是加大中低档钢铁产品的调控力度,适当保持高档次产品的出口退税率。我国发展高端钢材的空间依然很大,也很有必要。我国进口钢材以高档次产品为主,而出口钢材以中低档次为主呈现进出口产品结构差异,这也说明了淘汰落后的过剩产能的必要性、钢铁行业结构调整的紧迫性,就是要扩大高档产品生产能力,加快发展冷轧薄板带、涂镀板、冷轧硅钢等产品。

笔者:根据国家统计局的统计资料,去年全国城镇钢铁项目(黑色金属冶炼及压延加工业)完成投资额为2246.50亿元,同比下降2.5%。那么,今年我国粗钢产量同比增幅是否将小于去年?

罗冰生:黑色冶金行业2006年全年固定资产投资完成额的增长率下降了2.5%,而2004、2005年这一指标分别上升为64.11%、13.93%。在国家宏观调控下,国内黑色冶金行业的投资已经出现了明显的回落,而且投资结构向有利于产品优化的方向发展,这是同国家宏观调控的预期目标完全一致的。

当前我国国民经济处在上升期,2007年将继续保持稳定持续发展的势头,全社会固定资产投资仍将保持适度增长,但增幅要低于2006年。从中国市场对钢铁产品的需求增长看,预计增长13%左右,低于2006年,但仍属于适度稳定增长。2007年我国钢铁产品出口将可能基本保持2006年水平,或者有所下降,在这种发展态势下,2007年我国的粗钢生产应坚持以销定产的方针,保持国内市场供需基本平衡,预计全年粗钢产量增幅比2006年增长13%左右。

笔者:谢谢您。