

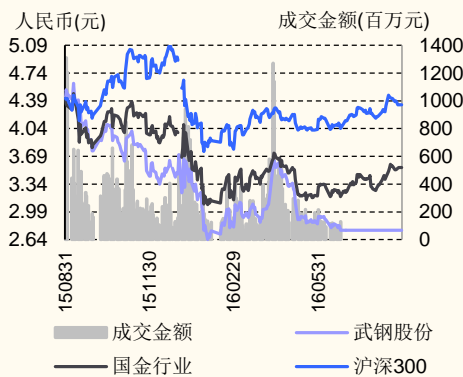
市场价格 (人民币): 2.76 元

硅钢龙头短期触底，未来潜力巨大

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-----------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 10,093.78 |
| 总市值(百万元) | 27,858.83 |
| 年内股价最高最低(元) | 4.61/2.64 |
| 沪深 300 指数 | 3307.78 |
| 上证指数 | 3070.03 |



相关报告

1. 《硅钢弹性+合并预期，继续推荐！-武钢股份公司点评》，2016.4.12
2. 《普钢低迷拖累业绩，继续关注国改与取向硅钢-武钢股份业绩点评》，2015.8.31

杨件

分析师 SAC 执业编号: S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

分析师 SAC 执业编号: S1130515080001
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.125 | -0.744 | 0.159 | 0.209 | 0.268 |
| 每股净资产(元) | 3.60 | 2.81 | 2.97 | 3.18 | 3.44 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.76 | -0.27 | 1.07 | 0.66 | 0.68 |
| 市盈率(倍) | 28.74 | -4.66 | 17.30 | 13.23 | 10.29 |
| 行业优化市盈率(倍) | 36.17 | 40.29 | 35.24 | 35.24 | 35.24 |
| 净利润增长率(%) | 194.32% | -697.63% | 121.42% | 30.83% | 28.59% |
| 净资产收益率(%) | 3.46% | -26.51% | 5.37% | 6.57% | 7.79% |
| 总股本(百万股) | 10,093.78 | 10,093.78 | 10,093.78 | 10,093.78 | 10,093.78 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 公司发布 2016 年半年度报告，实现营收 288.50 亿元，同比下降 16.42%；实现归属股东净利润 2.73 亿元，同比下降 47.71%；EPS 为 0.027 元。

评论

- **受益钢价上涨，热轧吨钢毛利率改善明显。**今年钢铁行业基本面持续好转，以基建、地产为首的需求端扩张，钢厂订单亦有明显改善，行业利润出现大幅好转，虽然 4 月底钢价调整近一个月，但由于板材企业订单模式多提前锁定利润，对整体企业利润影响有限。受益于此，武钢占比 6 成的热轧类产品毛利率为 10.1%，同比上升 5.48 个百分点，为业绩改善提供了一定支持。
- **区域需求分化明显，冷轧量价同跌造成收益缩水。**上半年武钢热轧、冷轧的产量分别同比上升 1.5%、下降 6.2%，销量分别上升 2.99%、下降 3.81%，售价分别下降 9.78%和下降 22.27%。其中，东北地区冷轧和取向硅钢的订货额分别下降 100%和 70.62%，销售收入较上年下降 73.37%；西南地区线材和热轧材订货额均有大幅上升，分别上升 116.63%和 346.40%，销售收入较上年上涨 71.84%；西北地区冷轧和硅钢订货额小幅下降，销售收入较上年下降 45.53%，最终导致企业净利润同比下滑趋势扩大。
- **加大直供比例，不断优化营销结构。**上半年武钢发挥大营销体制优势，加强市场研判，抓住钢价转换的窗口期，采取领先的价格策略，效益贡献突出。加大产销研协同调结构，产品结构和渠道结构进一步优化。直供比例提升至 58.08%，专用钢比例达到 57.74%。稳步推进重大工程拓市场，对接轨道、桥梁、高速、管网、市政等工程项目。
- **未来宝、武合并，硅钢项目将首起。**钢铁“十三五”期间国内规划将建设 10 家“具有国际竞争优势的大型钢铁企业集团”，通过兼并重组形成 1-2 家超亿吨粗钢产量企业，3-5 家 5000 万吨级以上企业，6-8 家 3000 万吨级以上企业。宝钢、武钢作为行业典范，率先启动重组，国企改革实质性拉开序幕。宝武重组，宝钢集团有消息称，宝武等多家产学研机构将启动“高效率、低损耗及特殊用途硅钢开发及应用项目”，新产品预计年新增产值 8 亿元以上。作为国家科技部“重点基础材料技术提升与产业化重点专项”首批启动的子任务之一，该项目将研发两大类高效环保型导磁材料等，形成系列高端产品，若能实现新产品完全替代，以 2015 年中国发电总量测算，每年有望降低输电损耗 1.1 千亿千瓦时，相当于三峡年发电量的 127%，减排

二氧化碳 1.1 亿吨。

- **低估值硅钢龙头及国改标的，钢铁投资首选。**目前 PB 仅 0.98，属于行业偏低位置。国内取向硅钢产能武钢最大，市占率最高（60 万吨，占近 50%），据我们测算，取向硅钢每涨价 1000 元/吨对应武钢 4 亿元左右净利润增量。宝武合并之后硅钢市场份额将达 70%以上。因此，取向硅钢价格上涨武钢最为受益且弹性巨大。

投资建议

- 预计 16-18 年 EPS 为 0.16 元、0.21 元、0.27 元，维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 89,581 | 99,373 | 58,338 | 62,782 | 63,048 | 65,291 | 货币资金 | 1,959 | 3,032 | 4,468 | 5,000 | 6,000 | 7,000 |
| 增长率 | | 10.9% | -41.3% | 7.6% | 0.4% | 3.6% | 应收款项 | 8,140 | 17,503 | 18,022 | 15,541 | 15,607 | 16,162 |
| 主营业务成本 | -84,092 | -91,933 | -59,223 | -54,589 | -54,568 | -56,157 | 存货 | 11,990 | 11,496 | 11,051 | 8,974 | 8,970 | 9,231 |
| %销售收入 | 93.9% | 92.5% | 101.5% | 87.0% | 86.6% | 86.0% | 其他流动资产 | 1,148 | 3,671 | 3,314 | 1,640 | 1,639 | 1,687 |
| 毛利 | 5,489 | 7,440 | -885 | 8,193 | 8,480 | 9,134 | 流动资产 | 23,237 | 35,703 | 36,854 | 31,154 | 32,216 | 34,080 |
| %销售收入 | 6.1% | 7.5% | n.a | 13.1% | 13.5% | 14.0% | %总资产 | 24.5% | 37.2% | 39.0% | 37.0% | 39.1% | 42.0% |
| 营业税金及附加 | -205 | -320 | -195 | -207 | -208 | -215 | 长期投资 | 5,275 | 5,828 | 5,840 | 5,841 | 5,840 | 5,840 |
| %销售收入 | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 固定资产 | 64,704 | 52,584 | 49,391 | 46,573 | 43,623 | 40,617 |
| 营业费用 | -831 | -994 | -893 | -942 | -946 | -979 | %总资产 | 68.3% | 54.7% | 52.3% | 55.2% | 53.0% | 50.1% |
| %销售收入 | 0.9% | 1.0% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 无形资产 | 1,122 | 1,520 | 1,372 | 730 | 623 | 532 |
| 管理费用 | -2,846 | -3,269 | -3,036 | -3,265 | -3,278 | -3,395 | 非流动资产 | 71,440 | 60,361 | 57,602 | 53,146 | 50,088 | 46,991 |
| %销售收入 | 3.2% | 3.3% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | %总资产 | 75.5% | 62.8% | 61.0% | 63.0% | 60.9% | 58.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,607 | 2,856 | -5,009 | 3,779 | 4,048 | 4,544 | 资产总计 | 94,676 | 96,064 | 94,456 | 84,300 | 82,304 | 81,071 |
| %销售收入 | 1.8% | 2.9% | n.a | 6.0% | 6.4% | 7.0% | 短期借款 | 27,555 | 34,166 | 26,634 | 21,393 | 17,272 | 12,618 |
| 财务费用 | -1,310 | -2,164 | -2,438 | -1,634 | -1,326 | -1,017 | 应付款项 | 22,826 | 21,834 | 25,836 | 23,012 | 23,021 | 23,716 |
| %销售收入 | 1.5% | 2.2% | 4.2% | 2.6% | 2.1% | 1.6% | 其他流动负债 | -853 | 92 | 321 | 227 | 227 | 234 |
| 资产减值损失 | -145 | -148 | -477 | -86 | 0 | -3 | 流动负债 | 49,529 | 56,092 | 52,791 | 44,632 | 40,519 | 36,568 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 728 | 3,266 | 2,443 | 2,443 | 2,443 | 2,444 |
| 投资收益 | 118 | 619 | -10 | 50 | 50 | 50 | 其他长期负债 | 7,292 | 66 | 10,577 | 6,960 | 6,960 | 6,960 |
| %税前利润 | 19.4% | 40.0% | n.a | 2.3% | 1.8% | 1.4% | 负债 | 57,548 | 59,423 | 65,811 | 54,036 | 49,923 | 45,972 |
| 营业利润 | 271 | 1,162 | -7,935 | 2,110 | 2,772 | 3,575 | 普通股股东权益 | 35,936 | 36,321 | 28,342 | 29,952 | 32,058 | 34,766 |
| 营业利润率 | 0.3% | 1.2% | n.a | 3.4% | 4.4% | 5.5% | 少数股东权益 | 1,193 | 319 | 303 | 313 | 323 | 333 |
| 营业外收支 | 338 | 384 | 55 | 50 | 50 | 50 | 负债股东权益合计 | 94,676 | 96,064 | 94,456 | 84,300 | 82,304 | 81,071 |
| 税前利润 | 609 | 1,547 | -7,879 | 2,160 | 2,822 | 3,625 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 0.7% | 1.6% | n.a | 3.4% | 4.5% | 5.6% | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | -168 | -254 | 369 | -540 | -705 | -906 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 27.6% | 16.4% | n.a | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 每股收益 | 0.042 | 0.125 | -0.744 | 0.159 | 0.209 | 0.268 |
| 净利润 | 441 | 1,293 | -7,511 | 1,620 | 2,116 | 2,718 | 每股净资产 | 3.560 | 3.598 | 2.808 | 2.967 | 3.176 | 3.444 |
| 少数股东损益 | 14 | 35 | 4 | 10 | 10 | 10 | 每股经营现金净流 | 0.419 | 0.763 | -0.267 | 1.065 | 0.659 | 0.678 |
| 归属于母公司的净利润 | 427 | 1,257 | -7,515 | 1,610 | 2,106 | 2,708 | 每股股利 | 0.100 | 0.100 | 0.050 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 0.5% | 1.3% | n.a | 2.6% | 3.3% | 4.1% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 1.19% | 3.46% | -26.51% | 5.37% | 6.57% | 7.79% |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 总资产收益率 | 0.45% | 1.31% | -7.96% | 1.91% | 2.56% | 3.34% |
| 净利润 | 441 | 1,293 | -7,511 | 1,620 | 2,116 | 2,718 | 投入资本收益率 | 1.60% | 3.22% | -7.38% | 4.64% | 5.14% | 5.97% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长 | | | | | | |
| 非现金支出 | 5,244 | 5,508 | 5,253 | 3,343 | 3,248 | 3,240 | 主营业务收入增长率 | -2.18% | 10.93% | -41.29% | 7.62% | 0.42% | 3.56% |
| 非经营收益 | 1,072 | 1,443 | 1,432 | 2,554 | 1,339 | 1,051 | EBIT 增长率 | 29.87% | 77.70% | ##### | ##### | 7.10% | 12.27% |
| 营运资金变动 | -2,529 | -540 | -1,874 | 3,236 | -53 | -165 | 净利润增长率 | 103.44% | 194.32% | ##### | 121.42% | 30.83% | 28.59% |
| 经营活动现金净流 | 4,228 | 7,704 | -2,700 | 10,754 | 6,650 | 6,844 | 总资产增长率 | -4.09% | 1.47% | -1.67% | -10.75% | -2.37% | -1.50% |
| 资本开支 | -2,061 | -2,388 | -1,373 | 269 | -139 | -90 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -375 | -481 | -20 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 9.6 | 22.1 | 63.7 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 其他 | 44 | -189 | 145 | 50 | 50 | 50 | 存货周转天数 | 53.3 | 46.6 | 69.5 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 投资活动现金净流 | -2,392 | -3,058 | -1,247 | 318 | -89 | -40 | 应付账款周转天数 | 57.1 | 48.0 | 74.3 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 股权募资 | 3 | 70 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 240.0 | 174.3 | 278.2 | 241.5 | 223.0 | 198.2 |
| 债权募资 | 280 | -2,883 | 3,865 | -8,801 | -4,122 | -4,653 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -1,774 | -2,320 | 1,518 | -1,738 | -1,439 | -1,151 | 净负债/股东权益 | 90.24% | 93.89% | 110.21% | 85.24% | 63.85% | 42.80% |
| 筹资活动现金净流 | -1,491 | -5,133 | 5,383 | -10,540 | -5,561 | -5,804 | EBIT 利息保障倍数 | 1.2 | 1.3 | -2.1 | 2.3 | 3.1 | 4.5 |
| 现金净流量 | 345 | -487 | 1,436 | 532 | 1,000 | 1,000 | 资产负债率 | 60.78% | 61.86% | 69.67% | 64.10% | 60.66% | 56.71% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|------|-----------|
| 1 | 2015-03-05 | 买入 | 4.10 | N/A |
| 2 | 2015-03-23 | 买入 | 4.34 | 6.00~8.00 |
| 3 | 2015-04-03 | 买入 | 4.85 | 8.00 |
| 4 | 2015-04-27 | 买入 | 5.88 | 8.00 |
| 5 | 2015-07-06 | 买入 | 5.67 | 11.00 |
| 6 | 2015-07-29 | 买入 | 4.63 | N/A |
| 7 | 2015-08-31 | 买入 | 4.54 | N/A |
| 8 | 2016-04-12 | 买入 | 3.49 | N/A |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD