马钢股份(600808)/钢铁

高铁车轮国产化助力盈利飞升

评级：增持(维持)

市场价格：3.54

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email：duhui@r.qlzq.com.cn

联系人：赖福洋

电话：021-20315128

Email：laify@r.qlzq.com.cn

联系人：邓轲

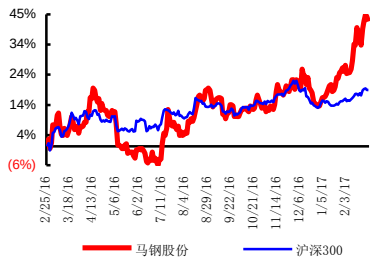
电话：021-20315223

Email：dengke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,701
流通股本(百万股)	7,701
市价(元)	3.54
市值(百万元)	27,260
流通市值(百万元)	27,260

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 基本面强劲助公司全年业绩扭亏为盈

2 行业复苏助力公司半年报业绩大幅增加

3 二季度业绩大增助力公司半年报扭亏

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	59821	45109	45212	48000	48600
增长率 yoy%	-19.00%	-24.59%	0.23%	6.17%	1.25%
净利润	220.62	-4804.3	1228.15	2955.73	3596.72
增长率 yoy%	40.32%	-2278%	125.56%	140.67%	21.69%
每股收益（元）	0.03	-0.62	0.16	0.38	0.47
每股现金流量	0.38	0.76	0.35	1.04	1.05
净资产收益率	0.95%	-25.94%	6.22%	13.02%	13.68%
P/E	139.97	-	18.31	7.61	6.25
PEG	3.47	-	0.15	0.05	0.29
P/B	1.32	1.31	1.14	0.99	0.86

备注：

投资要点

- **主要事件：**央视 2 套《第一时间》报道，完全拥有中国血统的高铁车轮已经实现量产，并自 2017 年起开始实现进口替代。预计马钢今年将量产时速 350 公里的动车组车轮 4800 片，占据全国 50%的市场份额，即中国将有一半的高铁车轮实现“马钢造”；

- **十年磨一剑：**高速动车组核心零部件包括车轮、车轴、轴承、轮对系统等，由于技术含量较高，大多数供给依赖进口，目前尚未实现国产化。在车轮技术上，马钢在国内一直保持领先，但与国际发达国家仍有一定差距，为弥补差距，十多年来马钢陆续投资超过 40 亿用于新建或改造产线及优化工艺，并在 2014 年以 1300 万欧元收购世界高铁轮轴名企法国瓦顿公司。发展至今，马钢已有 3 条车轮生产线，年生产能力折合新铁标货车轮 110 万件，是全球规模最大的火车车轮生产基地之一，同时在铁路客车轮市场占有率达 90%，高速动车车轮于 2016 年获得国内首张 CRCC 认证证书，填补国内空白并正式供货；

- **轨交需求爆发：**自 2008 年建成第一条高速铁路以来，中国高铁建设保持高速增长。截止 2015 年，我国高铁营业里程 1.9 万公里，成为世界上高铁运营里程最长的国家。根据《中长期铁路网规划》2016 版，“十三五”期间，中国计划在“四纵四横”高铁主骨架基础上，完善高速铁路网络，形成“八纵八横”主通道，并在此基础上规划建设高速铁路区域连接线，进一步完善路网、扩大覆盖。到 2020 年，我国将实现运营高速铁路 3 万公里；到 2025 年，运营高速铁路 3.8 万公里左右。高速铁路的快速发展将衍生出巨量的轨交装备市场需求，包括铁轨、火车车轮、轴承钢、电气化线路支架等零部件；

- **重“拳”出击：**根据“十三五”期间对铁路中长期规划衍生出的轨交装备需求，我们测算“十三五”期间国内外车轮需求约 28 万吨（假设国内动车组需求约合 4500 标准列，国外高铁需求约合 2000 标准列，每个标准列 64 个车轮，每年更换 2 次）。在此需求下，马钢作为国内车轮龙头，高速车轮已获得 CRCC 认证，产品合格率稳定在 99%以上，其车轮在过去 14 个月里伴随中国标准动车组安全行驶达 40 万公里，实现进口替代确定性强，轨交装备产业有望成为马钢下一个利润增长点；

- **投资建议：**公司作为安徽省唯一一家本土钢铁上市公司，产品结构不断升级，已形成板材、长材、轮轴三类核心产品。企业盈利跟随行业基本面变化，在行业三周期依然健康的背景下，其盈利能力有望提升。此外，马钢车轮实现进口替代确定性强，轨交市场放量将进一步提升公司业绩弹性。我们预计 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.16 元、0.38 元及 0.47 元，维持“增持”评级；

- **风险提示：**通胀和利率上行过快。

图表 1：公司车轮及相关产品产能一览

产品	说明	产能（件/年）
GE-P3车轮	2003年开始出口美国通用电器公司	10000
AT840车轮	2003年开始供货法国阿尔斯通公司地铁	1500
ZC970车轮	出口澳大利亚	4500
KKD车轮	供货铁道部客车（最高时速200公里/小时）	45000
HDSA车轮	供货铁道部客车（最高时速120公里/小时）	160000
HDEA车轮	供货铁道部客车（重载车轮）	150000
K1250A车轮	出口国外机车轮，销往韩国等	——
轮箍及环件	轮箍是国内唯一供应商，同时出口泰国、美国、德国等国家	700000
	合计	110万件/年

来源：中泰证券研究所

图表 2：2015 年 12 月成立轮轴事业部

来源：中泰证券研究所

图表 3：财务预测

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**73,849**	**59,821**	**45,109**	**45,212**	**48,000**	**48,600**
增长率	*-0.75%*	*-19.0%*	*-24.6%*	*0.2%*	*6.2%*	*1.3%*
营业成本	-70,394	-55,840	-45,488	-40,700	-40,900	-41,000
% 销售收入	*95.3%*	*93.3%*	*100.8%*	*90.0%*	*85.2%*	*84.4%*
毛利	3,455	3,981	-380	4,512	7,100	7,600
% 销售收入	*4.7%*	*6.7%*	*-0.8%*	*10.0%*	*14.8%*	*15.6%*
营业税金及附加	-226	-235	-201	-171	-190	-195
% 销售收入	*0.3%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*
营业费用	-423	-513	-636	-444	-501	-525
% 销售收入	*0.6%*	*0.9%*	*1.4%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.1%*
管理费用	-1,334	-1,311	-1,539	-1,161	-1,281	-1,331
% 销售收入	*1.8%*	*2.2%*	*3.4%*	*2.6%*	*2.7%*	*2.7%*
息税前利润（EBIT）	1,471	1,922	-2,755	2,735	5,128	5,549
% 销售收入	*2.0%*	*3.2%*	*-6.1%*	*6.0%*	*10.7%*	*11.4%*
财务费用	-1,154	-1,244	-813	-689	-656	-577
% 销售收入	*1.6%*	*2.1%*	*1.8%*	*1.5%*	*1.4%*	*1.2%*
资产减值损失	-1,164	-770	-1,619	-1,000	-918	-696
公允价值变动收益	0	1	1	40	50	60
投资收益	289	150	94	202	168	161
% 税前利润	*89.7%*	*29.2%*	*-2.0%*	*11.4%*	*3.9%*	*3.3%*
营业利润	-558	58	-5,093	1,288	3,771	4,497
营业利润率	*-0.8%*	*0.1%*	*-11.3%*	*2.8%*	*7.9%*	*9.3%*
营业外收支	880	454	367	474	478	452
税前利润	**322**	**512**	**-4,727**	**1,762**	**4,249**	**4,949**
利润率	*0.4%*	*0.9%*	*-10.5%*	*3.9%*	*8.9%*	*10.2%*
所得税	-114	-248	-378	-322	-771	-791
所得税率	*35.5%*	*48.4%*	*-8.0%*	*18.3%*	*18.1%*	*16.0%*
净利润	208	264	-5,104	1,440	3,478	4,158
少数股东损益	51	43	-300	211	522	561
归属于母公司的净利润	**157**	**221**	**-4,804**	**1,228**	**2,956**	**3,597**
净利率	*0.2%*	*0.4%*	*-10.7%*	*2.7%*	*6.2%*	*7.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	208	264	-5,104	1,440	3,478	4,158
少数股东损益	51	43	-300	211	522	561
非现金支出	5,024	4,427	5,085	4,791	4,927	5,017
非经营收益	328	1,239	968	-27	-40	-96
营运资金变动	-468	-3,018	4,917	-3,515	-339	-1,025
经营活动现金净流	**5,142**	**2,956**	**5,565**	**2,899**	**8,549**	**8,615**
资本开支	5,219	971	2,750	3,513	3,515	4,547
投资	371	-214	-1,177	-640	-700	-925
其他	305	2,511	306	242	218	221
投资活动现金净流	**-4,543**	**1,326**	**-3,621**	**-3,912**	**-3,997**	**-5,251**
股权募资	281	30	5	0	0	0
债权募资	-4,288	-1,974	-479	986	-1,000	-700
其他	-1,357	-1,400	-934	-695	-656	-577
筹资活动现金净流	**-5,364**	**-3,344**	**-1,408**	**291**	**-1,656**	**-1,277**
现金净流量	**-4,764**	**938**	**537**	**-722**	**2,896**	**2,087**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	5,107	4,655	5,143	4,210	6,583	8,109
应收款项	11,378	9,596	5,676	6,453	6,669	6,994
存货	10,050	8,684	6,018	6,679	7,284	7,863
其他流动资产	2,062	1,951	3,323	3,224	3,238	3,235
流动资产	28,597	24,885	20,160	20,566	23,773	26,201
%总资产	*39.8%*	*36.3%*	*32.3%*	*32.7%*	*36.1%*	*37.8%*
长期投资	1,141	1,279	1,221	1,861	2,561	3,486
固定资产	39,428	39,872	38,851	38,425	37,878	38,316
%总资产	*54.9%*	*58.2%*	*62.2%*	*61.1%*	*57.5%*	*55.3%*
无形资产	1,900	1,826	1,891	1,715	1,346	986
非流动资产	43,225	43,626	42,294	42,331	42,116	43,118
%总资产	*60.2%*	*63.7%*	*67.7%*	*67.3%*	*63.9%*	*62.2%*
资产总计	**71,822**	**68,511**	**62,454**	**62,897**	**65,888**	**69,319**
短期借款	16,505	14,290	11,876	13,062	15,062	15,862
应付款项	18,155	16,011	15,350	13,402	13,904	13,874
其他流动负债	2,428	2,403	2,505	2,471	2,481	2,484
流动负债	37,088	32,705	29,731	28,935	31,448	32,220
长期贷款	6,059	6,339	6,655	6,455	3,455	1,955
其他长期负债	3,002	3,540	5,263	5,263	5,263	5,263
负债	**46,150**	**42,584**	**41,650**	**40,653**	**40,166**	**39,439**
普通股股东权益	23,105	23,334	18,519	19,747	22,703	26,299
少数股东权益	2,568	2,594	2,286	2,497	3,019	3,581
负债股东权益合计	**71,822**	**68,511**	**62,454**	**62,897**	**65,888**	**69,319**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.020	0.029	-0.624	0.159	0.384	0.467
每股净资产(元)	3.000	3.030	2.405	2.564	2.948	3.415
每股经营现金净流(元)	0.661	0.378	0.762	0.349	1.042	1.046
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.68%	0.95%	-25.94%	6.22%	13.02%	13.68%
总资产收益率	0.22%	0.32%	-7.69%	1.95%	4.49%	5.19%
投入资本收益率	2.14%	2.31%	-8.27%	5.78%	11.02%	11.92%
增长率						
营业总收入增长率	-0.75%	-19.00%	-24.59%	0.23%	6.17%	1.25%
EBIT增长率	554.38%	30.63%	-243.35%	199.27%	87.47%	8.22%
净利润增长率	104.07%	40.32%	-2277.67%	125.56%	140.67%	21.69%
总资产增长率	-4.66%	-4.61%	-8.84%	0.71%	4.76%	5.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.5	5.1	6.7	6.1	6.8	8.0
存货周转天数	55.2	61.2	59.0	59.9	65.0	70.0
应付账款周转天数	35.1	43.2	51.4	48.7	49.6	49.3
固定资产周转天数	156.1	206.6	289.9	270.4	240.3	229.4
偿债能力						
净负债/股东权益	77.07%	70.60%	78.65%	82.19%	57.96%	42.45%
EBIT利息保障倍数	1.3	1.5	-3.4	4.0	7.8	9.6
资产负债率	64.26%	62.16%	66.69%	64.63%	60.96%	56.89%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。