

评级：买入 维持评级

公司研究简报

市场价格（人民币）：4.34元

目标价格（人民币）：8.00元

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)	43,807.00
年内股价最高最低(元)	4.38/1.97
沪深300指数	3892.57
上证指数	3617.32

**公司基本情况(人民币)**

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.021	0.042	0.101	0.354	0.528
每股净资产(元)	3.53	3.56	3.56	3.81	4.24
每股经营性现金流(元)	0.38	0.42	0.79	0.85	1.00
市盈率(倍)	133.14	51.98	43.47	12.38	8.30
行业优化市盈率(倍)	23.11	20.24	36.17	36.09	36.09
净利润增长率(%)	-80.62%	103.44%	138.07%	251.05%	49.20%
净资产收益率(%)	0.59%	1.19%	2.83%	9.28%	12.44%
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

投资逻辑

- 取向硅钢涨价使得公司业绩增幅最大、最确定、弹性也最大。取向硅钢持续涨价本质是供给受限叠加下游需求爆发，我们对涨价的持续性非常看好（上周4月出厂价超预期上调已验证了该逻辑），且中期仍有很大空间：预计15年内至少再涨2000元/吨，16、17年则仍有5000元/吨、2000元/吨的涨价空间，低牌号至少看到22000元/吨。据此测算，15-16年公司取向硅钢涨价至少贡献23、37亿元，且未来每涨价1000元/吨即对应4亿元左右净利润增量，弹性巨大。
- 板材龙头受益普钢景气回升。公司也是国内板材龙头，冷轧汽车板、热轧、宽厚板及型钢等产品竞争力靠前。主业受益于普钢行业产能收缩、成本红利等，中期盈利将趋势性向上。近期钢价反弹而矿价下跌验证了该趋势，预计15年主业随普钢行业继续改善为大概率。若假设普钢吨净利提升20元（属中性假设），则对公司净利润再增加3亿元左右，受益明显。
- PE估值最低的钢铁股。不考虑普钢涨价，公司15、16年EPS分别为0.35、0.53元，对应PE分别12.4、8.3倍；若考虑普钢涨价则对应PE仅为10倍、7倍左右，是钢铁股中PE最低、业绩弹性的个股。
- 存在改革预期。我们分析钢铁国企改革可能的方向包括：国有资本运营投资平台、混合所有制、员工持股、资产置换/注入等。对于武钢，首先从武钢董事长近期公开表态看，公司正积极尝试发展混合所有制改革，包括推进股权多元化、股权激励和员工持股。其次，针对市场普遍预期的宝钢、武钢、鞍钢合并，结合两会政府工作报告提到的国有资本投资平台时点、南北车合并获批以及钢铁行业历史发展规律，我们不排除这种可能性，上述潜在改革措施将带来催化剂。
- 钢铁股投资的首选。公司估值低、具备改革预期，加之其2014年涨幅落后，存在补涨需求，且流通性好、绝对股价低，因此是钢铁股投资的首选。

投资建议

- 维持“买入”评级。

杨件

分析师 SAC 执业编号：S1130514080005
(8621)60230236

yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

联系人
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	101,058	91,579	89,581	131,670	135,324	137,500
增长率	-9.4%	-2.2%	47.0%	2.8%	1.6%	
主营业务成本	-94,826	-86,565	-84,092	-123,987	-124,447	-124,509
%销售收入	93.8%	94.5%	93.9%	94.2%	92.0%	90.6%
毛利	6,232	5,015	5,489	7,683	10,877	12,991
%销售收入	6.2%	5.5%	6.1%	5.8%	8.0%	9.4%
营业税金及附加	-234	-287	-205	-329	-338	-344
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-861	-846	-831	-1,251	-1,286	-1,306
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-2,630	-2,644	-2,846	-3,489	-3,654	-3,713
%销售收入	2.6%	2.9%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润(EBIT)	2,507	1,238	1,607	2,614	5,599	7,629
%销售收入	2.5%	1.4%	1.8%	2.0%	4.1%	5.5%
财务费用	-1,056	-1,689	-1,310	-1,601	-1,219	-907
%销售收入	1.0%	1.8%	1.5%	1.2%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-168	-35	-145	-38	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	82	109	118	100	100	100
%税前利润	5.7%	97.6%	19.4%	7.3%	2.1%	1.4%
营业利润	1,365	-377	271	1,075	4,479	6,822
营业利润率	1.4%	n.a	0.3%	0.8%	3.3%	5.0%
营业外收支	58	489	338	300	300	300
税前利润	1,423	112	609	1,375	4,779	7,122
利润率	1.4%	0.1%	0.7%	1.0%	3.5%	5.2%
所得税	-474	-71	-168	-344	-1,195	-1,780
所得税率	33.3%	63.3%	27.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	949	41	441	1,031	3,585	5,341
少数股东损益	-135	-169	14	14	14	14
归属于母公司的净利润	1,084	210	427	1,017	3,571	5,327
净利率	1.1%	0.2%	0.5%	0.8%	2.6%	3.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	949	41	441	1,031	3,585	5,341
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6,140	5,291	5,244	4,341	4,296	4,285
非经营收益	1,263	1,223	1,072	1,576	867	548
营运资金变动	-7,596	-2,701	-2,529	1,041	-172	-119
经营活动现金净流	755	3,855	4,228	7,989	8,576	10,055
资本开支	-6,757	-3,635	-2,061	-107	-59	110
投资	-4,454	-591	-375	-1	0	0
其他	110	72	44	100	100	100
投资活动现金净流	-11,102	-4,154	-2,392	-8	41	210
股权募资	8,338	33	3	0	0	0
债权募资	2,637	2,226	280	-6,096	-6,141	-8,108
其他	-2,326	-2,127	-1,774	-1,644	-2,276	-1,958
筹资活动现金净流	8,649	132	-1,491	-7,740	-8,417	-10,065
现金净流量	-1,698	-168	345	241	200	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,781	1,614	1,959	2,200	2,400	2,600
应收账款	4,805	10,582	8,140	11,867	12,196	12,392
存货	16,575	12,572	11,990	18,683	18,752	18,762
其他流动资产	1,390	1,296	1,148	1,862	1,869	1,870
流动资产	24,551	26,064	23,237	34,611	35,217	35,623
%总资产	25.5%	26.4%	24.5%	34.0%	35.8%	37.6%
长期投资	3,739	4,828	5,275	5,276	5,275	5,275
固定资产	67,186	66,558	64,704	60,973	57,172	53,191
%总资产	69.9%	67.4%	68.3%	59.9%	58.0%	56.1%
无形资产	417	953	1,122	961	827	713
非流动资产	71,549	72,664	71,440	67,212	63,276	59,181
%总资产	74.5%	73.6%	75.5%	66.0%	64.2%	62.4%
资产总计	96,101	98,728	94,676	101,823	98,492	94,805
短期借款	31,702	26,916	27,555	21,581	15,441	7,332
应付款项	25,911	26,660	22,826	36,036	36,325	36,446
其他流动负债	-788	-248	-853	-842	-896	-929
流动负债	56,825	53,328	49,529	56,776	50,870	42,849
长期贷款	1,978	1,380	728	728	728	729
其他长期负债	127	7,280	7,305	7,182	7,182	7,182
负债	58,929	61,988	57,561	64,686	58,780	50,760
普通股股东权益	35,891	35,596	35,922	35,931	38,492	42,810
少数股东权益	1,281	1,143	1,193	1,207	1,221	1,235
负债股东权益合计	96,101	98,728	94,676	101,823	98,492	94,805

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.107	0.021	0.042	0.101	0.354	0.528
每股净资产	3.556	3.527	3.559	3.560	3.813	4.241
每股经营现金流	0.075	0.382	0.419	0.791	0.850	0.996
每股股利	0.100	0.100	0.050	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	3.02%	0.59%	1.19%	2.83%	9.28%	12.44%
总资产收益率	1.13%	0.21%	0.45%	1.00%	3.63%	5.62%
投入资本收益率	2.36%	0.63%	1.60%	2.94%	6.66%	9.65%
增长率						
主营业务收入增长率	33.68%	-9.38%	-2.18%	46.98%	2.78%	1.61%
EBIT增长率	-23.93%	-50.63%	29.87%	62.61%	114.24%	36.24%
净利润增长率	-36.42%	-80.62%	103.44%	138.07%	251.05%	49.20%
总资产增长率	25.96%	2.73%	-4.10%	7.55%	-3.27%	-3.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.3	4.6	9.6	10.5	10.5	10.5
存货周转天数	54.4	61.5	53.3	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	48.4	55.7	57.1	58.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	219.3	235.0	240.0	152.6	137.9	124.9
偿债能力						
净负债/股东权益	85.82%	92.13%	90.28%	73.49%	52.76%	28.70%
EBIT利息保障倍数	2.4	0.7	1.2	1.6	4.6	8.4
资产负债率	61.32%	62.79%	60.80%	63.53%	59.68%	53.54%

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	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-03-03	买入	3.89	N/A
2	2015-03-05	买入	4.10	N/A

来源：国金证券研究所

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



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 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
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%以下。

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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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：021-61620767
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