

2015-3-25

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

武钢股份 (600005)
取向硅钢景气，龙头武钢受益

分析师：刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080003

分析师：王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师：陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

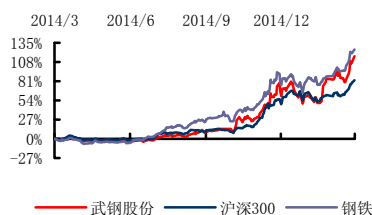
执业证书编号：S0490514080002

联系人：肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《4 月调价“普”弱“硅”强，等待季节性需求启动》2015/3/13

《资产置换叠加原料下跌，全年业绩增幅明显》2015/2/2

《3 月热轧出厂价顺势下调》2015/2/9

报告要点

■ 事件描述

武钢股份跟踪报告。

■ 事件评论

取向硅钢景气依旧，龙头武钢大受其益：受益于国内外需求端相对景气，供给端短期受限的取向硅钢价格持续上涨，2014 年中期至今已累计涨幅约 4000~5000 元：1、外需方面，主要以节能变压器升级、部分发达国家存在的城市电网改造、部分欠发达国家（如印度、南美等）大力发展水利电力等现代化城市建设等，拉动我国硅钢净出口由负转正；2、内需方面，国内特高压投资项目批复明显增多及变压器环保升级改造，共同提振取向硅钢国内需求，尤其是高端 HIB 钢。作为国内乃至国际硅钢绝对龙头，武钢拥有约 200 万吨硅钢产能，其中取向硅钢产能高达 60 万吨。受益于短周期硅钢复苏，公司整体业绩将出现相对明显改观，成为目前阶段公司的最大看点。

资产置换收缩产能，优结构、增盈利：在行业景气下行周期中，公司主动收缩产能。2014 年，公司通过置出鄂钢 400 万吨产能，优化整体产能结构，同时，置入盈利能力相对较强的武钢国贸资产，在增长公司多元化经营程度的同时，有助于公司整体盈利能力提升。

在置换出鄂钢资产之后，公司目前具备约 1800 万吨产能，其中热轧约 800 万吨，冷轧约 500 万吨。整体而言，2015 年，除了公司冷轧或因市场产能扩张而带来价格下跌，进而引发公司冷轧产品盈利下滑风险的同时，预计公司普钢产能盈利总体稳定。

受益于硅钢等优势品种景气回暖，预计公司 2014、2015 年 EPS 分别 0.13 元、0.18 元，维持“**推荐**”评级。

取向硅钢景气依旧，龙头武钢大受其益

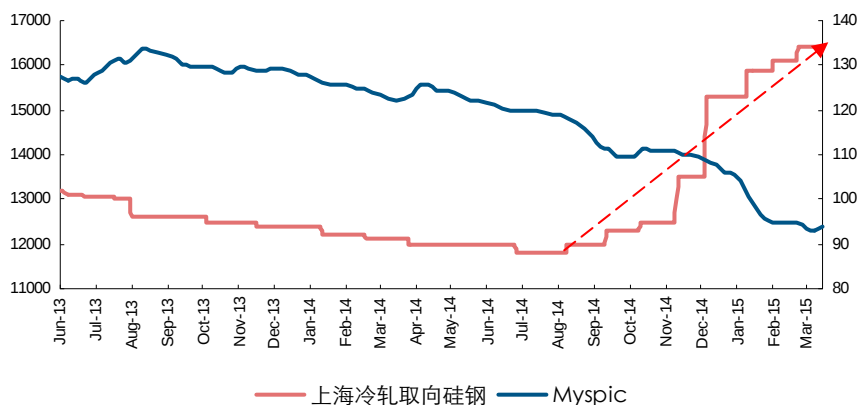
受益国内特高压项目复批明显增多以及国际需求拉动，本轮硅钢尤其是取向硅钢上涨明显，相较普钢等市场饱和度大与竞争过强的大宗商品，取向硅钢由于其需求稳定增长及技术和市场容量存在双壁垒使得这轮硅钢行情更偏向于供给主导。武钢作为取向硅钢业的龙头企业在此轮行情中将受益。

取向硅钢复苏带来阶段性行情

取向硅钢行情回暖，价格暴涨

普钢价格跌至历史低位，取向硅钢却从 2014 年中开始上涨，至今涨幅约 4000~5000 元，逆势暴涨的行情直接反映出取向硅钢下游需求的旺盛：出口和内需两个方面回暖。

图 1：取向硅钢价格自 2014 年年底开始逆市大涨

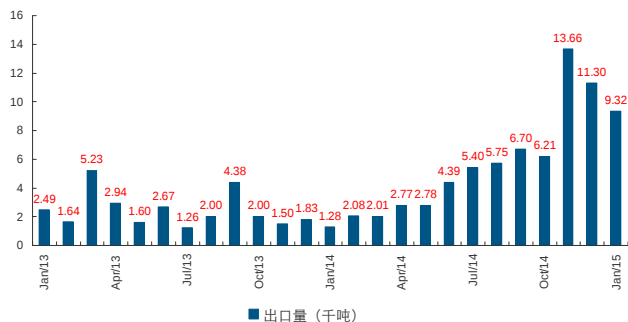


资料来源：中联钢，长江证券研究部

外需情况良好，出口量激增

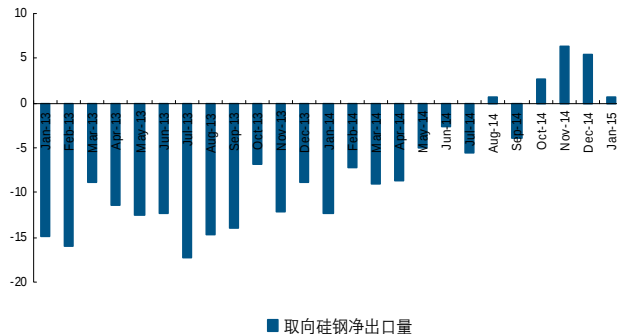
经过 2009 年以来的产能消化，预计国内外需求持续复苏将带动取向硅钢新一轮景气周期。特别是出口方面，国外发达国家相对稳定的变压器更新升级需求叠加印度、墨西哥及巴西等发展中国家逐渐加速的电网基建投资，将推动我国取向硅钢出口持续增长——直至需求阶段性饱和或回暖的盈利刺激供给扩张。

图 2：取向硅钢出口量自 2014 年开始激增



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：2014 年取向硅钢出口量由负转正



资料来源：Wind，长江证券研究部

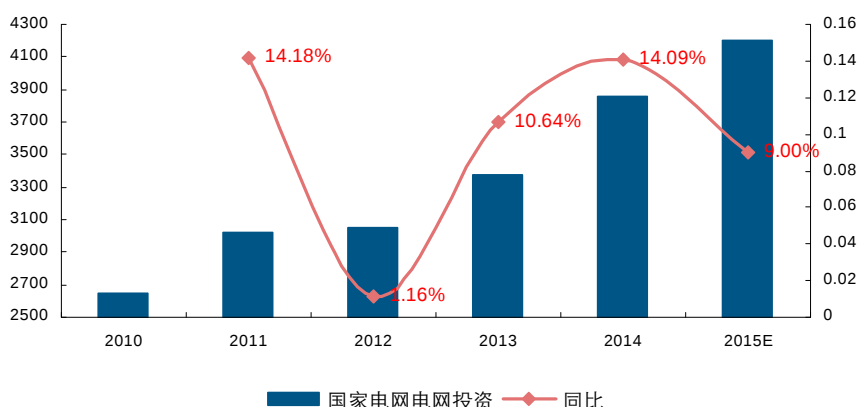
国外需求方面，在无取向硅钢全年基本持平的情况下，2014 年下半年取向硅钢出口显

著增长。分国别来看，韩国、墨西哥、意大利、印度和巴西是 2014 年下半年我国硅钢出口增长最快的五个国家。

特高压建设提升，高端取向内需稳增

2014 年国内电网投资增速较快，占据半壁以上江山的国家电网投资增速达到 14.09%，这是国内取向硅钢需求较大幅度增长的主要原因。据国家电网规划，2015 年电网投资增速仍将达到 9.00%，主要包括特高压建设及变压器升级两方面的投资。

图 4：国家电网预计 2015 年电网投资同比增长 9%



资料来源：长江证券研究部

根据国家电网“十二五”规划，2013~2020 年将投资 1.20 万亿元建设特高压线路 9.40 万公里、变电容量 3.20 亿 KVA、换流容量 4.60 亿千瓦，其中涉及的设备需求约为 675 亿元。此外，国家电网有意借助“一带一路”推动特高压建设。

表 1：国家电网 15 年规划中的特高压项目

工程名称	变电容量 (WKVA)	计划核准时间
蒙西-天津南	2400	2015年一季度
榆横-潍坊	2100	2015年一季度
蒙西-长沙、荆门-武汉、长沙-南昌	450	2015年下半年
张北-南昌、晋东南-豫北、南阳-驻马店	1800	2015年下半年
南京-徐州-连云港-泰州	600	2015年下半年
济南-枣庄-临沂-潍坊	600	2015年下半年

资料来源：国家电网，长江证券研究部

目前在网运行的部分高能耗配电变压器已不符合行业发展趋势，面临着技术升级、更新换代的需求，未来将逐步被节能、节材、环保、低噪音的变压器所取代，而我国也正在完善节能变压器有关标准，进一步规范行业市场，预计传统变压器的升级改造将催生很大的市场份额，这也是未来取向硅钢需求改善的另一大重要增量。

市场龙头地位直接受益此轮行情

技术及工艺的复杂性导致取向硅钢产能扩张相对困难（新进入者需要时间来突破，而存量产能扩产也受制于投资周期）短期供给端难有明显增量。一旦已经平衡的供需被需求

改善所打破，新一轮周期启动带来价格和盈利弹性将十分显著，将利好具有规模化产能的行业龙头，产能为王的价值得以体现。

在经历几年低迷之后，取向硅钢需求逐步回暖，国内市场需求大约年 110 万吨，公司作为硅钢的龙头企业，取向硅钢供应量达到年 60 万吨。

表 2：武钢 2014 年实现 60 万吨取向硅钢产量

年份	主要新增产能
2009年	武钢三冷轧投产，新增取向硅钢12万吨
2014年	武钢一硅钢技改，取向硅钢总产能提升至60万吨

资料来源：长江证券研究部

公司能供应高端 HIB 取向硅钢，目前国内主要 HIB 取向硅钢主要生产厂家为武钢、宝钢，所以武钢 HIB 取向硅钢产品几乎处于行业垄断地位，具有较强的产品议价能力。

表 1：主要取向硅钢厂商取向硅钢产品综合排名

企业	武钢	宝钢	浦项	新日铁	JFE	美国AK	俄罗斯新钢
排名	4	5	3	1	2	6	7

资料来源：《武钢取向硅钢营销策略研究》，长江证券研究部

资产置换收缩产能，优结构、增盈利

优进劣汰资产优化

公司置出鄂钢公司使盈利能力较弱的钢铁产能减少 400 万吨，换而置入较为优质的武钢国贸有助于通过减少关联交易降低公司运营成本。此次置换增强了股份公司经营多元化程度，有助于提升公司盈利能力、优化公司产能结构。

置出鄂钢低端产能

鄂钢公司主要经营钢铁冶炼，金属压延加工及冶金副产品等业务，是武钢集团在华中地区最大的建筑用钢材生产基地。受钢铁行业产能过剩及鄂钢公司产品结构以建筑材为主限制，鄂钢 2011、2012 年连年亏损，2013 年至今虽成功扭亏，但也仅实现微利，从产品毛利率来看，鄂钢公司主要钢材产品毛利率 2014 上半年仅 4.85%，低于钢铁行业平均毛利率 7.05%，低于股份公司综合毛利率 7.39%，从而拖累股份公司整体盈利能力。

表 3：鄂钢公司业绩并不乐观

项目	2011年度	2012年度	2013年度	2014年1-6月
一、营业收入	166.38	136.48	145.92	71.52
减：营业成本	163.48	138.66	139.94	68.14
毛利率	1.74%	-1.60%	4.10%	4.72%
营业税金及附加	0.25	0.19	0.50	0.23
销售费用	1.20	1.23	0.61	0.16
管理费用	3.81	4.44	3.09	0.98
财务费用	3.42	4.43	3.26	2.04
费用率	5.07%	7.40%	4.77%	4.44%
资产减值损失	0.26	0.39	0.27	0.04

加：投资收益	0.19	0.31	0.19	0.23
二、营业利润	-5.85	-12.55	-1.56	0.17
加：营业外收入	0.10	3.66	1.79	0.05
减：营业外支出	0.04	0.10	0.03	0.00
三、利润总额	-5.79	-8.99	0.20	0.21
减：所得税费用	0.19	-1.26	0.17	0.15
四、净利润	-5.99	-7.73	0.03	0.06
净利率	-3.60%	-5.66%	0.02%	0.09%

资料来源：公司资料、长江证券研究部

置入优质武钢国贸

武钢国贸主要经营技术进出口、货物进出口、代理进出口业务，钢铁等工业品销售，汽车销售和租赁，煤炭、液化气等化工品批发。经过多年的发展，贸易额连续多年名列湖北省第一。2014 年上半年毛利率 3.89%，高于行业均值 3.47%（申万国贸行业），实现盈利 1.45 亿元，高于 2013 年全年 1.38 亿元水平。

表 4：武钢国贸业绩尚可

科目	2014年1-6月	2013年度
营业收入	196.20	431.13
营业成本	188.57	423.36
毛利率	3.89%	1.80%
营业税金及附加	0.18	0.08
销售费用	0.82	1.35
管理费用	2.41	4.39
财务费用	2.82	-0.10
费用率	3.09%	1.31%
资产减值损失	0.21	0.88
公允价值变动收益	0.00	0.00
投资收益	0.69	0.76
营业利润	1.88	1.94
加：营业外收入	0.49	0.07
减：营业外支出	0.02	0.00
利润总额	2.35	2.00
减：所得税费用	0.86	0.53
净利润	1.49	1.47
归属于母公司所有者的净利润	1.45	1.38
净利率	0.74%	0.32%

资料来源：公司资料、长江证券研究部

普钢产能盈利总体稳定

在置出鄂钢资产之后，目前公司总生产能力 1800 万吨，产品种类齐全，主要有：冷轧薄板、冷轧硅钢、热轧板卷、中厚板、大型材、高速线材、棒材等。

公司是全球最大的硅钢生产企业，也是国内重要的汽车板及高速重轨生产企业之一，其冷轧硅钢片、汽车板、高性能结构用钢、精品长材四大战略产品附加值相对较高，竞争力相对较强。

整体而言，2015 年，除了公司冷轧或因市场产能扩张而带来价格下跌，进而引发公司冷轧产品盈利下滑风险的同时，预计公司普钢产能盈利总体稳定。

表 2：公司产能 1700 万吨主要为热轧板材

主要工序	主要产品	产能wt	备注
炼铁	炼铁厂	400	2*2000m ³
		900	3*3200m ³
		350	1*3800m ³
	鄂钢	400	
炼钢	一炼钢厂	170	主要生产连铸方坯
	二炼钢厂	250	
	三炼钢厂	750	主要生产连铸板坯
	新二炼钢厂	300	
轧钢	大型轧钢厂	线材、重轨	200
	棒材厂	棒材	45
	轧板厂	中厚板	75
	第一热轧厂		350
	第二热轧厂	热轧板，其中	500
	1580热轧厂	商品材800万	300
	CSP	吨	266
	第一冷轧厂	冷轧及涂镀板	160
	第二冷轧厂	冷轧及涂镀板	200
	第三冷轧厂	冷轧及涂镀板	100
	第一硅钢厂		60
	第二硅钢厂	取向:60; 无取向:140	140
	第三硅钢厂		

资料来源：公司资料，长江证券研究部

维持“推荐”评级

受益于硅钢等优势品种景气回暖，预计公司 2014、2015 年 EPS 分别 0.13 元、0.18 元，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	89581	85354	81352	79410	货币资金	1959	2561	2441	2382
营业成本	84092	78675	74304	72202	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5489	6679	7048	7208	应收账款	2875	2762	2633	2570
%营业收入	6.1%	7.8%	8.7%	9.1%	存货	11990	11181	10559	10260
营业税金及附加	205	195	186	182	预付账款	1148	1099	1038	1008
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	831	768	732	715	流动资产合计	23237	22638	21470	20906
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2846	2731	2603	2541	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	5272	5272	5272	5272
财务费用	1310	1223	1068	844	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%	固定资产合计	64704	62374	58808	55109
资产减值损失	145	-42	-49	-24	无形资产	1060	1007	957	909
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	118	0	0	0	递延所得税资产	333	0	0	0
营业利润	271	1803	2507	2950	其他非流动资产	71	71	71	71
%营业收入	0.3%	2.1%	3.1%	3.7%	资产总计	94676	91363	86578	82267
营业外收支	338	0	0	0	短期贷款	27555	25362	20706	15427
利润总额	609	1803	2507	2950	应付款项	17117	16012	15122	14694
%营业收入	0.7%	2.1%	3.1%	3.7%	预收账款	4062	3841	3661	3573
所得税费用	168	451	627	738	应付职工薪酬	48	110	104	101
净利润	441	1352	1881	2213	应交税费	-1244	-2151	-2707	-3061
归属于母公司所有者的净利润	427.2	1310.6	1822.9	2144.7	其他流动负债	1991	1886	1781	1731
少数股东损益	14	41	58	68	流动负债合计	49529	45059	38667	32466
EPS (元/股)	0.04	0.13	0.18	0.21	长期借款	728	728	728	728
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	4228	7068	7690	8181	其他非流动负债	7292	7292	7292	7292
取得投资收益	44	0	0	0	负债合计	57548	53079	46687	40485
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	35936	37050	38599	40422
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1193	1234	1292	1360
固定资产投资	-2061	-2854	-1814	-1794	股东权益	37128	38284	39891	41782
其他	-331	0	0	0	负债及股东权益	94676	91363	86578	82267
投资活动现金流净额	-2392	-2854	-1814	-1794	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	3	0	0	0	EPS	0.042	0.130	0.181	0.212
银行贷款增加 (减少)	280	-2193	-4656	-5280	BVPS	3.56	3.67	3.82	4.00
筹资成本	1746	-1419	-1341	-1166	PE	117.19	38.20	27.46	23.34
其他	-3514	0	0	0	PEG	1.65	0.54	0.39	0.33
筹资活动现金流净额	-1485	-3612	-5997	-6446	PB	1.39	1.35	1.30	1.24
现金净流量	351	602	-120	-58	EV/EBITDA	11.44	8.91	7.67	6.84
					ROE	1.2%	3.5%	4.7%	5.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。