

武钢股份 (600005.SH) 钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

最便宜的特高压标的

事件

- 昨日武钢股份下游企业特变电工、保变电气、许继电气等股价纷纷涨停，按国金电力研究员观点，其主要受市场对新电改及能源互联网的关注，以及的市场对酒泉——湘潭±800 千伏特高压直流工程开工预期的刺激，武钢股份作为变压器核心原材料供应商，是典型的特高压标的，我们认为其股价存在上涨需求。

评论

■ 新电改叠加能源互联网，特高压二季度有望加速

- ✓ 继 2014 年下半年核准 2 条特高压、2015 年 3 月 27 日开工蒙西-天津南 1000kv 特高压后，4 月 1 日在中国清洁电力高峰论坛上，电网公司新闻发言人、发展策划部副主任张正陵表示，国家电网计划今年上半年开工建设第二条以输送新能源为主的跨区特高压工程，就是甘肃酒泉到湖南±800 千伏特高压直流输电工程。
- ✓ 我们认为 2015 年特高压加速将是大概率事件。除了微观迹象外，政策条件也逐步成熟。3 月 15 日出台的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》明确指出，“完善跨省跨区电力市场交易机制、促进电力资源在更大范围优化配置”，凸显高层对特高压的重视和认可。《一带一路愿景与行动文件》要求“加强能源基础设施互联互通”，即全球性的能源互联网战略，其核心便是建立特高压为主的坚强骨架。国网总经理刘振亚两会表示：电网投资十二五前四年年约 3500 亿，实际上今年可能超过 5000 亿，今年特高压加速为大概率。

■ 武钢股份：最便宜的特高压标的

- ✓ 特高压核心原材料——取向硅钢的绝对龙头。取向硅钢是变压器最主要原材料（占 40%成本），而武钢股份是国内最大的取向硅钢供应商（市占率 50%）。我们测算每条特高压带来取向硅钢总需求 6-8 万吨，即推动其年需求增速提升近 2 个百分点（14 年总需求 115 万吨、特高压按 3 年施工周期）。14 年开始国内取向硅钢供需基本平衡，未来随着需求端特高压等加速而供给端无增长，将出现缺口并逐步扩大，因此价格有望持续上涨。
- ✓ 业绩严重依赖于取向硅钢。取向硅钢过去 11 个月持续涨价，累计涨幅 5000-7000 元/吨，仅该因素便推动武钢股份 15 年净利润至少增加 20 亿元（占武钢 15 年总利润的 70%、增量利润的 90%）。而根据我们预测，16、17 年取向硅钢仍会贡献 11、8.5 亿元的净利润增量，即利润增长绝大部分依赖于取向硅钢，弹性巨大。而钢铁主业部分，随着普钢行业产能收缩、成本红利等中长期改善逻辑的不断强化，我们判断普钢盈利自 2014 年开始持续向上，此外武钢还有汽车板、铁路用钢、帘线钢等传统的高利润产品，因此普钢不会对总业绩构成负面影响，甚至会贡献增量。
- ✓ 特高压产业链上估值最低标的。与上下游产业链上标的相比，武钢股份估值严重偏低。如目前特变电工 15 年 PE 20 倍、平高电气 25 倍、许继电气 22 倍，而武钢目前仅为 13 倍。按分部估值，按钢铁主业 1.1 倍左右 PB（目前主流钢铁股如华菱、新钢、宝钢、鞍钢等均在 0.9-1.4 倍 PB），则对应取向硅钢业务潜在估值仅为 7.7 倍，存在严重低估。而从行业竞争情况看，取向硅钢行业双寡头垄断、技术瓶颈更高（工艺最复杂的钢铁产品），而下游变压器行业则极度分散，我们认为取向硅钢合理估值应该比变压器企业更高。

■ 武钢股份存在转型/改革预期，二季度是重要时间节点

- ✓ 14 年以来钢铁板块 33 家公司中至少一半以上实施了股权激励、员工持股、资产注入、收购、增发等相关的转型和改革措施。作为传统行业代表的钢铁企业，在当前国企改革及牛市大背景下，实施改革和转型的充分必要条件都已具备，我们判断武钢亦不例外。

- ✓ 武钢董事长邓崎琳近期接受媒体采访，也公开表态武钢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等。
 - ✓ 关于市场传言的武钢宝钢合并，我们从国企改革的大背景及思路（成立国有资本运营/投资平台）、钢铁行业发展历史、微观调研的企业内部看法等综合分析，认为不排除这种可能性。一旦发生将对公司带来实质性利好，比如减少恶性竞争、拳头产品的市占率提升、全国范围内的资源整合、技术及管理共享等诸多方面。
- **二季度股价表现的催化剂较多**
- ✓ 我们判断，随着中央巡视组在 4 月度巡视结束，公司储备的相关转型及改革措施将陆续付诸实施，公司股价将迎来催化剂。除以上外，二季度的催化剂还包括：1) 特高压继续审批；2) 取向硅钢继续提价；3) 公司年报及 1 季报业绩料将大幅增长；4) 钢铁行业迎来利好，如京津冀规划、钢价休整后继续上涨、矿价下跌超预期带来利润超预期等等。

投资建议

- 继续强烈看好，预计 15、16 年 EPS 分别为 0.35 元、0.53 元，维持“买入”评级。

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
3	2015-03-23	买入	4.34	6.00~8.00

来源：国金证券研究所



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：021-61620767

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