

马钢股份 (600808.SH)**钢铁行业**

评级：买入 维持评级

业绩点评

市场价格（人民币）：6.06元

继续期待动车/高铁车轮

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)	5,967.75
流通港股(百万股)	1,732.93
总市值(百万元)	46,666.13
年内股价最高最低(元)	6.26/1.53
沪深 300 指数	4741.86
上证指数	4476.22
人民币(元)	
成交金额(百万元)	5,967.75

**公司基本情况(人民币)**

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.020	0.029	0.034	0.041	0.045
每股净资产(元)	3.25	3.32	3.23	2.63	2.54
每股经营性现金流(元)	0.66	0.38	0.54	0.51	0.51
市盈率(倍)	82.29	139.97	178.81	150.40	135.74
行业优化市盈率(倍)	20.24	36.17	53.66	53.66	53.66
净利润增长率(%)	N/A	40.32%	19.86%	18.88%	10.80%
净资产收益率(%)	0.63%	0.86%	1.06%	1.55%	1.78%
总股本(百万股)	7,700.68	7,700.68	7,700.68	7,700.68	7,700.68

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布一季报，报告期内实现营收 117.48 亿元，同比降 13.90%；实行归属上市公司股东净利润-5.95 亿元，去年同期亏损 4.46 亿元；EPS 为-0.08 元。

经营分析

- **Q1 亏损同比扩大。**报告期内生产生铁 425 万吨、粗钢 450 万吨、钢材 434 万吨，同比分别增加 5.59%、7.49%、8.80%，而营收出现一定下滑，主要为 Q1 钢价下跌幅度较大所致。虽然矿石有所下跌，但公司 Q1 综合毛利率同比下降 0.86 个百分点。此外，缴纳土地使用税、新增瓦顿公司销售费用等原因导致三费等同比增加较快，期间费用率同比增加 2.1 个百分点至近几年来最高 7.77%。
- **减亏或扭亏仍有希望。**受益行业供给收缩、成本红利两条中长期逻辑，行业中长期盈利得到持续改善，公司亦不例外。同时，公司也将加强内部管理，针对外部市场变化、柔性组织内部生产、采购方面执行低库存战略、继续提高直供比例并加快新产品开发，未来主业减亏或扭亏的希望仍然较大。
- **动车/高铁车轮是重要看点。**公司是我国最大的车轮研发制造基地，具有 40 多年的车轮生产经验。目前，其研制的 250km/h 动车组车轮装车试运行中，350km/h 高速动车组车轮试制已达到技术标准。虽然上述产品尚未批量供货，但未来市场空间广阔。根据我们的测算，未来高铁、动车车轮的国内外年均总需求超过 80 万吨，动车、高铁车轮对应公司业绩弹性为 0.019 元/万吨，假设其在国内、出口市场市占率均达到 50%，则对应的年 EPS 空间为 1.03 元，弹性巨大。
- **未来的轮对系统供应商。**公司正开展与晋西车轴合作、收购法国瓦顿等一系列转型/合作措施。目前已完成对世界高铁轮轴名企瓦顿公司的收购，并全盘接收世界知名厂商高铁轮轴系列技术专利，有望打破国外长期技术垄断局面并进一步向高端轮对市场进军。
- **高铁产业链及一带一路标的。**通过车轮等系列产品，公司成为高铁产业链上游，且产品弹性较大（单价高、市占率高），同时受益于一带一路。近期南、北车股价上涨为高铁产业链打开估值提升空间，公司股价也有望受益。

投资建议

- 预计 15-17 年 EPS 分别为 0.03、0.04、0.05 元，维持“买入”评级。

杨伟
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）							资产负债表（人民币百万元）							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
主营业务收入	74,404	73,849	59,821	60,832	61,087	61,711		货币资金	9,782	5,107	4,655	4,800	5,200	5,500
增长率	-0.7%	-19.0%	1.7%	0.4%	1.0%		应收账款	9,942	11,378	9,596	9,945	9,987	10,089	
主营业务成本	-72,840	-70,394	-55,840	-57,790	-57,911	-58,440	存货	11,251	10,050	8,684	9,816	9,837	9,927	
%销售收入	97.9%	95.3%	93.3%	95.0%	94.8%	94.7%	其他流动资产	2,090	1,071	1,317	697	698	704	
毛利	1,564	3,455	3,981	3,042	3,177	3,271	流动资产	33,065	27,606	24,252	25,258	25,722	26,220	
%销售收入	2.1%	4.7%	6.7%	5.0%	5.2%	5.3%	%总资产	43.6%	39.0%	35.7%	38.2%	40.0%	42.1%	
营业税金及附加	-160	-226	-235	-243	-244	-247	长期投资	1,215	1,141	1,279	1,280	1,279	1,279	
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	38,850	39,428	39,872	38,063	35,925	33,619	
营业费用	-350	-423	-513	-517	-519	-525	%总资产	51.3%	55.7%	58.7%	57.5%	55.9%	54.0%	
%销售收入	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	1,963	1,900	1,826	1,543	1,306	1,106	
管理费用	-1,378	-1,334	-1,311	-1,338	-1,344	-1,358	非流动资产	42,731	43,225	43,626	40,889	38,512	36,006	
%销售收入	1.9%	1.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	%总资产	56.4%	61.0%	64.3%	61.8%	60.0%	57.9%	
息税前利润（EBIT）	-324	1,471	1,922	943	1,069	1,142	资产总计	75,796	70,831	67,878	66,147	64,234	62,226	
%销售收入	n.a	2.0%	3.2%	1.6%	1.8%	1.9%	短期借款	11,113	16,505	14,290	11,692	14,306	12,742	
财务费用	-1,463	-1,154	-1,244	-1,122	-1,190	-1,217	应付款项	19,308	18,155	16,011	16,759	16,802	16,960	
%销售收入	2.0%	1.6%	2.1%	1.8%	1.9%	其他流动负债	183	184	690	1,533	1,535	1,540		
资产减值损失	-2,722	-1,164	-770	-9	0	0	流动负债	30,603	34,844	30,991	29,985	32,643	31,242	
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	长期贷款	9,914	6,059	6,339	6,339	6,339	6,340	
投资收益	614	289	150	150	150	150	其他长期负债	8,303	2,365	2,366	2,333	2,333	2,333	
%税前利润	-16.4%	89.7%	29.2%	36.4%	31.3%	28.6%	负债	48,820	43,269	39,696	38,656	41,315	39,915	
营业利润	-3,896	-558	58	-37	29	74	普通股股东权益	24,590	24,994	25,588	24,852	20,235	19,582	
营业利润率	n.a	n.a	0.1%	n.a	0.0%	0.1%	少数股东权益	2,385	2,568	2,594	2,639	2,684	2,729	
营业外收支	149	880	454	450	450	负债股东权益合计	75,796	70,831	67,878	66,147	64,234	62,226		
税前利润	-3,746	322	512	413	479	524								
利润率	n.a	0.4%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%								
所得税	-54	-114	-248	-103	-120	-131								
所得税率	n.a	35.5%	48.4%	25.0%	25.0%	25.0%								
净利润	-3,801	208	264	309	359	393								
少数股东损益	63	51	43	45	45	45								
归属于母公司的净利润	-3,863	157	221	264	314	348								
净利率	n.a	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%								
现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	-3,801	208	264	309	359	393	每股指标							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	-0.502	0.020	0.029	0.034	0.041	0.045	
非现金支出	4,872	3,802	4,427	2,912	2,886	2,866	每股净资产	3.193	3.246	3.323	3.227	2.628	2.543	
非经营收益	873	761	1,239	1,233	693	728	每股经营现金流	0.726	0.661	0.378	0.543	0.509	0.513	
营运资金变动	2,305	-92	-2,617	-271	-19	-35	每股股利	0.040	0.050	0.000	0.130	0.130	0.130	
经营活动现金净流	4,249	4,679	3,314	4,184	3,920	3,951	回报率							
资本开支	-4,924	-5,219	-971	-363	-59	90	净资产收益率	-15.71%	0.63%	0.86%	1.06%	1.55%	1.78%	
投资	-529	371	-214	-1	0	0	总资产收益率	-5.10%	0.22%	0.33%	0.40%	0.49%	0.56%	
其他	343	524	1,226	150	150	150	投入资本收益率	-0.58%	1.81%	1.94%	1.48%	1.75%	1.96%	
投资活动现金净流	-5,110	-4,324	41	-214	91	240	增长率							
股权筹资	396	281	30	0	-3,930	0	主营业务收入增长率	-14.32%	-0.75%	-19.00%	1.69%	0.42%	1.02%	
债权筹资	-940	-4,288	-1,974	-2,598	2,614	-1,562	EBIT 增长率	N/A	-554.38%	30.63%	-50.94%	13.38%	6.79%	
其他	-1,552	-1,357	-1,400	-1,227	-2,294	-2,329	净利润增长率	N/A	N/A	40.32%	19.86%	18.88%	10.80%	
筹资活动现金净流	-2,096	-5,364	-3,344	-3,825	-3,611	-3,891	总资产增长率	-6.56%	-6.55%	-4.17%	-2.55%	-2.89%	-3.13%	
现金净流量	-2,957	-5,009	10	145	400	300	资产管理能力							
							应收账款周转天数	8.1	5.5	5.1	5.2	5.2	5.2	
							存货周转天数	63.6	55.2	61.2	62.0	62.0	62.0	
							应付账款周转天数	35.2	35.1	43.2	45.0	45.0	45.0	
							固定资产周转天数	159.3	151.6	226.0	209.6	194.7	178.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	72.31%	71.79%	64.96%	56.61%	77.56%	71.33%	
							EBIT 利息保障倍数	-0.2	1.3	1.5	0.8	0.9	0.9	
							资产负债率	64.41%	61.09%	58.48%	58.44%	64.32%	64.15%	

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	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.33

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	2014-12-30	买入	3.95	N/A
2	2015-03-03	买入	3.53	N/A
3	2015-04-14	买入	5.18	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：021-60753903
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