

# 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

## 对外反倾销影响 8%供给，利好显著

### 事件

- 23 日，商务部发布 2015 年第 23 号公告，决定自即日起对原产于日本、韩国和欧盟的进口取向电工钢进行反倾销立案调查 (<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ai/201507/20150701055724.shtml>)。

### 评论

- 本次反倾销影响显著，继续看好取向硅钢涨价周期

- ✓ 2014 年中国取向硅钢产量 108.5 万吨，消费量 116 万吨，其中进口 10.7 万吨，占比高达 9%，而进口最主要的来源国即日本、韩国、俄罗斯、欧美，三者共计 9.1 万吨，占总量的 90%，即相当于本次反倾销将影响全国 8% 的供给，因此利好非常显著。
- ✓ 历史上，取向硅钢市场反倾销对国内供需均有较大影响，如 2010-2011 年即使因为对外反倾销导致价格大幅上涨，我们判断本次，对外反倾销引发国内价格进一步上涨的概率较大。我们认为下半年取向硅钢涨价动力仍然较强：1) 三季度是取向硅钢传统的需求旺季；2) 国内特高压二季度开始加速审批开工，需求增量三季度立竿见影；3) 三季度将启动第二批配网招标；4) 近期钢厂主动消化流通资源及转嫁成本，为下一轮涨价做准备。中长期，我们继续看好供需改善带来的取向硅钢景气上升周期，目前中国特高压、新兴国家基建、全球节能变压器推广三大逻辑依然成立，维持 3-5 年大周期的判断。
- ✓ 受益取向硅钢涨价，公司仍然是钢铁股中业绩增幅最大、确定性最高、弹性最大的公司。若下半年取向硅钢继续涨价，公司的基本面优势将进一步凸显。当然，公司作为规模较大的普钢企业，也会受到二季度普钢盈利恶化带来的负面影响，但总体可控。

- 钢铁国企改革首选标的

主要原因包括：

- ✓ 国企改革央企先行。结合近期相关政策文件对党管干部、防止国有资产流失的要求，我们认为国企改革中央企先行的概率较大。
- ✓ 我们分析钢铁行业改革方向包括分类管理、国有资本投资运营平台、简政放权、充分竞争性行业扭亏等，而分类管理中的国有资本投资运营平台，则是当前国企改革中最具吸引力的一项，武钢是主要对象。
- ✓ 武钢集团资产证券化率较央企中相对较低，不到 50%，我们了解除上市公司钢铁主业外，集团在环保、装备、废旧资源回收、能源等方面仍有一定体量资产，因此，未来进一步的资产注入值得关注。
- ✓ 武钢相对于其他国企，本轮牛市至今在国企改革及资本运作方面鲜有动作，我们推测原因主要是前期中央巡视组巡视以及集团换届，随着集团新董事长马总上任，后续各项工作将陆续提上日程。

### 投资建议

- 维持“买入”评级。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>91,579</b>	<b>89,581</b>	<b>99,373</b>	<b>135,324</b>	<b>137,500</b>	<b>139,740</b>
增长率		-2.2%	10.9%	36.2%	1.6%	1.6%
<b>主营业务成本</b>	<b>-86,565</b>	<b>-84,092</b>	<b>-91,933</b>	<b>-124,447</b>	<b>-124,509</b>	<b>-124,260</b>
<b>%销售收入</b>	<b>94.5%</b>	<b>93.9%</b>	<b>92.5%</b>	<b>92.0%</b>	<b>90.6%</b>	<b>88.9%</b>
<b>毛利</b>	<b>5,015</b>	<b>5,489</b>	<b>7,440</b>	<b>10,877</b>	<b>12,991</b>	<b>15,481</b>
<b>%销售收入</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>11.1%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-287</b>	<b>-205</b>	<b>-320</b>	<b>-284</b>	<b>-316</b>	<b>-321</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-846</b>	<b>-831</b>	<b>-994</b>	<b>-1,218</b>	<b>-1,238</b>	<b>-1,272</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-2,644</b>	<b>-2,846</b>	<b>-3,269</b>	<b>-3,586</b>	<b>-3,713</b>	<b>-3,913</b>
<b>%销售收入</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.8%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,238</b>	<b>1,607</b>	<b>2,856</b>	<b>5,789</b>	<b>7,725</b>	<b>9,975</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.6%</b>	<b>7.1%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-1,689</b>	<b>-1,310</b>	<b>-2,164</b>	<b>-1,626</b>	<b>-1,128</b>	<b>-775</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.6%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-35</b>	<b>-145</b>	<b>-148</b>	<b>-37</b>	<b>-8</b>	<b>-31</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>109</b>	<b>118</b>	<b>619</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
<b>%税前利润</b>	<b>97.6%</b>	<b>19.4%</b>	<b>40.0%</b>	<b>6.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.1%</b>
<b>营业利润</b>	<b>-377</b>	<b>271</b>	<b>1,162</b>	<b>4,426</b>	<b>6,889</b>	<b>9,469</b>
<b>营业利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>0.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>489</b>	<b>338</b>	<b>384</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
<b>税前利润</b>	<b>112</b>	<b>609</b>	<b>1,547</b>	<b>4,726</b>	<b>7,189</b>	<b>9,769</b>
<b>利润率</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.0%</b>
<b>所得税</b>	<b>-71</b>	<b>-168</b>	<b>-254</b>	<b>-1,181</b>	<b>-1,797</b>	<b>-2,442</b>
<b>所得税率</b>	<b>63.3%</b>	<b>27.6%</b>	<b>16.4%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>41</b>	<b>441</b>	<b>1,293</b>	<b>3,544</b>	<b>5,392</b>	<b>7,327</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-169</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>210</b>	<b>427</b>	<b>1,257</b>	<b>3,530</b>	<b>5,378</b>	<b>7,313</b>
<b>净利率</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.2%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>41</b>	<b>441</b>	<b>1,293</b>	<b>3,544</b>	<b>5,392</b>	<b>7,327</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>5,291</b>	<b>5,244</b>	<b>5,508</b>	<b>3,520</b>	<b>3,486</b>	<b>3,501</b>
<b>非经营收益</b>	<b>1,223</b>	<b>1,072</b>	<b>1,443</b>	<b>1,462</b>	<b>603</b>	<b>255</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-2,701</b>	<b>-2,529</b>	<b>-540</b>	<b>9,211</b>	<b>-899</b>	<b>-4,946</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,855</b>	<b>4,228</b>	<b>7,704</b>	<b>17,738</b>	<b>8,582</b>	<b>6,137</b>
<b>资本开支</b>	<b>-3,635</b>	<b>-2,061</b>	<b>-2,388</b>	<b>376</b>	<b>-59</b>	<b>110</b>
<b>投资</b>	<b>-591</b>	<b>-375</b>	<b>-481</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>72</b>	<b>44</b>	<b>-189</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,154</b>	<b>-2,392</b>	<b>-3,058</b>	<b>675</b>	<b>241</b>	<b>410</b>
<b>股权募资</b>	<b>33</b>	<b>3</b>	<b>70</b>	<b>0</b>	<b>-202</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>2,226</b>	<b>280</b>	<b>-2,883</b>	<b>-16,248</b>	<b>-6,109</b>	<b>-4,482</b>
<b>其他</b>	<b>-2,127</b>	<b>-1,774</b>	<b>-2,320</b>	<b>-1,696</b>	<b>-2,213</b>	<b>-1,865</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>132</b>	<b>-1,491</b>	<b>-5,133</b>	<b>-17,944</b>	<b>-8,523</b>	<b>-6,347</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-168</b>	<b>345</b>	<b>-487</b>	<b>468</b>	<b>300</b>	<b>200</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>1,614</b>	<b>1,959</b>	<b>3,032</b>	<b>3,500</b>	<b>3,800</b>	<b>4,000</b>
<b>应收款项</b>	<b>10,582</b>	<b>8,140</b>	<b>17,503</b>	<b>14,747</b>	<b>15,730</b>	<b>19,018</b>
<b>存货</b>	<b>12,572</b>	<b>11,990</b>	<b>11,496</b>	<b>15,343</b>	<b>15,350</b>	<b>17,022</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,296</b>	<b>1,148</b>	<b>3,671</b>	<b>2,491</b>	<b>2,492</b>	<b>2,487</b>
<b>流动资产</b>	<b>26,064</b>	<b>23,237</b>	<b>35,703</b>	<b>36,080</b>	<b>37,372</b>	<b>42,527</b>
<b>%总资产</b>	<b>26.4%</b>	<b>24.5%</b>	<b>37.2%</b>	<b>39.0%</b>	<b>41.2%</b>	<b>46.0%</b>
<b>长期投资</b>	<b>4,828</b>	<b>5,275</b>	<b>5,828</b>	<b>5,829</b>	<b>5,828</b>	<b>5,828</b>
<b>固定资产</b>	<b>66,558</b>	<b>64,704</b>	<b>52,584</b>	<b>49,752</b>	<b>46,752</b>	<b>43,571</b>
<b>%总资产</b>	<b>67.4%</b>	<b>68.3%</b>	<b>54.7%</b>	<b>53.8%</b>	<b>51.6%</b>	<b>47.1%</b>
<b>无形资产</b>	<b>953</b>	<b>1,122</b>	<b>1,520</b>	<b>791</b>	<b>674</b>	<b>575</b>
<b>非流动资产</b>	<b>72,664</b>	<b>71,440</b>	<b>60,361</b>	<b>56,374</b>	<b>53,255</b>	<b>49,976</b>
<b>%总资产</b>	<b>73.6%</b>	<b>75.5%</b>	<b>62.8%</b>	<b>61.0%</b>	<b>58.8%</b>	<b>54.0%</b>
<b>资产总计</b>	<b>98,728</b>	<b>94,676</b>	<b>96,064</b>	<b>92,455</b>	<b>90,628</b>	<b>92,503</b>
<b>短期借款</b>	<b>26,916</b>	<b>27,555</b>	<b>34,166</b>	<b>17,924</b>	<b>11,815</b>	<b>7,332</b>
<b>应付款项</b>	<b>26,660</b>	<b>22,826</b>	<b>21,834</b>	<b>31,509</b>	<b>31,620</b>	<b>31,672</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>-248</b>	<b>-853</b>	<b>92</b>	<b>582</b>	<b>571</b>	<b>559</b>
<b>流动负债</b>	<b>53,328</b>	<b>49,529</b>	<b>56,092</b>	<b>50,014</b>	<b>44,006</b>	<b>39,563</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,380</b>	<b>728</b>	<b>3,266</b>	<b>3,266</b>	<b>3,266</b>	<b>3,267</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>7,263</b>	<b>7,292</b>	<b>66</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>61,971</b>	<b>57,548</b>	<b>59,423</b>	<b>53,280</b>	<b>47,272</b>	<b>42,830</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>35,613</b>	<b>35,936</b>	<b>36,321</b>	<b>38,842</b>	<b>43,009</b>	<b>49,312</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1,143</b>	<b>1,193</b>	<b>319</b>	<b>333</b>	<b>347</b>	<b>361</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>98,728</b>	<b>94,676</b>	<b>96,064</b>	<b>92,455</b>	<b>90,628</b>	<b>92,503</b>

**比率分析**

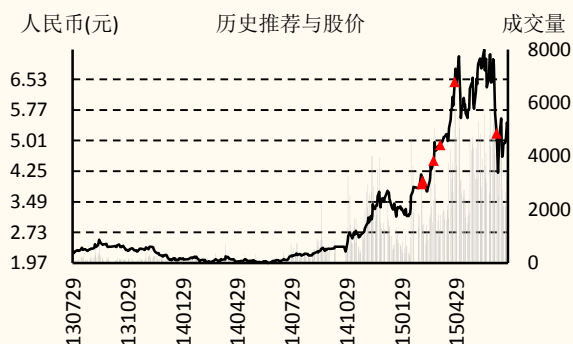
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.021	0.042	0.125	0.350	0.533	0.724
每股净资产	3.528	3.560	3.598	3.848	4.261	4.885
每股经营现金净流	0.382	0.419	0.763	1.757	0.850	0.608
每股股利	0.100	0.100	0.050	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	0.59%	1.19%	3.46%	9.09%	12.50%	14.83%
总资产收益率	0.21%	0.45%	1.31%	3.82%	5.93%	7.91%
投入资本收益率	0.63%	1.60%	3.22%	7.19%	9.91%	12.41%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-9.38%	-2.18%	10.93%	36.18%	1.61%	1.63%
EBIT 增长率	-50.63%	29.87%	77.70%	102.68%	33.45%	29.12%
净利润增长率	-80.62%	103.44%	194.32%	180.75%	52.34%	35.97%
总资产增长率	2.75%	-4.10%	1.47%	-3.76%	-1.98%	2.07%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	4.6	9.6	22.1	10.0	12.0	20.0
存货周转天数	61.5	53.3	46.6	45.0	45.0	50.0
应付账款周转天数	55.7	57.1	48.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	235.0	240.0	174.3	119.8	109.6	99.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	92.09%	90.24%	93.89%	45.16%	26.02%	13.28%
EBIT 利息保障倍数	0.7	1.2	1.3	3.6	6.9	12.9
资产负债率	62.77%	60.78%	61.86%	57.63%	52.16%	46.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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
4	2015-04-03	买入	4.85	8.00
5	2015-04-27	买入	5.88	8.00
6	2015-07-06	买入	5.67	11.00

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为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：021-60753903

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