

# 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  
 nivy@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%, 我们了解到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)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	货币资金	2012	2013	2014	2015E	2016E
增长率	91,579	89,581	99,373	135,324	137,500	139,740	应收账款	1,614	1,959	3,032	3,500	3,800
主营业务成本	-86,565	-84,092	-91,933	-124,447	-124,509	-124,260	存货	10,582	8,140	17,503	14,747	15,730
%销售收入	94.5%	93.9%	92.5%	92.0%	90.6%	88.9%	其他流动资产	12,572	11,990	11,496	15,343	15,350
毛利	5,015	5,489	7,440	10,877	12,991	15,481	流动资产	1,296	1,148	3,671	2,491	2,492
%销售收入	5.5%	6.1%	7.5%	8.0%	9.4%	11.1%	%总资产	26,064	23,237	35,703	36,080	37,372
营业税金及附加	-287	-205	-320	-284	-316	-321	长期投资	26.4%	24.5%	37.2%	39.0%	41.2%
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	4,828	5,275	5,828	5,828	5,828
营业费用	-846	-831	-994	-1,218	-1,238	-1,272	%总资产	66,558	64,704	52,584	49,752	46,752
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	67.4%	68.3%	54.7%	53.8%	51.6%
管理费用	-2,644	-2,846	-3,269	-3,586	-3,713	-3,913	非流动资产	953	1,122	1,520	791	674
%销售收入	2.9%	3.2%	3.3%	2.7%	2.7%	2.8%	%总资产	72,664	71,440	60,361	56,374	53,255
息税前利润 (EBIT)	1,238	1,607	2,856	5,789	7,725	9,975	资产总计	73.6%	75.5%	62.8%	61.0%	58.8%
%销售收入	1.4%	1.8%	2.9%	4.3%	5.6%	7.1%	负债总计	98,728	94,676	96,064	92,455	90,628
财务费用	-1,689	-1,310	-2,164	-1,626	-1,128	-775	短期借款	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
%销售收入	1.8%	1.5%	2.2%	1.2%	0.8%	0.6%	应付款项	26,916	27,555	34,166	17,924	11,815
资产减值损失	-35	-145	-148	-37	-8	-31	其他流动负债	26,660	22,826	21,834	31,509	31,620
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	-248	-853	92	582	571
投资收益	109	118	619	300	300	0	长期贷款	53,328	49,529	56,092	50,014	44,006
%销售收入	97.6%	19.4%	40.0%	6.3%	4.2%	0	其他长期负债	1,380	728	3,266	3,266	3,267
息税前利润	-377	271	1,162	4,426	6,889	9,469	负债总计	7,263	7,292	66	0	0
营业利润率	n.a	0.3%	1.2%	3.3%	5.0%	5.8%	普通股股东权益	61,971	57,548	59,423	53,280	47,272
营业外收支	489	338	384	300	300	300	少数股东权益	35,613	35,936	36,321	38,842	43,009
税前利润	112	609	1,547	4,726	7,189	9,769	负债股东权益合计	98,728	94,676	96,064	92,455	90,628
利润率	0.1%	0.7%	1.6%	3.5%	5.2%	5.0%	普通股股东权益	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
所得税	-71	-168	-254	-1,181	-1,797	-2,442	少数股东权益	1,143	1,193	319	333	347
所得税率	63.3%	27.6%	16.4%	25.0%	25.0%	361	负债股东权益合计	98,728	94,676	96,064	92,455	90,628
净利润	41	441	1,293	3,544	5,392	7,327	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
非现金支出	5,291	5,244	5,508	3,520	3,486	3,501	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
非经营收益	1,223	1,072	1,443	1,462	603	255	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
营运资金变动	-2,701	-2,529	-540	9,211	-899	-4,946	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
经营活动现金净流	3,855	4,228	7,704	17,738	8,582	6,137	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
资本开支	-3,635	-2,061	-2,388	376	-59	110	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
投资	-591	-375	-481	-1	0	0	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
其他	72	44	-189	300	300	300	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
投资活动现金净流	-4,154	-2,392	-3,058	675	241	410	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
股权筹资	33	3	70	0	-202	0	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
债权筹资	2,226	280	-2,883	-16,248	-6,109	-4,482	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
其他	-2,127	-1,774	-2,320	-1,696	-2,213	-1,865	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
筹资活动现金净流	132	-1,491	-5,133	-17,944	-8,523	-6,347	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503
现金净流量	-168	345	-487	468	300	200	负债股东权益合计	92.503	92.503	92.503	92.503	92.503

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认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