

2016-4-27

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** **维持**

分析师 王鹤涛

 (8621)68751760

 wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

联系人 肖勇

 (8621)68751760

 xiaoyong3@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《硅钢景气难抵普钢低迷, 业绩亏损较大》
 2016-2-1

 《12月出厂价再次平盘, 倒挂压力加剧》
 2015-11-15

 《普钢低迷+汇兑损失, 3季度亏损较大》
 2015-10-31

武钢股份(600005)

产品全面低迷致全年亏损较大, 1季度行情回暖实现微利

报告要点

■ 事件描述

武钢股份发布 2015 年年报, 报告期内公司实现营业收入 583.38 亿元, 同比下降 41.29%; 营业成本 592.23 亿元, 同比下降 35.58%; 实现归属于母公司净利润-75.15 亿元, 去年同期为 12.57 亿元; 2015 年 EPS 为-0.74 元。

据推算, 4 季度公司营业收入 93.86 亿元, 同比下降 75.48%; 营业成本 134.18 亿元, 同比下降 62.31%; 实现归属于母公司所有者净利润-65.13 亿元, 去年同期为 4.87 亿元; 4 季度实现 EPS 为-0.65 元。

公司同时发布 2016 年 1 季报, 报告期内实现营业收入 128.90 亿元, 同比下降 26.58%; 实现营业成本 118.13 亿元, 同比下降 25.38%; 实现归属于母公司净利润 0.30 亿元, 同比下降 93.41%; 1 季度实现 EPS 为 0.003 元。

■ 事件评论

行业低迷致全年业绩亏损较大: 2015 年钢铁行业景气不足, 市场持续低迷, 公司产品量价齐跌, 导致毛利率由正转负, 其中, 热轧毛利率为-8.81%, 冷轧毛利率为-0.53%, 甚至硅钢等优势高端品种订货额也出现不同幅度下降, 由此导致公司全年业绩亏损较大: 1) 公司全年热轧产量同比下降 8.91%, 冷轧产量同比下降 6.50%; 2) 2015 年公司热轧出厂价格同比下降 10.86%, 冷轧出厂价下降 9.87%。此外, 公司全年投资收益减少 6.29 亿, 资产减值损失增加 3.29 亿元, 也令公司全年业绩雪上加霜。

受益于行情转暖, 1 季度实现微利: 受制于行情极度低迷影响, 4 季度公司业绩亏损较大。1 季度钢铁行情有所恢复, 由此导致公司单季度实现微利, 不过由于同比钢价跌幅依然较大, 公司 1 季度业绩同比依然降幅较大。同时, 值得注意的是, 1 季度末公司存货 124.63 亿元, 同比增加 9.76 亿元, 环比增加 14.12 亿元。此外, 公司公告虽然公司没有落后产能和淘汰落后的装备, 但公司按照“去产能、控总量、调结构、市场差异化、管理精细化”战略规划安排, 计划在 2016 年内关停 1 座高炉 (1×1536 m³), 关停 1 座转炉 (1×90t), 后续轧钢工序的棒材生产线关停, 中厚板生产线采取减量集中生产确保满足特殊用途用钢的需求。

受益于国内反倾销、需求稳定影响, 近期取向硅钢价格开始上涨, 公司作为取向硅钢龙头将尤其受益于此, 为阶段性景气基本面锦上添花。

预计公司 2016、2017 年 EPS 分别为 0.03 元、0.04 元, 维持“买入”评级。

2015 年报主要信息

2015 年，公司生产铁 1515.5 万吨、钢 1539.6 万吨、材 1434.0 万吨，实现营业收入 583.38 亿元，实现净利润-75.15 亿元。

2016 年公司计划全年生产铁 1520 万吨、钢 1550 万吨、材 1440 万吨；钢铁主业降成本 73 亿元。

表 1：2015 年公司热轧和冷轧销量、库存同比下降

| 主要产品 | 生产量 | 销售量 | 库存量 | 生产量比上年增减 | 销售量比上年增减 | 库存量比上年增减 |
|------|--------|--------|-------|----------|----------|----------|
| 热轧产品 | 820.08 | 892.17 | 39.62 | -8.91% | -28.66% | -0.89% |
| 冷轧产品 | 612.59 | 609.30 | 42.44 | -6.50% | -16.04% | 22.29% |

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究所

行业低迷致全年业绩亏损较大

武钢股份发布 2015 年年报，报告期内公司实现营业收入 583.38 亿元，同比下降 41.29%；营业成本 592.23 亿元，同比下降 35.58%；实现归属于母公司净利润-75.15 亿元，去年同期为 12.57 亿元；2015 年实现 EPS 为-0.74 元。

2015 年钢铁行业景气不足，市场持续低迷，公司产品量价齐跌，导致毛利率由正转负，其中，热轧毛利率为-8.81%，冷轧毛利率为-0.53%，甚至硅钢等优势高端品种订货额也出现不同幅度下降，由此导致公司全年业绩亏损较大：1) 公司全年热轧产量同比下降 8.91%，冷轧产量同比下降 6.50%；2) 2015 年公司热轧出厂价格同比下降 10.86%，冷轧出厂价下降 9.87%。此外，公司全年投资收益减少 6.29 亿，资产减值损失增加 3.29 亿元，也令公司全年业绩雪上加霜。

表 2：2015 年营业成本降幅小于营业收入，毛利率由正转负，全年业绩大幅下滑

| 武钢股份 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入 | 895.81 | 993.73 | 583.38 |
| 同比 | -2.18% | 10.93% | -41.29% |
| 产量 | 1898.83 | 1857 | 1434 |
| 毛利率 | -6.31% | 7.49% | -1.52% |
| 营业税金及附加 | 2.05 | 3.20 | 1.95 |
| 销售费用 | 8.31 | 9.94 | 8.93 |
| 管理费用 | 28.46 | 32.69 | 30.36 |
| 财务费用 | 13.10 | 21.64 | 24.38 |
| 三项费用率 | 5.57% | 6.47% | 10.91% |
| 资产减值损失 | 1.45 | 1.48 | 4.77 |
| 投资收益 | 1.18 | 6.19 | -0.10 |
| 营业利润 | 2.71 | 11.62 | -79.35 |
| 营业外收入 | 3.48 | 3.99 | 0.70 |
| 利润总额 | 6.09 | 15.47 | -78.79 |
| 所得税费用 | 1.68 | 2.54 | -3.69 |

| | | | |
|-----------|--------|--------|---------|
| 归属于母公司净利润 | 4.27 | 12.57 | -75.15 |
| 净利率 | 0.48% | 1.27% | -12.88% |
| 存货 | 119.90 | 114.96 | 110.51 |
| 股本 | 100.94 | 100.94 | 100.94 |
| 每股收益 | 0.04 | 0.12 | -0.74 |

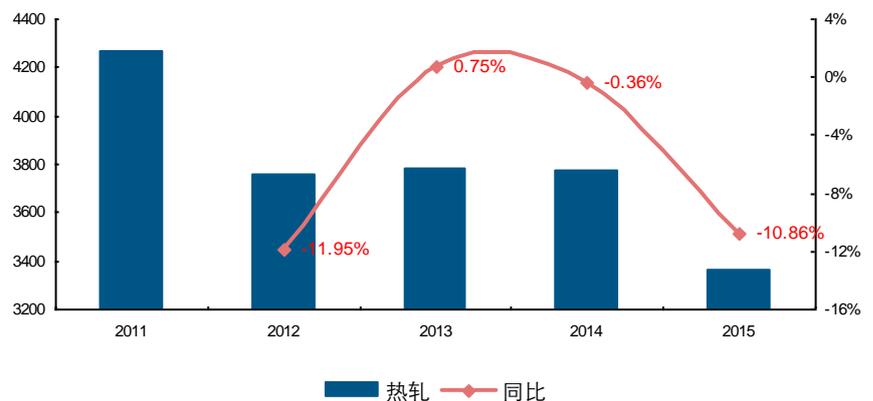
资料来源：公司资料，长江证券研究所

表 3：2015 年公司主营业务分行业、分产品情况

| 主营业务分行业 | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率 | 营业收入比上年增减 | 营业成本比上年增减 | 毛利率比上年增减 |
|---------|--------|--------|--------|-----------|-----------|-------------|
| 钢铁产品 | 442.72 | 462.65 | -4.50% | -42.89% | -35.78% | 减少11.58个百分点 |
| 合计 | 442.72 | 462.65 | -4.50% | -42.89% | -35.78% | 减少11.58个百分点 |
| 主营业务分产品 | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率 | 营业收入比上年增减 | 营业成本比上年增减 | 毛利率比上年增减 |
| 热轧产品 | 212.70 | 231.43 | -8.80% | -49.07% | -42.93% | 减少11.71个百分点 |
| 冷轧产品 | 230.02 | 231.23 | -0.52% | -35.68% | -26.56% | 减少12.48个百分点 |
| 合计 | 442.72 | 462.65 | -4.50% | -42.89% | -35.78% | 减少11.58个百分点 |

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究所

图 1：2015 年公司热轧出厂价同比下跌 10.86%



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究所

图 2：2015 年公司冷轧出厂价同比下跌 9.87%



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究所

行业低迷致产品量价齐跌，1 季度收入同比下降

公司 2016 年 1 季度实现营业收入 128.90 亿元，同比下降 26.58%；实现净利润 0.30 亿元，同比下降 93.41%，对应 EPS 为 0.003 元。

图 3：2016 年 1 季度公司热轧出厂价同比下跌 10.87%



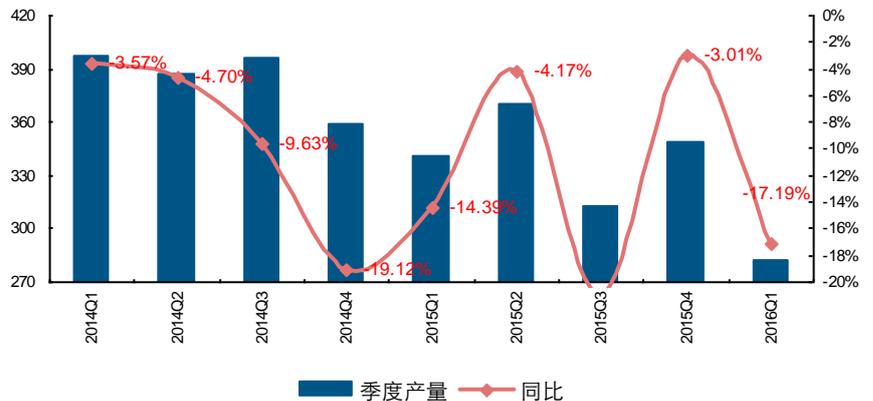
资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究所

图 4：2016 年 1 季度公司冷轧出厂价同比下跌 3.83%



资料来源：Mysteel，公司资料，长江证券研究所

图 5：以集团口径估算，公司 1 季度粗钢产量同比下降 17.19%



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

受益于行情转暖, 1 季度实现微利

受制于行情极度低迷影响, 4 季度公司业绩亏损较大。1 季度钢铁行情有所恢复, 由此导致公司单季度实现微利, 不过由于同比钢价跌幅依然较大, 公司 1 季度业绩同比依然降幅较大。同时, 值得注意的是, 1 季度末公司存货 124.63 亿元, 同比增加 9.76 亿元, 环比增加 14.12 亿元。

表 4: 1 季度毛利率下降叠加管理费用增加导致业绩大幅下滑

| 项目 | 2015Q1 | 2016Q1 |
|-----------|---------|---------|
| 营业收入 | 175.55 | 128.90 |
| --同比 | -30.71% | -26.58% |
| --环比 | -54.13% | 37.33% |
| 毛利率 | 0.10 | 0.08 |
| 销售费用 | 2.02 | 1.22 |
| 管理费用 | 5.68 | 3.66 |
| 财务费用 | 3.48 | 4.66 |
| 三项费用率 | 6.37% | 7.40% |
| 资产减值损失 | 0.18 | 0.17 |
| 投资收益 | 0.61 | 0.32 |
| 营业利润 | 5.79 | 1.21 |
| 营业外收入 | 0.04 | 0.09 |
| 利润总额 | 5.83 | 1.30 |
| 所得税费用 | 1.17 | 0.97 |
| 少数股东损益 | 0.07 | 0.02 |
| 归属于母公司净利润 | 4.59 | 0.30 |
| 净利率 | 2.62% | 0.23% |
| 存货 | 114.86 | 124.63 |
| 最新股本 | 100.94 | 100.94 |
| 每股收益 | 0.05 | 0.003 |

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

1 季度费用率增加但绝对额减少, 现金流恶化。

从全年来看, 2015 年公司销售费用和管理费用下降, 财务费用上升。其中, 销售费用的下降源于人工成本的减少, 管理费用的下降源于人工成本的降低, 而财务费用增加主要源于汇兑损益增加了 8.1 亿元。

表 5: 2015 年公司销售费用和管理费用下降, 财务费用上升

| 项目 | 2015 | 2014 | 同比 |
|------|-------|-------|---------|
| 销售费用 | 8.93 | 9.94 | -10.22% |
| 管理费用 | 30.36 | 32.69 | -7.12% |
| 财务费用 | 24.38 | 21.64 | 12.62% |

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

季度方面，1 季度公司销售费用和管理费用同比下降幅度均较大，财务费用增加幅度较大。

表 6: 2015 年 1 季度公司销售费用和管理费用同比下降幅度均较大，财务费用增加幅度较大

| 项目 | 2016Q1 | 2015Q1 | 同比 |
|------|--------|--------|---------|
| 销售费用 | 1.22 | 2.02 | -39.52% |
| 管理费用 | 3.66 | 5.68 | -35.61% |
| 财务费用 | 4.66 | 3.48 | 33.94% |

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

分品种存货来看, 相对年初, 2015 年年末公司原材料和在产品有所下降, 库存商品增加。

表 7: 公司原材料和在产品有所下降, 库存商品增加

| 项目 | 期末余额 | | | 期初余额 | | |
|------|--------|------|--------|--------|------|--------|
| | 账面余额 | 跌价准备 | 账面价值 | 账面余额 | 跌价准备 | 账面价值 |
| 原材料 | 50.47 | 1.91 | 48.56 | 63.00 | 1.42 | 61.58 |
| 在产品 | 19.94 | 0.26 | 19.68 | 23.03 | 0.20 | 22.83 |
| 库存商品 | 43.98 | 1.72 | 42.27 | 30.99 | 0.43 | 30.55 |
| 合计 | 114.40 | 3.89 | 110.51 | 117.01 | 2.05 | 114.96 |

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

此外, 2015 年报告期内公司存货跌价准备减少 1.07 亿元。

表 8: 存货跌价准备统计

| 项目 | 期初余额 | 本期增加金额 | | 本期减少金额 | | 期末余额 |
|------|------|--------|----|--------|----|------|
| | | 计提 | 其他 | 转回或转销 | 其他 | |
| 原材料 | 1.42 | 1.23 | | 0.73 | | 1.91 |
| 在产品 | 0.20 | 0.26 | | 0.20 | | 0.26 |
| 库存商品 | 0.43 | 1.42 | | 0.14 | | 1.72 |
| 合计 | 2.05 | 2.91 | | 1.07 | | 3.89 |

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

1 季度公司经营活动产生的现金流量净额为 5.52 亿元, 同比去年 1 季度的 6.39 亿元有所下降。

表 9: 1 季度经营活动现金流量显著恶化

| 项目 | 2016Q1 | 2015Q1 |
|---------------|--------|---------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 5.52 | 6.39 |
| 销售商品取得现金占营收比重 | 96.31% | 103.45% |

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

维持“买入”评级

预计公司 2016、2017 年实现 EPS 分别为 0.03 元、0.04 元, 维持“买入”评级。

风险提示:

- 1、市场出现系统性风险；
- 2、钢铁行业需求出现超预期波动。

主要财务指标

| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 58338 | 51680 | 53675 | 54897 |
| 增长率(%) | 0% | -11% | 4% | 2% |
| 归属母公司所有者净利润(百万元) | -7514.8 | 282.8 | 372.8 | 592.3 |
| 增长率(%) | 0% | 104% | 32% | 59% |
| 每股收益(元) | -0.744 | 0.028 | 0.037 | 0.059 |
| 净资产收益率(%) | -26.6% | 1.0% | 1.3% | 2.0% |
| 每股经营现金流(元) | 0.00 | | | |

财务报表及指标预测

| 利润表(百万元) | | | | | 资产负债表(百万元) | | | | |
|----------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 58338 | 51680 | 53675 | 54897 | 货币资金 | 4468 | 1550 | 1610 | 1647 |
| 营业成本 | 59223 | 46480 | 48465 | 49501 | 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | -885 | 5201 | 5210 | 5395 | 应收账款 | 12696 | 11247 | 11681 | 11947 |
| %营业收入 | -1.5% | 10.1% | 9.7% | 9.8% | 存货 | 11051 | 8669 | 9040 | 9233 |
| 营业税金及附加 | 195 | 173 | 180 | 184 | 预付账款 | 1795 | 1408 | 1468 | 1500 |
| %营业收入 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 其他流动资产 | 1447 | 1282 | 1331 | 1361 |
| 销售费用 | 893 | 791 | 822 | 840 | 流动资产合计 | 36854 | 28947 | 30103 | 30772 |
| %营业收入 | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 可供出售金融资产 | 167 | 167 | 167 | 167 |
| 管理费用 | 3036 | 2689 | 2793 | 2857 | 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 长期股权投资 | 5629 | 5629 | 5629 | 5629 |
| 财务费用 | 2438 | 1158 | 903 | 700 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 4.2% | 2.2% | 1.7% | 1.3% | 固定资产合计 | 49448 | 46461 | 42299 | 38037 |
| 资产减值损失 | 477 | 0 | 0 | 0 | 无形资产 | 859 | 816 | 775 | 736 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 商誉 | 473 | 473 | 473 | 473 |
| 投资收益 | -10 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税资产 | 980 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | -7935 | 389 | 513 | 814 | 其他非流动资产 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| %营业收入 | -13.6% | 0.8% | 1.0% | 1.5% | 资产总计 | 94456 | 82539 | 79492 | 75860 |
| 营业外收支 | 55 | 0 | 0 | 0 | 短期贷款 | 26634 | 19363 | 15060 | 10345 |
| 利润总额 | -7879 | 389 | 513 | 814 | 应付款项 | 21846 | 17138 | 17870 | 18252 |
| %营业收入 | -13.5% | 0.8% | 1.0% | 1.5% | 预收账款 | 3361 | 2977 | 3092 | 3162 |
| 所得税费用 | -369 | 97 | 128 | 204 | 应付职工薪酬 | 196 | 153 | 160 | 163 |
| 净利润 | -7511 | 292 | 384 | 611 | 应交税费 | -193 | 300 | 342 | 430 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | -7514.8 | 282.8 | 372.8 | 592.3 | 其他流动负债 | 947 | 749 | 781 | 798 |
| 少数股东损益 | 4 | 9 | 12 | 19 | 流动负债合计 | 52791 | 40681 | 37306 | 33151 |
| EPS(元/股) | -0.74 | 0.03 | 0.04 | 0.06 | 长期借款 | 2443 | 2443 | 2443 | 2443 |
| | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 现金流量表(百万元) | | | | | 递延所得税负债 | 56 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 其他非流动负债 | 10572 | 10572 | 10572 | 10572 |
| 经营活动现金流净额 | -2700 | 8072 | 6858 | 7090 | 负债合计 | 65862 | 53695 | 50320 | 46166 |
| 取得投资收益 | 145 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司 | 28291 | 28531 | 28848 | 29352 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 303 | 312 | 323 | 342 |
| 无形资产投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 股东权益 | 28594 | 28843 | 29172 | 29694 |
| 固定资产投资 | -1373 | -2517 | -1537 | -1549 | 负债及股东权益 | 94456 | 82539 | 79492 | 75860 |
| 其他 | 125 | 0 | 0 | 0 | 基本指标 | | | | |
| 投资活动现金流净额 | -1247 | -2517 | -1537 | -1549 | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS | -0.744 | 0.028 | 0.037 | 0.059 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | BVPS | 2.80 | 2.83 | 2.86 | 2.91 |
| 银行贷款增加(减少) | 3865 | -7271 | -4303 | -4715 | PE | -4.61 | 122.43 | 92.88 | 58.45 |
| 筹资成本 | 2249 | -1201 | -959 | -789 | PEG | 0.03 | -0.86 | -0.65 | -0.41 |
| 其他 | -855 | 0 | 0 | 0 | PB | 1.22 | 1.21 | 1.20 | 1.18 |
| 筹资活动现金流净额 | 5260 | -8472 | -5262 | -5504 | EV/EBITDA | -82.03 | 7.74 | 7.06 | 6.21 |
| 现金净流量 | 1313 | -2917 | 60 | 37 | ROE | -26.6% | 1.0% | 1.3% | 2.0% |

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： |
| 买入 | 相对大盘涨幅大于 10% |
| 增持 | 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。 |

联系我们

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 9 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：10060000。

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知情范围内，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所，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。