

2014-11-6

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** 维持

## 柳钢股份 (601003)

# 具备区域及成本优势，业绩恢复弹性较大

分析师: 刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514080003

分析师: 王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

分析师: 陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514080002

联系人: 肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《3 季度勉强不亏，业绩下滑复合预期》  
 2014/10/30

《中板减亏，钢坯盈利好转助扭亏》 2014/8/28

《高炉产能释放，高毛利率钢坯保证全年盈利增长》 2014/4/23

### 报告要点

#### ■ 事件描述

柳钢股份持续跟踪报告。

#### ■ 事件评论

**广西最大的钢铁联合生产企业，区域优势显著：**公司是广西唯一一家品种齐全的钢铁生产基地，主要产品有普碳钢坯、合金板坯、普碳钢板、造船板、中型材、棒材、线材等。公司目前拥有年产钢坯 1200 万吨、小型材 550 万吨，中板材 170 万吨以及中型材 65 万吨的生产能力，主要下游遍布造船、机械等领域。由于市场经济运输半径 500 公里限制，公司绝大多数市场分布在广西省、广东省以及西南等省。考虑到临近省份钢厂规模相对较小，公司具备一定区域优势。同时，考虑到柳州优越的地理位置，附近拥有丰富的煤炭资源、电力资源、远洋海运资源以及发达的铁路运输网，公司原料采购成本具备一定比较优势，产品销售也较为便捷。

目前，公司收入和利润主要来源于钢坯与小型材产品，其中钢坯收入占比最大，2014 年上半年达到 46.67%，且该品种的盈利能力相对较高，销售毛利率 9.89%。分区域看，公司业绩贡献则主要来自于广西省内，2014 年上半年其收入占比达 76.54%。

**营业较为稳定，业绩恢复弹性较大：**虽然近年来因需求下滑、产能过剩，行业处于下行区间，公司产量自 2011 年来持续下降，但业绩表现相对平稳，2014 年上半年仍能实现 2 亿元净利润，且吨钢毛利和吨钢净利今年均有较大幅度提升。另外，从前三季度累计业绩来看，公司 ROE 水平在普钢领域处于领先地位，销售毛利率和销售净利率也处在行业中上水平。

鉴于公司目前产能利用率除钢坯外仍处于较低水平，因此，当行业需求出现阶段性企稳迹象时，量价齐升将使得公司具备明显强于行业内其他公司的弹性。

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.09 元、0.11 元，维持“**谨慎推荐**”评级。

## 广西最大钢企，具备区域与成本优势

公司位于中国南方水陆交通便利的广西工业重镇柳州，是华南地区重要的钢铁生产企业。公司目前主要从事焦化、烧结、铁、钢冶炼及钢板、型材等钢压延加工业务，产品涵盖中板材、小型材、中型材等，产品有普碳板、螺纹钢、槽钢、圆钢、角钢、造船板、锅炉板等 12 个大类 100 多个规格品种，是广西唯一一家品种齐全的钢铁生产基地。

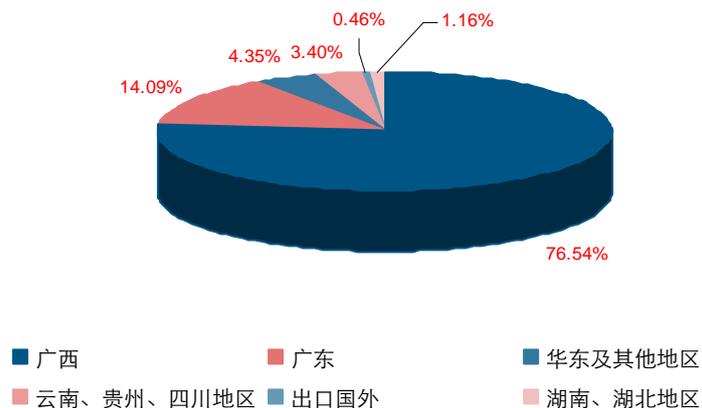
表 1：公司产品结构齐全

生产厂	品种	用途
中型厂	角钢	用于建筑结构,汽车制造,厂房,桥梁等
	槽钢	
棒线厂	螺纹钢	建筑用钢材
	圆钢	
	线材	
中板厂	普碳板	一般承重用结构件
	低合金板	对强度要求不高的结构件
	锅炉板	制作锅炉和压力容器壳体,热交换器管管件等结构件,必须满足规定的高温或低温特殊性能要求,保证最低强度和足够的韧性,并有适用的焊接性能
	压力容器板	
	船体结构用钢	制造远洋,沿海和内河航运船舶船体结构用一般强度用钢
	桥梁用结构钢	桥梁建筑用钢
	汽车大梁板	汽车大梁用钢

资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司绝大多数市场的经济运输半径在 500 公里以内，主要分布在广西省，其次广东省及西南等省，市场竞争相对缓和。同时，受益于港口交通便利以及地理位置靠近东南亚等需求相对旺盛的国家，公司出口业务每年也会有一定的业绩贡献。

图 1：2014 上半年，公司收入主要来自广西和广东地区



资料来源：公司资料，长江证券研究部

由于华南地区具有丰富的水电资源以及三大远洋运输港口，公司生产所需的焦煤、进口铁矿石以及电力成本均处于较低水平。同时，柳州作为铁路枢纽，具有完备的铁路运输设施，为公司的产品销售也提供了便利。

表 2：公司在原料采购成本上具有优势

产品	项目	2012年	2013年
铁矿石	采购量 (万吨)	1,408.26	1,651.73
	采购均价 (元/吨)	927.02	880.91
	唐山铁矿石均价 (元/吨)	1092	1077
煤	采购量 (万吨)	725.83	820.35
	采购均价 (元/吨)	1,399.77	1201.39
	上海冶金焦均价 (元/吨)	1750	1465

资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司目前拥有钢坯年产能 1200 万吨，小型材 550 万吨，中板材 170 万吨，中型材 65 万吨。从产能利用率来看，钢坯 2013 年产能利用率最高，达到 89.46%，其中外销 51.29%。

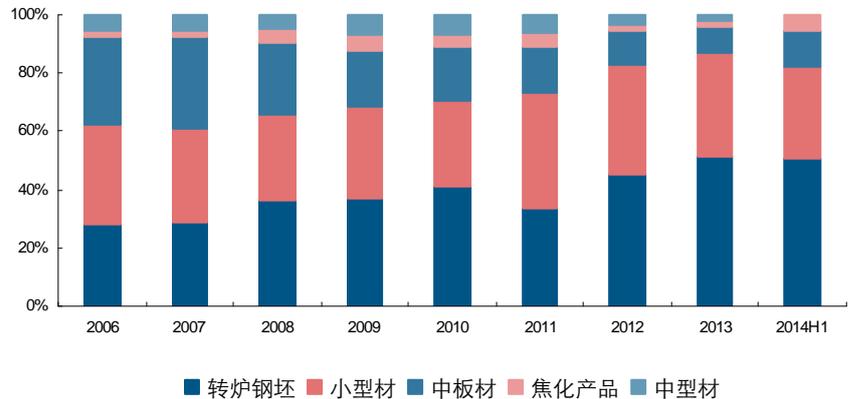
表 3：近两年公司的产销量及目前产能情况

产品	项目	2012年	2013年	目前产能
中型材	产量	35.65	22.08	65
	销量	36.16	21.52	
	产销率	101.43%	97.46%	
中板材	产量	112.96	93.82	170
	销量	110.18	88.99	
	产销率	97.54%	94.85%	
小型材	产量	374.31	410.6	550
	销量	371.89	395.41	
	产销率	99.35%	96.30%	
钢坯	产量	950.13	1,073.46	1200
	销量	446.46	550.59	
	产销率	46.99%	51.29%	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

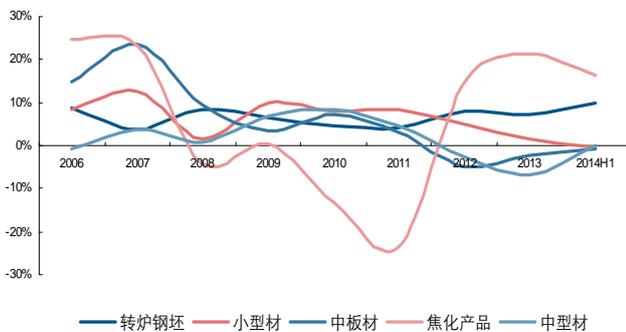
转炉钢坯为公司收入主要来源，2014 年上半年带来 86.20 亿元收入，占公司营业收入 46.67%；其次为小型材，2014 年上半年收入 53.45 亿元，占比 28.94%。同时，上述两种产品也是公司利润的主要来源。

图 2：2014 上半年，公司收入主要来自钢坯和小型材



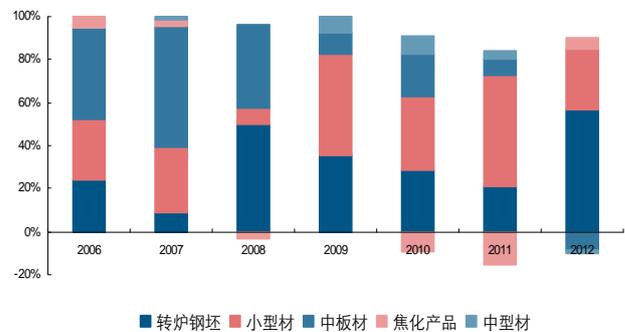
资料来源：公司资料，长江证券研究部

图3：近两年，公司小型材和钢坯毛利率较高



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图4：小型材和钢坯为公司利润主要来源



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

## 行业低迷，公司业绩相对平稳

虽然近年来因产能过剩，行业处于下行区间，但公司业绩表现相对平稳，在2014年上半年多数钢企处于亏损状态的情况下仍能实现2亿元净利润，吨钢毛利和吨钢净利均有较大幅度提升。

表4：公司业绩较为平稳，毛利率和吨钢净利今年有所提升

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013H1	2013	2014H1
粗钢产量	580	609	818	1000	955	950	536	1073	547
同比		4.99%	34.32%	22.20%	-4.49%	-3.95%	15.03%	12.98%	1.91%
营业收入	207.06	292.17	265.66	371.15	423.91	372.76	181.54	368.49	184.69
营业成本	181.56	274.98	246.81	348.93	402.19	355.42	174.19	350.43	172.64
毛利润	25.50	17.19	18.85	22.22	21.72	17.34	7.35	18.06	12.05
毛利率	12.32%	5.88%	7.10%	5.99%	5.12%	4.65%	4.05%	4.90%	6.52%
净利润	9.99	0.16	2.70	6.31	3.62	1.23	-0.84	2.17	2.00
吨钢收入	3,568	4,795	3,246	3,711	4,438	3,923	3,387	3,433	3,379
吨钢毛利	439	282	230	222	227	183	137	168	220
吨钢净利	172	3	33	63	38	13	-16	20	37

资料来源：公司资料，长江证券研究部

单从 3 季度业绩来看，公司净利润同比下滑 95%，主要受制于钢价大幅下跌，以柳州地区螺纹钢为例，3 季度价格同比下跌 9.08%，导致公司营业收入下降 7.43%。

表 5: 3 季度公司净利润明显下滑

柳钢股份利润简表	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3
营业收入	97.48	90.88	80.21	104.19	93.79	87.75	94.62	92.33	92.80	91.89	87.59
--同比	-8.18%	-21.14%	-27.10%	12.65%	-3.79%	-3.44%	17.97%	-11.38%	-1.06%	4.72%	-7.43%
--环比	5.40%	-6.77%	-11.74%	29.90%	-9.98%	-6.44%	7.83%	-2.42%	0.51%	-0.98%	-4.68%
毛利率	4.63%	6.05%	2.84%	4.84%	5.79%	2.19%	4.68%	6.80%	6.95%	6.09%	5.18%
销售费用	0.04	0.05	0.04	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04	0.03	0.08	0.06
管理费用	2.43	2.65	2.17	1.81	3.18	2.59	2.50	3.01	2.75	2.50	2.68
财务费用	1.81	2.68	1.85	0.61	1.29	0.96	1.11	0.70	2.16	1.95	1.41
三项费用率	4.39%	5.92%	5.06%	2.38%	4.81%	4.09%	3.86%	4.06%	5.32%	4.93%	4.74%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.11	-0.11	-1.80	2.25	0.89	-1.83	0.77	2.17	1.37	0.95	0.03
营业外收入	0.01	0.01	0.01	0.90	0.08	0.02	0.04	0.59	0.02	0.01	0.02
利润总额	0.12	-0.10	-1.79	3.03	0.97	-1.81	0.81	2.41	1.39	0.96	0.05
所得税费用	0.02	-0.01	0.00	0.03	0.15	0.00	0.00	0.06	0.21	0.14	0.01
归属于母公司净利润	0.10	-0.08	-1.79	3.00	0.82	-1.66	0.81	2.20	1.18	0.82	0.04
净利率	0.10%	-0.09%	-2.23%	2.88%	0.87%	-1.89%	0.86%	2.38%	1.27%	0.89%	0.05%
存货	73.44	76.47	74.25	63.20	67.94	93.15	79.74	74.75	73.76	58.03	56.08
最新股本	25.63	25.63	25.63	25.63	25.63	25.63	25.63	25.63	25.63	25.63	26.63
每股收益	0.00	0.00	-0.07	0.12	0.03	-0.06	0.03	0.09	0.05	0.03	0.00

资料来源：公司资料，长江证券研究部

虽然，公司 3 季度业绩有所下滑，但从今年前三季累计盈利水平来看，公司 ROE 水平在整个普钢领域中处于领先地位，销售毛利率和净利率表现也比较可观。

表 6: 公司 3 季度 ROE 水平在普钢领域居前

公司	净资产收益率ROE	销售毛利率	销售净利率
宝钢股份	4.41	9.91	3.69
柳钢股份	3.56	6.09	0.75
*ST南钢	2.39	9.78	0.99
沙钢股份	2.18	6.25	1.36
武钢股份	2.11	7.80	1.30
鞍钢股份	1.93	11.37	1.61
新钢股份	1.75	5.36	0.58
本钢板材	1.31	8.30	0.81
河北钢铁	1.17	8.93	0.70
华菱钢铁	0.42	7.91	0.18
杭钢股份	0.15	3.87	0.14
首钢股份	0.05	6.47	-0.32
三钢闽光	-0.74	2.75	-0.14

酒钢宏兴	-0.83	6.02	-0.19
马钢股份	-1.43	5.52	-0.81
凌钢股份	-7.32	4.71	-2.35
山东钢铁	-8.24	2.79	-2.45
重庆钢铁	-18.98	-1.83	-16.91
韶钢松山	-24.96	0.14	-5.80
八一钢铁	-51.28	1.59	-7.45

资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 期待需求企稳, 公司业绩高弹性恢复

公司目前产能利用率除钢坯外仍处于较低水平, 因此, 当行业需求出现阶段性企稳迹象时, 公司轧钢产能利用率有望明显提升, 从而使得公司业绩恢复弹性较大。

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.09 元、0.11 元, 维持“**谨慎推荐**”评级。

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>36849</b>	<b>37493</b>	<b>39327</b>	<b>41600</b>	货币资金	1385	3749	3933	4160
营业成本	35043	35453	37102	39219	交易性金融资产	3	3	3	3
<b>毛利</b>	<b>1805</b>	<b>2040</b>	<b>2225</b>	<b>2381</b>	应收账款	179	182	191	202
%营业收入	4.9%	5.4%	5.7%	5.7%	存货	7475	7563	7914	8366
营业税金及附加	36	37	39	41	预付账款	629	637	666	705
%营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	16	17	17	18	<b>流动资产合计</b>	<b>12628</b>	<b>15141</b>	<b>15862</b>	<b>16773</b>
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1128	1148	1204	1274	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	406	546	602	615	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产合计	11097	11201	11290	11270
资产减值损失	20	1	1	2	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	27	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>200</b>	<b>292</b>	<b>362</b>	<b>430</b>	其他非流动资产	0	0	0	0
%营业收入	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	<b>资产总计</b>	<b>23751</b>	<b>26342</b>	<b>27152</b>	<b>28043</b>
营业外收支	37	0	0	0	短期贷款	9819	12144	12481	12787
<b>利润总额</b>	<b>238</b>	<b>292</b>	<b>362</b>	<b>430</b>	应付款项	4707	4762	4984	5268
%营业收入	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	预收账款	276	280	294	311
所得税费用	21	73	90	108	应付职工薪酬	37	38	39	42
净利润	217	219	271	323	应交税费	-67	-19	-23	-26
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>216.7</b>	<b>218.8</b>	<b>271.1</b>	<b>322.6</b>	其他流动负债	210	183	191	202
少数股东损益	0	0	0	0	<b>流动负债合计</b>	<b>14982</b>	<b>17387</b>	<b>17967</b>	<b>18583</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>	<b>0.11</b>	<b>0.13</b>	长期借款	1119	1119	1119	1119
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	2041	2041	2041	2041
					<b>负债合计</b>	<b>18142</b>	<b>20547</b>	<b>21126</b>	<b>21743</b>
					归属于母公司	5610	5796	6026	6300
					少数股东权益	0	0	0	0
					<b>股东权益</b>	<b>5610</b>	<b>5796</b>	<b>6026</b>	<b>6300</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>23751</b>	<b>26342</b>	<b>27152</b>	<b>28043</b>
					<b>基本指标</b>				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.085	0.085	0.106	0.126
					BVPS	2.19	2.26	2.35	2.46
					PE	37.49	37.13	29.96	25.18
					PEG	2.64	2.62	2.11	1.78
					PB	1.45	1.40	1.35	1.29
					EV/EBITDA	14.02	11.68	10.67	10.03
					ROE	3.9%	3.8%	4.5%	5.1%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**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：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	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。



## 研究部/机构客户部

### 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 11 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：Z24935000。

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情的范围内，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部，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。