



中信证券研究部



唐川林
首席钢铁分析师
S1010519060002

核心观点

公司拥有全方位的成本管控能力与区域溢价优势，盈利能力明显超越行业平均，公司当前的 PB 估值水平处于近四年的低位。考虑到公司较强的盈利能力与持续的高比例分红潜力，参照可比公司的 PB/ROE，给予公司 2019 年 1.62 倍 PB 的估值，对应目标价 6.66 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

公司概况：华南地区龙头钢企，利润创新高。公司是华南地区最大的钢企，铁、钢、钢材产能分别为 1150 万吨、1250 万吨、900 万吨。2018 年营收结构为小型材（50.36%）、转炉钢坯（31.11%）、中板材（8.17%）和中型材（0.41%）。2018 年公司营收和净利同比分别增加 13.94%和 74.20%，均创历史新高。

行业层面：需求重回主导，利润中枢有支撑。供给侧改革的成效在于将行业底部利润抬升至 200-300 元/吨。在供给侧改革后周期阶段，钢价波动将重回需求主导。我们预计地产需求仍将保持高位平稳，长材吨毛利中枢有望保持在 500 元附近。当前市场对钢铁行业过于悲观，未来优质个股存在较大的估值修复空间。在长强板弱格局持续的基础上，投资主线为精选具有竞争优势的长材钢企。

公司层面：成本优势突出，尽享区域溢价。公司的核心优势在于全方位的成本管控。其原燃料、折旧、人工、期间费用等成本均显著低于行业平均，2018 年吨材成本仅为行业平均的 83.2%，ROA 则高达 19.2%。另一方面，受区域产能分布不均的影响，两广地区的钢价长期比主流地区高 200 元以上。2018 年公司 92%的营收来源于两广市场，尽享区域溢价优势。公司在成本与销售端两头占优，在行业利润中枢有支撑的前提下，预计今年业绩仍将维持较高水平。此外，若公司未来的产能逐步搬迁至防城港，则产品结构将进一步优化，且估计每年有望节约 16 亿的运输成本。

风险因素：原材料继续大幅上涨，地产开发投资不及预期，钢材产量持续增长。

投资建议：公司的成本与区域溢价优势显著，盈利能力较强，持续的高分红潜力有望支撑估值水平明显回升。预计公司 2019-21 年 EPS 分别为 0.95/1.04/1.09 元，每股净资产分别为 4.11/4.46/5.11 元。以对标的钢铁企业的 PB/ROE 为参考，给予公司 2019 年 1.62 倍的 PB 估值，对应目标价 6.66 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

柳钢股份	601003
评级	增持（首次）
当前价	5.67 元
目标价	6.66 元
总股本	2,563 百万股
流通股本	2,563 百万股
52 周最高/最低价	10.35/5.6 元
近 1 月绝对涨幅	0.71%
近 6 月绝对涨幅	-6.15%
近 12 月绝对涨幅	-13.72%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	41,557.17	47,351.11	47,602.20	49,126.86	50,455.93
营业收入增长率	56%	14%	1%	3%	3%
净利润(百万元)	2,646.18	4,609.70	2,436.53	2,654.07	2,801.82
净利润增长率	1247%	74%	-47%	9%	6%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.03	1.80	0.95	1.04	1.09
毛利率%	9%	14%	9%	9%	9%
净资产收益率 ROE%	36.76%	43.78%	21.32%	20.26%	18.90%
每股净资产（元）	2.81	4.11	4.46	5.11	5.78
PE	5.49	3.15	5.96	5.47	5.19
PB	2.02	1.38	1.27	1.11	0.98

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 7 月 8 日收盘价

目录

投资聚焦	1
投资逻辑.....	1
创新之处.....	1
风险因素.....	1
公司概况：以长材为主的华南地区龙头钢企	2
华南地区龙头钢企，深耕两广钢材市场	2
依托柳钢集团，打造沿海钢铁精品基地	3
业绩创新高，小型材为主要营收与利润来源	3
行业层面：需求重回主导，利润中枢有支撑.....	5
供给侧改革抬升底部利润，钢价波动重回需求主导	5
需求韧性仍在，预计今年长材的吨毛利中枢维持在 500 元附近.....	6
估值修复空间较大，投资主线是优质长材企业.....	7
成本端：区位+管理双重优势，成本管控成效显著	9
成本曲线底端+供给侧改革最大受益，盈利能力跃升	9
成本优势之一：原燃料成本显著低于行业平均.....	10
成本优势之二：高效经营，折旧与人工成本较低	15
成本优势之三：管理优秀+区域优势，期间费用控制良好，享税收优惠政策	16
销售端：生产灵活+区域溢价优势，盈利弹性高	19
生产效率提升，产线结构灵活调整	19
深耕两广市场，尽享区域溢价	20
未来看点：未来搬迁防城港，区域优势再增强.....	22
风险因素	24
盈利预测及关键假设	24
假设及预测	24
分红、估值及评级	25

插图目录

图 1：公司股权结构	3
图 2：公司营业收入及增长率	4
图 3：公司的归母净利润及增长率	4
图 4：公司近几年毛利率及净利率变化	4
图 5：公司的营业收入结构	5
图 6：公司的毛利结构	5
图 7：电炉钢产量占比从 2017 年开始进入上行阶段	5
图 8：螺纹钢价格中枢由地产周期主导	6
图 9：供给侧改革明显放大了价格波动的弹性	6
图 10：降准对地产销售及地产商资金改善有明显的传导效果	7
图 11：吨钢毛利的历史走势与判断	7
图 12：基金对钢铁行业持仓逼近历史低位	8
图 13：长、板材利润差达到历史性高位	8
图 14：2018 年各普钢企业的吨材成本	9
图 15：供给侧改革以来公司盈利水平显著上升	10
图 16：2018 年各普钢企业的 ROA	10
图 17：钢铁行业的完全成本拆分	11
图 18：2018 年各钢企的吨原燃料成本	11
图 19：我国的铁矿品位显著性低于世界平均及四大矿山	12
图 20：我国铁矿高度依赖进口	12
图 21：我国铁矿的铁路运输比例较低	13
图 22：我国铁矿的平均铁路运输距离在 500-700 公里之间	13
图 23：焦化行业的年均吨毛利	14
图 24：公司的吨钢能耗中枢不断降低	14
图 25：2018 年各钢企的吨钢固定资产	15
图 26：2018 年各钢企的吨钢折旧	15
图 27：公司吨钢人工成本显著低于行业平均	16
图 28：柳钢的期间费用率持续低于行业整体水平	16
图 29：2018 年各普钢企业的期间费用率	16
图 30：柳钢的销售费用率显著性低于行业整体	17
图 31：2018 年各普钢企业的销售费用率	17
图 32：普钢行业的销售费用拆分	17
图 33：2018 年与柳钢生产结构类似的钢企吨运输费	17
图 34：柳钢资产负债率与利息净支出快速降低	18
图 35：柳钢的经营现金流净额远大于资本支出	18
图 36：2018 年各普钢企业的财务费用率	18
图 37：公司的产能结构示意图	19
图 38：公司近几年各类钢材产量占比	20
图 39：公司近几年各类钢材毛利率变化	20
图 40：2018 年公司营业收入地区分布情况	21
图 41：2017 年广西省粗钢产量结构	21
图 42：2018 年两广固定资产投资增速处于全国前列	21

图 43：两广固定资产投资占比显著大于粗钢产量占比	21
图 44：广西地区钢价长期高于国内主流地区钢价	22
图 45：南宁与上海螺纹钢市场价的年均差异	22
图 46：柳钢防城港钢铁基地项目一期总平面布置图	23
图 47：柳钢股份的股价与 PB-Band	25
图 48：近 10 年各钢铁企业的累计分红比例	25

表格目录

表 1：公司产品一览	2
表 2：公司产能产线情况	2
表 3：各港口 61%品位 PB 粉的车板价	12
表 4：柳钢每年所消耗的国内矿及进口矿情况	13
表 5：柳钢的降本举措与成效一览	14
表 6：享所得税优惠政策的普钢企业一览	19
表 7：公司近几年产能利用率	19
表 8：近几年公司各类钢材的产量和产能利用率	20
表 9：我国各区域钢铁产量占比	21
表 10：防城港项目历史进程一览	22
表 11：公司主要产品盈利预测	24
表 12：可比公司估值情况	26

■ 投资聚焦

投资逻辑

行业层面：预计 2019 年供需紧平衡，长材的吨毛利中枢有望维持在 500 元附近。供给侧改革的一大成效在于提升钢铁行业的底部利润至 200-300 元/吨，使钢铁行业的利润中枢有了明显支撑。此外，在自由的市场环境下，需求是钢材价格波动的本质性驱动。实际上 2016 年以来的钢价上升也是建立在新一轮地产复苏周期之上，供给侧改革放大了钢价向上波动的弹性。在当前的供给侧改革后周期阶段，政策对供给端的扰动明显降低，钢价的波动将重回需求主导。我们对需求的判断是中周期仍将维持高位平稳，核心的依据在于：1) 放松的货币政策对地产资金、销售的改善效果仍在；2) 地产开发商为“逃顶”而加快地产开发的行为模式。在基于需求的偏乐观判断上，我们认为行业的利润中枢有望维持在 600 元/吨附近。当前市场对钢铁行业仍然过度悲观，优质个股存在估值明显回升的潜力。在长强板弱持续的基础上，投资主线是具有较强竞争力的长材企业。

公司层面：成本优势突出，尽享区域溢价。公司在成本和销售两头占优。成本方面，公司具备全方位成本管控的能力和天然优势，2018 年其成本仅为行业平均的 83.2%，ROA 高达 19.2%。通过地理位置优势以及高效的管理，公司能在原燃料、折旧成本、人工成本、期间费用等多方面做到合理管控，使得整体成本显著低于行业平均。在销售方面，公司 92% 的营收来自两广地区，而两广地区的钢价长期比国内主流区域高 200 元以上，较高的区域溢价也能明显增厚公司的利润。目前防城港项目的建设仍在集团层面运作，若未来公司将产能逐渐搬至防城港，则每年有望节约 16 亿的运输成本。在行业利润中枢有支撑的前提下，预计业绩仍将维持较高水平。

综上，我们认为公司兼具成本与销售的双重优势，持续的高比例分红潜力也有望支撑其估值水平回升。以对标的钢铁企业的 PB/ROE 为参考，给予公司 2019 年 1.62 倍的 PB 估值，对应目标价 6.66 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

创新之处

- 第一，剖析了供给侧改革对行业带来的成效，且分析、指出供给侧改革后周期阶段下钢价波动的本质驱动。
- 第二，从市场的惯性思维、估值水平、基金持仓等角度说明当前市场对钢铁行业过于悲观，在行业韧性兑现的情况下，优质个股的估值有较大回升潜力。
- 第三，从原燃料、人工成本、折旧成本、期间费用等多维度深刻剖析公司为何具备突出的成本优势。

风险因素

原材料继续大幅上涨，地产开发投资不及预期，钢材产量持续增长。

■ 公司概况：以长材为主的华南地区龙头钢企

华南地区龙头钢企，深耕两广钢材市场

华南地区最大的钢铁企业，产品销售以省内为主。柳钢股份位于南方水陆交通便利的广西工业重镇柳州，是我国华南、西南地区乃至泛北部湾经济圈最大、最先进的生态型钢铁企业。公司主要产品涵盖中板材、小型材、中型材、钢坯等，专业生产螺纹钢、线材、中厚板等产品。公司把握区域优势，深耕两广市场，2018 年产品有 92%左右在两广市场销售。

表 1：公司产品一览

	品种	用途	2018 年产量（万吨）
小型材	螺纹钢	建筑用钢材	658.69
	线材		
中型材	圆钢	建筑结构、汽车制造、厂房、桥梁	4.04
	角钢		
	槽钢		
	电机扁钢		
中板材	碳素板	一般承重用构建	102.68
	低合金板	桥梁、船舶、锅炉、车辆及重要建筑构件	
	锅炉板和压力容器板	制作锅炉和压力容器壳体、热交换器等结构件	
	船体结构钢	制造远洋、沿海和河内航运船舶船体结构用一般强度及高强度用钢	
	桥梁用结构钢	桥梁建筑用钢	
	汽车用钢	汽车大梁、桥壳、车轮、车厢	
	高层建筑用钢	高层建筑结构	
钢坯	钢材加工原料	546.31	

资料来源：公司公告、中信证券研究部

拥有全流程生产设备，铁、钢、钢材产能分别为 1150 万吨、1250 万吨、900 万吨。公司拥有全流程的烧结、焦化、炼铁、炼钢、轧钢等钢铁生产先进的装备，现拥有高炉 6 座，合计炼铁产能 1150 万吨；转炉 8 座，合计炼钢产能 1250 万吨；轧机包括厚板轧机 1 套、中型型钢轧机 1 套、小型型钢轧机 6 套、高速线材轧机 2 套，合计轧钢产能 900 万吨。柳钢集团的非上市体系拥有冷、热轧板材轧线产能，但不具备炼钢产能，因此公司每年向集团销售 500 万吨左右的钢坯作为冷、热轧板材的原材料。

表 2：公司产能产线情况

	设备	设计产能
炼铁	2750m ³ 高炉 1 座、2650 m ³ 高炉 1 座、2000 m ³ 高炉 2 座、1500 m ³ 高炉 2 座	1150 万吨
炼钢	150 吨转炉 5 座、120 吨转炉 3 座	1250 万吨
轧钢	中厚板轧机 1 套、中型型钢轧机 1 套、小型型钢轧机 6 套、高速线材轧机 2 套	900 万吨

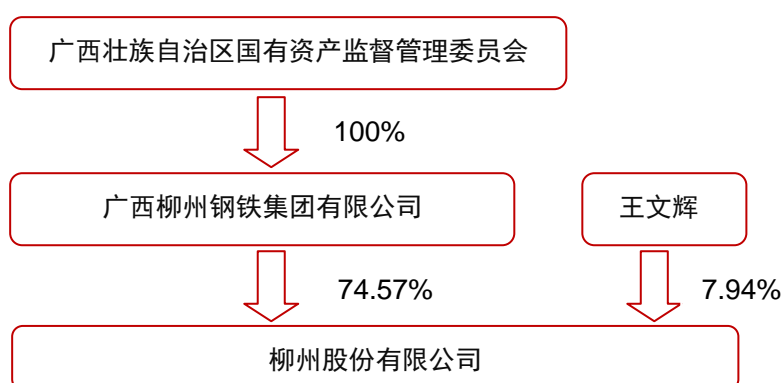
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

依托柳钢集团，打造沿海钢铁精品基地

2000年，柳钢股份由广西柳州钢铁集团作为主发起人发起设立，2001年更名为柳州股份有限公司。2007年，公司在上海证券交易所成功上市，股票名称为柳钢股份（证券代码：601003）。2018年公司控股股东柳钢集团全面接管广西钢铁集团，正式主导推进广西防城港钢铁基地项目建设。

股权集中，实际控制人持股比例超70%。公司控股股东为广西柳州钢铁集团有限公司，持股比例为74.57%，第二大股东王文辉先生持股7.94%，其余股东持股比例均在1%以下，股权相对集中。公司目前实际控制人为广西壮族自治区国资委。

图1：公司股权结构



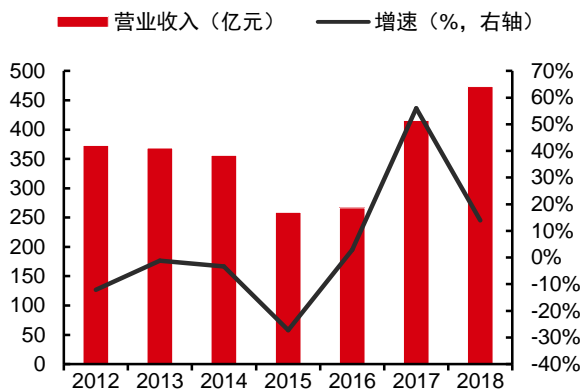
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

“一体两翼”规划，打造广西沿海钢铁精品基地。控股股东柳钢集团是广西最大的钢铁生产基地，以钢铁制造为主业，钢铁产品种类齐全，区域竞争能力强；业务涵盖物流与贸易、环保与能源综合利用、房地产等多个板块。2014年以来，柳钢集团大力实施沿海战略，成功重组广西钢铁集团，全面接手防城港项目；全资收购中金金属，将业务拓展至不锈钢领域，正式形成以柳钢本部生产基地为中心，防城港钢铁基地和玉林不锈钢基地为两翼的“一体两翼”钢铁版图。公司拟向沿海临港地区实施减量搬迁，打造广西沿海钢铁精品基地，有效降低物流运输成本，依托东盟、面向东南亚，进一步打开国外钢材市场。

业绩创新高，小型材为主要营收与利润来源

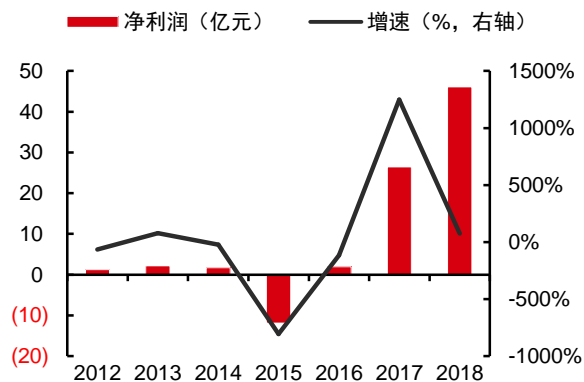
量价齐升，2018年营收与利润创新高。2018年度公司铁、钢、钢材产量分别完成1215万吨、1308万吨、765万吨，同比分别增长5.65%、6.34%、5.96%。产品平均售价均有不同程度提升：小型材、中型材、中板材的售价分别同比增长8.92%、13.40%、15.15%。2018年度公司的营业收入和净利润分别达473.51亿元和46.10亿元，同比分别增加13.94%和74.20%。销售毛利率和净利率分别达到14.39%和9.74%，分别提升了5.43个百分点和3.37个百分点，均创出历史新高。

图 2：公司营业收入及增长率



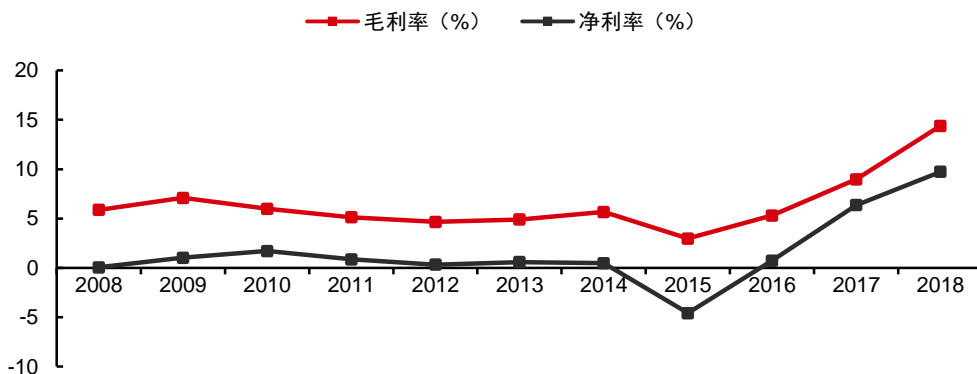
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：公司的归母净利润及增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部

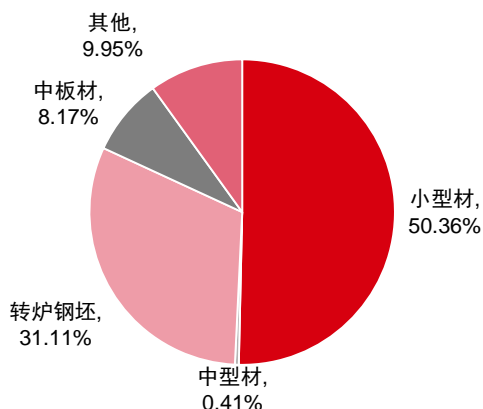
图 4：公司近几年毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

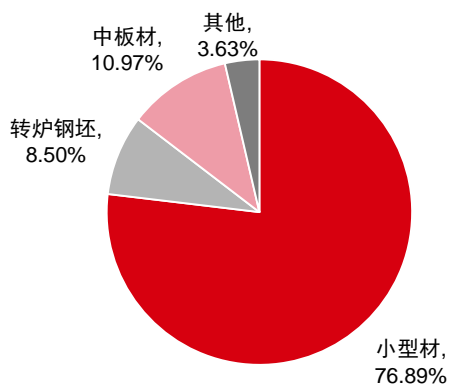
小型材贡献大部分营收和毛利。将 2018 年的业务进行拆分，公司营业收入结构为小型材（50.36%）、钢坯（31.11%）、中板材（8.17%）和中型材（0.41%），其中小型材和钢坯是公司的主要收入来源，合计占比超过 80%。公司毛利主要来自于小型材，贡献了 76.89%的毛利；中板材得益于平均售价及销量的大幅提升，毛利同比增加 530.69%，贡献了 10.97%的毛利。

图 5：公司的营业收入结构（2018）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：公司的毛利结构（2018）



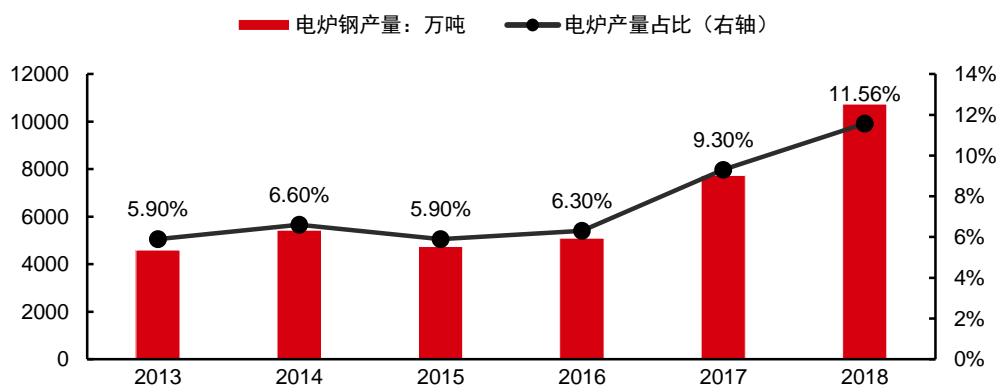
资料来源：公司公告，中信证券研究部

行业层面：需求重回主导，利润中枢有支撑

供给侧改革抬升底部利润，钢价波动重回需求主导

供给侧改革明显抬升行业底部利润。1) 商品价格的最强支撑取决于产业中成本最低的生产方。在供给侧改革前，中频炉冶炼的“地条钢”成本远低于主流钢企，即使钢价持续跌破主流钢企的成本线，“地条钢”生产方仍有利润空间扩展生产。供给侧改革淘汰了国内 1.4 亿吨（约占原有产能的 12%）“地条钢”产能，使得产业的价格底部有了显著抬升。2) 电炉钢产量占比的持续提升进一步夯实底部利润。国内电炉钢的成本普遍比长流程每吨高 200-300 元，意味着当长流程钢企的吨毛利跌至 200-300 元时，价格就会受到电炉减产带来的支撑。由于电炉的关停与复产比高炉灵活得多，只要钢价跌破电炉成本线，电炉停产带来的供给收缩效应将立竿见影。基于以上两点，供给侧改革的成效在于行业底部利润明显抬升。

图 7：电炉钢产量占比从 2017 年开始进入上行阶段

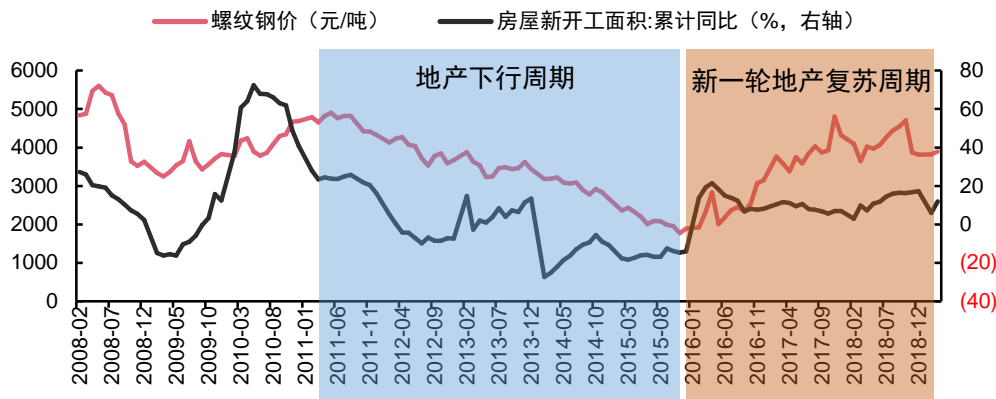


资料来源：Wind，国际钢铁协会，中信证券研究部

政策扰动接近尾声，钢价波动重回需求主导。对普钢这样的大宗商品来说，在自由的市场环境下，价格的本质性驱动是需求。如果忽略短期干扰因素并将周期拉长，钢价波动

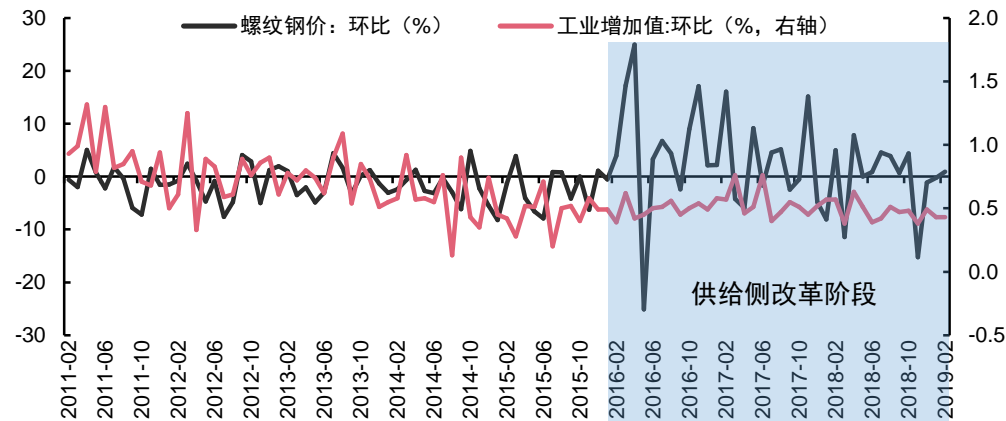
趋势基本与地产周期匹配。2016 年以后的供给侧改革阶段也不例外，钢价的上涨仍然是建立在新一轮地产复苏周期的需求驱动之上，而政策对供给端的扰动明显放大了钢价的向上波动弹性。在供给侧改革后周期阶段，政策对供给端扰动明显降低的情况下，钢价的波动将重新回归需求主导。

图 8：螺纹钢价格中枢由地产周期主导



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：供给侧改革明显放大了价格波动的弹性

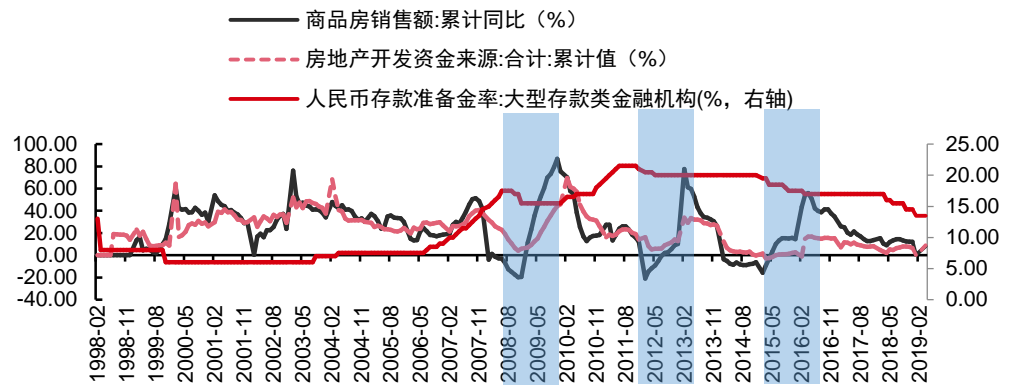


资料来源：Wind，中信证券研究部

需求韧性仍在，预计今年长材的吨毛利中枢维持在 500 元附近

预计地产需求仍将保持高位平稳。1) 历史上货币政策的放松对地产销售及地产商资金改善有明显的传导效果，本轮货币政策的放松，对地产销售的刺激以及地产商融资改善的效果仍在。2) 地产开发商加快开发的行为模式导致新开工持续超预期。地产开发商对长周期的销售和利润持悲观态度，逃顶的心态促使开发商在地产转弱的大周期来临前加快开发进度，这从地产商持续走高的在建面积与待建面积比有明显的印证。在货币放松与地产商行为模式转变的大背景下，预计今年地产需求仍将保持高位平稳。

图 10：降准对地产销售及地产商资金改善有明显的传导效果



资料来源：Wind，中信证券研究部

供需紧平衡持续，预计毛利中枢维持在 500 元/吨。今年钢铁行业的表现是高需求与高供给并存，库存整体仍然保持低位。在我们预期需求保持高位平稳的基础上，整体供需紧平衡的格局难以打破，行业的利润中枢有望维持在 500 元/吨附近。

图 11：吨钢毛利的历史走势与判断 (元/吨)

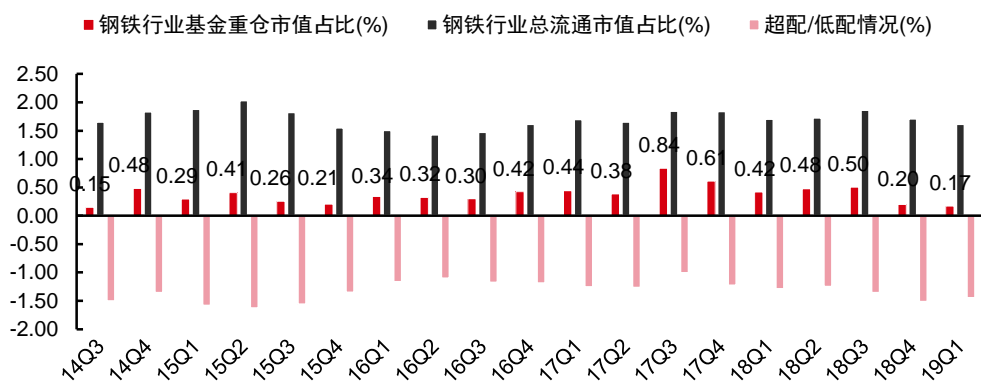


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

估值修复空间较大，投资主线是优质长材企业

当前市场对钢铁行业过于悲观。几个现象已印证当前市场对钢铁行业过于悲观：1、行业龙头宝钢股份的 PB 已跌至 0.85 倍左右，估值水平重回供给侧改革之前。2、一季度公募基金对钢铁行业持仓逼近历史低位，重仓持股占比仅 0.17%，低于 2015 年行业最差时期。

图 12: 基金对钢铁行业持仓逼近历史低位

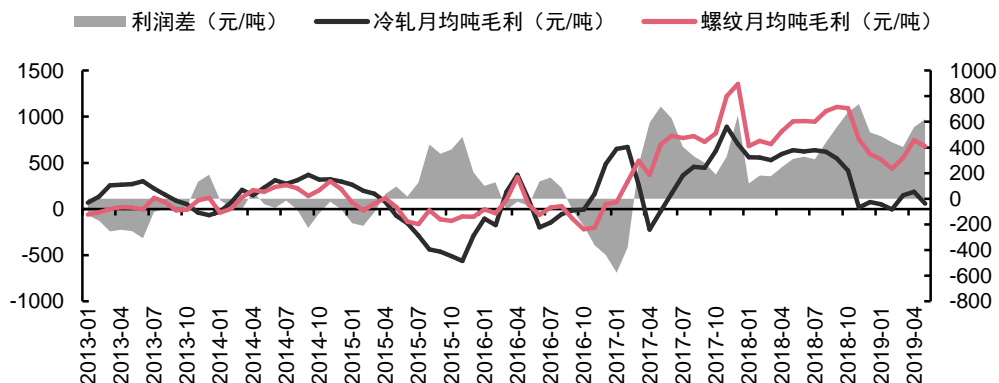


资料来源: Wind, 中信证券研究部

行业并非进入单纯的持续下行周期，未来存在估值修复空间。市场对周期行业的惯性思维使其认为钢铁行业在 2018 年的顶峰利润后将进入漫长的戴维斯双杀阶段。但顶峰利润后的估值、利润双杀往往存在于自由市场化运作的市场，常见的传导路径是顶峰利润导致大量新增产能，新增产能过剩反过来导致价格与利润不断下行。然而不同的是，钢铁行业在供给侧改革后仍处于严控新增产能的大背景，且在产能 1.25:1 减量置换以及更高的环保要求的基础上，预计未来产能还将持续压减，小型钢厂有望逐渐退出市场。考虑到底部 200-300 元吨毛利附近强大的支撑，钢铁行业大概率不会进入单纯的持续下行周期，而是维持在合理的利润中枢。在未来钢铁行业业绩兑现的情况下，行业较低的估值仍存在修复的空间。

长强板弱格局持续，投资主线在于优质长材企业。由于长、板材下游需求的严重分化，板材的利润仍旧大幅低于长材。根据利润模型模拟，螺纹钢的吨毛利已比冷轧卷板高 600 元以上，利润差达到历史性高位。今年我们仍对地产与基建需求保持乐观预期，其次我们认为汽车作为耐用消费品，两位数的负增长在短期难以扭转，因此，长强板弱格局仍将持续。精选具有成本与竞争优势的长材企业是投资主线。

图 13: 长、板材利润差达到历史性高位



资料来源: Wind, 中信证券研究部

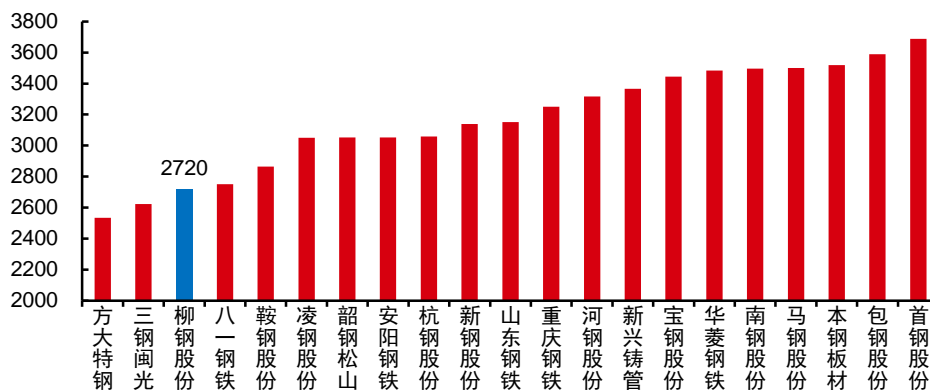
■ 成本端：区位+管理双重优势，成本管控成效显著

成本曲线底端+供给侧改革最大受益，盈利能力跃升

普钢企业的发展核心在于成本控制。普钢行业是充分竞争的行业，企业基本不具备独立定价能力，其售价跟随市场。对于生产具有同质化特征的普钢钢材的企业来说，核心的竞争优势在于成本管控。在产能规模不变的情况下，优秀的钢铁企业能通过持续地降本增效以实现内生增长。

公司处于普钢行业的成本曲线底端，经营优势明显。不算钢坯，公司在 2018 年的吨钢材成本为 2720 元，比 3271 元的行业平均低 551 元（16.8%），基本处于行业成本曲线的最底端，经营优势明显。

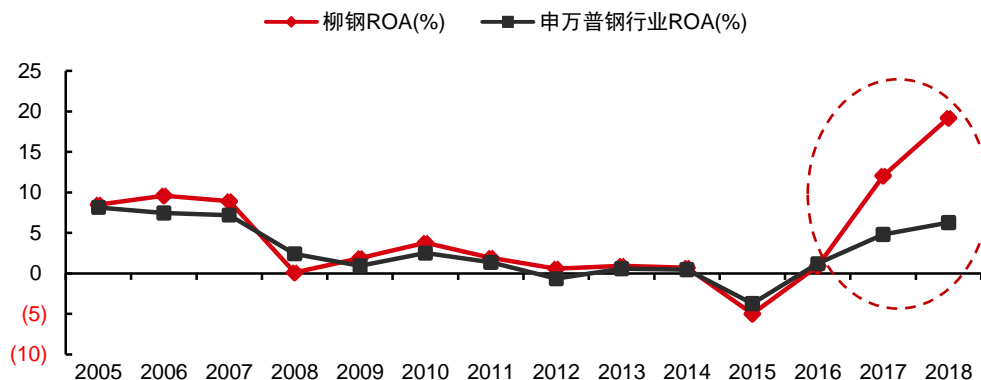
图 14：2018 年各普钢企业的吨材成本（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

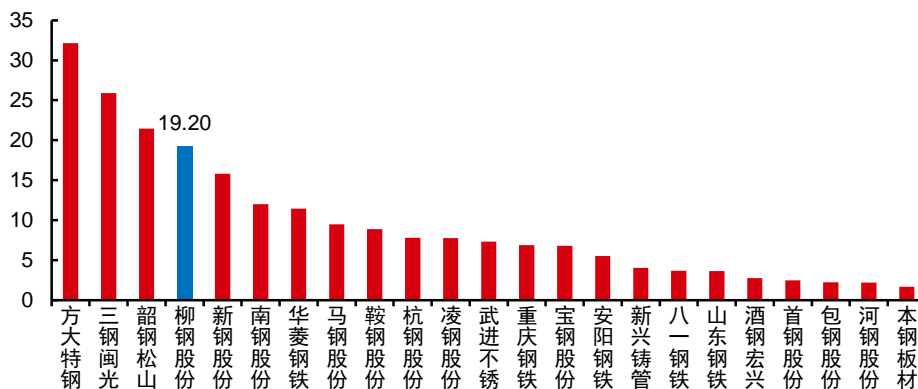
公司是供给侧改革最大的受益者，盈利能力显著提升。考虑“地条钢”在内，钢铁的本轮供给侧改革共使 2.6 亿吨产能出清，占原有产能的 20%左右，其中被淘汰的产能绝大多数为长材。在钢材产品中，公司的长材产量占比达 88.63%，为比例最高的上市钢企。公司充分享受供给侧改革带来的红利，在低成本的基础上实现盈利能力的跃升。尽管毛利较低的钢坯关联交易一定程度上拖累盈利能力，公司在 2018 年的 ROA 仍高达 19.2%，在行业位居第 4，比行业平均（6.28%）高 13 个百分点。

图 15：供给侧改革以来公司盈利水平显著上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：2018 年各普钢企业的 ROA (%)

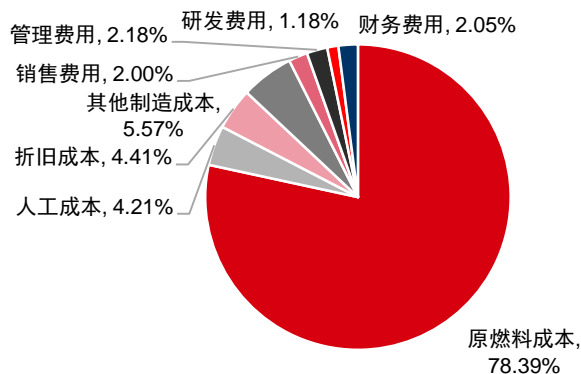


资料来源：Wind，中信证券研究部

成本优势之一：原燃料成本显著低于行业平均

原燃料是钢铁行业的成本大头。对披露了成本细分数据的 21 家上市钢企统计得出，钢铁行业的完全成本中，原燃料成本占 78.39%，折旧成本、人工成本分别占 4.41%、4.21%；管理费用、财务费用、销售费用分别占 2.18%、2.05%、2.00%。钢铁企业的成本大部分由原燃料贡献，原燃料成本约 90%由铁矿和焦炭贡献。因此，降低铁矿、焦炭这两种原材料成本是钢铁企业实现降本增效的核心手段。

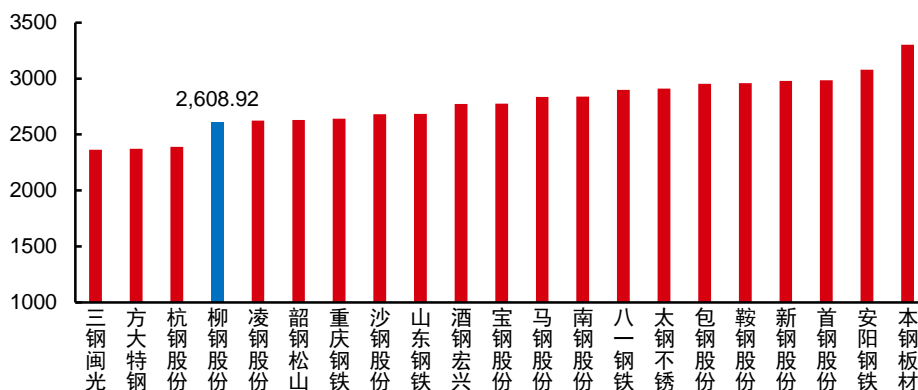
图 17：钢铁行业的完全成本拆分



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

公司吨原燃料成本比行业平均低 7.5%。公司在 2018 年的吨原燃料成本为 2609 元，比行业平均值 2822 元低 7.5%（213 元），仅高于三钢闽光、方大特钢和杭钢股份。公司原燃料成本较低的主要原因是：1) 铁矿运费低；2) 较高的焦炭自给率降低生产成本；3) 不断提升的炼铁效率。

图 18：2018 年各钢企的吨原燃料成本（元/吨）

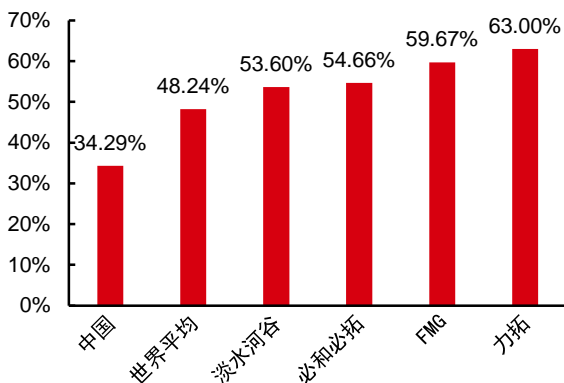


资料来源：Wind，中信证券研究部

运输优势显著，铁矿成本较低

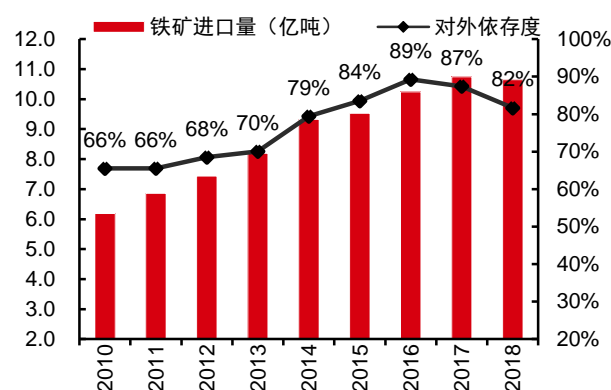
我国铁矿高度依赖进口，进口比例长期保持在 70%以上。根据美国地质调查局数据，全球铁矿平均品位为 48.24%，而中国铁矿的平均品位仅 34.29%，国际四大矿山的铁矿品位则在 53%-65%之间。较低的铁矿品位导致我国长期高度依赖海外矿石进口，进口矿比例长期维持在 70%以上。

图 19：我国的铁矿品位显著性低于世界平均及四大矿山



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：我国铁矿高度依赖进口



资料来源：Wind，中信证券研究部

进口矿的获取成本差异主要取决于从港口到钢厂的运费。进口铁矿通过海运从输出国运往我国港口，再由港口转运至各钢厂。由于进口矿在各港口之间的价差基本可以忽略不计（价差不得超过 1%），钢铁企业对进口矿的成本差异主要体现在从港口运至钢厂的运费上。

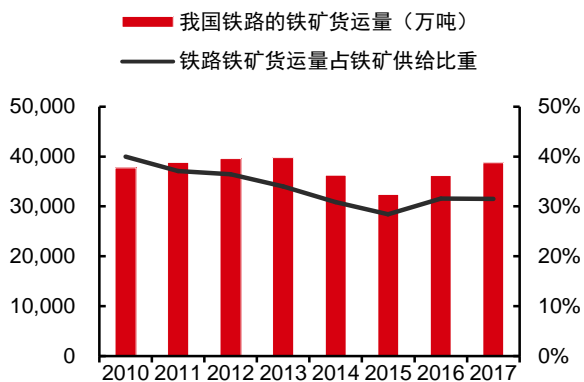
表 3：各港口 61%品位 PB 粉的车板价（元/吨）

	车板价:防城港: 澳大利亚:PB 粉矿:61%	车板价:湛江港: 澳大利亚:PB 粉矿:61%	车板价:青岛港: 澳大利亚:PB 粉矿:61%	车板价:日照港: 澳大利亚:PB 粉矿:61%	车板价:连云港: 澳大利亚:PB 粉矿:61%
2019 年	669	669	670	669	670
2018 年	502	504	502	502	503
2017 年	546	546	545	545	546
2016 年	447	446	447	447	448
2015 年	413	413	412	411	414
2014 年	655	656	657	655	661
2013 年	928	926	936	935	941

资料来源：Wind，中信证券研究部

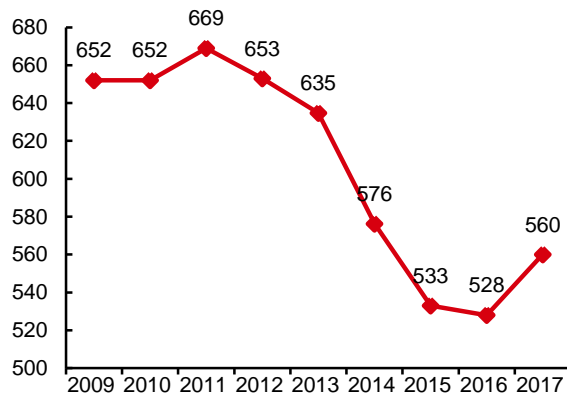
我国铁矿的铁路运输占比较低，而铁路运矿能明显节省运输成本。受制于铁路运力，在 2018 年，我国只有 30%左右的铁矿供给通过铁路运输，大部分铁矿仍然通过公路运输。铁路的吨运费约为 0.15 元/公里，公路的吨运费约为 0.3 元/公里，同样的运输距离，公路运输成本是铁路运输的 2 倍左右。以我国 2018 年铁矿的平均铁路运距 560 公里来计算，铁路运矿比公路运矿每吨降低约 84 元的成本。

图 21：我国铁矿的铁路运输比例较低



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

图 22：我国铁矿的平均铁路运输距离在 500-700 公里之间（公里）



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

公司靠近港口，且铁矿几乎都通过铁路运输到厂，成本显著低于行业平均。公司超过 90% 的铁矿消耗来自进口，进口矿主要通过湛江港和防城港运往厂区。湛江港是南方铁矿石现货交易中心，拥有庞大的铁路运输规模，每年铁矿吞吐量为 3000 万吨左右。从湛江港到柳州的铁路运输距离约为 446.7 公里，比全国铁矿的平均运输距离 560 公里低 20%。且湛江港到柳州的铁路线路黎湛线、柳黎线均隶属于南宁铁路局（前身为柳州铁路局），为柳钢保障了充分的铁路运力，公司使用的铁矿基本都为铁路运输到厂，铁路运输优势远超过全国平均。公司极高的铁路运输比例以及与港口较近的距离使得公司铁矿成本显著低于行业平均。

表 4：柳钢每年所消耗的国内矿及进口矿情况

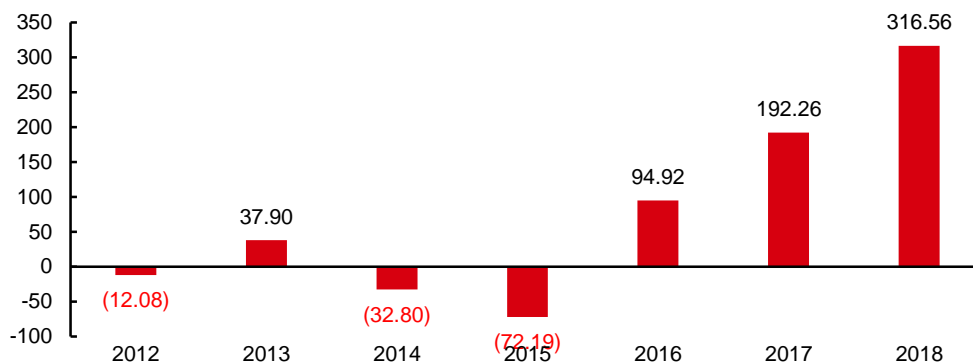
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
国内铁矿量（万吨）	315.14	221.50	141.19	101.60
进口铁矿量（万吨）	1414.50	1344.51	1663.33	1826.04
国内矿占比	18.22%	14.14%	7.82%	5.27%
进口矿占比	81.78%	85.86%	92.18%	94.73%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

焦化产能自给自足，节省外购焦炭的差额成本

相比与外购焦炭而言，估算自有焦化产能降低吨钢成本约 145 元。公司是少有的具备自给自足的焦化产能的钢企，基本不需要外购焦炭。相比外购焦炭而言，公司省去了焦炭利润对应的这部分成本。供给侧改革之后，焦化产业摆脱了常年徘徊在盈亏平衡线附近的局面，在 2018 年实现了年均 316.56 元的吨毛利。公司在 2018 年产铁 1215 万吨，外购炼焦煤 908 万吨，根据 0.4-0.5 的入炉焦比计算，可推算出公司年自产焦炭在 500 万吨左右。按年均 316.56 元的焦炭吨毛利计算，相比于全部外购焦炭，公司在 2018 年节省的成本约 15.8 亿元。

图 23：焦化行业的年均吨毛利（元/吨）

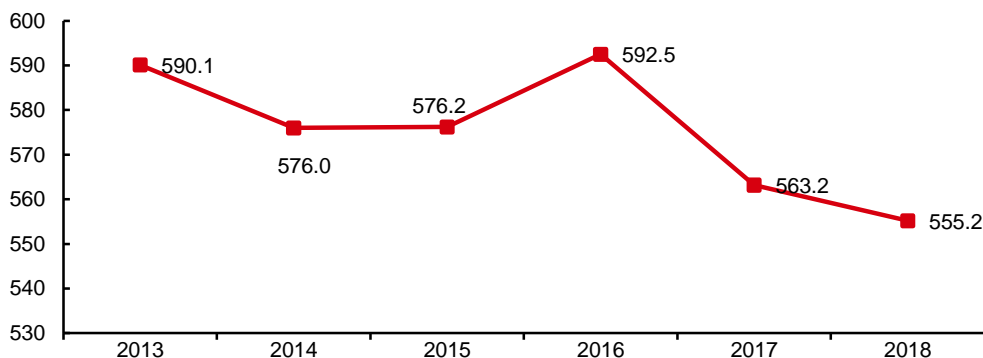


资料来源：Wind，中信证券研究部

炼铁效率不断提升，燃料比、矿耗持续降低

多方位提升炼铁工艺，不断降低原材料消耗。公司拥有较强的炼铁工艺优化能力，不断提升炼铁效率，使得燃料比、焦比、矿耗等指标持续降低。例如，公司于 2015 年率先开创波纹筛矿系统进行块矿筛分，大幅降低小于 5mm 的块矿入炉，从而降低了矿耗与燃料比，每年降本约 5000 万元。此外，公司运用航天科技密封技术改造 TRT 系统，在 2016 年实现 2 号高炉的氮气消耗由 1000Nm³/h 减为 90Nm³，改造一套系统就可每年降本 250 万元。公司炼铁工艺的持续优化使得原材料消耗与能耗不断降低，实现不断地降本增效。

图 24：公司的吨钢能耗中枢不断降低（千克标煤/吨钢）



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

表 5：柳钢的降本举措与成效一览

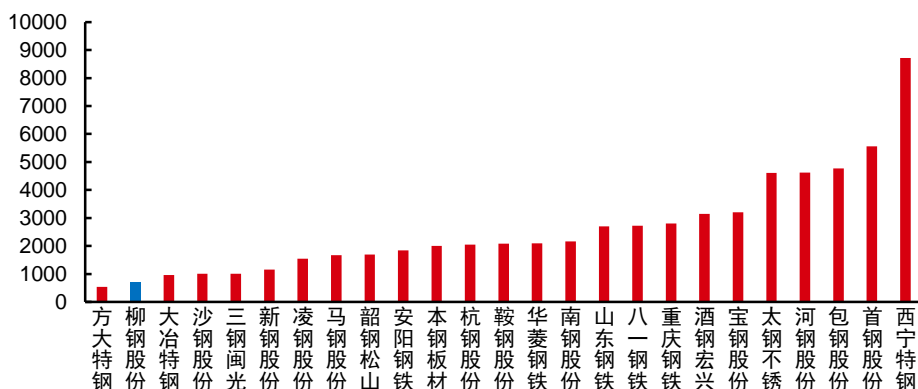
降本举措	具体实施	降本效果
开创块矿的波纹筛分系统	通过在料场增设筛分系统,对小于 5mm 的块矿进行筛分,大幅降低小于 5mm 的块矿的入炉比例,降低了燃料比与矿耗	每年降本约 5000 万元
运用 WHBJ 法转鼓式自洁超净渣处理工艺	通过新的渣处理工艺,有效降低冲渣水中细渣含量,达到节能减排、降本降耗增效、平衡生产的目的	每年降本约 1200 万元
利用航天科技密封技术改造冶金 TRT	通过对高炉 TRT 系统进行改造,大幅降低氮气消耗量。	每套改造每年降本约 250 万元
采用净煤气反吹新工艺	通过新工艺降低氮气消耗量并延长设备使用寿命	每年降本约 1500 万元

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

成本优势之二：高效经营，折旧与人工成本较低

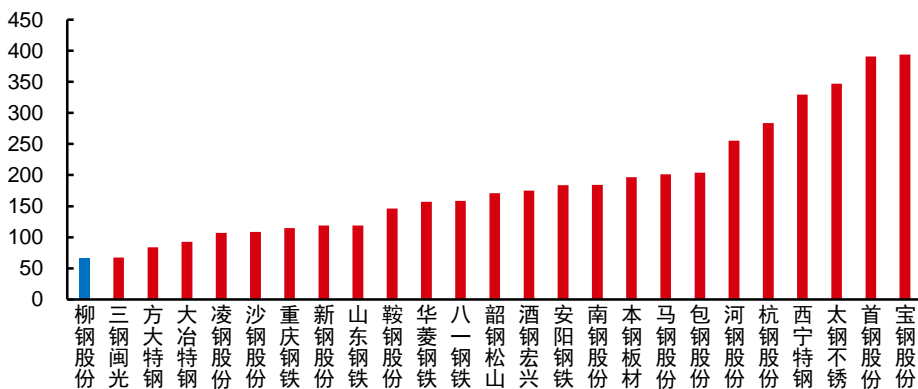
资产高效运行，吨钢折旧显著低于行业平均。钢铁行业是典型的重资产行业，往往拥有较大额的固定资产，折旧是企业成本的第二大来源。尤其是在行业下行周期，重资产、低效率的企业往往亏损严重。公司注重投资效率，在资本开支方面较为谨慎，且其设备服役年限长，给公司竞争带来优势。公司的资产运行效率较高，公司吨钢固定资产为 700 元，仅为行业平均值（2770 元）的 25%。较低的吨钢固定资产使公司全口径下的吨钢折旧为 65.85 元，仅为行业平均（220 元）的 30%。

图 25：2018 年各钢企的吨钢固定资产（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

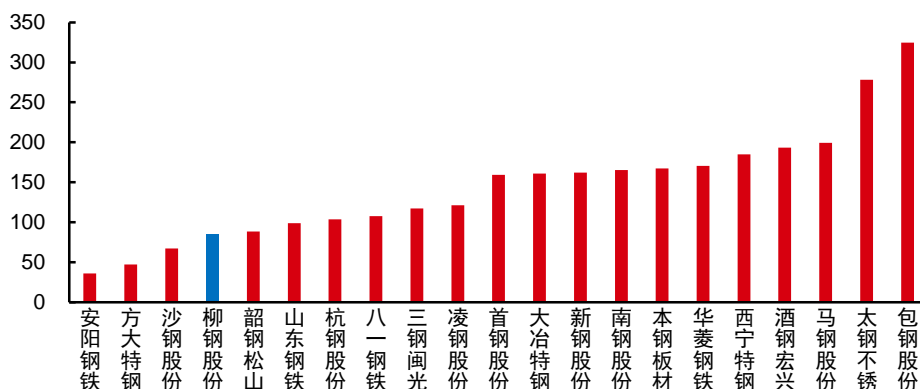
图 26：2018 年各钢企的吨钢折旧（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

人均产钢量位居行业第一，高劳动生产率实现较低人工成本。公司炼铁厂合力抓好铁焦、铁烧、铁钢以及煤气平衡，转炉厂提高工序生产协同能力和炉机作业率，2018 年下半年日均产量提升至 3.7 万吨以上。公司严格控制在岗职工人数，近几年员工数量稳定在 9000-10000 人，生产效率不断提升，人均产钢量超过 700 吨，在行业中处于领先地位。较高的劳动生产率也摊薄了公司的人工成本，公司的吨钢人工成本仅 84.9 元，比行业中位数（159.5 元）低 52%。

图 27： 公司吨钢人工成本显著低于行业平均（元/吨）

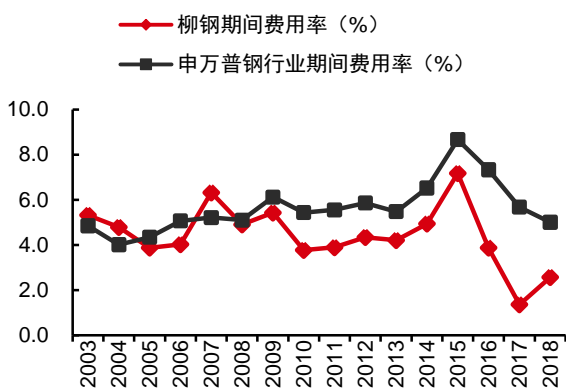


资料来源：Wind，中信证券研究部

成本优势之三：管理优秀+区域优势，期间费用控制良好，享税收优惠政策

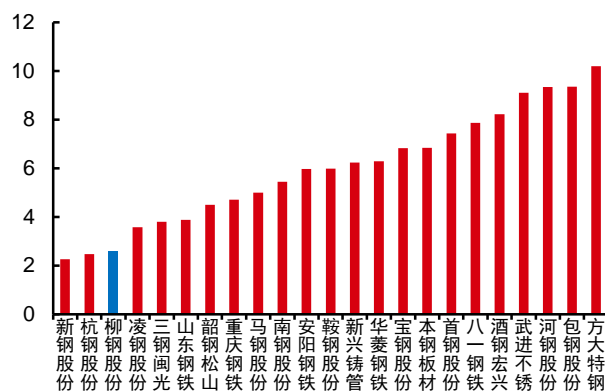
公司管理优秀，期间费用率持续低于行业平均。从 2010 年以来，公司的期间费用率都明显低于行业平均。公司 2018 年的期间费用率仅为 2.57%，比行业整体期间费用率(5%)低 2.43 个百分点。供给侧改革以来，公司的费用改善速率快于行业平均，2016 年以前比行业整体的期间费用率低不到 2 个百分点，2016 年以后比行业整体低 2-5 个百分点。公司较低的期间费用率主要源于对销售费用和管理费用的良好管控。

图 28： 柳钢的期间费用率持续低于行业整体水平



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

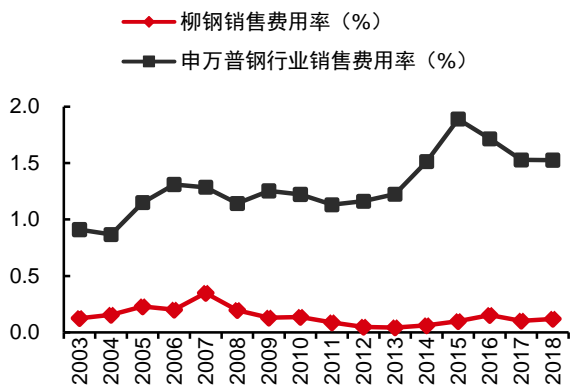
图 29： 2018 年各普钢企业的期间费用率 (%)



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

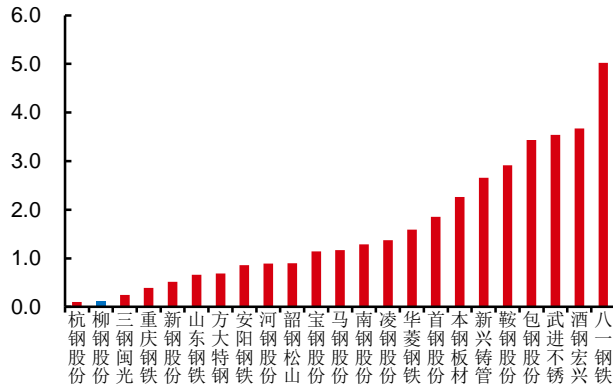
公司的销售费用率远低于行业平均。公司所处位置交通便利，外部铁路依托黎港线、黎柳线、湘桂线等铁路干线，产品拥有较好的销售渠道。此外广西省内供需格局相对紧张，公司的产品大多在省内消化，运输半径短，且大多由下游贸易商提供运费。由于这些区位优势，柳钢一直维持极低的销售费用。公司的销售费用率常年维持在 0.2% 以下，2018 年公司的销售费用率为 0.12%，比行业整体 (1.53%) 低 1.41 个百分点，仅略高于杭钢股份。

图 30：柳钢的销售费用率显著性低于行业整体



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

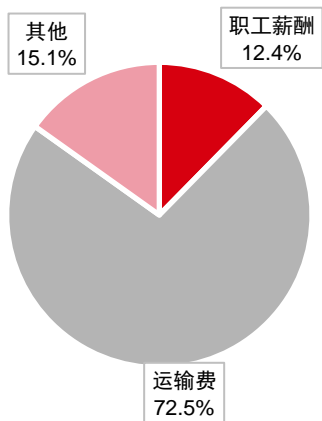
图 31：2018 年各普钢企业的销售费用率 (%)



资料来源：Wind，国家统计局，中信证券研究部

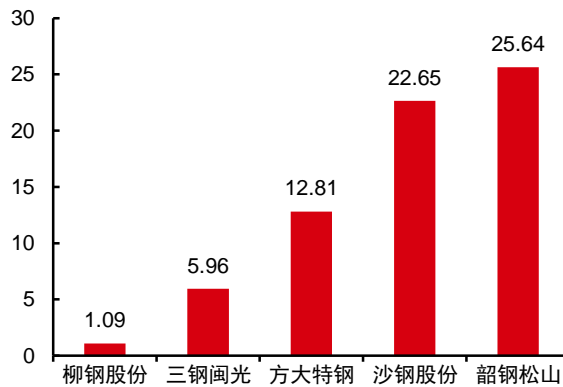
公司较低的销售费用源于极低的运输费。以 23 家普钢钢企为样本，运输费占整体销售费用的 72.5%，是销售费用的主要来源。公司的吨运输费只有 1.09 元，为全行业最低，比行业平均（55.38 元）低 54.29 元。公司 80%左右的产品在省内销售，较小的销售半径使得运输费较低；12%的产品通过水运销往广东，物流成本亦较低。此外，由于广西省内偏紧的供需格局，公司大量的产品通过贸易商自提而不用承担运费，显著地降低了整体运输费。

图 32：普钢行业的销售费用拆分



资料来源：Wind，中信证券研究部

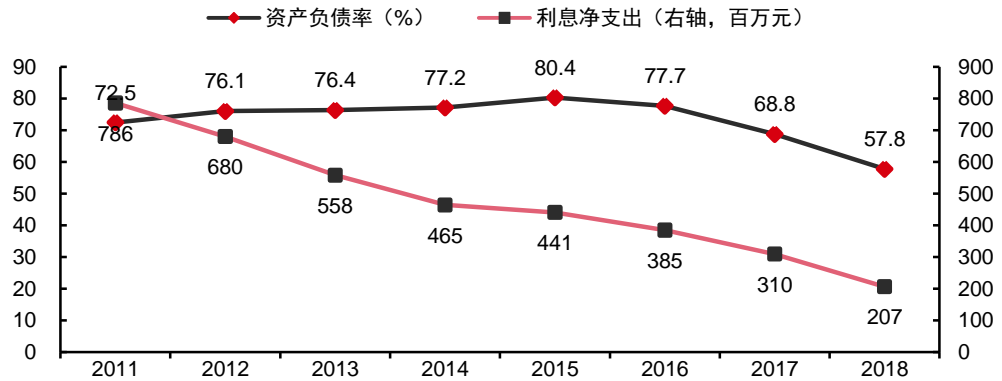
图 33：2018 年与柳钢生产结构类似的钢企吨运输费 (元/吨)



资料来源：Wind，中信证券研究部

负债水平显著改善，利息支出明显降低。供给侧改革以来，公司负债水平显著改善，财务负担明显减轻。2018 年的利息净支出相比于 2015 年、2016 年分别下降了 53% 和 46%。2019Q1 公司的资产负债率下降到 55.8%，在行业中处于中游偏低水平，同期钢铁上市企业整体负债率为 56.8%，统计局口径下钢铁行业整体负债率为 62.6%。预计未来公司负债率与利息净支出将进一步降低。

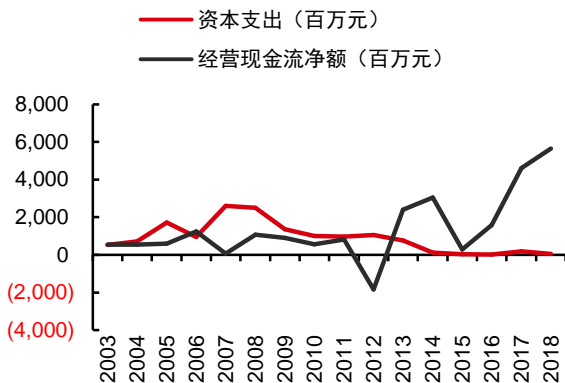
图 34: 柳钢资产负债率与利息净支出快速降低



资料来源: Wind, 中信证券研究部

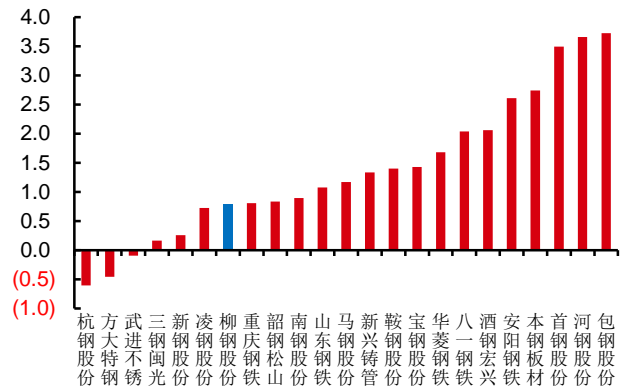
经营现金流净额远大于资本开支, 有息负债和财务费用将继续降低。公司 2018 年财务费用率 0.78%, 在行业处于前 30%的分位水平。公司的规模扩张期早已结束, 资本支出从 2009 年以来就一路走低。近 5 年公司的资本支出都在每年 2 个亿以内, 而经营现金流净额则平均在 30 亿左右, 远大于资本支出。在这样的背景下, 预计公司有足够的现金流来不断降低有息负债。2019Q1 公司仍存在有息负债 54.48 亿元, 其中短期借款 37.46 亿, 长期借款 17.02 亿。对标方大特钢来看, 公司都是以长材为主、成本管控为核心的公司, 在稳健的经营现金流和较低的资本支出下, 方大特钢可达到有息负债接近 0、财务费用为负的水平。以此来看, 公司未来在财务费用上也至少还有 2 个亿的削减空间。

图 35: 柳钢的经营现金流净额远大于资本支出



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 36: 2018 年各普钢企业的财务费用率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

公司是少有的享受 15%所得税率优惠政策的普钢企业。从广义角度来说, 所得税也是企业经营的一种成本。在已上市的 22 家普钢企业中, 17 家都按照 25%的所得税率纳税。由于公司的区位优势, 公司是少有的符合西部大开发战略而享受 15%所得税率优惠政策的企业。

表 6：享所得税优惠政策的普钢企业一览

公司名称	所得税率 (%)	享税收优惠理由
首钢股份	15	2018 年获得高新技术企业证书，有效期 3 年
酒钢宏兴	15	符合国家西部大开发战略的企业，2011-2020 年享受 15% 税收优惠
八一钢铁	15	符合国家西部大开发战略的企业，2011-2020 年享受 15% 税收优惠
柳钢股份	15	符合国家西部大开发战略的企业，2011-2020 年享受 15% 税收优惠
重庆钢铁	15	符合国家西部大开发战略的企业，2011-2020 年享受 15% 税收优惠

资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

■ 销售端：生产灵活+区域溢价优势，盈利弹性高

生产效率提升，产线结构灵活调整

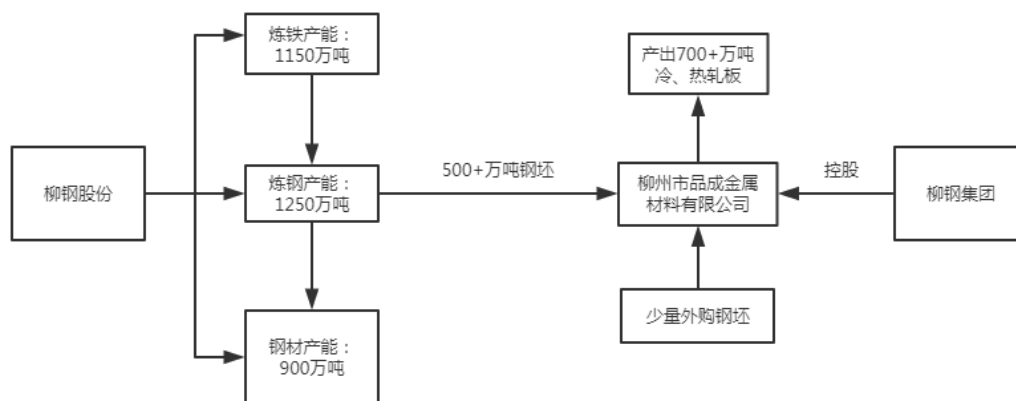
产能利用率提升明显，铁、钢产能利用率均突破 100%。公司抓住有利时机，积极优化组织，合理调配，铁前系统以高炉为中心，多添废钢，实施低铁水耗生产模式，有效释放转炉连铸机产能。2018 年公司炼铁产能利用率 105.65%，较 2017 年上升 5.65 个百分点，炼钢产能利用率 104.64%，较 2017 年上升 6.24 个百分点，钢材产能利用率 85%，较 2017 年上升 4.78 个百分点。铁、钢产能利用率均突破 100%。

表 7：公司近几年产能利用率

产能利用率	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
生铁	94.86%	91.48%	93.42%	100.00%	105.65%
粗钢	91.13%	86.64%	88.41%	98.40%	104.64%
钢材	60.56%	63.33%	60.55%	80.22%	85.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 37：公司的产能结构示意图

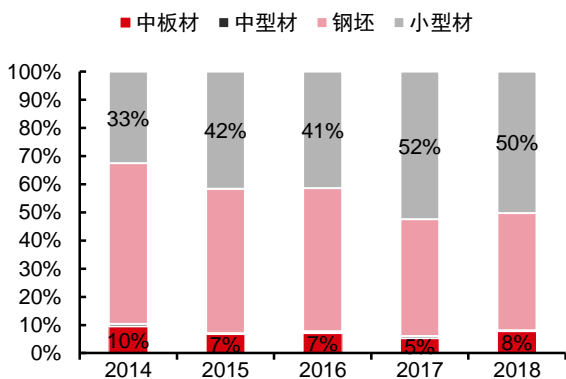


资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

灵活优化排产，生产结构向高利润方向调整。公司建立效益测算系统，对效益与价格、成本、生产效率之间关系进行科学的分析，轧材系统继续坚持效益优先原则，根据排产计划灵活组织生产，动态调整钢坯流向。根据公司钢坯资源 倾向效益较好的棒线型材厂和中板厂。公司在 2018 全年共进行 19 次大规模产线切换、品种调整，钢坯资源倾向效益较好的棒线型材厂和中板厂。随着小型材毛利的不断提高，产量占比也随之提高，2018 年

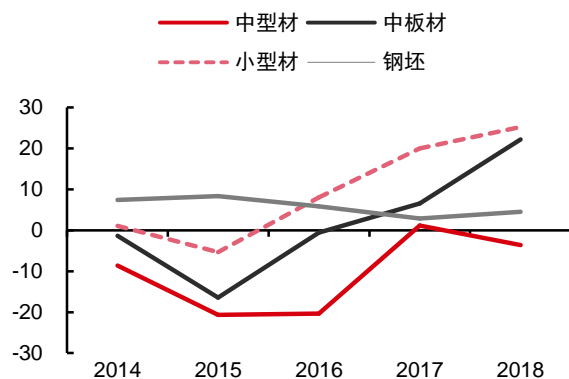
小型材产量占比仍在 50%以上，相比 2016 年已提升了 9 个百分点；2018 年中板材毛利率大幅提升 15.63 个百分点，产量占比也提升至 7.83%。

图 38：公司近几年各类钢材产量占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 39：公司近几年各类钢材毛利率变化（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 8：近几年公司各类钢材的产量和产能利用率

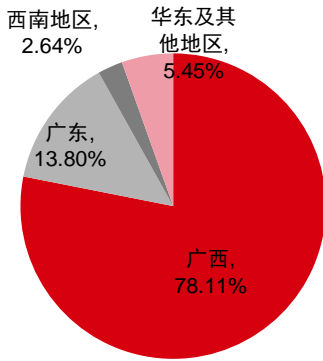
项目		2016 年	2017 年	2018 年
中型材	产量（万吨）	7.59	10.09	4.04
	产能（万吨）	50	50	50
	产能利用率（%）	15.18	20.18	8.07
中板材	产量（万吨）	79.06	64.81	102.68
	产能（万吨）	150	150	150
	产能利用率（%）	52.71	43.21	68.45
小型材	产量（万吨）	458.29	647.5	658.69
	产能（万吨）	550	550	550
	产能利用率（%）	83.33	117.73	119.76

资料来源：公司公告，中信证券研究部

深耕两广市场，尽享区域溢价

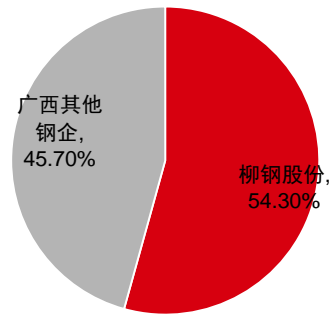
公司的产品主要在两广地区销售。公司是整个华南地区最大的钢铁企业，2017 年公司的粗钢产量在广西地区占比 54.30%左右。其产品的销售主要集中在广东、广西地区。2018 年广西地区贡献了 78% 的营业收入，广东地区贡献了 13.80% 的营业收入，两广地区占比近 92%。因此，两广地区钢材的市场价格决定了公司产品售出的单价。

图 40: 2018 年公司营业收入地区分布情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 41: 2017 年广西省粗钢产量结构



资料来源: Wind, 中信证券研究部

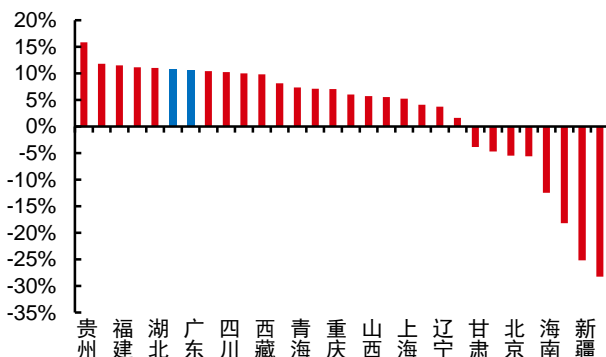
两广地区钢材产量与需求明显不匹配，成为钢材净流入省份。我国的钢铁产能分布具有具有不均衡的特点，产能主要集中在华北和华东区域，两个区域共占全国钢材产量的 75% 左右。华南地区的钢铁产量仅占全国的 5.5% 左右，而光两广地区的固定资产投资就占全国 10%，供给与需求明显无法匹配，因为两广地区供给偏紧，成为持续的钢材净流入省份。

表 9: 我国各区域钢铁产量占比

地区	产钢省份	2014	2015	2016	2017	2018
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	32.6%	32.9%	33.2%	32.9%	36.0%
东北	辽宁、吉林、黑龙江	10.0%	9.4%	8.9%	9.4%	9.5%
华东	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东	32.4%	34.0%	34.3%	32.9%	30.4%
华中	河南、湖北、湖南	9.5%	9.5%	9.4%	9.5%	8.9%
华南	广东、广西、海南	4.6%	4.9%	5.5%	6.2%	5.5%
西南	重庆、四川、贵州、云南	6.4%	5.6%	5.3%	5.3%	5.8%
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	4.4%	3.6%	3.3%	3.9%	3.8%

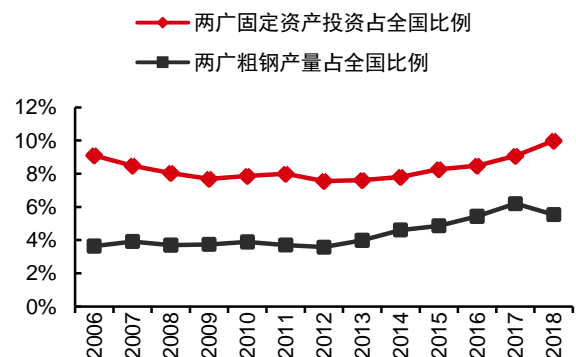
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 42: 2018 年两广固定资产投资增速处于全国前列



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 43: 两广固定资产投资占比显著大于粗钢产量占比

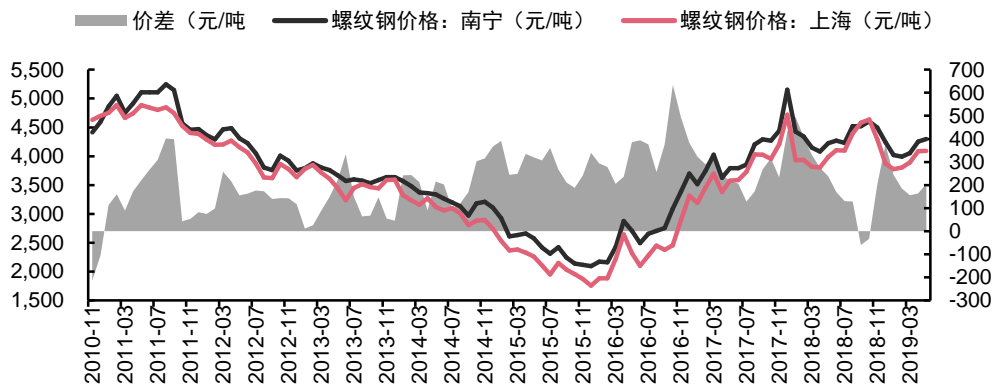


资料来源: Wind, 国家统计局, 中信证券研究部

钢价长期高于主流区域，充分享受区域产品溢价优势。由于偏紧的供需格局，两广地区的钢价是全国的价格高地。例如，广西的钢价最低也要比上海的钢价高 100 元以上。2018

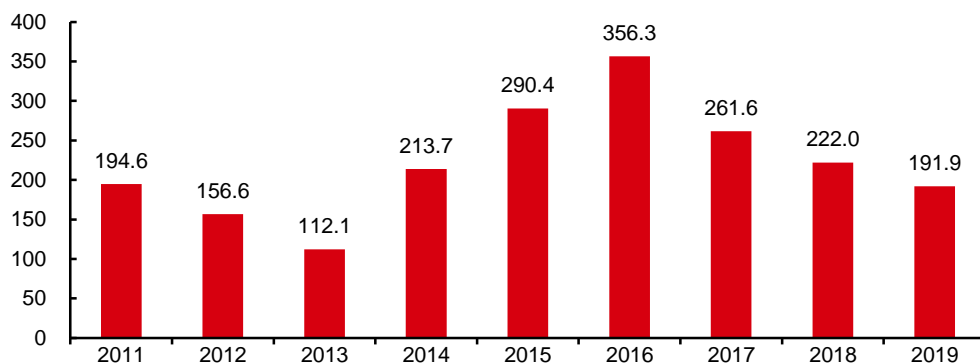
年、2019年（截至5月底）广西的平均钢价比上海的平均钢价高222元/吨、191.9元/吨。柳钢股份作为绝大部分产品在两广地区销售的企业，充分享受区域产品溢价优势。

图 44：广西地区钢价长期高于国内主流地区钢价



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：南宁与上海螺纹钢市场价的年均差异（元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部（2019年截至5月底）

未来看点：未来搬迁防城港，区域优势再增强

防城港项目的历史简述：防城港项目曾经是柳钢和武钢共同发起，拟在沿海打造千万吨级世界一流钢铁企业的项目。2016年宝钢吸收合并武钢，武钢自此退出了防城港钢铁项目。柳钢集团于2018年正式全面接手防城港项目，未来计划将钢铁产能从柳州搬迁至防城港的沿海钢铁基地。

表 10：防城港项目历史进程一览

时间	进程
2005年12月	武钢、柳钢签署联合重组协议，双方拟设立武钢柳钢（集团）联合有限责任公司，并向国家申报核准在防城港投资建设千万吨级的世界一流现代化联合钢企。
2008年9月	武钢与柳钢联合成立广西钢铁集团有限公司以作为防城港项目的投资主体，其中武钢控股80%，柳钢入股20%。
2012年5月	防城港项目获得国家正式核准，并于当年5月开工。当时规划的年产能是产铁850万吨、钢920万吨、钢材860万吨。
2015年9月	柳钢退出广西钢铁集团有限公司。至此，柳钢、武钢在合作10年后分家，防城港项目由武

时间	进程
	钢集团全权接手。
2016年9月	宝钢发布公告拟收购武钢，武钢集团承诺自本次交易完成之日起3年之后或防城港钢铁项目全面投入运营之后（两者较早日期），不再控制广西钢铁集团有限公司或主导该公司的运营。
2018年7月	柳钢正式接管广西钢铁集团并接手防城港项目。

资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

未来搬迁防城港，打造广西沿海钢铁精品基地。防城港项目设计的主要产品为高端板材，是公司目前建材为主产品线的重要补充。柳钢集团拟在临港地区新建生铁产能 1068 万吨、粗钢产能 1470 万吨，将公司现有产能分阶段异地置换，打造广西沿海钢铁精品基地，基地一期的 1 号、2 号高炉已于 2018 年 6 月开工建设，预计今年能够建成投产。当前柳钢股份的沿海搬迁工作主要由集团牵头，前期投资基本由集团承担，柳钢本部的正常运作基本不受影响。

图 46：柳钢防城港钢铁基地项目一期总平面布置图



资料来源：公司官网

搬迁至防城港有望降低铁矿吨运输费约 87.5 元，可每年削减总成本约 16 亿元。防城港是中国重要的铁矿输入港口，2018 年铁矿吞吐量约为 3200 万吨。若公司未来搬迁至防城港，铁矿可直接从防城港进口，省去从湛江港运至柳州的运费。根据铁总的官方口径，从湛江港到柳州，一节标准的 60 吨载重的车皮的铁矿运费为 5250 元，对应铁矿吨运费 87.5 元左右。按 2018 年柳钢进口铁矿石 1826 万吨计算，仅铁矿石进口一项就可削减成本 16 亿元左右，占公司营业成本的 4%。

防城港将成为向东盟国家出口钢材的重要枢纽。防城港处于中国-东盟自由贸易区、泛珠三角经济圈和广西北部湾经济区的结合部，是向东盟国家出口钢材的重要枢纽。公司搬迁防城港有望进一步打开国外钢材市场，依托东盟，面向东南亚，提升产品海外出口量，实现更高质量、更可持续的发展。

■ 风险因素

- 1) 原材料继续大幅上涨。
- 2) 地产开发投资不及预期。
- 3) 钢材产量持续增长。

■ 盈利预测及关键假设

假设及预测

- 1、根据公司 2018 年年报披露目标，争取在 2019 年完成 720 万吨的钢材产量，同比下滑 6.95%。
- 2、假设 2019 年广西省长材均价（不含税）比 2018 年均价低 10 元/吨左右。
- 3、假设 2019 年公司每吨焦炭的冶炼成本（不含税）同比上升 50 元左右，每吨铁矿成本（不含税）上升 185 元左右。
- 4、根据钢坯的成本加成协议，假设钢坯 2019 年的毛利率为 5.5%，比去年提升 1 个百分点左右。

根据以上假设，我们预测公司在 2019、2020、2021 年归母净利润分别为 24.37 亿、26.54 亿、28.02 亿人民币。具体预测如下：

表 11：公司主要产品盈利预测（百万元）

项目	指标	2018	2019E	2020E	2021E
小型材	营业收入	23844.37	22024.85	22914.10	23606.68
	营业成本	17835.00	18991.58	19622.80	20077.50
	毛利	6009.36	3033.27	3291.31	3529.19
	毛利率	25.20%	13.77%	14.36%	14.95%
钢坯	营业收入	14733.30	17528.55	18015.33	18529.81
	营业成本	14068.60	16564.48	17114.56	17510.67
	毛利	664.69	964.07	900.77	1019.14
	毛利率	4.51%	5.50%	5.00%	5.50%
中板材	营业收入	3869.30	3507.95	3649.58	3759.89
	营业成本	3011.85	3257.66	3362.19	3436.29
	毛利	857.45	250.29	287.39	323.60
	毛利率	22.16%	7.13%	7.87%	8.61%
中型材	营业收入	193.41	177.40	184.56	190.14
	营业成本	200.42	186.48	193.06	197.91
	毛利	-7.01	-9.08	-8.49	-7.77
	毛利率	-3.62%	-5.12%	-4.60%	-4.09%
合计	营业收入	47351.11	47602.20	49126.86	50455.93

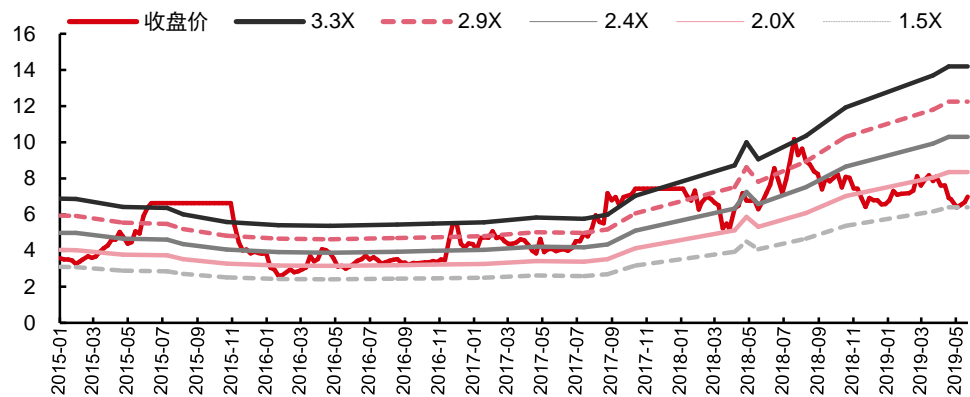
项目	指标	2018	2019E	2020E	2021E
	营业成本	40535.14	43506.46	44831.48	45989.26
	毛利	6815.97	4095.73	4295.38	4466.67
	毛利率	14.39%	8.60%	8.74%	8.85%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

分红、估值及评级

公司当前股价明显低估。对于周期股,尤其是弹性较大的钢铁股,其EPS不稳定,净资产相对稳定,因此重点以P/B方法进行估值。由于市场对行业的过度悲观,当前公司的估值较低,其PB估值基本处于近5年的最底部,已回到了供给侧改革前的估值水平。

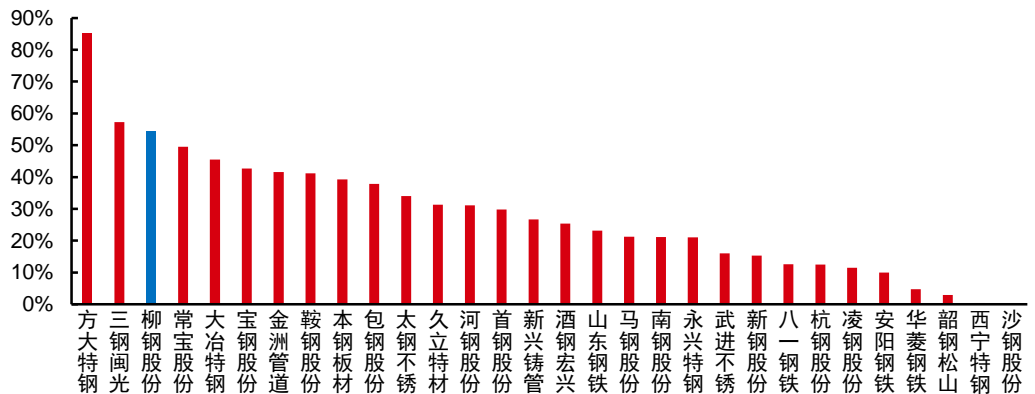
图 47: 柳钢股份的股价与 PB-Band



资料来源: Wind, 中信证券研究部

公司未来具备持续高比例分红的潜力。公司上市以来分红比例高达43.5%,近10年的分红比例在行业中位于前三。公司在2018年以现金分红15.38亿元,分红比例为33.36%。2019Q1公司拥有货币资金58.74亿元,同时未分配利润高达64.41亿元。公司的现金非常宽裕,且经营现金流稳健流入,资本支出较低,未来具备持续高分红的潜力。

图 48: 近 10 年各钢铁企业的累计分红比例



资料来源: Wind, 中信证券研究部

对于周期股来说, PB 和 ROE 表现出显著的正相关性, 可以 PB/ROE 的将可比公司

进行估值对比。从盈利能力、资产结构以及高分红比例等特征考虑，方大特钢可比公司包括韶钢松山、三钢闽光、方大特钢。根据我们对各公司的盈利预测，当前价格对应 2019 年的 PB/ROE 在 5 到 8 之间。考虑到公司持续高分红的潜力、较强的盈利水平以及当前市场给行业较低的估值，可给予公司 8 倍的 PB/ROE 估值，结合我们对公司 2019 年 20.26% 的 ROE 预期值，可给予公司 2019 年 1.62 倍 PB 的估值。

表 12：可比公司估值情况

可比公司	股本 (亿股)	PB			ROE (%)			2019 年 PB/ROE
		19E	20E	21E	19E	20E	21E	
韶钢松山	24.20	1.40	1.17	1.02	17.58	16.45	15.46	7.96
三钢闽光	24.52	1.14	0.99	0.88	22.32	20.67	19.32	5.11
方大特钢	14.50	2.24	2.06	1.91	36.75	36.31	35.78	6.10

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 股价为 2019 年 7 月 8 日收盘价

另一方面，从均值回归的角度来看，过去 5 年公司的 PB 均值为 2.42 倍，若按均值回归计算，公司 2019 年则对应 2.42 倍 PB。从审慎的角度考虑，我们以第一种方法给公司估值，即给予公司 1.62 倍 PB 的估值。

我们预计公司在 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.95、1.04、1.09 元，每股净资产分别为 4.11、4.46、5.11 元，以 2019 年 1.62 倍 PB 估值计算，对应目标价 6.66 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,557	47,351	47,602	49,127	50,456
营业成本	37,831	40,535	43,506	44,831	45,989
毛利率	8.97%	14.39%	8.60%	8.74%	8.85%
营业税金及附加	171	255	226	233	250
销售费用	43	57	60	57	61
营业费用率	0.10%	0.12%	0.13%	0.12%	0.12%
管理费用	405	524	539	526	557
管理费用率	0.97%	1.11%	1.13%	1.07%	1.10%
财务费用	120	370	184	138	68
财务费用率	0.29%	0.78%	0.39%	0.28%	0.13%
投资收益	(2)	(2)	1	3	(1)
营业利润	3,033	5,383	2,844	3,098	3,271
营业利润率	7.30%	11.37%	5.97%	6.31%	6.48%
营业外收入	8	4	6	5	5
营业外支出	6	0	3	2	2
利润总额	3,036	5,386	2,847	3,101	3,274
所得税	390	776	410	447	472
所得税率	12.84%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	2,646	4,610	2,437	2,654	2,802
净利率	6.37%	9.74%	5.12%	5.40%	5.55%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	3,036	5,386	2,847	3,101	3,274
所得税支出	-390	-776	-410	-447	-472
折旧和摊销	890	872	843	845	863
营运资金的变化	807	-171	-248	-168	51
其他经营现金流	269	342	181	134	72
经营现金流合计	4,613	5,652	3,213	3,465	3,788
资本支出	-181	-44	-70	-80	-140
投资收益	-2	-2	1	3	-1
其他投资现金流	2	30	-1	1	-1
投资现金流合计	-181	-16	-70	-76	-143
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-2,175	-984	224	-552	-731
股息支出	-1,281	-1,538	-1,538	-982	-1,080
其他融资现金流	822	-44	-184	-138	-68
融资现金流合计	-2,634	-2,566	-1,498	-1,672	-1,879
现金及现金等价物净增加额	1,797	3,069	1,645	1,718	1,766

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,115	5,971	7,616	9,334	11,100
存货	4,769	5,180	5,522	5,711	5,847
应收账款	4,168	3,744	4,216	4,387	4,321
其他流动资产	783	339	626	509	589
流动资产	12,835	15,233	17,981	19,942	21,857
固定资产	9,775	9,239	8,417	7,593	6,923
长期股权投资	0	4	4	4	4
无形资产	11	9	7	6	4
其他长期资产	452	467	517	577	527
非流动资产	10,239	9,718	8,945	8,179	7,457
资产总计	23,074	24,951	26,925	28,121	29,314
短期借款	6,721	5,258	5,794	5,591	5,177
应付账款	5,628	5,090	5,968	5,890	6,175
其他流动负债	3,026	2,293	2,267	2,421	2,337
流动负债	15,374	12,641	14,028	13,901	13,690
长期借款	0	1,703	1,387	1,037	717
其他长期负债	500	79	83	84	87
非流动性负债	500	1,782	1,469	1,121	803
负债合计	15,875	14,422	15,498	15,022	14,493
股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
资本公积	208	208	208	208	208
归属于母公司所有者权益合计	7,199	10,529	11,427	13,099	14,821
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	7,199	10,529	11,427	13,099	14,821
负债股东权益总计	23,074	24,951	26,925	28,121	29,314

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	55.93%	13.94%	0.53%	3.20%	2.71%
营业利润增长率	1257.04%	77.45%	-47.16%	8.93%	5.58%
净利润增长率	1247.08%	74.20%	-47.14%	8.93%	5.57%
毛利率	8.97%	14.39%	8.60%	8.74%	8.85%
EBITDA Margin	10.20%	13.65%	8.14%	8.31%	8.33%
净利率	6.37%	9.74%	5.12%	5.40%	5.55%
净资产收益率	36.76%	43.78%	21.32%	20.26%	18.90%
总资产收益率	11.47%	18.48%	9.05%	9.44%	9.56%
资产负债率	68.80%	57.80%	57.56%	53.42%	49.44%
所得税率	12.84%	14.41%	14.41%	14.41%	14.41%
股利支付率	48.42%	33.36%	40.31%	40.70%	38.12%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。