

意料中的业绩大幅下滑

柳钢股份公司快报

报告关键点：

- 2008年净利润同比下降98.45%是意料中事，存货跌价准备是业绩杀手
- 现金流状况堪忧，资产负债表风格激进，这使得公司业绩的可预测性较低
- 公司股价已经超出我们的目标价，下调评级至“减持-A”

报告摘要：

- 意料中的业绩大幅下滑。公司公布了2008年业绩快报，2008年实现营业收入292.17亿元，同比增长41.10%；利润总额2228.31万元，同比下降97.93%；归属于上市公司股东的净利润1551.87万元，同比下降98.45%；基本每股收益0.006元，扣除非经常性损益后的基本每股收益0.0345元。公司2008年业绩的大幅下降是意料之中的，大额的存货跌价损失是大幅侵蚀业绩的主要原因。
- 我们依然坚持钢铁行业正逐渐走出盈利能力底部的观点，当然短期内钢铁行业面临景气程度的反复是不可避免的，我们相信在第一季度将看到公司主要钢材产品盈利能力的环比回升。
- 从目前情况来看，公司2009年业绩的可预测性仍然较低。一方面，新增固定资产折旧、财务费用等因素在侵蚀业绩，从2008年第三季度的情况来看，公司的现金流状况是令人担忧的；而同时公司的资产负债状况相当激进，这意味着通过借贷的方式继续获得资金的数量是非常有限的，这样的财务状况使得业绩的可预测性降低。另外，我们估计公司在2008年的存货跌价损失的计提不足，这将对公司2009年上半年的业绩形成明显压力。
- 预计公司2009、2010年每股收益分别为0.12元、0.15元，动态市盈率38.4倍、29.4倍，市净率2.2倍、2.0倍。我们将在年报公布后再对2009、2010年的业绩做预测做调整。公司股价已经超出我们的目标价，下调评级至“减持-A”。

评级：
减持-A

上次评级：中性-B

目标价格：
4.00 元

期限：12 个月 上次预测：4.00 元

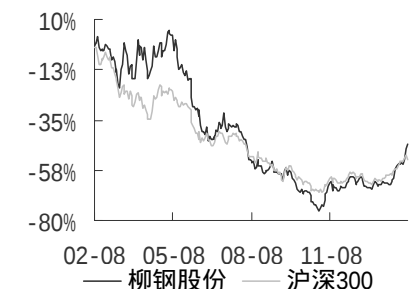
现价：4.88 元

报告日期：
2009-02-19

市场数据

总市值(百万元)	12,506.43
流通市值(百万元)	2,001.00
总股本(百万股)	2,562.79
流通股本(百万股)	410.04
12 个月最高/最低	2.16/17.88 元
十大流通股东(%)	8.67%
股东户数	114,890

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	28.07	27.54	6.38
绝对收益	46.60	49.66	(46.11)

研究员

赵志成

021-68765859

首席行业分析师

zhaozc@essence.com.cn

任琳娜

021-68765906

行业分析师

renln@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	16,315.9	20,706.4	29,216.7	26,778.8	26,851.2
Growth(%)	29.6%	26.9%	41.1%	-8.3%	0.3%
净利润	757.7	998.8	15.5	295.9	386.3
Growth(%)	48.1%	31.8%	-98.4%	1806.8%	30.6%
毛利率(%)	9.8%	12.3%	10.3%	8.7%	8.8%
净利润率(%)	4.6%	4.8%	0.1%	1.1%	1.4%
每股收益(元)	0.30	0.39	0.01	0.12	0.15
每股净资产(元)	1.22	1.96	1.96	2.05	2.16
市盈率	15.0	11.4	731.6	38.4	29.4
市净率	3.6	2.3	2.3	2.2	2.0
净资产收益率(%)	24.2%	19.9%	0.3%	5.6%	7.0%
ROIC(%)	17.7%	18.2%	4.4%	7.9%	11.6%
EV/EBITDA	4.2	6.9	12.6	7.6	5.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%

前期研究成果

- 柳钢股份：容易被并购接管的企业样本
2008-12-08
- 柳钢股份：风格激进资金紧绷的资产负债表
2008-10-27
- 柳钢股份：上半年盈利能力低于预期
2008-08-19

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-2-18**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	16,315.9	20,706.4	29,216.7	26,778.8	26,851.2	成长性					
减: 营业成本	14,709.1	18,156.4	26,219.1	24,453.2	24,487.3	营业收入增长率	29.6%	26.9%	41.1%	-8.3%	0.3%
营业税费	112.7	149.1	210.4	192.8	193.3	营业利润增长率	43.9%	29.4%	-98.1%	1552.7%	30.6%
销售费用	32.8	72.4	73.0	93.7	94.0	净利润增长率	48.1%	31.8%	-98.4%	1806.8%	30.6%
管理费用	371.7	1,025.8	965.6	1,097.9	1,100.9	EBITDA 增长率	44.3%	18.7%	-24.9%	33.3%	3.8%
财务费用	252.9	210.1	527.5	593.0	521.1	EBIT 增长率	41.8%	18.6%	-57.5%	71.5%	3.7%
资产减值损失	0.7	10.8	1,200.0	-	-	NOPLAT 增长率	42.0%	20.6%	-61.2%	72.4%	3.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.8%	61.6%	-4.7%	-29.5%	-45.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	32.0%	60.7%	0.2%	4.4%	5.5%
营业利润	836.0	1,081.8	21.1	348.1	454.5	利润率					
加: 营业外净收支	-4.5	-3.6	-	-	-	毛利率	9.8%	12.3%	10.3%	8.7%	8.8%
利润总额	831.5	1,078.3	21.1	348.1	454.5	营业利润率	5.1%	5.2%	0.1%	1.3%	1.7%
减: 所得税	73.8	79.4	5.5	52.2	68.2	净利率	4.6%	4.8%	0.1%	1.1%	1.4%
净利润	757.7	998.8	15.5	295.9	386.3	EBITDA/营业收入	9.0%	8.4%	4.5%	6.5%	6.7%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	6.7%	6.2%	1.9%	3.5%	3.6%
货币资金	985.9	948.4	2,513.1	5,818.7	9,295.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	82	74	72	95	90
应收帐款	114.9	167.1	256.1	234.8	235.4	流动营业资本周转天数	50	64	46	17	-20
应收票据	745.6	180.0	320.2	293.5	294.3	流动资产周转天数	90	109	109	135	144
预付帐款	976.0	3,240.5	618.5	-1,826.8	-4,275.5	应收帐款周转天数	2	2	2	3	2
存货	1,739.4	3,415.3	6,105.8	5,694.6	5,702.5	存货周转天数	45	45	59	79	76
其他流动资产	-	-0.0	0.0	-	0.0	总资产周转天数	174	195	192	234	238
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	134	150	128	116	74
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	ROE	24.2%	19.9%	0.3%	5.6%	7.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	7.3%	0.1%	1.7%	2.1%
固定资产	4,024.7	4,475.1	7,169.9	6,900.8	6,462.7	ROIC	17.7%	18.2%	4.4%	7.9%	11.6%
在建工程	66.7	1,335.5	383.6	353.4	261.4	费用率					
无形资产	-	-	-	-	-	销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	0.0	1.7	-0.0	-0.0	-0.0	管理费用率	2.3%	5.0%	3.3%	4.1%	4.1%
资产总额	8,654.8	13,765.2	17,368.8	17,470.6	17,978.1	财务费用率	1.5%	1.0%	1.8%	2.2%	1.9%
短期债务	1,640.6	2,764.1	4,000.0	3,967.1	3,911.4	三费/营业收入	4.0%	6.3%	5.4%	6.7%	6.4%
应付帐款	1,177.5	2,551.0	3,641.9	3,396.7	3,401.4	偿债能力					
应付票据	172.0	60.8	143.7	134.0	134.2	资产负债率	63.9%	63.5%	71.0%	69.9%	69.2%
其他流动负债	1,261.5	1,719.5	1,901.7	2,069.5	2,338.0	负债权益比	176.9%	174.1%	245.1%	232.4%	224.2%
长期借款	1,278.0	1,648.0	2,648.0	2,648.0	2,648.0	流动比率	1.07	1.12	1.01	1.07	1.15
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.66	0.64	0.38	0.47	0.57
负债总额	5,529.6	8,743.3	12,335.3	12,215.2	12,432.9	利息保障倍数	4.31	6.15	1.04	1.59	1.87
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	604.9	1,423.8	2,562.8	2,562.8	2,562.8	DPS(元)	-	-	0.00	0.02	0.03
留存收益	2,520.4	3,598.1	2,470.7	2,692.7	2,982.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	3,125.3	5,021.9	5,033.5	5,255.5	5,545.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	757.7	998.8	15.5	295.9	386.3	EPS(元)	0.30	0.39	0.01	0.12	0.15
加: 折旧和摊销	376.0	447.0	757.2	799.2	830.2	BVPS(元)	1.22	1.96	1.96	2.05	2.16
资产减值准备	0.7	10.8	1,200.0	-	-	PE(X)	15.0	11.4	731.6	38.4	29.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	2.3	2.3	2.2	2.0
财务费用	117.9	224.4	191.4	527.5	593.0	P/FCF	39.7	-8.8	4.3	3.6	3.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	4.2	6.9	12.6	7.6	5.4
营运资金的变动	-37.6	-1,626.1	1,169.9	2,917.5	2,712.8	CAGR(%)	-26.9%	-27.1%	276.8%	52.6%	42.5%
经营活动产生现金流量	1,236.2	77.2	3,670.2	4,605.5	4,450.5	PEG	-0.6	-0.4	2.6	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-954.1	-2,594.5	-2,500.0	-500.0	-300.0	ROIC/WACC	1.8	1.9	0.4	0.8	1.2
融资活动产生现金流量	301.8	2,483.9	1,595.3	-785.1	-654.1	REP	0.5	0.6	3.6	2.3	2.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵志成，钢铁行业首席分析师，毕业于南开大学，经济学硕士。曾获 2005 年《新财富》最佳分析师评选钢铁行业第三名，5 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

任琳娜，钢铁、工程机械行业分析师，毕业于华东师范大学，金融学学士，5 年证券研究经验。2007 年 10 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034