

张士宝 林向涛
 0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn

2009年8月25日

柳钢股份(601003.SH)/8.56元

业绩恢复速度加快 整合值得期待

原材料·钢铁

目标估值: 9.9-13.2元

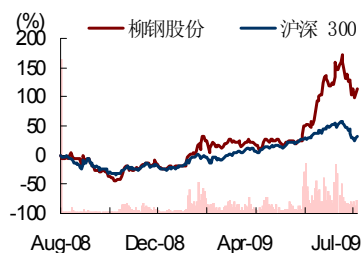
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2961
总股本(万股)	256279
已上市流通股(万股)	41004
总市值(亿元)	219
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	-15.8
资产负债率	69.4%
主要股东	广西柳州钢铁(集团)公
主要股东持股比例	84.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	76	101
相对表现	3	39	70



相关报告

1、《柳钢股份(601003)——内生增长典范,整合值得期待》2009/7/8

柳钢股份公布了半年报。09年上半年公司实现营业收入120.72亿元,同比下降了17.2%,实现净利润-4.2亿,折合EPS-0.16元,基本符合预期;公司是内生性增长典范,整合值得期待,维持“强烈推荐-B”的投资评级。

- **二季度实现盈利:** 公司根据市场价格变化形势调整品种结构,抓住5、6月份市场好转的机会,实现了单月扭亏;二季度公司实现销售收入61.75亿,环比增长4.7%,同时成功实现扭亏为盈,单季净利润0.94亿,相比一季度亏损5.15亿经营情况大为好转;
- **产销量同比大增:** 上半年公司共计完成铁362.30万吨,同比增长33.13%;粗钢370.43万吨,同比增长22.09%;钢材207.84万吨,同比增长15.08%。经测算,6月份单月生产钢材约43.84万吨,单月产量上半年最高,在市场好转情况下,争取了多产多盈利;
- **钢坯销售毛利率有所提高:** 公司的主营产品以中板材、小型材、中型材为主,上半年销售结构中小型材占比32.9%,毛利率为2.25%,中板材和小型材合计占比22.71%,毛利率为-5.5%;值得注意的是,公司销售集团的钢坯毛利率高达5.98%,为公司贡献了2.69亿的毛利;
- **内生性增长显著,长期投资价值突出。** 2009-2010年分别有两条新线投产(每条线投资约2亿元),设计总产能140万吨,二条新产线将带来2009年、2010年、2011年新增棒线材产量15、90、35万吨,这在国家严控钢铁新增产能、加快淘汰落后产能情况下显得弥足珍贵;
- **预估每股收益09年0.20元、10年0.66元。** 同比分别增长3215%和229%;
- **重申“强烈推荐”投资评级:** 柳钢是西南地区钢铁行业的一面旗帜,区域市场优势突出,享有钢材产品相对溢价和低成本双重优势,内生性增长显著,再融资实现公司整体上市或与武钢实质性整合将为公司业绩增长锦上添花,也是公司股价的催化剂;维持“强烈推荐-B”投资评级。

财务数据与估值

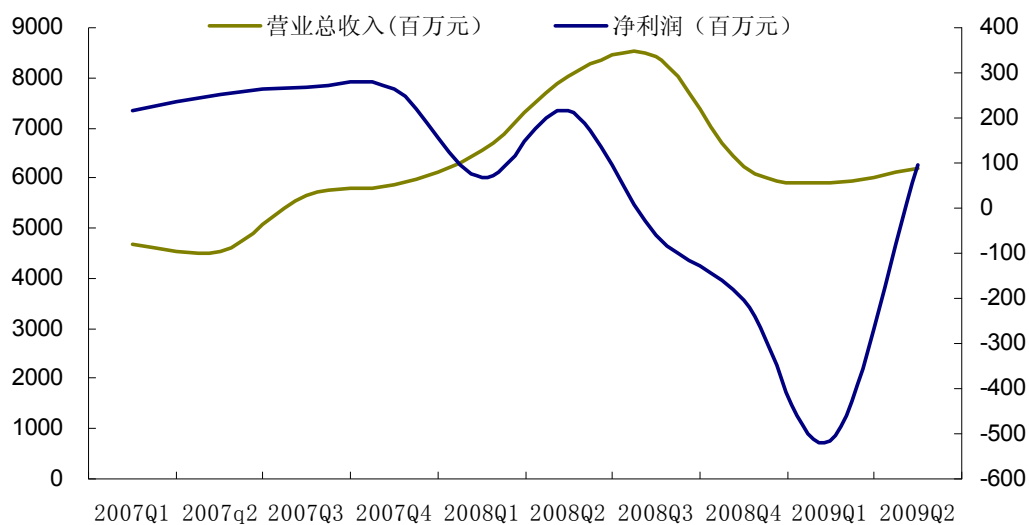
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	20706	29217	28915	36953	40922
同比增长	27%	41%	-1%	28%	11%
营业利润(百万元)	1082	22	605	1989	2503
同比增长	29%	-98%	2611%	229%	26%
净利润(百万元)	999	16	514	1691	2127
同比增长	32%	-98%	3215%	229%	26%
每股收益(元)	0.70	0.01	0.20	0.66	0.83
PE	12.1	1406.1	38.4	11.7	9.3
PB	2.4	4.6	3.9	3.1	2.5

资料来源:招商证券

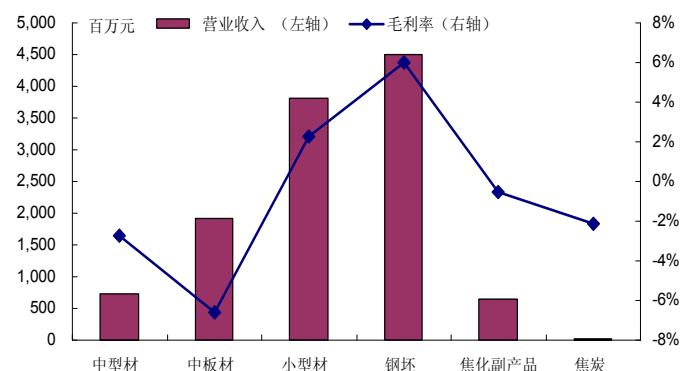
表 1: 09 年中期业绩回顾

百万元	08H1	08H2	09H1	同比	环比
营业总收入	14,573	14,644	12,072	-17.2%	-17.6%
营业总成本	14,240	14,955	12,492	-12.3%	-16.5%
营业成本	13,318	14,180	11,775	-11.6%	-17.0%
营业税金及附加	90	80	49	-45.8%	-38.9%
销售费用	30	28	13	-57.3%	-54.0%
管理费用	541	355	431	-20.4%	21.2%
财务费用	260	219	225	-13.6%	2.6%
资产减值损失		93			
营业利润	333	-311	-421	-226.2%	35.3%
加: 营业外收入		2	1		-68.2%
减: 营业外支出	2	0	0	-96.0%	-68.0%
利润总额	331	-309	-420	-226.8%	35.9%
减: 所得税	50	-43			
净利润	282	-266	-420	-249.2%	57.8%
EPS (元)	0.11	-0.10	-0.16		

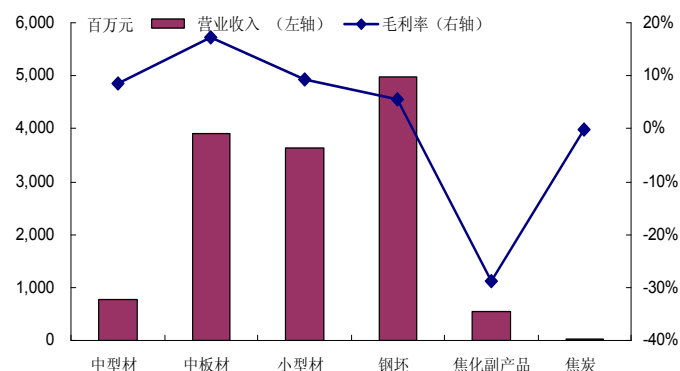
资料来源: 公司报表, 招商证券整理

图 1: 柳钢股份分季度销售收入和净利润


资料来源: wind, 招商证券

图2：2009年中期柳钢分产品收入和毛利率


资料来源：公司中报，招商证券研发中心

图3：2008年中期柳钢分产品收入和毛利率


资料来源：公司中报，招商证券研发中心

表2：柳钢股份工艺流程/装备列表

工序	主要设备	设计产能	实际产量（近3年）	备注
烧结及球团	烧结机 2 座：360m ² ×1、120 m ² ×1	1100 万 t		
	球团 1 座：240 m ²			
炼铁	高炉 10 座，2000m ³ ×2、1500 m ³ ×1、750 m ³ ×1、380 m ³ ×4	1000 万 t	06 年 508 万 t, 07 年计划 555 万 t, 实际 500 万 t, 08 年实际 554.03 万 t, 09 年计划 760 万 t	
炼钢（是否长短流程兼有）	转炉 9 座：150t×3、120t×3、35t×3	1000 万 t	06 年 535 万 t, 07 年 380 万 t, 08 年实际 609.29 万 t, 09 年计划 800 万 t	
中板厂	一套二重生产的九十年代先进水平的双机架 2800mm 四辊可逆式轧机、一套引进德国的中厚板精整线及改造后的第二精整线。这套中厚板精整线有国内唯一的最先进的步进式冷床（26×? m ² ）（另有 16×22m ² 冷床）、可逆式翻板、国内矫直量最大的厚板矫直机、先进的数控双边剪和定尺剪（进口意大利 Schoeman 剪切机 2 台），配有两台在线超声波探伤装置。3 个国产加热炉（武汉科大自动化有限责任公司生产的控制系统生产规格范围：常规宽度 1.8~2.3、2.4m（最宽 2.6、2.7m）×常规厚度 6~14mm（最大范围 12~25mm）	100 万 t	06 年 150 万 t（其中出口 21 万 t，占中厚板产销量的 14%），07 年计划 150 万 t，实际 160 万 t（肖厂长 163 万 t），08 年计划 150 万 t, 实际 137 万 t, 09 年计划 150~160 万 t	作业率 90% 以上，成材率 92.5-92.6%，每次换辊 10 分钟。07 年中厚板中品种钢占 40%，08 年 1 月中厚板平均毛利 900 元/t，品种板毛利更高
棒线材厂	二条棒材线，一条高线。一条 18 机架棒材线：610 轧机（6 机架）-430 轧机（6 机架）-300 轧机（6 机架）；另一条棒材线一棒轧机：560×4、475×3、420×6、350×6。一条 28 机架高线：610×3（初轧）、450×3、420×8、285×10。摩根轧机 10 台：225×5、265×5。高线的生产规格 Φ12~36mm。	220 万 t	06 年 234 万 t（占总产量 44.1%），07 年计划 230 万 t，其中高线 60 万 t/年。07 年实际 190 万 t。08 年计划 210 万 t，实际 188 万 t。09 年计划 230 万 t	06 年一棒、二棒成材率分别位居国内列入统计企业的第 2、3 名（101.6%，最好可达 102%），高线成材率指标居国内第 8 名（97-98%）
中轧厂		80 万 t	09 年计划 70 万 t	

资料来源：公司调研，招商证券

表3：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	20706	29217	28915	36953	40922
营业成本	18156	27498	26868	33419	36652
营业税金及附加	149	170	173	222	246
营业费用	72	58	72	89	94
管理费用	1026	896	896	1035	1269
财务费用	210	479	299	200	158
资产减值损失	11	93	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1082	22	605	1989	2503
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	4	2	3	2	2
利润总额	1078	22	605	1989	2503
所得税	79	7	91	298	375
净利润	999	16	514	1691	2127
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	999	16	514	1691	2127
EPS (元)	0.70	0.01	0.20	0.66	0.83

资料来源：招商证券

参考报告：

1、《柳钢股份（601003）—内生增长典范，整合值得期待》2009/7/9。

本文详细分析了柳钢的竞争优势，指出柳钢是内生性增长典范，业绩有爆发力，上调投资评级至“强烈推荐-B”，估值中枢为 11.55 元。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7951	5476	6089	7648	9982
现金	948	452	400	400	1982
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	180	53	145	296	368
应收款项	128	191	182	232	261
其它应收款	39	32	29	37	41
存货	3415	3892	3990	5013	5498
其他	3240	855	1343	1671	1833
非流动资产	5814	8267	7283	6548	5900
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	4475	7968	7276	6545	5897
无形资产	0	0	0	0	0
其他	1337	297	5	1	2
资产总计	13765	13743	13372	14196	15882
流动负债	7095	7050	6349	6019	6246
短期借款	2764	3814	3156	1527	1000
应付账款	2498	1463	1612	2339	2932
预收账款	1138	682	1343	1838	2016
其他	696	1092	237	315	298
长期负债	1648	1940	1910	1880	1850
长期借款	1648	1930	1900	1870	1840
其他	0	10	10	10	10
负债合计	8743	8991	8259	7900	8097
股本	1424	2563	2563	2563	2563
资本公积金	1043	188	188	188	188
留存收益	2556	2002	2361	3545	5034
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	5022	4753	5113	6296	7785
负债及权益合计	13765	13743	13372	14196	15882

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	77	1068	2037	2466	3036
净利润			514	1691	2127
折旧摊销			924	846	762
财务费用			299	200	158
投资收益			0	0	0
营运资金变动			198	(218)	1
其它			102	(52)	(13)
投资活动现金流	(2595)	(2501)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	2484	941	(1989)	(2366)	(1354)
借款变动			(1536)	(1659)	(557)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(154)	(507)	(638)
其他			(299)	(200)	(158)
现金净增加额	(33)	(492)	(52)	0	1582

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	20706	29217	28915	36953	40922
营业成本	18156	27498	26868	33419	36652
营业税金及附加	149	170	173	222	246
营业费用	72	58	72	89	94
管理费用	1026	896	896	1035	1269
财务费用	210	479	299	200	158
资产减值损失	11	93	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1082	22	605	1989	2503
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	4	2	3	2	2
利润总额	1078	22	605	1989	2503
所得税	79	7	91	298	375
净利润	999	16	514	1691	2127
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	999	16	514	1691	2127
EPS (元)	0.70	0.01	0.20	0.66	0.83

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	27%	41%	-1%	28%	11%
营业利润	29%	-98%	2611%	229%	26%
净利润	32%	-98%	3215%	229%	26%
获利能力					
毛利率	12.3%	5.9%	7.1%	9.6%	10.4%
净利率	4.8%	0.1%	1.8%	4.6%	5.2%
ROE	19.9%	0.3%	10.1%	26.9%	27.3%
ROIC	12.0%	3.1%	7.5%	19.1%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	65.4%	61.8%	55.6%	51.0%
净负债比率	35.8%	48.2%	38.0%	24.1%	18.1%
流动比率	1.1	0.8	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.6	0.2	0.3	0.4	0.7
营运能力					
资产周转率	1.5	2.1	2.2	2.6	2.6
存货周转率	7.0	7.5	6.8	7.4	7.0
应收帐款周转率	179.5	183.3	155.0	178.5	166.2
应付帐款周转率	10.0	13.9	17.5	16.9	13.9
每股资料(元)					
每股收益	0.70	0.01	0.20	0.66	0.83
每股经营现金	0.05	0.42	0.79	0.96	1.18
每股净资产	3.53	1.85	1.99	2.46	3.04
每股股利	0.20	0.00	0.06	0.20	0.25
估值比率					
PE	12.1	1406.1	38.4	11.7	9.3
PB	2.4	4.6	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	47.6	73.3	45.3	27.3	24.2

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。07、08年两度入围新财富钢铁行业最佳分析师。

林向涛：招商证券钢铁行业助理分析师，清华大学金融学学士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。