

动态报告/公司快评

黑色金属

柳钢股份 (601003)

推荐

钢铁

调研快评

2009 年 11 月 26 日

发挥区域优势，促业绩大幅增长

分析师： 郑东 zhengdong@guosen.com.cn 010-82254160

分析师： 秦波 qinbo@guosen.com.cn 010-82252922

事项：

近日，我们对柳钢股份进行了实地调研走访，重点就公司的生产经营状况、北部湾经济发展对公司的战略意义、公司对明年钢铁行业形势的判断以及公司成本及产品结构等微观层面的问题与上市公司高管进行了充分的交流。

综合调研信息，我们认为：公司处于我国华南、西南两个经济圈的交界处，同时南临东盟经济圈，区位优势十分明显，销售顺畅，尽管目前钢铁行业整体产能压力较大，但由于公司地处华南广西欠发达地区，整个华南地区仅此一家上千吨级的钢铁企业，由于受交通等条件的限制，内地钢材难以进入该地区，在未来国家大力发展北部湾经济区，以及东盟经济圈发展的大形势下，当地的钢铁产量无法满足需要，柳钢股份将基本独享该地区发展的成果，显现出极强的区域市场优势。目前公司的规模已经达到 1000 万吨规模，效益稳步增长，产品结构日趋合理，企业员工对公司发展充满信心。我们预计公司 2009 年 EPS 在 0.13 元左右，2010 年每股收益在 0.55 元左右，同比增长 300% 以上，对应 2010 年动态市盈率 16.5 倍。

目前钢铁市场受消费淡季的影响，价格不会出现大的涨幅，但已经开始渐行渐涨，明年钢材需求增幅要远大于产量的增幅，而且钢铁的原料成本也将上升，这将助推钢材价格在上半年会出现一波上涨行情，从而使行业的效益有较好的改观。由于公司具备较强的区域市场优势，能够率先在钢铁市场好转时受益，我们给与公司“推荐”评级。

调研要点：

■ 公司已形成 1000 万吨钢综合生产能力

炼铁系统上，目前公司拥有 2000 立方米转炉 2 座、1500 立方米转炉 2 座、1500 立方米和 1250 立方米转炉各 1 座，此外公司还有 4 座小高炉，但目前都处于停产状态，即将淘汰，**累计生铁生产能力 1000 万吨**；

炼钢系统上，公司拥有 150 吨转炉 3 座、120 吨转炉 3 座、50 吨转炉 3 座，**累计粗钢生产能力 1100 万吨**；

轧钢系统上，公司目前拥有 2 条棒材、1 条线材生产线、1 条中板生产线和 1 条型材生产线，此外还有 1 条在建的棒材生产线。从产品结构来看，目前棒线材产能 230 万吨，新建棒材生产线投产后将达到 300 万吨，中板产能 160 万吨，型材产能 70 万吨。累计来看，目前公司钢材生产能力 450 万吨，新棒材生产线投产后增加到 520 万吨左右。在满足股份公司钢材生产后，剩余粗钢供给集团公司热轧生产线。

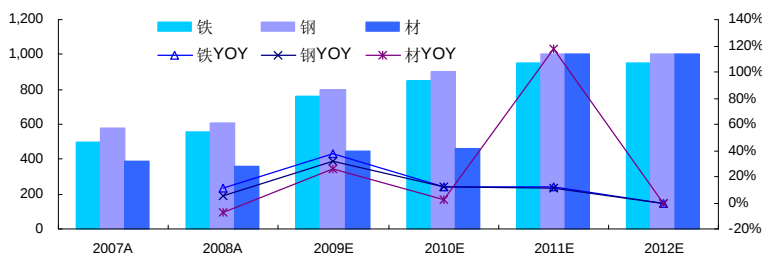
表 1：公司主要生产环节产能及产量（万吨）

		设计产能	08 年产量	09 年计划量	YOY
炼铁	2000m ³ ×2、1500 m ³ ×3、1250 m ³ ×1	1000	554	760	37.18%
炼钢	转炉 9 座：150 吨×3、120 吨×3、35 吨×3	1000-1100	609	800	31.36%

中板	2800mm 双机架四辊可逆式轧机	150	137	160	16.79%
棒线	二条棒材线（80*2），一条高线（70*1），	230（->300）	188	230	22.34%
型钢		70	32	70	118.75%

资料来源：国信证券经济研究所

图 1：公司铁、钢、材产量走势（单位：万吨）



资料来源：国信证券经济研究所

注：图中假设 2011 年集团公司热轧生产线能够注入上市公司

■ 公司的长材比例在 65%左右，符合广西欠发达地区消费结构的需要

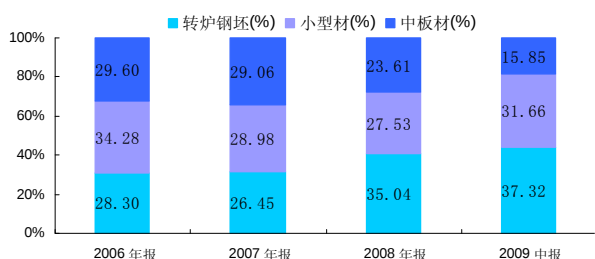
在公司的产品结构方面，根据上述公司各品种产能分布，09 年棒线材产品产量为 230 万吨，占整个目前公司总产量的 65%。与整个广西欠发达地区的消费结构以及国家扩大内需，加大基础设施建设相适应。

收入构成上，公司的主营由中板材、小型材、钢坯构成，今年上半年三者销售收入占比分别为 15.85%、31.66%、37.32%；利润构成上，往年中板是公司利润的主要来源，2006-2008 年分别贡献了利润的 42.83%、59.10%、40.21%，而 2009 年上半年由于中板价格较低，公司中板业务亏损，主要利润来源于钢坯销售及小型材销售。根据公司 2009 年的生产计划，公司棒线材及型材占比将达到 65%。

在原料方面，根据公司目前的生产规模，每年需要约 1600 万吨铁矿石，正常情况下公司 70%约 1000 万吨的铁矿石需要进口，其中长协矿 200 多万吨，约占 20%左右。由于今年进口铁矿石整体比较便宜，公司最近进口矿比例超过 80%。此外，公司所需煤炭主要来自西南，由于今年进口煤炭也相对比较便宜，公司今年约 30-40%煤炭通过进口采购。综合来看公司在原材料上自给率较低，基本上靠对外采购。

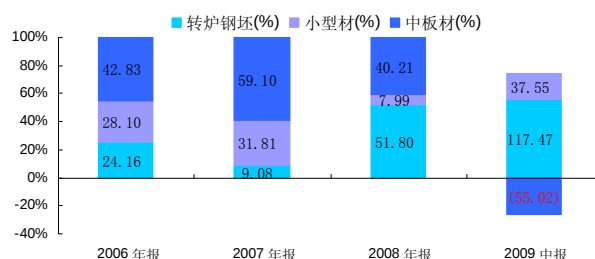
从销售效果来看，目前公司产能利用率接近 100%，而且基本无库存，销售顺畅。由于公司钢材品质较好，广西省重点项目优先采用公司的钢材，其它下游用户对柳钢品牌认同度也很高，公司产品的市场销售价格要比市场同类产品高出 100 元/吨左右，且库存也始终在同类产品中是最低的。

图 2：近年来公司收入构成



资料来源：国信证券经济研究所

图 3：近年来公司利润构成

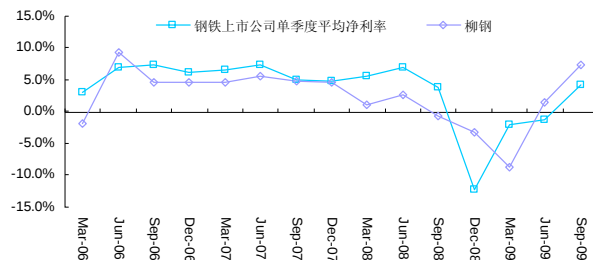


资料来源：国信证券经济研究所

■ 业绩包袱已基本清除，经营逐渐改善

公司 2008 年全年实现利润 0.16 亿元，主要是存货计提比例只有 2.25%，远低于钢铁行业平均 11.55% 的计提比例。但今年一季度，公司报亏 5 个亿，亏损额较当期末存货的比例为 13.56%，远远高于同期末钢铁行业 2.56% 的水平。而从净利率来看，公司一季度净利率-8.73%，而钢铁行业平均净利率为-2.01%。由于全行业盈利大体相当，因此基本可以判断公司去年年底留下的包袱在今年 1 季度已经清理干净，不会对未来业绩太大隐患。

图 4：公司净利率和钢铁行业平均净利率比较

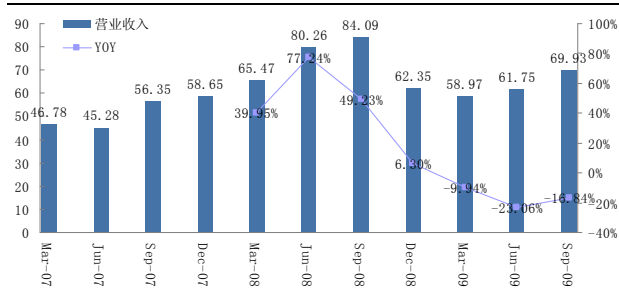


资料来源：国信证券经济研究所

从今年二季度开始，公司经营步入正轨，业绩逐步改善，二季度单季度实现盈利 0.94 亿元。3 季度受益于钢铁价格上涨，同时公司抓住时机低价购买了较多铁矿石，公司单季度实现净利润 5.08 亿元，基本实现了前三季度扭亏。10 月份钢铁价格处于低位，但是公司仍然保持盈利。我们估计公司 10 月份利润在 5000 万左右，11 月份利润水平高于 10 月水平，从目前的价格形势来看，由于南方仍然处于建设高峰阶段，12 月份公司仍能保持较好盈利。

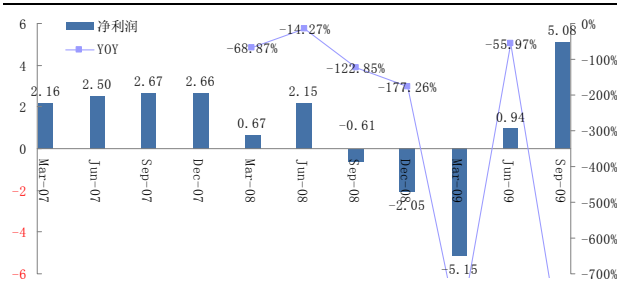
目前公司在经营上面临的主要问题是运输问题。由于往年公司主要通过公路运输，今年广西省公路运输规范化，公司通过公路运输的比例下降。而年底铁路线比较紧张，而且柳江目前处于枯水期，短期内公司面临一定的运输困难，但公司仍然积极通过各种措施改善运输环节瓶颈问题，企业库存始终维持在较低水平。

图 5：公司单季度营业收入走势



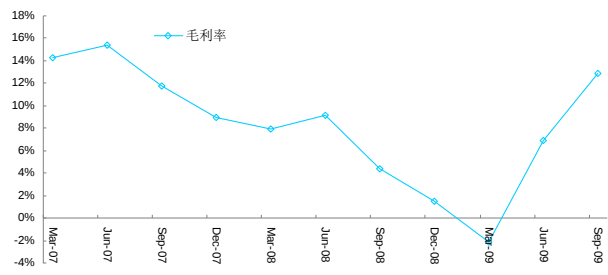
资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所

图 6：公司单季度净利润走势



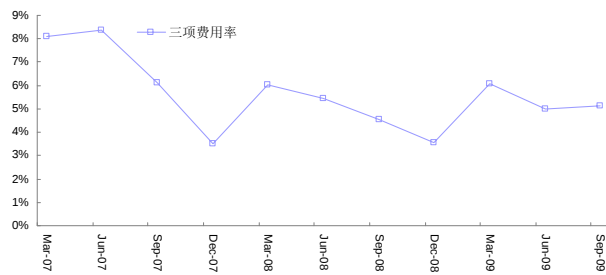
资料来源：国信证券经济研究所

图 7：公司单季度毛利率走势



资料来源：国信证券经济研究所

图 8：公司单季度三项费用率走势



资料来源：国信证券经济研究所

■ 区位优势，拥有极好的区位优势

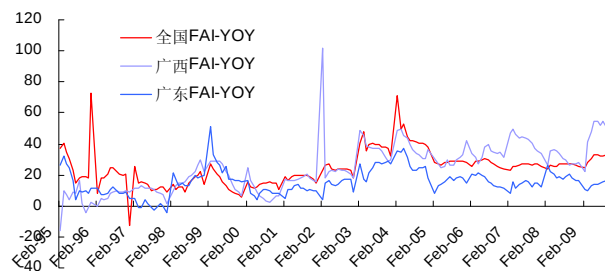
从调研中了解到，公司所产钢材 50%以上的销售收入来源于广西，另外 30%左右销售收入来自广东，两广地区累计销售收入占 80%以上。而广西地区的项目建设，主要依赖柳钢集团的钢材，作为广西省唯一的大型钢铁企业，柳钢股份具有明显的区域优势。

广西省地处我国华南经济圈、西南经济圈与东盟经济圈的结合部，是中国大陆东、中、西三大地带交汇点，东临粤港澳，背靠大西南，面向东南亚，沿海、沿边、沿江，是中国西部唯一沿海的地区，也是唯一与东盟国家既有陆地接壤、又有海上通道的省区。因此，广西前有人口 5 亿的东盟市场，后靠人口 13 亿的中国市场，在我国与东盟、泛珠三角等国际国内区域合作中具有不可替代的战略地位和作用。

从钢铁供需上来看，广西省今年计划实现 6000 亿的固定资产投资，2010 年固定资产投资将预计再增长 20%。按照我国平均固定资产投资钢材消费强度计算，广西省至少需要 2000 万吨的钢铁，而广西省的钢铁产能只有 1000 多万吨。如果从广西、广东两省来看，两地固定资产投资占全国固定资产投资的 10%左右，而两地钢材产量只占全国钢材产量的 4%不到。而紧邻两广的西南三省，固定资产投资占我国固定资产投资的比例也在 10%以上，而钢材产量只有全国的 6%不到，因此，公司前后两个市场均处于钢材净进口状态。由于广西、广东当地的钢铁供给就相对不足，同时运输上存在一定的瓶颈，目前公司在西南地区的销售收入只占累计销售收入的 7%左右。另外，广西靠近港澳和东南亚国家，在这一广大区域，钢材市场容量十分可观，历来都是钢材的净进口地区，对占地利优势的柳钢股份来讲，无疑提供了良好的区域市场发展空间。

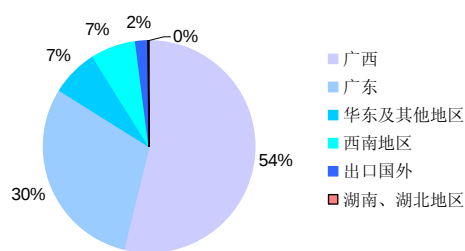
从交通运输来看，由于公司所在地柳州市地理交通便利，外部铁路依托黎港线、黎柳线、湘桂线、湘黔线和南昆线，除一些季节性的因素外，基本能保证柳钢生产的钢材发往各地。另外，柳钢股份距防城港和湛江港较近，具有良好的进口铁矿石和出口成品钢材的条件。柳江从柳钢股份厂区东南绕行而过，常年可通行小轮船经梧州直达广州黄浦港，为公司提供了一条可利用的水运通道。而铁路线的顺畅也保障了公司从贵州省和云南省采购所需的煤炭。

图 9：广西省 FAI 增速远远高于全国平均 FAI 增速



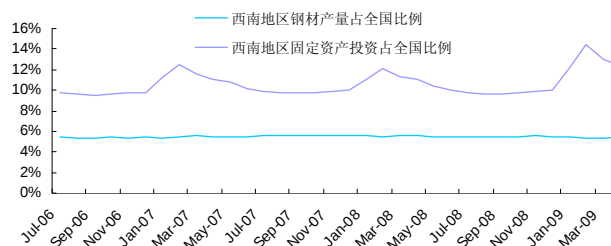
资料来源：国信证券经济研究所

图 10：2009 年上半年公司收入按地区构成



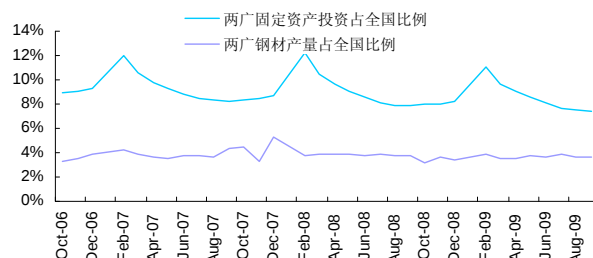
资料来源：国信证券经济研究所

图 11: 西南地区钢产量占全国比例低于 FAI 占全国比例



资料来源: 国信证券经济研究所

图 12: 两广地区钢产量占全国比例也低于 FAI 占全国比例



资料来源: 国信证券经济研究所

■ 资产注入值得期待

目前集团公司还拥有热轧薄板生产线和冷轧板生产线各一条, 产能分别为 500 万吨和 100 万吨, 原料钢坯主要有上市公司提供。从完善公司治理结构、减少关联交易来看, 此生产线未来注入上市公司指日可待。目前公司正在考虑相关事宜, 暂无明确时间表, 但一旦热轧生产线注入, 则股份公司钢材产能规模将在扩大 100%。

■ 钢铁行业明年的需求增长将大于产量的增长

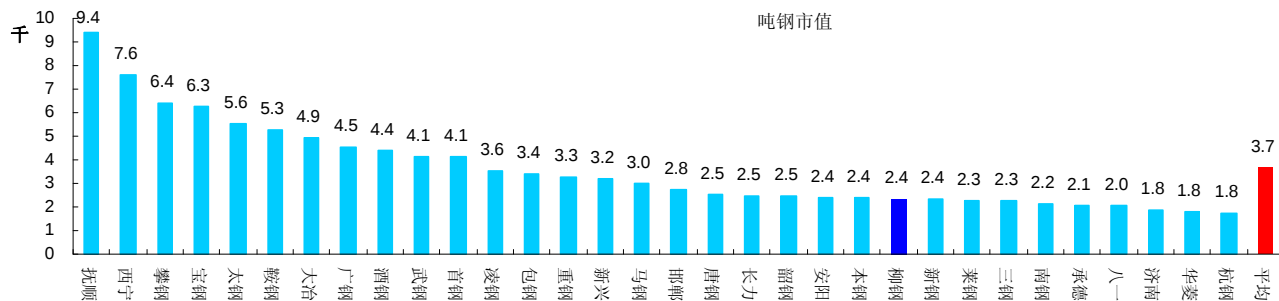
钢铁行业受经济复苏以及政策趋势不确定的影响, 经历了前期补库和去库的价格大幅波动后, 目前基本回归到理性的状态, 价格基本处于成本区。随着年底年初国家实质性需求的增长, 如房地产新增投资、基础设施项目大范围展开, 以及机械、汽车等制造业的快速增长, 2010 年的钢材需求将会显著上升, 而行业的产量由于已接近产能高点, 目前整体产能利用率都达到 90% 以上, 从而产量上涨的幅度有限, 我们认为, 目前钢铁市场受消费淡季的影响, 价格不会出现大的涨幅, 但已经开始渐行渐涨, 明年钢材的需求增幅要远大于产量的增幅, 而且钢铁的原料成本也将上升, 这将助推钢材价格在上半年会出现一波上涨行情, 从而使行业的效益有较好的改观。

■ 业绩预测与投资建议

公司 3 季度单季度净利润 5.08 亿元, 基本实现了前三季度扭亏。10 月份钢铁价格处于低位, 但是公司仍然保持盈利。我们估计公司 10 月份利润在 5000 万左右, 11 月份利润水平高于 10 月水平, 从目前的价格形势来看, 由于南方仍然处于建设高峰阶段, 12 月份公司仍能保持较好盈利。我们预计公司 4 季度单季度利润即全年利润在 2.5 亿左右, 合每股收益 0.13 元。

2010 年来看, 我们预计公司每股收益能够达到 0.55 元左右, 业绩同比增长 300%。对应目前市盈率 16.5 倍, 估值相对便宜, 此外, 目前公司吨钢市值为 2400 元/吨, 比钢铁行业平均吨钢市值 3700 元/吨低 35% 左右。我们给与“推荐”评级。

图 13: 钢铁行业上市公司吨钢市值比较 (单位: 元/吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

附表：盈利预测与估值表

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	452	700	756	832
应收款项	276	262	324	402
存货净额	3892	3624	4342	5332
其他流动资产	855	277	342	426
流动资产合计	5476	4863	5764	6992
固定资产	8248	10288	11336	12258
无形资产及其他	0	0	0	0
投资性房地产	17	17	17	17
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	13743	15170	17119	19269
短期借款及交易性金融负债	4692	6170	6776	4135
应付款项	1613	1501	1799	2209
其他流动负债	745	701	837	1030
流动负债合计	7050	8372	9412	7374
长期借款及应付债券	1930	1930	1930	1930
其他长期负债	10	(120)	(170)	(220)
长期负债合计	1940	1810	1760	1710
负债合计	8991	10182	11172	9084
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4753	4988	5947	10185
负债和股东权益总计	13743	15170	17119	19269

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.01	0.13	0.55	0.79
每股红利	0.30	0.04	0.18	0.25
每股净资产	1.85	1.95	2.32	3.56
ROIC	4%	5%	13%	17%
ROE	0%	7%	24%	22%
毛利率	6%	8%	10%	12%
EBIT Margin	2%	3%	6%	7%
EBITDA Margin	4%	5%	8%	9%
收入增长	41%	-5%	24%	24%
净利润增长率	-98%	2123%	308%	60%
资产负债率	65%	67%	65%	47%
息率	3.2%	0.5%	1.9%	3.0%
P/E	1524.3	68.6	16.8	11.7
P/B	5.0	4.7	4.0	2.6
EV/EBITDA	26.7	24.5	12.4	9.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	29217	27694	34239	42575
营业成本	27498	25604	30697	37641
营业税金及附加	170	177	209	265
销售费用	58	72	78	103
管理费用	896	1066	1181	1544
财务费用	479	368	417	364
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(93)	0	0	0
其他收入	0	(0)	0	0
营业利润	22	406	1658	2656
营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	22	406	1658	2656
所得税费用	7	61	249	398
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	16	345	1409	2258

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	16	345	1409	2258
资产减值准备	82	(93)	0	0
折旧摊销	628	608	741	866
公允价值变动损失	93	0	0	0
财务费用	479	368	417	364
营运资本变动	593	482	(462)	(598)
其它	(82)	93	0	0
经营活动现金流	1329	1435	1688	2526
资本开支	(3055)	(2555)	(1789)	(1789)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(3055)	(2555)	(1789)	(1789)
权益性融资	0	0	0	2700
负债净变化	282	0	0	0
支付股利、利息	(767)	(110)	(449)	(720)
其它融资现金流	2199	1478	606	(2641)
融资活动现金流	1230	1368	157	(661)
现金净变动	(496)	248	56	76
货币资金的期初余额	948	452	700	756
货币资金的期末余额	452	700	756	832
企业自由现金流	(1243)	(806)	254	1047
权益自由现金流	1237	358	506	(1904)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。