

2010-01-29

钢铁

柳钢股份 601003.SH

盈利回归常态，产能尚有增长，给予买入评级

◇ 报告起因

◆公司盈利回归常态，产能尚有增长，给予买入评级

柳钢股份是广西地区唯一的大型钢厂，目前拥有 1000 万吨钢坯、230 万吨建筑钢材、160 万吨中厚板产能。新建 70 万吨高线将于近期投产，还有一条 80 万吨合金棒材在规划中，届时建筑钢材产能将扩展至 380 万吨。我们预计公司 2010 年 EPS0.67 元，目前股价 7.9 元。

◆公司双重受益于东盟出口提升和海南旅游岛

柳钢股份销售区域主要处于两广区域，东盟和海南概念受益最大的便是广西、广西区域。未来东兴、龙邦口岸将形成铁路“三口一线”，使我国铁路网在广西与东盟铁路网沟通，形成中国—东盟自由贸易区的交通枢纽，身处于柳州的公司受益于这两个概念。公司目前的产品出厂价格较上海市场价格高 700 元/吨，我们判断明年公司建筑钢材出厂税后价格为 4500 元/吨。

◆ 2010 年柳钢迎来量价齐升

由于柳钢是整个广西自治区唯一的大型钢厂，具备一定的地区垄断能力，公司建筑钢材出厂价格明显高于其它钢厂，公司建筑钢材出厂价格明显高于行业平均水平，目前线材、螺纹钢的出厂价格稳定在 4500 元左右（含税）。公司的生产成本与行业水平相当，凭借所处地理优势，具有较强的竞争优势。

分品种来看利润，我们计算公司 2010 年建筑钢材毛利保持在 630 元/吨左右的水平，钢坯毛利 230 元/吨，中厚板-20 元/吨。

◆2010 年公司钢坯产量增长 25%，建筑钢材增长 24%

09 年公司生产钢坯 800 万吨，其中销售给集团 350 万吨。预计 2010 年生产 1000 万吨，销售给集团 350 万吨以上。

建筑钢材 09 年生产 230 万吨，其中棒材线二条（80 万吨*2），高线一条（70 万吨*1）；新建 70 万吨高线将于近期投产，预期 2010 年产量达到 285 万吨。

09 年生产中厚板 147 万吨，预计 2010 年生产 160 万吨。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	20,706	29,217	26,960	36,218	40,941
营业收入增长率	26.91%	41.10%	-7.72%	34.34%	13.04%
净利润（百万元）	999	16	300	1,628	1,867
净利润增长率	31.82%	-98.45%	1834.11%	442.38%	14.71%
EPS（元）	0.39	0.01	0.12	0.64	0.73
ROE（归属母公司） （摊薄）	19.89%	0.33%	5.94%	24.59%	22.88%
P/E	23	1,452	75	14	12
P/B	4	5	4	3	3
EV/EBITDA	10	26	29	12	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

维持

买入

当前价格	8.79 元
目标价格	12.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

胡皓

021-22169076

Huhao@ebsecn.com

程杲

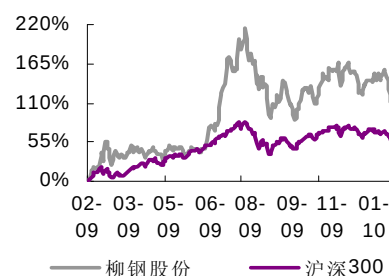
021-22169172

chenggao@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,563
总市值(百万元)	22,527
流通比例(%)	16.00%
12 个月最高/最低(元)	11.24/3.35
近 3 月日均成交量(百万股)	17.22
主要股东	广西柳州钢铁(集团)公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.39	0.43	58.28
绝对收益	-12.27	-3.33	115.91

1. 柳钢是广西地区唯一的大型钢厂

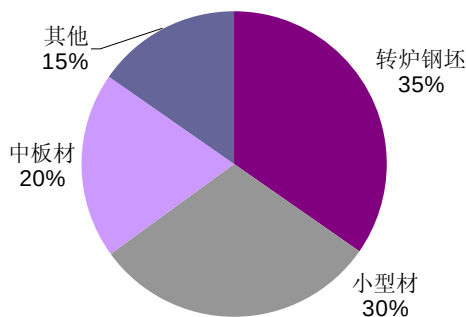
柳钢股份是广西地区唯一的大型钢厂，目前拥有 1000 万吨钢坯、230 万吨建筑钢材、160 万吨中厚板产能。新建 70 万吨高线将于近期投产，还有一条 80 万吨合金棒材在规划中，届时建筑钢材产能将扩展至 380 万吨。

柳钢集团存在整体上市的预期。除上市公司外，集团拥有 400 万吨热轧、100 万吨冷轧产能以及电厂、铁路等辅助性资产。整体上市不仅可以解决公司与集团的关联交易，同时也可以发挥资产的协同效应。虽然上市公司层面也实现整体上市，但目前整体上市没有时间表。考虑到近期公司仍有新产能，所以整体上市应该不会在近期内完成。

2. 柳钢双重受益于东盟出口提升和海南旅游岛

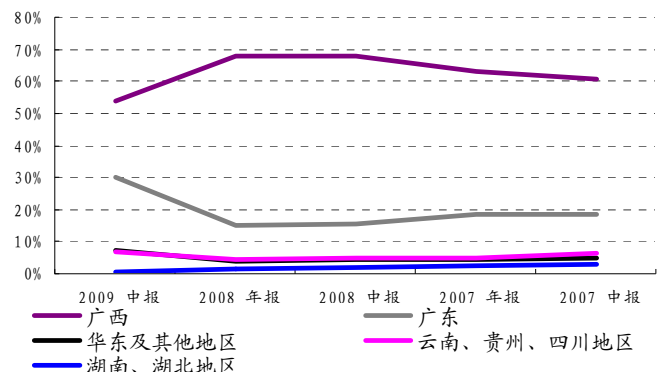
柳钢股份销售区域呈现两个特点：1) 广西、广东两个区域的占比较大；2) 出口增加较快。毫无疑问，东盟和海南概念受益最大的便是广西、广西区域。未来东兴、龙邦口岸将形成铁路“三口一线”，使我国铁路网在广西与东盟铁路网沟通，形成中国—东盟自由贸易区的交通枢纽，身处于柳州的公司受益于这两个概念。公司目前的产品出厂价格较上海市场价格高 700 元/吨，我们判断明年公司建筑钢材出厂税后价格为 4500 元/吨。

图表 1 主营业务收入按产品分布



资料来源：光大证券研究所

图表 2 主营业务收入按地区分布



资料来源：光大证券研究所

需要指出的是，公司报表中分区域指的是经销商，而不是下游最终客户，所以销往海南的钢材数量体现在两广销量之中。

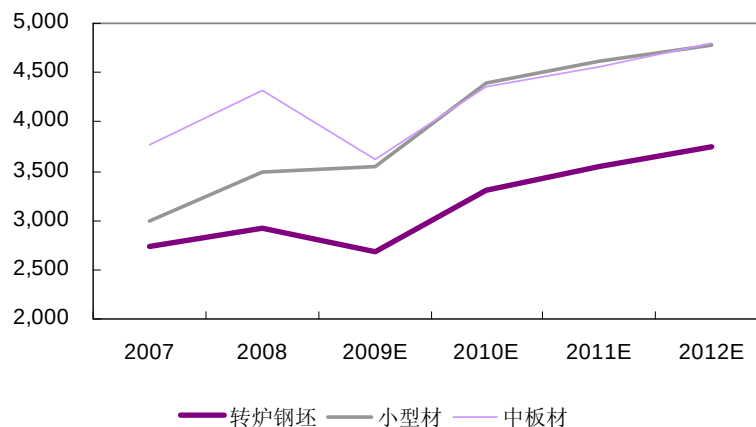
3. 2010 年柳钢迎来量价齐升

3.1. 区域钢铁龙头具备垄断议价能力

由于柳钢是整个广西自治区唯一的大型钢厂，具备一定的地区垄断能力，公司建筑钢材出厂价格明显高于行业平均水平，目前线材、螺纹钢的出厂价格稳定在 4500 元左右（含税）。公司的生产成本与行业水平相当，但

凭借所处地理优势，具有较强的竞争优势。

图表 3 2007-2012 公司主营业务收入拆分预测



资料来源：光大证券研究所

公司的主要原材料来自进口，同时购买部分国产铁矿石作为补充。公司地处柳州，原材料和成本主要通过铁路、公路的运输方式进出。经过综合测算，公司粗钢生产成本约为 2500 元/吨。

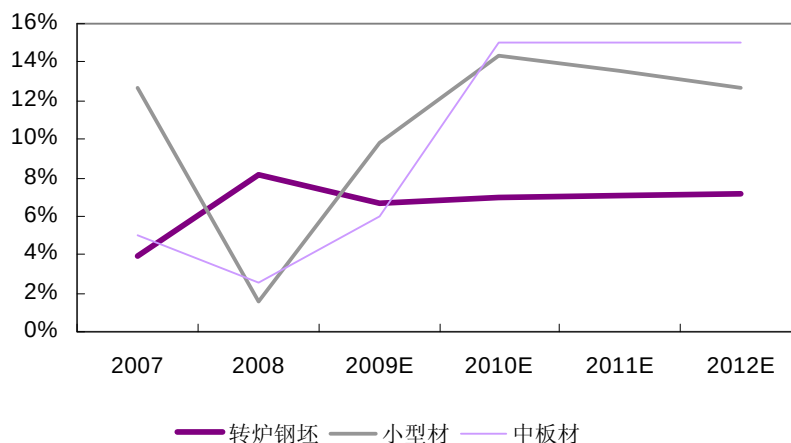
图表 4 公司生铁成本测算

铁矿石	进口 60%-70%，其余国产现货
焦煤	100%澳大利亚现货
铁路运价	100 元/吨
焦比	330
煤比	180
粗钢成本测算	2500 元/吨

资料来源：光大证券研究所

分品种来看利润，我们计算公司 2010 年建筑钢材毛利保持在 630 元/吨左右的水平，钢坯毛利 230 元/吨，中厚板-20 元/吨。

图表 5 2007-2012 公司主营业务毛利率测算

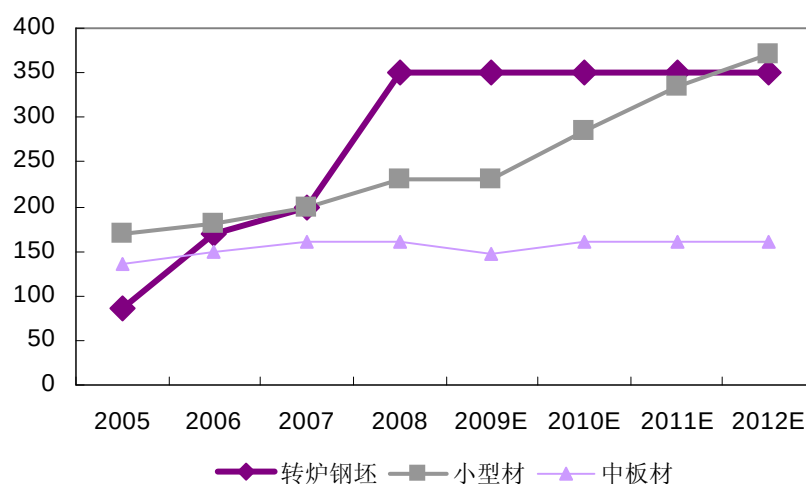


资料来源：光大证券研究所

3.2. 2010 年公司钢坯产量增长 25%，建筑钢材增长 24%

- 09 年公司生产钢坯 800 万吨，其中销售给集团 350 万吨。预计 2010 年生产 1000 万吨，销售给集团 350 万吨以上。
- 建筑钢材 09 年生产 230 万吨，其中棒材线二条（80 万吨*2），高线一条（70 万吨*1）；新建 70 万吨高线将于近期投产，预期 2010 年产量达到 285 万吨。
- 09 年生产中厚板 147 万吨，预计 2010 年生产 160 万吨。

图表 6 2005-2012 公司主营业务产量预测



资料来源：光大证券研究所

4. 东盟零关税带动建筑钢材需求

4.1. 东盟+中国自由贸易区步入零关税时代

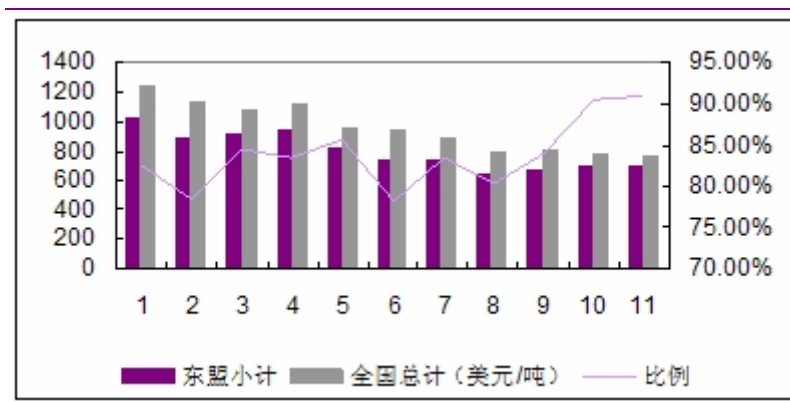
2010年1月1日，中国和东盟国家开始步入“零关税”时代：中国对东盟平均关税将从目前的9.8%降到0.1%，而钢材的出口关税普遍从5%下降至0关税。

东盟国家的钢铁行业的生产成本较高、供给不足。为了解决供需缺口，东盟向中国进口钢材，中国成为东盟钢材的主要供应商，出口钢材在中国总出口中所占的比例接近20%。

4.2. 我国钢铁出口东盟以低端品种为主

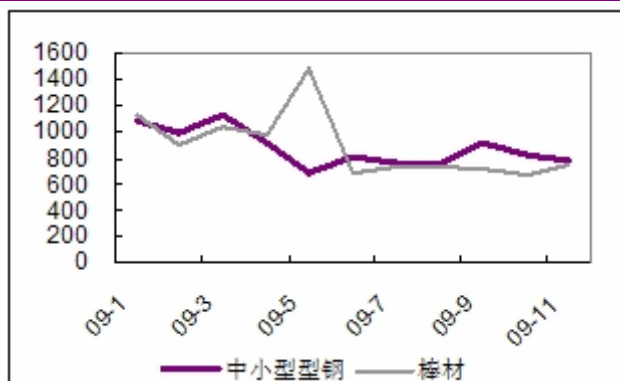
从出口产品结构上看，我国对东盟出口均价为797美元/吨，远低于其它地方的出口价格（全国平均水平954美元/吨），意味着对东盟出口的产品以偏低端为主。出口以型钢、棒材、钢筋、线材为主，其出口均价分别为874、891、666、544美元/吨。

图表 7 东盟出口钢材价格与全国出口钢材价格对比



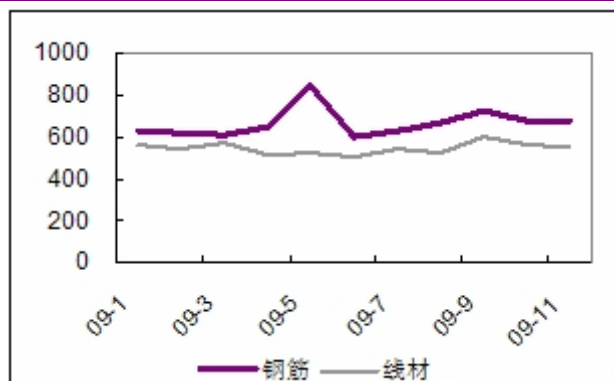
资料来源：光大证券研究所

图表 8 全国型钢、棒材出口价格总体变化



资料来源：光大证券研究所

图表 9 全国钢筋、线材出口价格总体变化

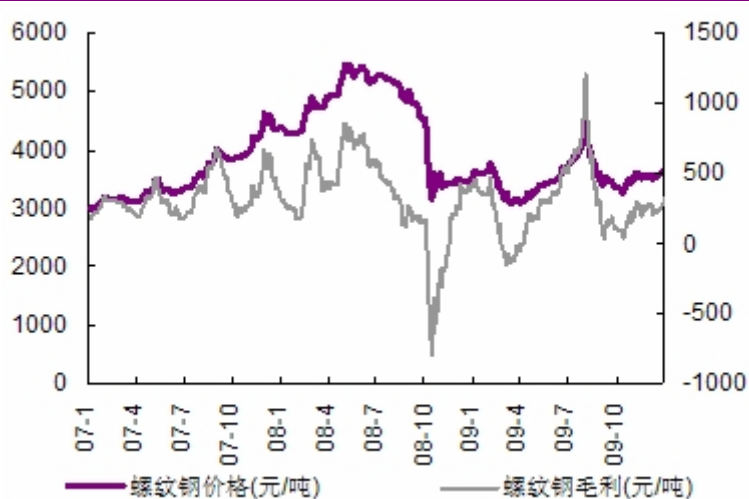


资料来源：光大证券研究所

4.3. 东盟零关税政策实施将提升华南地区建筑钢材毛利

零关税前，东盟对我国采用的都是 5% 的进口关税，零关税后，根据简单计算，螺纹钢每吨可增加利润 $979 \times 5\% = 50$ 美元/吨 = 340 元/吨。而目前我国钢铁生产企业的建筑钢材生产毛利为 500 元左右，净利仅 100 元左右，如果出口东盟，则 400 元左右的利润显然较国内钢价有吸引力。

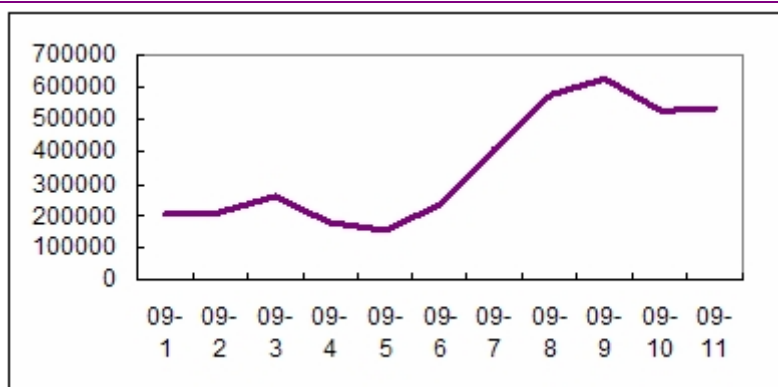
图表 10 国内螺纹钢生产毛利测算



资料来源：光大证券研究所

我们认为东盟自由贸易区的建立将对华南区域的钢铁供需形势产生影响。考虑到地理条件限制，我们判断对东南亚出口主要是水路和广西的陆路为主，所以受益的主要是广西的企业，其次是广东的企业。2009 年前 11 个月广西及两广地区钢材产量分别为 1005 万吨、2920 万吨，相对占比分别为 39%、13.42%。

图表 11 2009 年以来，我国对东盟钢材出口快速增加（单位：万吨）



资源来源：光大证券研究所

5. 海南战略提升华南建筑钢材需求 100 万吨

目前海南的建筑钢材需求量为 100 万吨左右，同其它省份一样，海南的建筑钢材主要体现在房地产和基建投资两块。我们认为海南的钢铁需求提升空间巨大。

5.1. 房地产带来需求增长 50 万吨左右

2008 年、2009 年海南房地产施工面积为 1.19、1.63 亿平方米，新开工面积为 0.36、0.45 亿平方米。我们认为随着国家海南战略的推进，海南房地产业将实现跨越式增长。我们预计 2010 年海南房地产新开工面积达到 0.9 亿平方米，同比增长 100%，施工面积 2.4 平方米左右，同比 50% 左右。按每平米 65 公斤计算，2.4 个亿对应钢材需求量 156 万吨，较 2009 年增加 50 万吨左右。

图表 12 不同房型单位面积耗钢材（公斤/平方米）

房型	单位面积耗钢材
多层砌体住宅	30
多层框架	38—42
小高层 11—12 层	50—52
高层 17—18 层	54—60
高层 30 层 H=94 米	65—75

资源来源：光大证券研究所

5.2. 基础设施建设带来 45 万吨需求增量

- 道路建设方面，截止 2009 年 12 月 31 日，海南省农村公路通畅工程

建设完成 12300 公里，我们判断未来这一部分将翻番。截止 2009 年底，高速公路网里程仅 608.1 公里，海南省编制的路网规划中海南省高速公路网规划为“田”字型主骨架，总里程约 1180 公里。我们判断农村公路和国家高速公路 3 年内完成，即每年增加 4000 公里农村公路和 190 公里高速公路，分别需要钢材需求 32 万吨、6.87 万吨。

图表 13 公路建设耗钢量测算

	单位消耗 (吨/公里)
高速公路	360
新改建公路	80
桥梁隧道	500

资料来源：光大证券研究所

- 博鳌机场及其他建设项目。去年 11 月，琼海博鳌机场获得国家民航局正式批准建设，并计划于 2010 年动工。参照浦东机场的用钢量数据，我们估计博鳌新机场需要钢材 3 万吨，加上海南省其他建设项目（火车站，高速公路收费站）等，我们判断需要钢材在 5 万吨-6 万吨。
- 综合估计，我们认为海南明年钢材需求量大约 200 万吨左右，同比增加 100%。

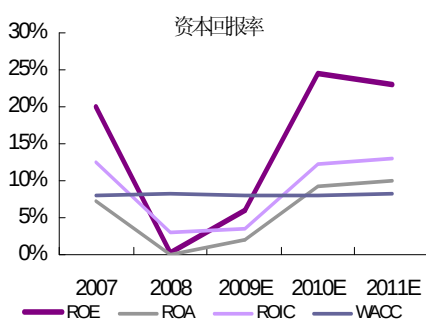
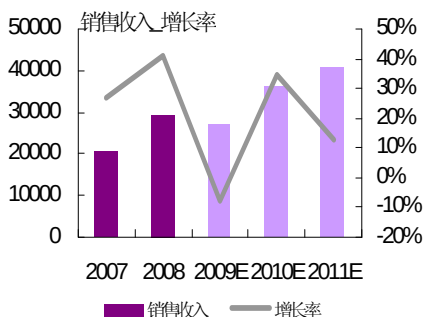
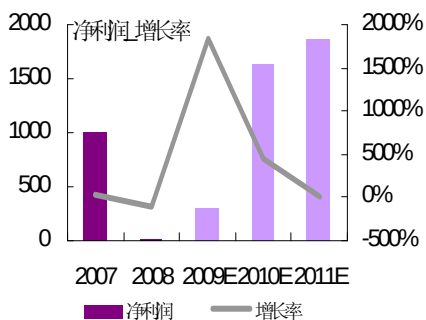
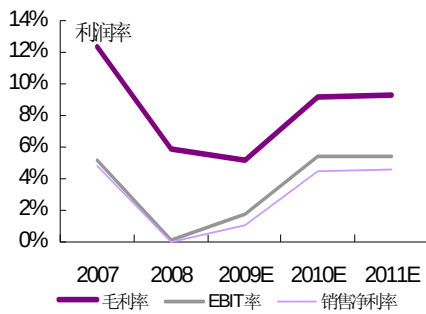
6. 利润和估值

我们预计公司 2010 年 EPS0.67 元，目前股价 7.9 元。考虑到公司的成长性和区域性，继续给予“买入”评级。

7. 风险

- 1、信贷收紧致使钢价大幅下跌的风险；
- 2、对铁路系统的依赖导致原料和钢材运输不畅的风险；
- 3、新产能无法投产的风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	20,706	29,217	26,960	36,218	40,941
营业成本	18,156	27,498	25,555	32,875	37,157
折旧和摊销	442	622	573	611	650
营业税费	149	170	157	211	239
销售费用	72	58	54	72	82
管理费用	1,026	896	809	1,087	1,228
财务费用	210	479	170	204	209
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	1,082	22	303	1,770	2,028
利润总额	1,078	22	333	1,809	2,075
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	998.82	15.52	300.15	1,627.92	1,867.43

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	13,765	13,743	15,133	17,428	18,861
流动资产	7,951	5,476	6,456	8,362	9,444
货币资金	948	452	809	1,087	1,228
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	128	191	176	236	267
应收票据	180	53	49	66	74
其他应收款	39	32	28	33	31
存货	3,415	3,892	4,600	5,918	6,688
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	4,475	7,968	8,265	8,545	8,800
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	8,743	8,991	10,080	10,807	10,699
无息负债	3,821	2,369	2,199	2,857	3,225
有息负债	4,922	6,622	7,882	7,951	7,474
股东权益	5,022	4,753	5,053	6,621	8,163
股本	1,424	2,563	2,563	2,563	2,563
公积金	2,101	964	1,009	1,253	1,533
未分配利润	1,497	1,226	1,481	2,805	4,066
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	77	1,068	267	1,473	2,153
净利润	999	16	300	1,628	1,867
折旧摊销	442	622	573	611	650
净营运资金增加	2,118	-261	726	1,248	715
其他	-3,482	692	-1,332	-2,014	-1,079
投资活动产生现金流	-2,595	-2,501	-1,000	-1,000	-1,000
净资本支出	0	0	1,000	1,000	1,000
长期投资变化	2	2	0	0	0
其他资产变化	-2,596	-2,503	-2,000	-2,000	-2,000
融资活动现金流	2,484	941	1,089	-195	-1,011
股本变化	819	1,139	0	0	0
债务净变化	1,773	1,700	1,260	69	-477
无息负债变化	1,440	-1,453	-170	658	368
净现金流	-33	-492	356	278	142

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.91%	41.10%	-7.72%	34.34%	13.04%
净利润增长率	31.82%	-98.45%	1834.11%	442.38%	14.71%
EBITDA 增长率	32.61%	-57.73%	-6.90%	147.15%	11.68%
EBIT 增长率	29.40%	-97.94%	-5.74%	317.64%	13.32%
估值指标					
PE	23	1,452	75	14	12
PB	4	5	4	3	3
EV/EBITDA	10	26	29	12	10
EV/EBIT	13	59	64	15	13
EV/NOPLAT	14	85	69	17	15
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	12.32%	5.88%	5.21%	9.23%	9.24%
EBITDA 率	7.36%	2.20%	3.88%	7.13%	7.05%
EBIT 率	5.22%	0.08%	1.75%	5.45%	5.46%
税前净利润率	5.21%	0.08%	1.24%	4.99%	5.07%
税后净利润率 (归属母公司)	4.82%	0.05%	1.11%	4.49%	4.56%
ROA	7.26%	0.11%	1.98%	9.34%	9.90%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.89%	0.33%	5.94%	24.59%	22.88%
经营性 ROIC	12.45%	2.96%	3.42%	12.33%	13.00%
偿债能力					
流动比率	1.12	0.78	0.90	1.22	1.64
速动比率	63.93%	22.46%	26.00%	35.59%	47.86%
归属母公司权益/有息债务	1.02	0.72	0.64	0.83	1.09
有形资产/有息债务	2.80	2.07	1.92	2.19	2.52
每股指标					
EPS	0.39	0.01	0.12	0.64	0.73
每股红利	0.11	0.00	0.02	0.13	0.15
每股经营现金流	0.03	0.42	0.10	0.57	0.84
每股自由现金流(FCFF)	-0.31	0.34	-0.31	0.06	0.38
每股净资产 (按最新预测年度)	1.96	1.85	1.97	2.58	3.19
每股销售收入	8.08	11.40	10.52	14.13	15.98

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

胡皓，北京科技大学钢铁专业硕士，2009 年 4 月加盟光大证券研究所，目前任钢铁行业研究员。此前供职于宝钢集团、世华财讯及中原证券。

程杲，复旦大学世界经济专业硕士，2007 年 11 月加入光大证券研究所，先后担任石化行业研究员、造纸行业研究员，现从事钢铁行业研究。

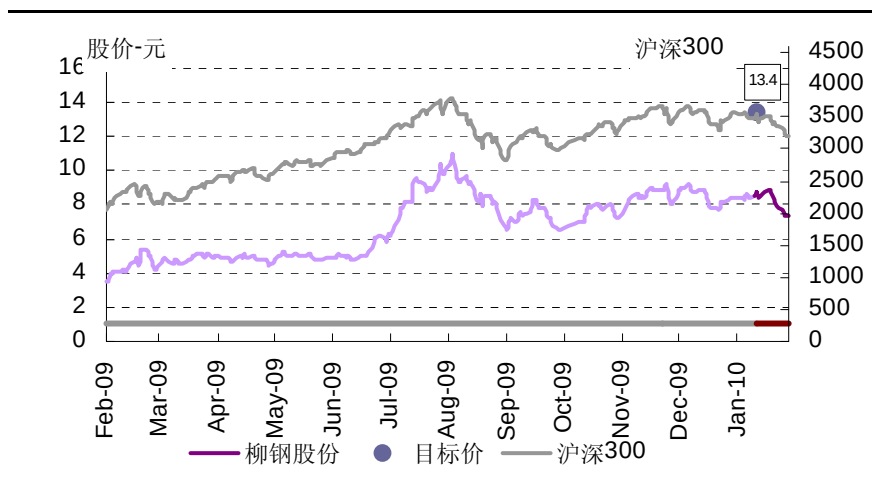
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

柳钢股份（601003）

分析师：程杲



日期	股价	目标	评级
2010-01-12	8.51	13.40	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。