

柳钢股份 (601003)

公司研究/深度报告

积极调整生产结构，盈利大幅提升

公司调研报告/钢铁

2018 年 04 月 23 日

报告摘要：

● 华南和西南地区大型钢企，持续受益区域供需

具备贴近区域大市场的运输及价格优势，绝大多数产品的市场在经济运输半径 500 公里之内，80%的产品集中在广东、广西销售，而两广区域钢材净流入超 3000 万吨/年，价格也一直在全国高位，公司对价格有一定主导权，从而抑制价格无序下跌。公司以效益优先为原则，及时调整产品区域流向，新开辟海南市场，新增云南市场客户，始终占领广西和海南等高价区域的制高点，目前以两广市场为主，辐射西南、华东市场。充分发挥品牌和区位优势，有效巩固建筑钢材和集装箱板等优势产品的市场地位，积极拓展具有较高附加值的市场领域，并开辟了搪瓷钢、管线钢、车厢用钢的新用户。未来随着沿海转移，还将优化出口区域布局，拉动一带一路外需。

● 灵活调整生产结构，盈利大幅提升

“十二五”以来淘汰落后产能，技改投入 90 多亿元促进装备不断升级，现炼钢产能 1250 万吨。增加奖励金至 294 万元鼓励科研、加大力度推进新产品开发。2017 年，营收同比增长 55.93%；归母净利润同比增长高达 1247.08%，行业内仅次于八一钢铁和韶钢松山，提质增效显著，期间费用率 1.37%，全行业最低。公司优良经营业绩离不开行业景气及区域供需格局，还得益于紧跟市场形势灵活调整生产结构，加大高售价、高毛利率产品小型材的生产力度，2017 年小型材销量同比增长 38.89%，贡献绝大部分的毛利。

● 低成本战略倒逼产业升级

作为内陆企业，经历行业低谷后主动作为，由 1700 到 1300 一年四降炼铁成本目标，倒逼转型升级。2017 年 1 月~11 月，累计降本 21.66 亿元。2011 年以来，6 年期间，集团累计降本超过 200 亿元。

● 盈利预测与投资建议

公司盈利增速大幅提升，未来持续受益于区域供需，且沿海搬迁后物流更加便捷、拉动一带一路外需，看好公司的发展。预计 2018-2020 年营业收入分别为 478.74 亿元、497.89 亿元和 518.8 亿元，归母净利润分别为 38.27 亿元、43.21 亿元和 44.68 亿元，对应 EPS 分别为 1.49 元、1.69 元和 1.74 元，对应 PE 分别为 4.7X、4.1X 和 4.0X。4 月 17 日，PE (TTM) 6.4，处于历史底部，在行业内亦处于较低水平；PB 2.4，位于此轮周期中较低位置，在行业处于中位均值水平。首次覆盖，给予“强烈推荐”的评级。

● 风险提示 钢材需求大幅下降，原燃料价格大幅增长。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	41,557	47,874	49,789	51,880
增长率 (%)	55.9%	15.2%	4.0%	4.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,650	3,827	4,321	4,468
增长率 (%)	1249.1%	44.4%	12.9%	3.4%
每股收益 (元)	1.03	1.49	1.69	1.74
PE (现价)	6.8	4.7	4.1	4.0
PB	2.5	1.6	1.2	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

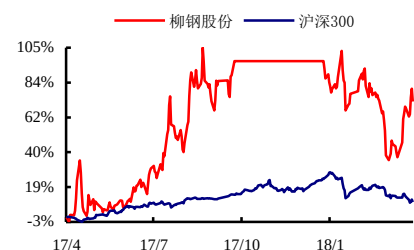
强烈推荐 首次评级

当前价格： 6.97 元

交易数据 2018-4-20

收盘价 (元)	6.97
近 12 个月最高/最低	8.32/3.99
总股本 (百万股)	2,563
流通股本 (百万股)	2,563
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	179
流通市值 (亿元)	179

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号： S0100117110078

电话： 010-85127433

邮箱： zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

1. 行业动态报告:唐山钢铁行业错峰限产超预期，关注钢铁板块投资机会

目录

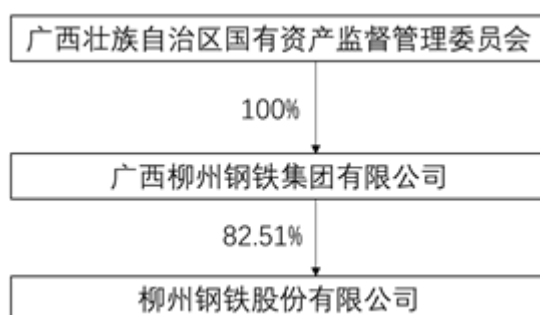
一、经营改善，盈利增速大幅提升	3
1、国资控股，华南、西南地区大型钢企	3
2、产能装备升级，逐步迈向先进制造	3
3、经营改善，盈利大幅提升	4
二、持续受益于区域供需格局	6
1、区域供需决定钢价高企	6
2、低物流成本、主导区域价格	7
3、南方建材需求较稳	8
三、调整生产，经营逐步精细化	9
1、加大力度调整生产结构，2017 年盈利水平大幅提升	9
2、提质增效，十二五以来向“精细”转型升级	10
3、沿海转移，继续降本、拉动一带一路外需	11
四、盈利预测与投资建议	12
插图目录	17
表格目录	17

一、经营改善，盈利增速大幅提升

1、国资控股，华南、西南地区大型钢企

柳钢股份，系广西柳州钢铁集团有限公司，联合柳州有色冶炼股份有限公司等单位，经广西壮族自治区人民政府批准共同发起成立，实际控制人是广西壮族自治区国资委，于2007年2月在上交所上市。柳钢以“满足用户需求、提高创新能力、集成全球资源、崇尚人本管理”为公司理念，采用“开发+生产+销售型”经营模式，根据市场需求开发市场所需的新产品，并自行生产销售，是我国华南和西南地区最大、最先进的钢铁企业。

图 1：股权结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

2014年12月26日，公司出资3500万元参股设立桂林仙源健康产业股份有限公司，持有35%股份，主营养老机构投资、老人陪护服务、健康管理咨询等业务。2017年营业收入48.45万元，净亏损125.81万元。

2、产能装备升级，逐步迈向先进制造

“十二五”期间，淘汰306立方米~425立方米高炉4座，750立方米、1050立方米高炉各1座，40吨小转炉3座，提前完成落后产能的淘汰任务。“十二五”以来，技改投入90多亿元，促进装备不断升级。产能方面，目前拥有2750m高炉1座、2650m高炉1座、2000m高炉2座、1500m高炉2座，合计炼铁产能1150万吨；拥有150吨转炉共5座、120吨转炉3座，合计炼钢产能1250万吨；拥有中厚板轧机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，合计轧钢产能900万吨。2017年公司铁、钢、钢材产量分别为1150万吨、1230万吨、722万吨，分别同比增长7.08%、11.31%、32.48%，再华南、西南地区规模优势显著。

表 1：产能及设备

产能	设备
炼铁产能 1150 万吨	2750m 高炉 1 座、2650 m 高炉 1 座、2000 m 高炉 2 座、1500 m 高炉 2 座
炼钢产能 1250 万吨	150 吨转炉 5 座、120 吨转炉 3 座
轧钢产能 900 万吨	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

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司已形成以冷轧卷板、热轧卷板、中厚板、带肋钢筋、高速线材、圆棒材、中型材等

为主导产品的 60 多个系列、500 多个品种，广泛应用于汽车、家电、石油化工、机械制造、能源交通、船舶、桥梁建筑、金属制品、核电、电子仪表等行业。其中，冷轧低碳钢带，集装箱用热轧钢板和钢带，碳素结构钢和低合金结构钢热轧钢板，船用结构钢，钢筋混凝土用热轧带肋钢筋，管桩钢肋用热轧盘条等多个系列的产品荣获“国家冶金产品实物质量金杯奖”、“冶金行业品质卓越产品”、“全国用户满意产品”等荣誉称号。船用结构钢先后通过了中国、德国、英国、法国、挪威、日本、美国、韩国八个国家船级社的工厂认可。

表 2：研发投入

指标	2015 年	2016 年	2017 年
研发投入合计（万元）	4453	5346	5079
研发投入总额占营业收入比例	0.17%	0.2%	0.12%
公司研发人员的数量	127	128	82
研发人员数量占公司总人数的比例	1.37%	1.22%	0.85%

资料来源：公司年报，民生证券研究院

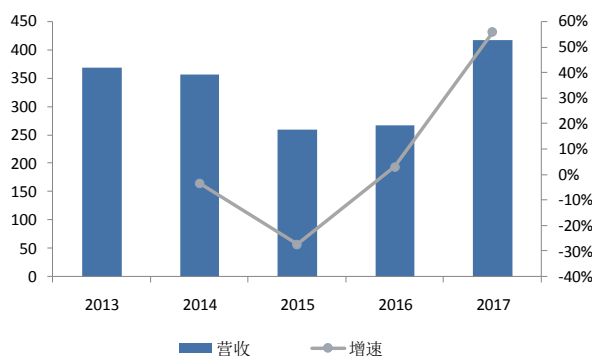
2013 年，柳钢为员工提供的科研攻关奖励金额达 160 万元，2017 年提升至 294 万元，即便是在行业形势极为严峻的 2015 年，该项奖励金额仍达到了 188.5 万元，激发科技人才的创新动力。

在新产品开发方面，逐步打造在建筑用钢、船用钢、工程机械用钢、模具用钢、汽车用钢等领域的品牌产品，2017 年完成中板系列 Q460QK 桥壳钢，长材系列 SWRCH6A 冷镦钢、ER70S-6 焊条钢等 5 个新产品开发，全年完成品种钢生产 415 万吨，同比增加 92 万吨，品种钢比例达 58%，创造了较好的经济效益。

3、经营改善，盈利大幅提升

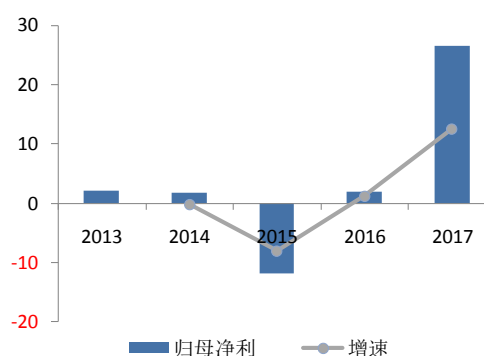
2017 年，公司实现营业收入 415.57 亿元，同比增长 55.93%；实现归母净利润 26.46 亿元，同比增长 1247.08%；拟每 10 股派发现金红利 5 元（含税），股息率达 7.7%。预计 2018 年第一季度归母净利同比增加 7.48-10.12 亿元，同比增长 368%-499%。与已发年报公司业绩相比，公司 2017 年盈利水平进入行业前十，营收增速处于行业前列，归母净利增速高达 1247.08%，行业内仅次于八一钢铁和韶钢松山。

图 2：近 5 年营收（亿元）及增速（%）



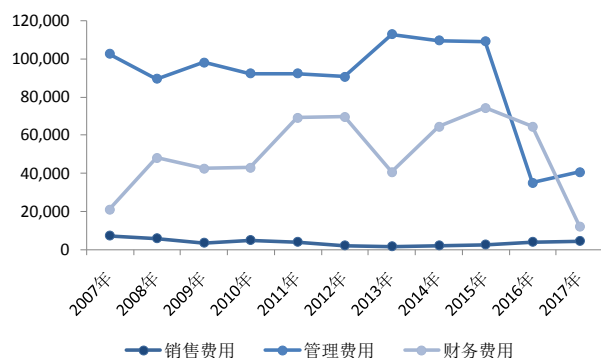
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：近 5 年归母净利（亿元）及增速（%）



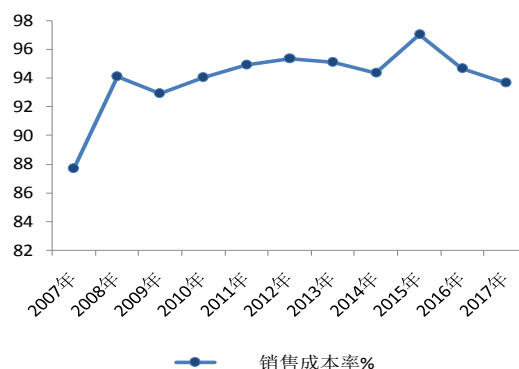
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4: 财务费、管理费 (万元) 自 2016 年大幅减少



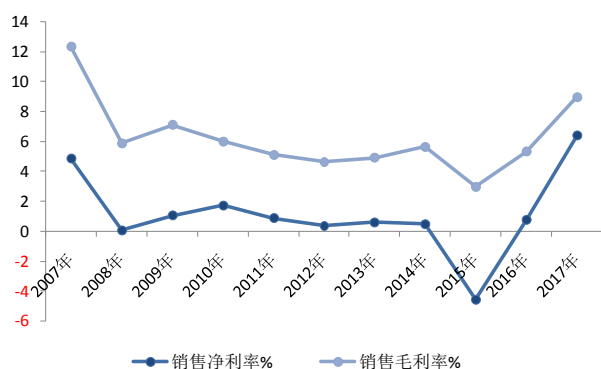
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 5: 销售成本率自 2016 年大幅下降



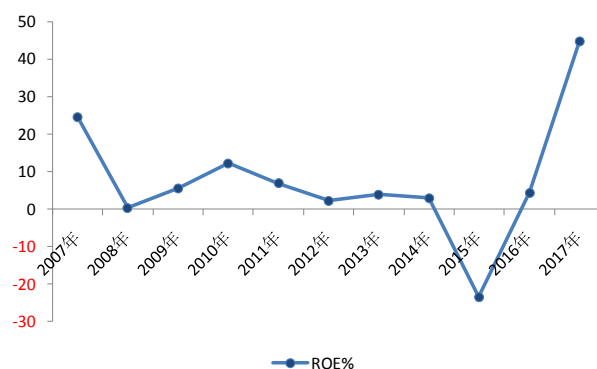
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 毛利率、净利率自 2016 年大幅提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

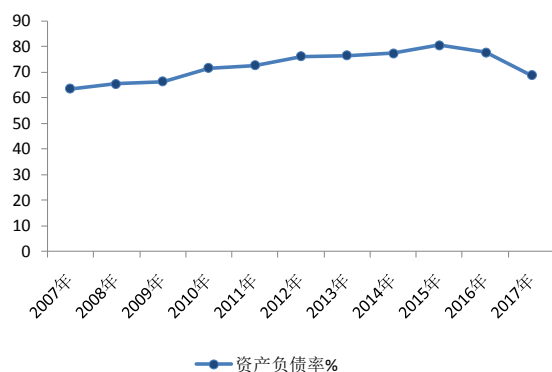
图 7: 2017 年 ROE 大幅上涨



资料来源: wind, 民生证券研究院

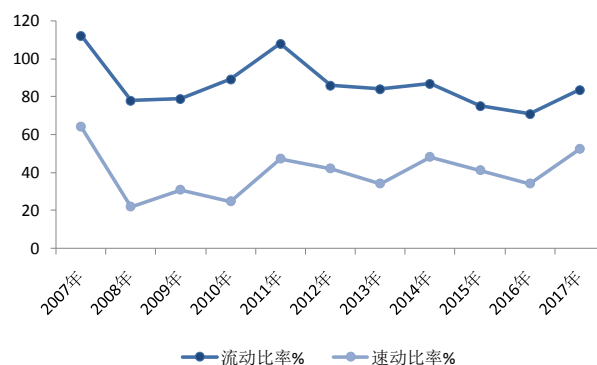
公司管理运营优秀, 2017 年, 销售费用率 0.10%, 管理费用率 0.97%, 财务费用率 0.29%, 2016 年分别为 0.15%、1.31%、2.41%, 三费管控效果明显; 横向来看期间费用率仅 1.37%, 是行业内最低水平。期末资产负债率自 2016 年持续下降至 68.8%, 同比下降 8.93 个百分点。流动、速动比例回升, 流动性转好。

图 8: 资产负债率自 2016 年下降



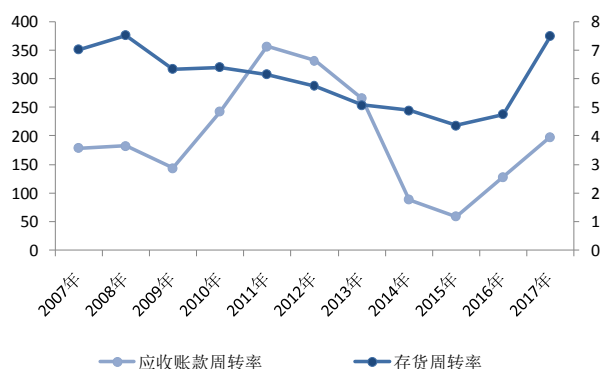
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 9: 流动、速动比率 2017 年回升



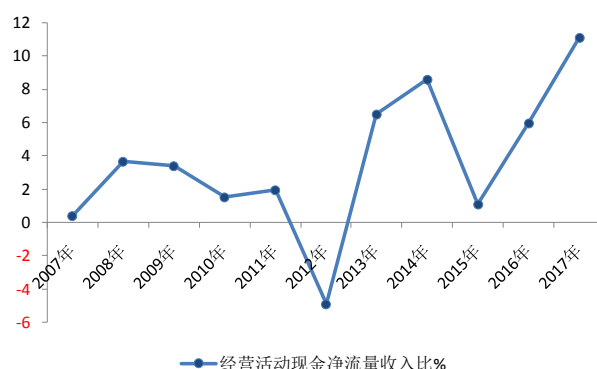
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 10: 存货、应收账款周转率自 2016 年回升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 经营活动现金净流量收入比自 2016 年回升



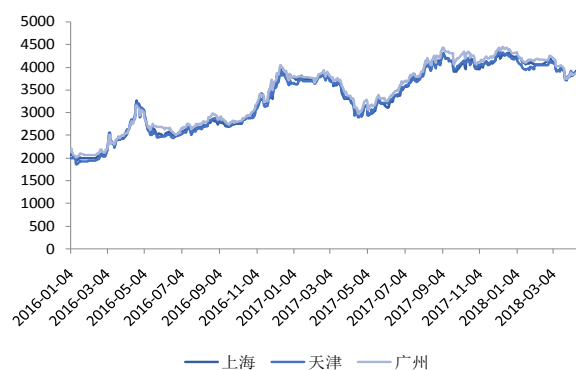
资料来源: wind, 民生证券研究院

二、持续受益于区域供需格局

1、区域供需决定钢价高企

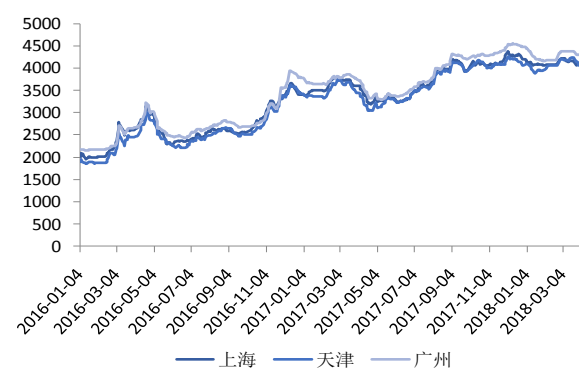
我国钢铁业产能分布呈北多南少、东多西少格局，且华南地区是全国经济高速发展地区，因此西南、两广区域钢价一直处全国高位。广东钢材净流入超 3000 万吨/年；公司钢材产量占广西地区的 20%，且在区域内有较强竞争优势。

图 12: 热轧卷板 Q235B/4.75mm 价格



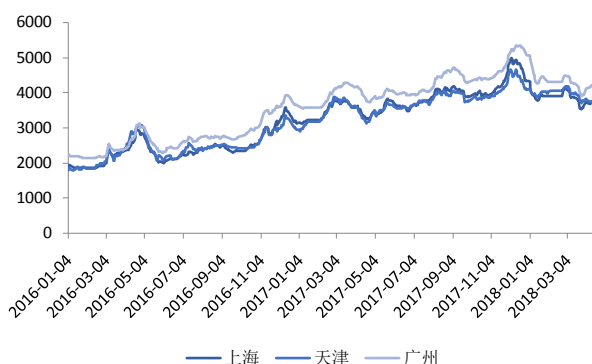
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 13: 中板 Q235 20mm 价格



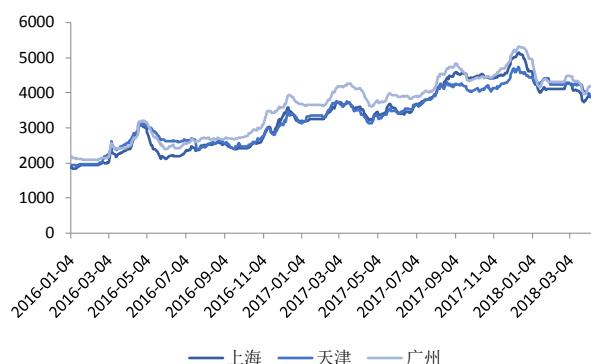
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14: 螺纹钢 HRB400 价格



资料来源: wind, 民生证券研究院

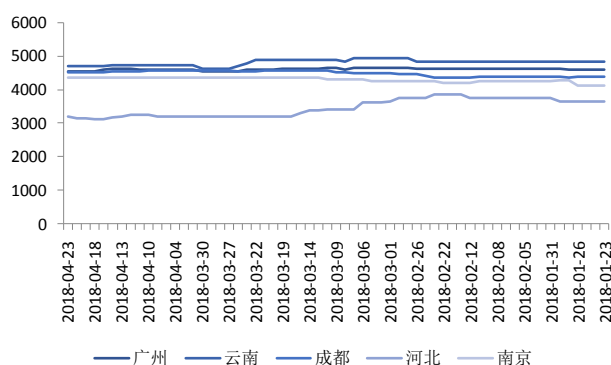
图 15: 高线 HPB300 6.5mm 价格



资料来源: wind, 民生证券研究院

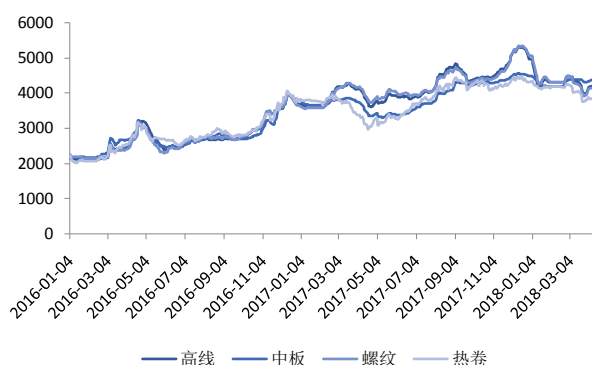
具体来看,公司主营产品除出售给集团的钢坯外,主要是小型钢。对比工字钢南北价格,及南方各省价格,可以看出仍然是南方价格高于北方;且除了近期,受中厚板供需关系紧张影响,中厚板价格占据上风,其他时间段,长材价格普遍高于板材价格。

图 16: 南北方工字钢价格 (元/吨)



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图 17: 广州长材、板材价格 (元/吨)

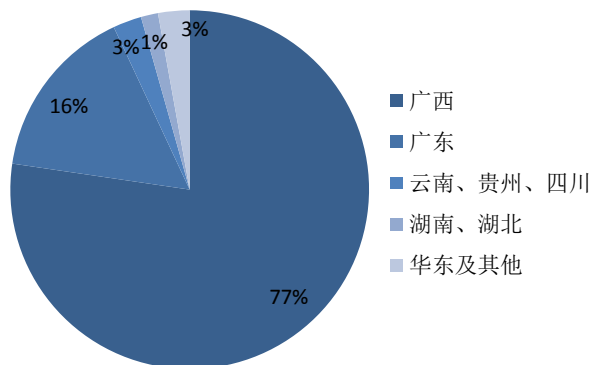


资料来源: mysteel, 民生证券研究院

2、低物流成本、主导区域价格

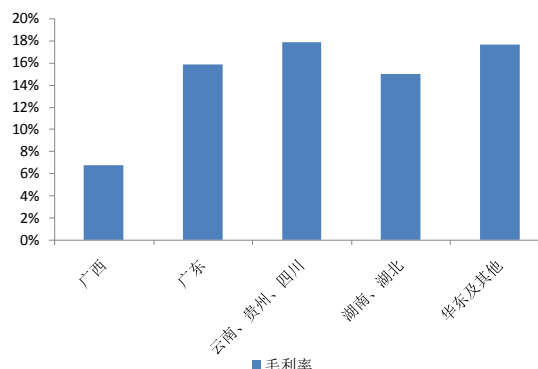
公司具备贴近区域大市场的运输及价格优势,绝大多数产品的市场在经济运输半径 500 公里之内,80%左右的产品都集中在广东、广西地区销售,水路运输至广东的物流成本也较低;另外,广西及柳州市政府重点扶持发展的鹧鸪江钢铁物流园项目,目前已完成投资 7.57 亿元,核心区占地 35 万平方米,拥有 13 万平方米钢材库和 5 万平方米室外钢材库,长达 1000 米的铁路专线和 4.6 万平方米铁路货场,鹧鸪江码头有 4 个 2000 吨级泊位紧邻岸线长达 300 米,吞吐量 240 万吨/年。年钢材吞吐量超 1000 万吨,是西南地区最大的钢铁现货交易中心。柳钢紧邻鹧鸪江钢铁物流园,产品运输及销售极为便利。

图 18：两广合计贡献营收 93%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：云贵、四川、华东毛利率较高



资料来源：wind，民生证券研究院

2017 年，公司以效益优先为原则，及时调整产品区域流向，完善销售体系，新开辟海南市场，新增云南市场客户，始终占领广西和海南等高价区域的制高点；更加注重根据各区域市场行情合理调整销售布局，以两广市场为主，辐射西南、华东市场，优化钢材出口区域布局和品种结构，增加贸易出口国。此外，充分发挥柳钢品牌优势和区位优势，有效巩固建筑材、集装箱板等优势产品的市场地位，积极拓展具有较高附加值的市场领域，并开辟了搪瓷钢、管线钢、车厢用钢的新用户。

受益于区域工序格局，公司能及时调整资源流向，市场调控精准化。2017 年 8 月下旬为了扭转区内螺纹钢价格持续低迷的局面，采取最严厉的调控措施，暂停广西区内螺纹钢发货，向市场传递坚定维护产品价格的决心，使有库存的客户较大幅度地减少亏损。充分发挥直销公司维护市场价格职能优势，灵活采取让直销公司报价引导市场价格的销售策略，加强与区域代理商的沟通及协调，传递公司维稳价格信号，抑制价格无序下跌。

3、南方建材需求较稳

对比南方地区近两年基建投资情况，除湖南有较大幅度降低，其他省份均有不同程度的增加，为建材需求提供有力保证。

表 3: 近两年南方各省基建重大项目投资情况

	2018 年	2017 年
广西	重大项目共738项, 总投资16669.2亿, 年度计划投资2301.4亿; 新开工项目153项, 总投资2497.4亿, 年度计划投资336.4亿; 续建项目409项, 总投资9631.5亿, 年度计划投资1610亿; 竣工投产项目104项, 总投资1590.9亿, 年度计划投资354.9亿; 预备项目72项, 总投资2949.4亿	重大项目共651项, 总投资14002亿, 年度计划投资2011.7亿
福建	省重点项目1562个, 总投资3.6万亿; 在建项目1150个, 总投资2.8万亿、年度计划投资4308亿; 预备项目412个, 总投资8540亿	省重点项目共1487个、总投资3.57万亿; 在建项目1102个、总投资2.59万亿、年度计划投资3913亿; 预备项目385个、总投资9807亿。目前全面完成或部分超额完成年度目标任务; 在建重点项目完成投资4746亿, 完成年度计划121.3%
广东	省重点项目1098个, 总投资5.67万亿, 年度计划投资6000亿, 预备项目535个, 估算总投资2.32万亿	省重点项目建设投资5400亿元
湖南	重点建设项目清单(征求意见稿), 共192个项目, 总投资逾1.2万亿, 其中今年计划投资1960.47亿	首批230个重点建设项目名单, 总投资29187.8亿, 年度计划投资4868.8亿
贵州	省重大工程和重点项目2903个, 总投资43953亿, 年度投资目标9062亿	省重大工程和重点项目2620个, 总投资41748亿, 2017年投资目标8504亿
江西	省大中型建设项目1900个, 总投资2万亿左右, 力争年度完成投资5900亿元以上	省重大项目(大中型建设项目)推进清单, 共980个项目, 总投资13973.28亿, 其中至2016年底累计完成投资3261.51亿, 2017年预计完成投资3618.89亿

资料来源: 政府官网, 民生证券研究院

另外, 从全国重要省份水泥产量增速来看, 2018年1-2月, 南方各省增速较稳定, 福建、云南、两广水泥产量同比增速均高于上年同期, 尤其是两广增速超20%, 需求释放较好。

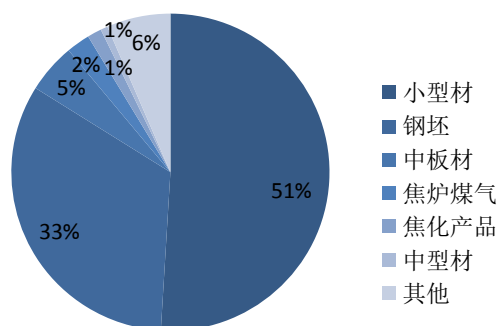
图 20: 主要省份水泥产量(万吨)及增速(%)


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

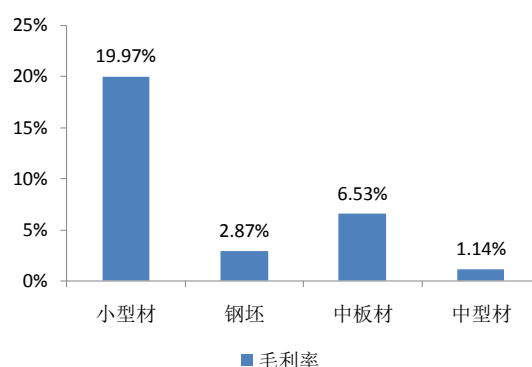
三、调整生产, 经营逐步精细化

1、加大力度调整生产结构, 2017年盈利水平大幅提升

目前, 柳钢产品主要生产工艺为热轧, 以型材为主、板带材为辅。小型材、钢坯、中板材贡献分别贡献营收51%、33%、5%; 小型材毛利率高达近20%, 中板材及钢坯毛利率分别为6.53%、2.87%。钢坯主要是以成本加成的方式销售给集团参股公司柳州品成金属材料有限公司, 属关联交易, 加成率协议决定, 历史水平约在8%左右。

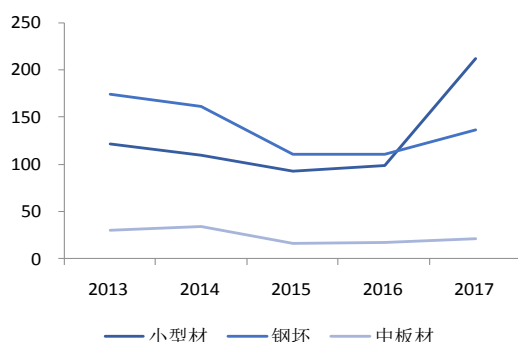
图 21: 主营小型材及钢坯


资料来源: wind, 民生证券研究院

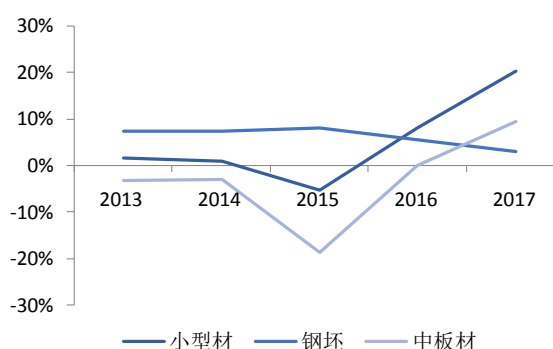
图 22: 小型材毛利率最高


资料来源: wind, 民生证券研究院

为紧跟市场形势, 2017 年公司对生产安排做了动态调整, 以效益优先为原则灵活调整生产安排。中板毛利率低, 公司转而生产更多效益较好的型材, 棒线型产品全年满负荷, 且小型材售价高、销量同比增长 38.89%, 营收增加明显, 毛利率上涨幅度较大, 因此小型材贡献绝大部分的毛利。由于一季度中板价格较坚挺, 后期公司中板业务盈利贡献或将加大。

图 23: 主营产品近 5 年营收 (亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图 24: 主营产品近 5 年毛利率 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

公司线下销售主要通过经销商、直供终端、工程客户及出口等渠道进行销售, 经销商销售占比 84.77%, 其次为直供用户, 最后为出口。公司参与建设的电商销售平台, 2017 年营收 3.19 亿元, 目前注册会员 416 个, 均为钢贸商。近年加大重点工程、终端用户直供比例, 开拓了广东奥荣 (搪瓷钢客户)、云南方圆工贸 (管线钢客户) 及十堰驰田汽车 (车厢用钢) 及重庆春鹏、贵州钢绳、自贡大西洋、湛江东雷高速、清远四桥、广州横奇沥等终端客户, 提高对终端用户的销量。

2、提质增效, 十二五以来向“精细”转型升级

低成本战略倒逼产业升级。十二五期间行业形势严峻, 公司主动作为, 全面开启转型升级之路。作为内陆型钢企, 不沿边、不靠海, 降低成本、提升创效能力, 要通过强化内部挖潜来实现。公司在采购、工艺、物流、财务等方面全过程深入实施低成本战略。成本占比较大的炼铁厂吨铁成本一年四调, 降本目标 1700 元、1400 元、1380 元、1300 元, 依次下降,

倒逼产业升级、管理升级。2014-2017 年公司分别提出降本 45 亿元、28 亿元、47 亿元、29 亿元。2017 年 1 月~11 月，累计降本 21.66 亿元。2011 年以来，6 年期间，累计降本超过 200 亿元。管理方面，公司稳步推进劳动、人事、分配 3 项制度改革，对 31 个单位、部室进行优化调整；完善的激励机制，不断加快由钢铁制造商向服务商的转变。

集团优化多元布局。在国家大力推进供给改革的背景下，集团借助钢铁主业强大的资源和平台优势，全面布局多元产业。一方面做优做精钢铁主业、另一方面做大做强非钢产业，构建“两翼齐飞”的多元化发展新格局，着力打造“4+X”（物流与贸易、能源与化工、环保与资源综合利用、服务业 4 大板块和新型产业）多元产业。

表 4：近年集团成立的多元子公司

时间	成立公司	介绍
2014.12.31	广西柳钢物流有限责任公司	西江流域最大的综合物流企业。2015 年~2016 年，该公司营业收入连续两年超过 11 亿，利润连续两年超过 5000 万元
2015.6.19	广西柳钢国际贸易有限公司	2017 年 1 月~6 月，实现营业收入 8.6 亿，利润 1430 万
2017.11.23	广西柳钢环保股份有限公司	统一对柳钢的“三废”（废气、废水、固体废弃物）进行处理，实现“变废为宝”、循环利用，创造良好经济效益

资料来源：公司年报，民生证券研究院

节能减排，绿色发展。公司深入推进节能减排，发展循环经济，累计投资约 70 亿元，建成“三废”治理设施 500 多台（套），年环保设施运行费用超过 15 亿元，吨钢环保设施运行费用达 150 元。柳钢环保治理采用了先进技术，部分技术为自主研发，在国内处于先进水平。

目前，工业水循环利用率达到 98% 以上，实现了工业废水近“零”排放；回收利用高炉、转炉产生的水渣、钢渣，实现废弃物的资源化和无害化，2017 年 1-7 月集团下属子公司柳钢强实公司高炉矿渣微粉售量 146 万吨，利润 4531 万元。柳钢自主研发的烧结烟气氨法脱硫技术将焦化氨水用于烧结烟气脱硫，以“废”治“废”，脱硫率达到 98% 以上。

将高炉、转炉、焦炉煤气气压差带动发电机发电，回收余热、余压等能源用于自发电，自发电占企业总用电量的 78% 以上，处于全国领先水平，仅 2016 年就节约外购电成本 24 亿元。同时，柳钢积极推进节能项目改造，投用 100 多台大功率变频器，钢铁生产全流程可节省 15%~40% 的电能。

3、沿海转移，继续降本、拉动一带一路外需

为贯彻落实国家发改委下发的《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》文件精神，按照 2017 年钢铁去产能实施方案中“鼓励引导广西柳钢等具备相关条件的企业，抓紧落实上述要求，适时向沿海地区实施减量搬迁”的要求，推进广西冶金产业二次创业，优化广西钢铁产业布局，结合自身未来发展需求，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。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（炼铁产能为 1075 万吨，粗钢产能为 1480 万吨）分阶段进行异地置换。

图 25：防城港基地地理位置



资料来源：公司年报，民生证券研究院

防城港钢铁基地处于地理位置优越的沿海区域，海运极为便利，有利于柳钢进一步降低铁矿石运输成本，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，提高竞争力，充分实现更高质量、更有效率、更可持续的发展。未来 5 到 10 年内柳钢将坚持做优做精做强柳州本部，促进柳州、沿海“两个基地”协同发展。

四、盈利预测与投资建议

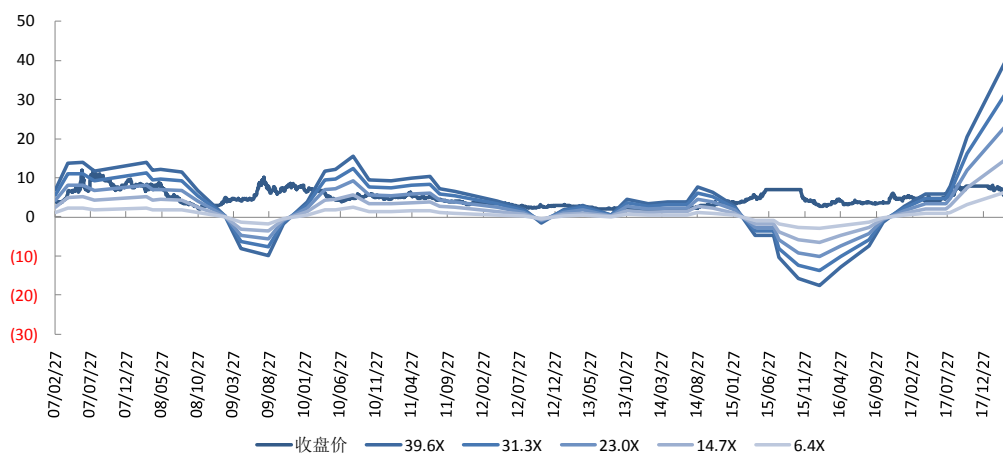
截至 2018 年 4 月 17 日，公司 PE (TTM) 6.4，纵向来看处于历史底部，在行业内亦处于较低水平。PB (LF) 2.4，位于此轮周期中较低位置，在行业处于中位均值水平。预计公司估值仍有一定上涨空间。

表 5: 行业重点公司估值

公司	PE(TTM)	PB(LF)	股价
沙钢股份	50.5	10.5	16.1
河钢股份	19.0	0.8	3.3
杭钢股份	12.1	1.0	6.4
山东钢铁	11.5	1.2	2.0
本钢板材	10.8	0.9	4.3
首钢股份	10.7	0.9	4.5
宝钢股份	9.8	1.1	8.5
凌钢股份	8.6	1.6	3.8
八一钢铁	8.2	2.9	12.4
鞍钢股份	7.7	0.9	6.0
方大特钢	7.2	5.4	12.7
马钢股份	6.5	1.1	3.5
柳钢股份	6.4	2.4	6.7
韶钢松山	6.1	5.2	6.4
南钢股份	6.0	1.7	4.4
三钢闽光	5.9	2.1	17.2
新钢股份	5.9	1.4	5.8
安阳钢铁	5.7	1.4	3.8
华菱钢铁	5.5	2.2	7.5

资料来源: wind, 民生证券研究院 (注: 数据 2018 年 4 月 17 日值)

图 26: 自上市以来 PE-band



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 27：自上市以来 PB-band



资料来源：wind，民生证券研究院

根据 2016-2017 年报，做业绩拆分对比如下表所示。2017 年相较于 2016 年，中板和中型材毛利率转正；小型材毛利率大幅提升，销量及销量占比均随之增长，小型材收入翻倍。

表 6：业绩拆分对比

	产品	销量 (万吨)	单价 (元/吨)	收入 (亿元)	成本 (亿元)	毛利 (亿元)	毛利率
2016 年	中型材	8.3	2,008.21	1.67	2.00	-0.33	-19.99%
	中板材	78.42	2,213.72	17.36	17.46	-0.10	-0.58%
	小型材	462.34	2,135.44	98.73	90.82	7.91	8.01%
	钢坯	559.79	1983.422	111.03	104.57	6.46	5.82%
	焦化产品	-	-	13.30	16.19	-2.89	-21.73%
	其他	-	-	24.41	21.31	3.10	12.70%
	合计	-	-	266.50	252.35	14.15	5.31%
2017 年	中型材	8.4	3,202.38	2.69	2.66	0.03	1.12%
	中板材	64.66	3,221.47	20.83	19.57	1.26	6.05%
	小型材	642.16	3,296.06	211.66	169.4	42.26	19.97%
	钢坯	517.2	2653.71	137.25	133.32	3.93	2.86%
	焦化产品	-	-	16.28	29.25	-12.97	-79.67%
	其他	-	-	27.00	24.22	2.78	10.30%
	合计	-	-	415.71	378.42	37.29	8.97%

资料来源：公司年报，民生证券研究院

2018 年及以后，预计公司总产能大概保持与上年持平、产量略增，假设其他产品产销量变化不大、其他业务与上年保持一致的情况下，公司深入跟踪市场将优化产品结构，可能会继续加大高毛利率产品小型材的生产比重，加大中板材生产比重；其次，公司销售给集团的钢坯定价可能略微上浮；另外，公司还将继续优化在南方各省的市场布局、拉动一带一路外需，继续降本提效，稳步增强综合竞争实力。

表 7: 盈利预测

	2017	2018E	2019E	2020E
中型材	8.4	8.4	8.4	8.4
中板材	64.66	64.66	64.66	64.66
小型材	642.16	677	677	677
钢坯	517.2	500	500	500
主营钢材收入	372.43	435.46	454.61	475.52
焦化产品	16.28	16.28	16.28	16.28
其他	27.00	27.00	27.00	27.00
收入合计	415.71	478.74	497.89	518.8
毛利率	5.31%	8.97%	10.23%	11.64%
归母净利	2,650	3,827	4,321	4,468

资料来源：公司公告，民生证券研究院

预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 478.74 亿元、497.89 亿元和 518.8 亿元，归母净利润分别为 38.27 亿元、43.21 亿元和 44.68 亿元，对应 EPS 分别为 1.49 元、1.69 元和 1.74 元，对应 PE 分别为 4.7X、4.1X 和 4.0X。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	41,557	47,874	49,789	51,880
营业成本	37,831	40,310	41,424	43,320
营业税金及附加	171	212	213	226
销售费用	43	912	923	934
管理费用	405	1,421	1,437	1,445
EBIT	3,107	5,019	5,792	5,955
财务费用	120	517	584	596
资产减值损失	(15)	500	500	500
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)
营业利润	3,037	4,001	4,707	4,858
营业外收支	2	1	2	1
利润总额	3,040	4,002	4,709	4,859
所得税	390	100	300	300
净利润	2,650	3,902	4,409	4,559
归属于母公司净利润	2,650	3,827	4,321	4,468
EBITDA	3,997	5,853	6,603	6,733

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3115	4289	12996	17731
应收账款及票据	4168	6508	4762	5659
预付款项	745	1233	1117	1220
存货	4769	6950	6354	7071
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	12835	19033	25280	31735
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	9775	9407	9056	8700
无形资产	11	17	24	30
非流动资产合计	10239	8626	7083	5553
资产合计	23074	27659	32364	37288
短期借款	6721	6721	6721	6721
应付账款及票据	5628	6253	6399	6701
其他流动负债	27	27	27	27
流动负债合计	15374	16057	16353	16719
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	500	500	500	500
非流动负债合计	500	500	500	500
负债合计	15875	16558	16854	17219
股本	2563	2563	2563	2563
少数股东权益	0	75	163	254
股东权益合计	7199	11101	15510	20069
负债和股东权益合计	23074	27659	32364	37288

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	55.9%	15.2%	4.0%	4.2%
EBIT 增长率	246.5%	61.5%	15.4%	2.8%
净利润增长率	1249.1%	44.4%	12.9%	3.4%
盈利能力				
毛利率	9.0%	15.8%	16.8%	16.5%
净利润率	6.4%	8.0%	8.7%	8.6%
总资产收益率 ROA	11.5%	13.8%	13.4%	12.0%
净资产收益率 ROE	36.8%	34.7%	28.2%	22.5%
偿债能力				
流动比率	0.83	1.19	1.55	1.90
速动比率	0.52	0.75	1.16	1.48
现金比率	0.20	0.27	0.80	1.06
资产负债率	68.80%	59.86%	52.08%	46.18%
经营效率				
应收账款周转天数	1.84	2.17	2.06	2.10
存货周转天数	48.6	62.7	55.6	59.2
总资产周转率	1.89	1.89	1.66	1.49
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	1.49	1.69	1.74
每股净资产	2.81	4.30	5.99	7.73
每股经营现金流	1.80	0.56	3.54	2.01
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	6.8	4.7	4.1	4.0
PB	2.48	1.62	1.16	0.90
EV/EBITDA	5.75	3.73	1.98	1.24
股息收益率	7.17%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,646	3,902	4,409	4,559
折旧和摊销	890	834	811	778
营运资金变动	807	(4,341)	2,756	(1,354)
经营活动现金流	4,613	1,443	9,081	5,144
资本开支	180	(280)	(233)	(253)
投资	(4)	0	0	0
投资活动现金流	(181)	279	232	252
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(2,175)	0	0	0
筹资活动现金流	(2,634)	(548)	(605)	(661)
现金净流量	1,797	1,174	8,708	4,735

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 股权结构	3
图 2: 近 5 年营收 (亿元) 及增速 (%)	4
图 3: 近 5 年归母净利 (亿元) 及增速 (%)	4
图 4: 财务费、管理费 (万元) 自 2016 年大幅减少	5
图 5: 销售成本率自 2016 年大幅下降	5
图 6: 毛利率、净利率自 2016 年大幅提升	5
图 7: 2017 年 ROE 大幅上涨	5
图 8: 资产负债率自 2016 年下降	5
图 9: 流动、速动比率 2017 年回升	5
图 10: 存货、应收账款周转率自 2016 年回升	6
图 11: 经营活动现金净流量收入比自 2016 年回升	6
图 12: 热轧卷板 Q235B/4.75mm 价格	6
图 13: 中板 Q235 20mm 价格	6
图 14: 螺纹钢 HRB400 价格	7
图 15: 高线 HPB300 6.5mm 价格	7
图 16: 南北方工字钢价格 (元/吨)	7
图 17: 广州长材、板材价格 (元/吨)	7
图 18: 两广合计贡献营收 93%	8
图 19: 云贵、四川、华东毛利率较高	8
图 20: 主要省份水泥产量 (万吨) 及增速 (%)	9
图 21: 主营小型材及钢坯	10
图 22: 小型材毛利率最高	10
图 23: 主营产品近 5 年营收 (亿元)	10
图 24: 主营产品近 5 年毛利率 (%)	10
图 25: 防城港基地地理位置	12
图 26: 自上市以来 PE-band	13
图 27: 自上市以来 PB-band	14

表格目录

表 1: 产能及设备	3
表 2: 研发投入	4
表 3: 近两年南方各省基建重大项目投资情况	9
表 4: 近年集团成立的多元子公司	11
表 5: 行业重点公司估值	13
表 6: 业绩拆分对比	14
表 7: 盈利预测与财务指标	错误!未定义书签。

分析师和研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。