

柳钢股份 (601003.SH)

华南区域龙头，盈利加速增长

核心看点：公司作为华南区域龙头，历史盈利弹性明显，同时成本控制能力突出，2020年起子公司广西钢铁防钢基地逐步投产，公司板材占比已显著提升，在产能增量空间及产品结构加速优化的背景下，盈利有望加速增长。当前公司市值与重置成本的比值处于低估值状态，具备较强战略投资价值。

公司产量增长空间较大，产品结构加速优化：国内钢材消费结构持续优化。投资用钢比重进一步下降，制造业用钢比重不断上升。结构转型的过程伴随着企业竞争能力的变迁，在此期间制造业导向与出口导向的钢种具有更强的竞争力。公司产品结构自2020年起逐步优化，2024年板带材占比达到54.3%，符合行业未来发展趋势。随着防钢基地2024年完成全部产能建设，公司与控股股东柳钢集团同业竞争有望逐步解决，一方面产能潜在增量高达27.8%，另一方面在行业盈利修复背景下，公司外售钢坯比例或将进一步收缩，轧材占比提高有望持续增强公司盈利能力。

公司估值处于低估阶段，产品高端化增强盈利能力。公司在人均产钢、人均薪酬、吨钢费用折旧等方面具备显著竞争优势，吨钢利润等数据显示公司盈利弹性较大；防钢基地建成后，公司后续开支有望回落，未来具备显著降费与分红抬升空间。从可比公司市值与固定资产原值的比率来看，股份近五年估值高位水平在0.56倍左右，截至2025年8月8日仅为0.33倍，后续行业景气度回升、盈利修复趋势有望带动估值持续向上修复。

投资建议。公司为华南区域钢企龙头，在行业盈利与板块估值向好的背景下，权益产量增长与产品结构优化进入关键兑现期，为市场稀缺的增量改善标的，其盈利有望在新产能投产后持续修复，参考公司近三年估值变动情况，我们认为公司估值有明显修复空间，近五年估值高位水平在0.56倍左右，对应市值为266亿左右，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：上游原料价格大幅上涨，钢材需求及产出规模测算可能存在偏差，新业务发展存在不确定性。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	79,665	70,132	71,918	73,160	74,445
增长率 yoy (%)	-1.3	-12.0	2.5	1.7	1.8
归母净利润(百万元)	-1,012	-433	988	1,377	1,837
增长率 yoy (%)	56.8	57.2	328.2	39.4	33.4
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.39	-0.17	0.39	0.54	0.72
净资产收益率(%)	-11.5	-5.2	10.5	12.8	14.6
P/E(倍)	—	—	15.9	11.4	8.5
P/B(倍)	1.8	1.9	1.7	1.5	1.2

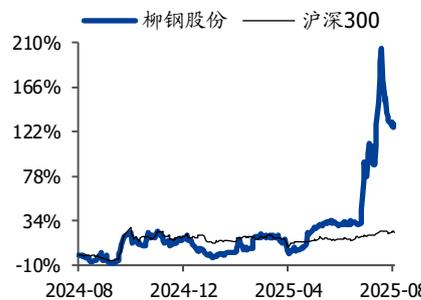
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年08月08日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	普钢
08月08日收盘价(元)	6.12
总市值(百万元)	15,684.29
总股本(百万股)	2,562.79
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	153.65

股价走势



作者

分析师 笃慧

执业证书编号：S0680523090003

邮箱：duhui1@gszq.com

分析师 高亢

执业证书编号：S0680523020001

邮箱：gaokang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19766	13709	15862	17828	20617
现金	6744	5140	7222	9150	11878
应收票据及应收账款	1496	849	870	886	901
其他应收款	162	149	152	155	158
预付账款	636	573	576	582	587
存货	9336	6377	6340	6319	6300
其他流动资产	1392	622	701	737	793
非流动资产	48809	50967	51116	51009	50653
长期投资	6	6	6	6	6
固定资产	36589	42591	42887	42866	42545
无形资产	1418	1523	1609	1686	1758
其他非流动资产	10796	6848	6614	6451	6344
资产总计	68575	64676	66978	68838	71269
流动负债	25798	23679	23147	23019	22761
短期借款	3035	1978	644	566	275
应付票据及应付账款	11972	10147	10215	10311	10408
其他流动负债	10792	11555	12287	12142	12078
非流动负债	21509	20330	21834	21941	22146
长期借款	20160	19462	20713	20831	21054
其他非流动负债	1349	868	1121	1110	1091
负债合计	47307	44009	44981	44960	44906
少数股东权益	12457	12295	12631	13134	13782
股本	2563	2563	2563	2563	2563
资本公积	121	121	121	121	121
留存收益	6108	5676	6666	8043	9880
归属母公司股东权益	8811	8373	9367	10744	12581
负债和股东权益	68575	64676	66978	68838	71269

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	252	2591	4330	5026	5941
净利润	-1306	-603	1323	1881	2485
折旧摊销	2901	2564	2565	2824	3070
财务费用	1114	1080	439	436	436
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	-2310	-513	-57	-170	-108
其他经营现金流	-146	63	61	56	59
投资活动现金流	-1821	-2163	-2695	-2692	-2692
资本支出	-1821	-2159	-2600	-2592	-2596
长期投资	0	0	-93	-101	-97
其他投资现金流	0	-5	-2	0	0
筹资活动现金流	-355	-2006	444	-406	-521
短期借款	640	-1057	-1334	-78	-292
长期借款	-201	-698	1251	118	224
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-795	-252	526	-445	-453
现金净增加额	-1923	-1567	2081	1928	2728

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	79665	70132	71918	73160	74445
营业成本	78027	67507	67963	68600	69247
营业税金及附加	245	228	228	235	237
营业费用	44	45	43	45	45
管理费用	830	793	781	811	817
研发费用	1283	1220	1205	1249	1259
财务费用	890	952	351	314	280
资产减值损失	-78	-82	-80	-81	-81
其他收益	219	63	131	100	119
公允价值变动收益	0	-1	0	1	0
投资净收益	1	0	0	0	0
资产处置收益	0	18	9	14	12
营业利润	-1513	-616	1409	1940	2610
营业外收入	35	36	36	36	36
营业外支出	25	25	25	25	25
利润总额	-1503	-605	1419	1950	2620
所得税	-196	-2	96	70	135
净利润	-1306	-603	1323	1881	2485
少数股东损益	-294	-170	336	504	648
归属母公司净利润	-1012	-433	988	1377	1837
EBITDA	2278	2884	4335	5087	5970
EPS (元/股)	-0.39	-0.17	0.39	0.54	0.72

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-1.3	-12.0	2.5	1.7	1.8
营业利润(%)	64.5	59.3	328.9	37.7	34.5
归属母公司净利润					
获利能力					
毛利率(%)	2.1	3.7	5.5	6.2	7.0
净利率(%)	-1.3	-0.6	1.4	1.9	2.5
ROE(%)	-11.5	-5.2	10.5	12.8	14.6
ROIC(%)	-1.0	0.6	3.1	4.0	4.8
偿债能力					
资产负债率(%)	69.0	68.0	67.2	65.3	63.0
净负债比率(%)	114.7	121.4	107.4	90.9	71.7
流动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	104.4	98.5	106.6	106.2	106.2
应付账款周转率	7.9	7.9	8.4	8.4	8.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.39	-0.17	0.39	0.54	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	1.01	1.69	1.96	2.32
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.27	3.65	4.19	4.91
估值比率					
P/E	—	—	15.9	11.4	8.5
P/B	1.8	1.9	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	14.3	11.2	9.1	7.4	5.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 08 日收盘价

内容目录

1.公司概况与产品结构.....	5
1.1.公司发展历程.....	5
1.2.公司股权结构.....	5
1.3.公司产品结构与经营情况.....	6
1.3.1.产销量视角.....	6
1.3.2.营收、毛利率与净利率视角.....	8
1.3.3.吨钢售价、毛利视角.....	10
2.两大要素助力盈利加速增长.....	12
2.1.产能增长潜力较大.....	12
2.2.产品结构进入关键迭代期.....	14
3.公司多项成本位于行业可比公司低位.....	17
3.1.成本控制.....	17
3.2.财务负担.....	18
3.3.盈利能力.....	19
3.4.公司估值仍处于低位.....	20
4.投资建议.....	22
4.1.核心假设.....	22
4.2.盈利预测.....	24
4.3.投资建议.....	26
风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2025 年一季度).....	5
图表 3: 2024 年上半年主要参股控股公司业务、净资产及净利润 (万元).....	6
图表 4: 公司主要产品及使用领域.....	6
图表 5: 2016-2024 年主要产品产销量变动情况 (万吨, 2021 年后子公司广西钢铁新投产产品后口径有调整).....	7
图表 6: 2015-2024 年分产品产量与总产量变动情况 (万吨).....	7
图表 7: 2024 年公司产品结构.....	8
图表 8: 公司分品类产量变化 (万吨).....	8
图表 9: 公司总营收与同比增速 (亿元, %).....	8
图表 10: 公司归母净利与同比增速 (亿元, %).....	8
图表 11: 公司总毛利率与钢材产品毛利率 (%).....	9
图表 12: 分类别毛利率 (%).....	9
图表 13: 分产品营收占比.....	9
图表 14: 分地区营收占比.....	9
图表 15: 分产品毛利占比.....	9
图表 16: 分地区毛利占比.....	9
图表 17: 2015-2024 年四费及占比变动情况 (亿元).....	10
图表 18: 主营产品吨钢数据 (元/吨).....	11
图表 19: 广西钢铁集团股权更迭历史.....	12
图表 20: 柳钢本部与防城基地定位与产品序列.....	13
图表 21: 防城港钢铁基地航拍图.....	13
图表 22: 防城港基地高炉投产进度.....	13
图表 23: 柳钢本部与广西钢铁生产设备与产能预估 (依据 2022 年报披露的产能规划).....	14
图表 24: 国内钢铁需求结构持续调整.....	15
图表 25: 2015-2024 年板材产量占总产量及占钢材产量比例.....	15
图表 26: 柳钢股份下游轧材比例预估 (假定两年解决同业竞争问题, 万吨).....	16
图表 27: 五家钢企生产人员人均产钢量对比 (吨/人).....	17
图表 28: 五家钢企生产人员人均薪酬对比 (万元/人).....	17
图表 29: 五家钢企吨钢费用对比 (元).....	18

图表 30: 五家钢企单吨折旧对比 (元)	18
图表 31: 五家钢企管理费用率对比 (%)	18
图表 32: 五家钢企有息负债率对比 (%)	19
图表 33: 五家钢企资产负债率对比 (%)	19
图表 34: 五家钢企吨钢毛利对比 (元)	19
图表 35: 五家钢企吨钢净利对比 (元)	20
图表 36: 最高估值位置吨钢估值相对固定资产原值的比率	20
图表 37: 最低估值位置吨钢估值相对固定资产原值的比率	20
图表 38: 柳钢股份逐年估值比率	21
图表 39: 当前估值比率情况 (2025-8-8)	21
图表 40: 柳钢股份主要业务数据假设	23
图表 41: 柳钢股份费用端假设	24
图表 42: 柳钢股份主要业务板块盈利预测 (亿元)	25

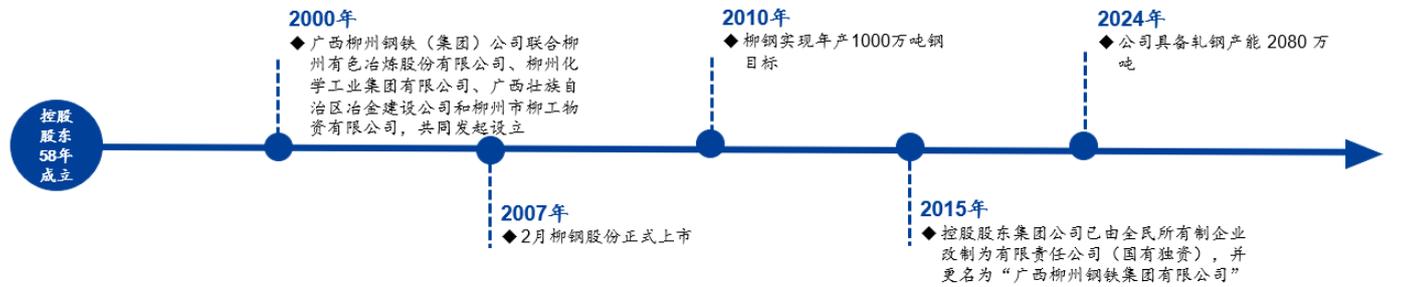
1. 公司概况与产品结构

1.1. 公司发展历程

柳钢股份由广西柳州钢铁(集团)公司为主要发起人,联合柳州有色冶炼股份有限公司、柳州化学工业集团有限公司、广西壮族自治区冶金建设公司和柳州市柳工物资有限公司,于2000年4月14日共同发起设立的股份公司,公司设立时名称为广西柳州金程股份有限公司,2001年10月变更为柳州钢铁股份有限公司。

2007年2月27日柳钢股份在上海证交所挂牌上市,2010年,柳钢实现年产1000万吨钢目标,2024年公司在《财富》中国500强钢铁类上市公司中位列第17位,具备轧钢产能2080万吨。产品覆盖冷轧卷板、镀锌卷板、热轧卷板及酸洗板、中厚板、带肋钢筋、高速线材、圆棒材、中型材等共8个大类、240多个钢牌号,公司主要发展历程事件如下:

图表1: 公司发展历程

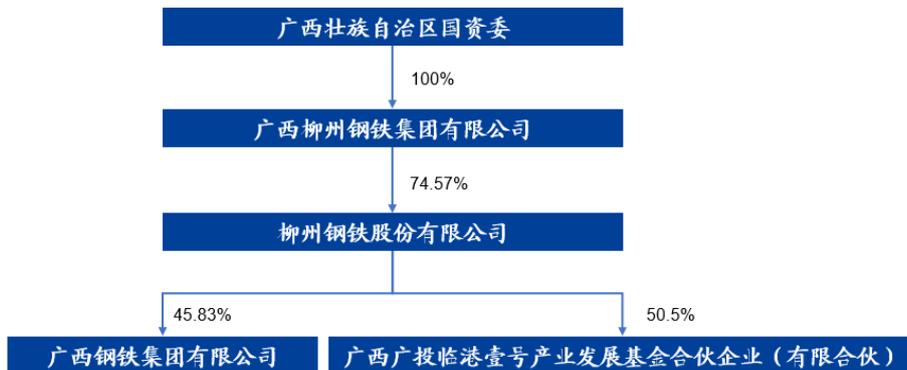


资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2. 公司股权结构

公司股权结构简明清晰。根据公司2025年一季报,公司股本为25.63亿股,截至2025年一季度,广西柳州钢铁集团有限公司持有公司股份总数的75.47%,为公司控股股东。广西壮族自治区国资委持有广西柳州钢铁集团100%股权,为公司实际控制人。

图表2: 公司股权结构(截至2025年一季度)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司主要参股控股公司共有3家，2024年各子公司营收与净利润贡献如下所示：

图表3：2024年上半年主要参股控股公司业务、净资产及净利润（万元）

公司名称	股权比例	主营产品或服务	净资产	净利润
广西钢铁集团有限公司	45.83%	黑色金属冶炼及压延加工	2267699	-31392
广西广投临港壹号产业发展基金合伙企业（有限合伙）	50.50%	资本市场服务	2089	-1
桂林仙源健康产业股份有限公司	35.00%	养老机构投资、老人陪护服务、健康管理咨询	1719	11

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3.公司产品结构与管理情况

公司产品覆盖冷轧卷板、镀锌卷板、热轧卷板及酸洗板、中厚板、带肋钢筋、高速线材、圆棒材、中型材等，240多个钢牌号，在立足西南、华南，辐射华东、华中市场的同时，还远销至东南亚、美欧非的10多个国家和地区，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、医疗器械、厨具与卫浴、建筑与装潢等行业。

图表4：公司主要产品及使用领域

生产主体	产品系列	主要品种	使用领域
柳钢股份	中厚板系列	普碳钢板、低合金钢板、优碳钢板、模具用合金钢板、船板、汽车结构用钢板、锅炉和压力容器用钢板、桥梁板、高层建筑用钢板、管线钢等。	厚板产品广泛应用于工程机械、模具加工、船舶、桥梁、高层建筑、管道输送、汽车大梁、汽车桥壳、压力容器等制造、物流、汽车行业。
柳钢股份/广西钢铁	棒线型材系列	Φ6.0~40mm 热轧带肋钢筋（直条或盘卷），Φ6.0~22mm 热轧光圆钢筋（直条或盘卷），Φ5.5~20mm 拉丝盘条、管桩钢筋、优碳盘条、冷镦盘条、焊接用钢、弹簧钢等。	棒线型材产品广泛用于工业及民用建筑，拉丝、钢绞线、PC棒、汽车配件、紧固标准件及轴类等机械零部件加工等行业。
广西钢铁	冷轧系列	防城港基地可生产厚度为0.40~2.50mm，宽度为900~1850mm的冷轧和热镀锌钢带，以及厚度1.6~6.0mm的热轧酸洗钢带；冷轧、镀锌产线设计生产能力软钢达到DC06，高强度达到2000MPa级。	冷轧钢带表面质量好、尺寸精度高、机械性能和工艺性能优越，产品广泛应用于家电、汽车、建筑装潢、家具、电气等行业。
	热轧系列	普碳钢、低合金钢、集装箱板、耐候耐酸钢、管线钢、冷轧基料、花纹板、汽车用热轧钢带、船板、焊瓶钢、锅炉和压力容器板，以及美国、日本、欧洲标准产品等。	热轧钢带经过不同的精整作业线（平整、矫直、横切、纵切等）加工而成为钢板、平整卷及纵切钢带产品，广泛应用于冷成型原料、汽车、机械、船舶、桥梁、建筑、压力容器、管道运输等制造、物流、汽车行业。
	中厚板系列	普碳钢板、低合金钢板、优碳钢板（可生产厚度最厚380mm 碳板）、模具用合金钢板、船板、锅炉和压力容器用钢板、桥梁板、高层建筑用钢板、管线钢等。	厚板产品广泛应用于工程机械、模具加工、船舶、桥梁、高层建筑、管道输送、汽车大梁、汽车桥壳、压力容器等制造、物流、汽车行业。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3.1.产销量视角

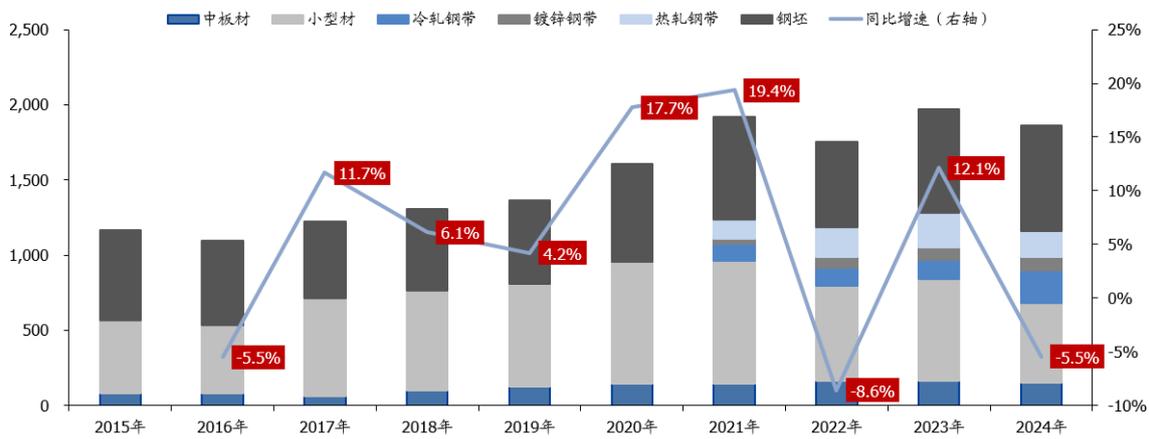
公司产销规模持续稳定增长。根据年报数据，公司2024年钢材产量为1861万吨，同比下降5.5%；实现钢材销量1859万吨，同比下降5.44%；近五年公司产销复合增速分别为6.37%、6.41%，随着公司不断挖潜增效，产销规模仍有增长潜力。

图表5: 2016-2024年主要产品产销量变动情况(万吨, 2021年后子公司广西钢铁新投产产品后口径有调整)

产量	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
中板材	79.06	64.81	102.68	125.50	147.10	142.32	162.12	161.64	154.21
小型材	458.29	647.50	658.69	683.52	811.27	819.25	631.64	677.75	529.88
冷轧钢带					0.02	112.58	121.02	126.13	217.19
镀锌钢带						36.53	72.44	82.97	83.23
热轧钢带						123.23	195.5	231.06	174.53
钢坯	561.84	513.69	546.31	557.68	647.43	686.81	572.98	688.72	701.9
中型材	7.59	10.09	4.04	-0.01	3.36				
产量(万吨)	1106.77	1236.09	1311.72	1366.69	1609.17	1920.72	1755.70	1968.27	1860.94
同比增速(右轴)	-5.5%	11.7%	6.1%	4.2%	17.7%	19.4%	-8.6%	12.1%	-5.5%
销量(万吨)	1108.84	1232.43	1320.13	1362.71	1613.85	1919.13	1749.63	1966.02	1859.14
同比增速	1.95%	11.15%	7.12%	3.23%	18.43%	18.92%	-8.83%	12.37%	-5.44%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

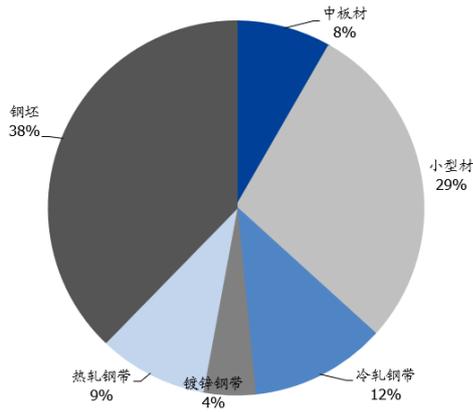
图表6: 2015-2024年分产品产量与总产量变动情况(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

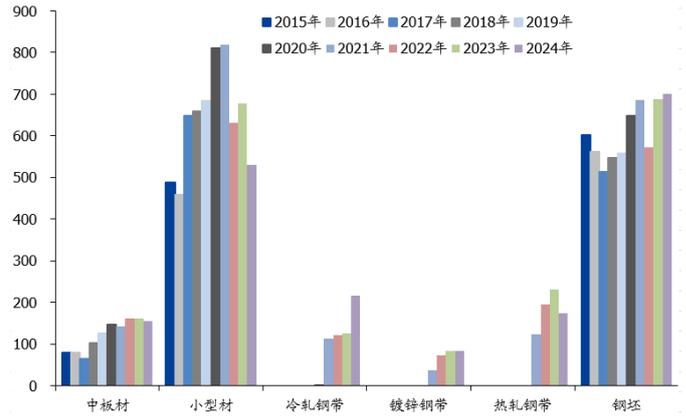
2021年以来公司产能向优质板材产品倾斜, 产品结构显著改善, 2024年板材产量占公司钢材总产量的比例达到33.8%, 除钢坯外, 板材产量占公司钢材总产量的比例达到54.3%; 其中中板材、冷轧钢带、镀锌钢带、热轧钢带产量分别为154.2万吨、217.2万吨、83.2万吨和174.5万吨。

图表7: 2024年公司产品结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 公司分品类产量变化 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3.2. 营收、毛利率与净利率视角

公司主营产品收入整体维持增长势头, 营收与盈利随行业周期波动明显:

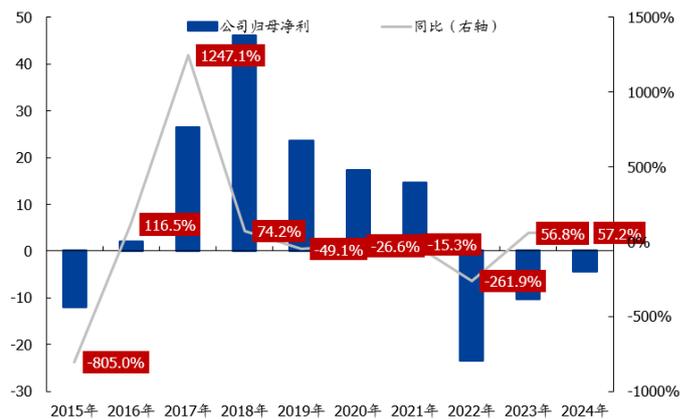
- 公司 2016 年-2024 年, 总营收规模从 266.50 亿元增至 710.32 亿元, 八年复合增速 12.9%;
- 公司 2016 年-2024 年, 归母净利规模从 1.96 亿元降至 -4.33 亿元, 八年复合增速 -2.0%;
- 公司 2016 年-2024 年, 整体毛利率从 5.3% 降至 3.7%, 2025 年一季度毛利率为 6.56%, 环比显著改善;
- 分品种来看, 公司 2023 年-2024 年冷轧钢带、镀锌钢带及热轧钢带销售毛利率持续改善, 中板材与小型材毛利率仍未转正。

图表9: 公司总营收与同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 公司归母净利与同比增速 (亿元, %)



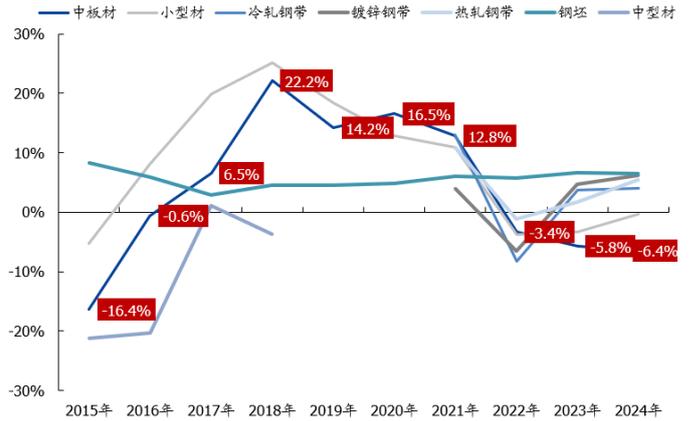
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 公司总毛利率与钢材产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

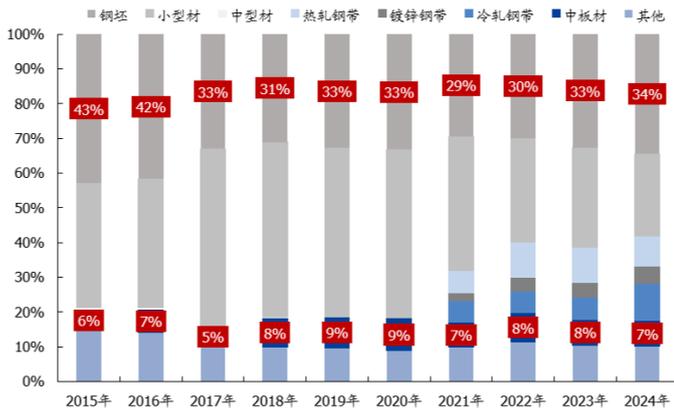
图表12: 分类别毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

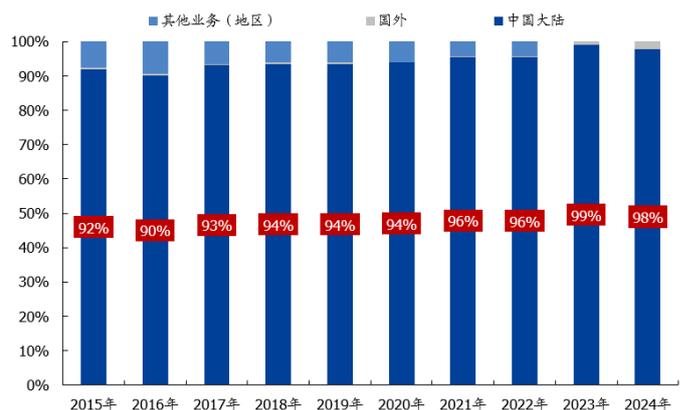
➤ 分区域来看, 国内市场是公司产品的主要销售区域, 2024 年境内营收占比 98%, 毛利占比 99%;

图表13: 分产品营收占比



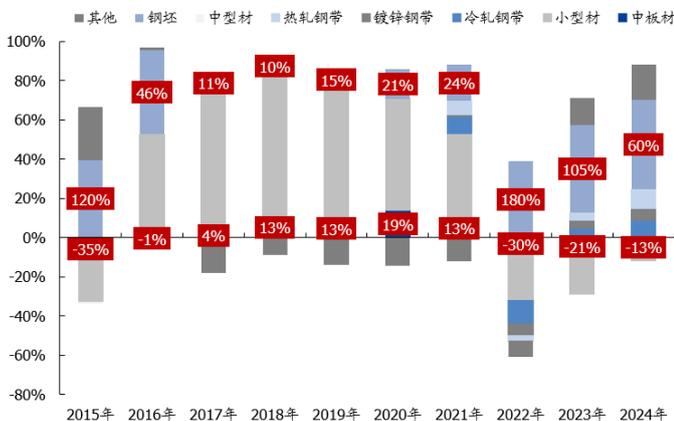
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 分地区营收占比



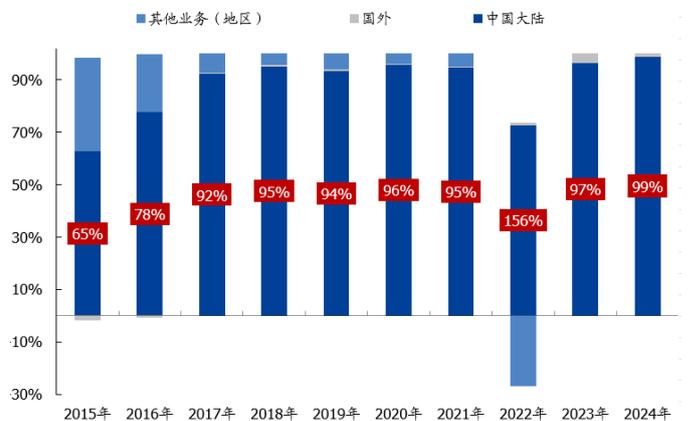
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 分产品毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

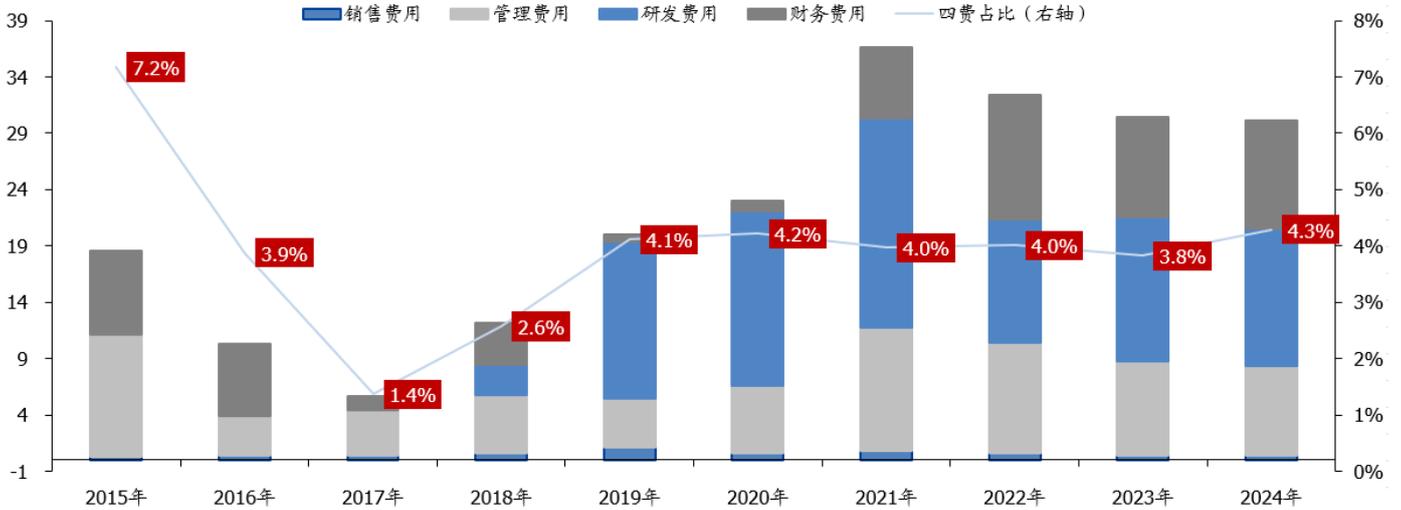
图表16: 分地区毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

营收规模扩张的同时，公司四费占比稳定在4%附近，2015年-2021年四项费用占营业收入的比重从7.2%降至4.3%，2020年以来，受防城港基地建设投产影响，财务费用占比明显增加。

图表17: 2015-2024年四费及占比变动情况(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3.3.吨钢售价、毛利视角

从吨钢口径来看，公司整体售价与毛利保持相对平稳状态：

- 2020年-2024年，公司钢材吨售价从3097元涨至3391元，2024年镀锌钢带售价最高，其次为热轧钢带；
- 2020年-2024年，公司钢材吨成本从2778元涨至3283元；
- 2020年-2024年，公司钢材吨毛利由318元收窄至108元，2024年多数产品吨毛利环比改善；

从经营数据来看，驱动公司盈利提升的主要部分为板材和钢坯业务，不仅占据营收与毛利的主要部分，吨数据表现也较为亮眼；从底层逻辑来看，地产投资及开工数据下滑导致钢材需求整体下行，对螺纹钢、线材对应的小型材品种影响更大。

图表18: 主营产品吨钢数据 (元/吨)

类别		2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
吨售价	中板材	3418	4709	4196	3735	3399
	小型材	3266	4354	3839	3380	3143
	冷轧钢带		5131	4143	3969	3496
	镀锌钢带		5398	4613	4199	4008
	热轧钢带		4789	4102	3465	3505
	钢坯	2811	3961	4217	3771	3443
	中型材	3246				
	钢材合计	3097	4333	4078	3628	3391
吨成本	中板材	2853	4106	4337	3951	3618
	小型材	2844	3878	3981	3492	3155
	冷轧钢带		4459	4483	3820	3356
	镀锌钢带		5188	4914	4003	3761
	热轧钢带		4271	4149	3404	3314
	钢坯	2673	3722	3978	3521	3220
	中型材	3781				
	钢材合计	2778	3923	4105	3572	3283
吨毛利	中板材	566	604	-141	-215	-219
	小型材	421	476	-143	-112	-12
	冷轧钢带		672	-340	149	140
	镀锌钢带		211	-301	196	248
	热轧钢带		518	-47	61	191
	钢坯	138	240	240	249	223
	中型材	-536				
	钢材合计	318	410	-27	56	108

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2. 两大要素助力盈利加速增长

2.1. 产能增长潜力较大

柳钢股份作为华南区域龙头，具备行业稀缺的产能增长潜力，在产能扩张的同时还同步具备产品结构升级优势，其中关键在于子公司**广西钢铁集团**，及其核心资产-防城港生产基地。

广西钢铁前身为武钢柳钢（集团）联合有限责任公司，于2005年成立，其控股股东先后由武钢集团变更为广西柳钢集团，后续在2019年、2020年柳钢股份通过两次增资，实现了对广西钢铁的大比例参股，当前柳钢股份占广西钢铁注册资本的比例为45.83%，广西柳钢集团出资占广西钢铁注册资本的比例为45.58%，武钢集团占广西钢铁注册资本的比例为8.59%。根据2022年公司公告，柳钢股份对广西钢铁的最终表决权合计比例为91.41%，为广西钢铁控股股东。

图表19: 广西钢铁集团股权更迭历史

日期	事件	股东 1	占比	股东 2	占比	股东 3	占比
2005年12月	武汉钢铁（集团）公司与广西壮族自治区国资委签署了《武钢与柳钢联合重组协议书》，共同出资组建武柳联合，计划在防城港建设千万吨级钢铁基地项目。	武钢集团	51%	广西国资委	49%		
2008年9月	武钢集团有限公司与广西壮族自治区国资委签订了《武钢与柳钢联合重组合同书》，约定将武钢柳钢（集团）联合有限责任公司变更名称为广西钢铁集团有限公司，同时注册资本增加至468.37亿元。	武钢集团	80%	广西国资委	20%		
2015年8月	广西钢铁作出股东会决议，通过《关于调整公司股权结构的议案》，广西自治区国资委从广西钢铁减资，广西自治区国资委撤回原投资的广西柳州钢铁集团有限公司净资产，撤资后，广西钢铁成为武钢集团有限公司的全资子公司，广西钢铁注册资本减少至80亿元，同时广西柳州钢铁集团有限公司正式与武钢集团有限公司正式解除联合重组关系。	武钢集团	100%				
2018年2月	武钢集团有限公司与广西柳州钢铁集团有限公司签署《重组协议》，对广西钢铁进行股权重组，根据《重组协议》约定，武钢集团有限公司先对广西钢铁履行减资程序，2018年4月23日，广西钢铁完成减资，注册本由800,000.00万元减至206,200.00万元。	武钢集团	100%				
2018年6月	国务院国资委向中国宝武钢铁集团有限公司作出《关于广西钢铁集团有限公司采取非公开协议方式增资有关问题的批复》（国资产权[2018]352号），同意广西钢铁采取非公开协议方式增资引入柳钢集团的方案。	武钢集团	100%				
2018年7月	柳钢集团作为新股东对广西钢铁进行增资扩股，认缴新增注册资本1,093,800.00万元，增资扩股后，广西钢铁的注册资本增加至1,300,000万元。	广西柳州钢铁集团	84.14%	武钢集团有限公司	15.86%		
2019年11月	柳钢股份以现金50亿元增资的方式取得广西钢铁27.78%的股权。	广西柳州钢铁集团	60.77%	柳钢股份	27.78%	武钢集团	11.46%
2020年11月	柳钢股份二次增资广西钢铁60亿元，广西钢铁的注册资本由180亿元增加至240亿元。	柳钢股份	45.83%	广西柳州钢铁集团	45.58%	武钢集团	8.59%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

作为国家钢铁工业结构调整的重要战略布局，广西冶金产业二次创业的关键组成部分，防城港钢铁基地项目于2012年经国家发展改革委核准批复，同年启动建设，2018年由公司控股股东广西柳州钢铁集团有限公司完成重组并开展续建工作，项目计划总投资360亿元（未包含重组前项目投资），建成后形成铁850万吨、粗钢920万吨的生产规模，产品包括冷轧板、热镀锌卷板、热轧宽带钢、高强螺纹钢、合金钢棒材、优质线材等，能满足两广、海南、西南以及东南亚等市场，汽车、家电、建筑、机械、造船、能源等行业对中高档钢材产品的需求。

图表20: 柳钢本部与防钢基地定位与产品序列

	定位	产品序列
公司本部	定位为灵活、多样化的产品生产基 地和研发基地	重点生产家电用钢、新能源用钢、工业长材、工程机械 用钢, 适当生产建筑材
防钢基地	为低成本、高效率、高品质产品生 产基地	重点生产建筑材、镀锌板、酸洗板、汽车用钢、船舶及 海洋用钢、集装箱及耐候耐蚀钢, 并充分发挥 2030mm 冷轧线、3800mm 宽厚板生产线的装备优势

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

防城港钢铁基地地处我国大西南、北部湾经济区与东盟经济圈的黄金交汇点, 毗邻粤港澳
大湾区, 是连接国内国际双循环的战略支点。基地集沿海、沿边、陆路联动优势于一
体, 依托天然深水良港(20万吨级码头)及专业化堆场配套, 实现大宗原材料与产品海
运直达, 较内陆基地显著降低物流成本; 同时通过铁路、高速公路网络高效辐射华南、
西南腹地及东盟陆域市场, 物流成本优势显著, 是柳钢股份实施“向海图强”战略的核心
引擎, 同步支撑国内市场深耕与东南亚增量空间开拓。

图表21: 防城港钢铁基地航拍图



资料来源: 新华网, 国盛证券研究所

根据公司公告, 防城港钢铁基地项目(一期)3号高炉系统高炉本体与辅助设施工程于
2024年11月底投产。防城港钢铁基地项目(一期)共规划了3座高炉和4座转炉, 其
中1号、2号高炉系统分别于2020年6月底及2021年11月底建成投产; 3号高炉系
统投产后, 防城港钢铁基地项目(一期)工程全面建成。

图表22: 防城港基地高炉投产进度

时间	投产设备
2020年6月28日	1号高炉系统
2021年11月底	防钢项目2号高炉系统
2024年11月底	防钢项目3号高炉系统

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

值得注意的是在防城港基地建设之初, 公司曾在《关于控股股东进一步明确避免同业竞
争承诺的公告》明确表示, 股东广西柳州钢铁集团有限公司于2019年10月8日出具了
《关于解决广西钢铁集团有限公司与柳州钢铁股份有限公司同业竞争的承诺》, 中同业竞
争解决期限为在广西钢铁防城港钢铁基地项目全部竣工并验收完成后五年内(预计防城

钢铁基地项目将于 2021 年 1 月全部竣工并验收完成,即**承诺期限不晚于 2026 年 1 月**)。从产能角度来看,防城港基地权益产能规模较大,同时产品产线均为新建,其产钢轧钢效率具备显著竞争优势。

根据 2022 年报披露的产能规划,柳钢股份与广西钢铁合计粗钢产能约为 2090 万吨,柳钢股份权益产能仅为 1635 万吨,若后续同业竞争问题得到有效解决,其**产能增幅有望达到 27.8%**,这一增量在当前行业严禁新增产能与置换暂停的背景下,具备显著稀缺价值,同时其配套产品轧线的增值部分也将计入上市公司体内,增强柳钢股份盈利能力。

图表 23: 柳钢本部与广西钢铁生产设备与产能预估 (依据 2022 年报披露的产能规划)

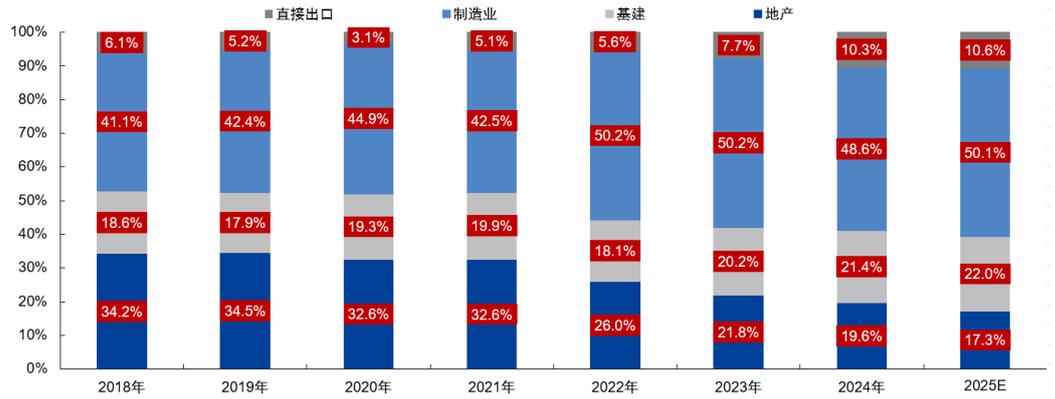
生产单位	类别	设备	产能 (万吨)
柳钢本部	生铁	2650m ³ 高炉 1 座、2000m ³ 高炉 2 座、1500m ³ 高炉 2 座、1250m ³ 高炉 1 座	1017
	粗钢	150 吨转炉 5 座、120 吨转炉 3 座	1250
	钢材	有中厚板轧机 1 套、中型型钢轧机 1 套、棒材轧机 6 套、高速线材轧机 2 套	900
广西钢铁	生铁	3800m ³ 高炉 3 座	850
	粗钢	210 吨转炉 4 座	840
	钢材	棒材轧机 4 套、高速线材轧机 3 套、热连轧机 1 套、冷连轧机 1 套	919
合计	生铁		1867
	权益产能		1407
	粗钢		2090
	权益产能		1635
	钢材		1819
	权益产能		1321

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 产品结构进入关键迭代期

2021 年以来,国内钢材消费结构持续优化。其中地产用钢占比从 2019 年的峰值 34.5% 一路下滑,根据我们测算,2024 年降至 19.6% 左右,基建用钢占比保持相对稳定,同时制造业及直接出口占比快速增长至 55% 上方,呈现出持续扩张势头,这与经济整体驱动由投资转向消费有一定对应关系。对于用钢需求而言,结构转型的过程伴随着企业竞争能力的变迁,在此期间制造业导向与出口导向的钢种具有更强的竞争力。

图表24: 国内钢铁需求结构持续调整

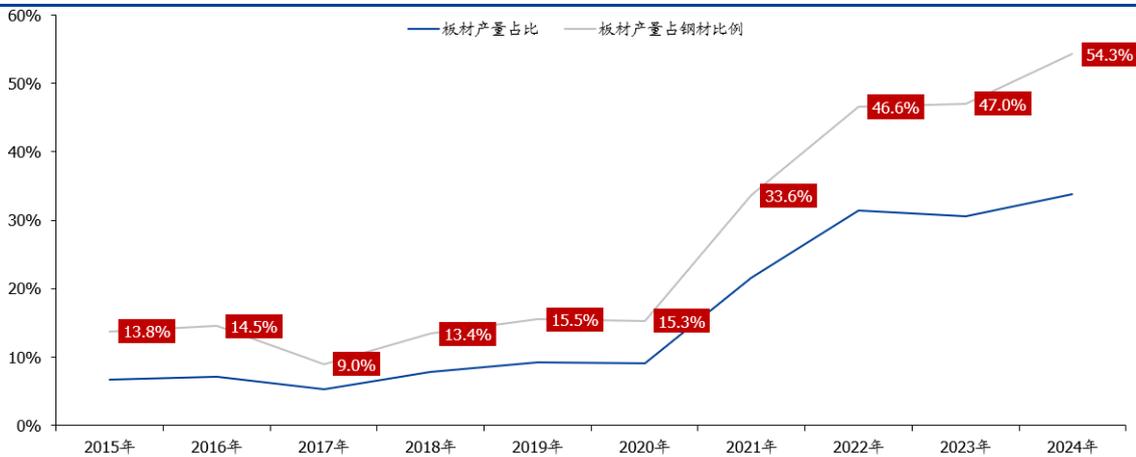


资料来源: Wind, 冶金工业规划研究院, 中证网, 经济观察报, 东方财富网, 光明网, 热联集团, 水利部, 中国城市轨道交通协会, 国盛证券研究所

为实现品种和质量提档升级, 柳钢集团提出“4+X”钢铁创效品种集群战略: “4”指“四个百万吨工程”创效钢铁品种, 主要包括: 汽车用钢、新能源用钢、船舶及海洋用钢、工业长材; “X”指打造若干个年产量10万吨以上的重点创效品种钢矩阵, 主要包括: 家电用钢、工程机械用钢、集装箱及耐候耐蚀钢、桥梁及建筑用钢、锅炉及压力容器用钢、优碳及合金工具钢等。

2021年以来公司产能向优质板材产品倾斜, 随着子公司广西钢铁高端产能逐步释放, 公司产品结构显著改善, 2024年板材产量占公司钢材总产量的比例达到54.3%, 2024年公司启动本部一轧厂2800mm中厚板高品质技术升级改造, 同时防城基地3800mm宽厚板生产线顺利投产, 填补了广西宽厚板生产空白。

图表25: 2015-2024年板材产量占总产量及占钢材产量比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司产品结构中存在较大规模转炉钢坯, 理论上钢坯作为钢厂生产链条的中间产品, 较少作为最终产品出售, 而公司产品结构的特殊性反映了公司未来产品结构加速升级的潜力所在。根据公司年报, 当前公司钢坯交易的买方为控股股东广西柳州钢铁集团有限公司, 这一钢坯交易实际采用成本加成价格, 根据签订的《原材料购销协议》, 成本加成率原则上不高于8%, 而这一交易在保证一定稳定毛利率的同时, 造成了公司产品下游附加值不足的实际局面。

根据公司公告，为了避免同业竞争，柳钢集团拥有的下游轧钢产能委托柳钢股份进行管理，这一局面有望随着上述《承诺函》对同业竞争问题的解决而得到明显改善；另一方面，随着2024年第四季度行业利润触底反弹，行业估值逐步回归合理水平，公司也具备更多现金流及融资手段，更好地配合与集团下游轧钢产能的整合进程。

图表26: 柳钢股份下游轧材比例预估 (假定两年解决同业竞争问题, 万吨)

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年 E	2026年 E
钢坯产量	647	687	573	689	702	350	0
总产量 (含钢坯)	1609	1921	1756	1968	1861	1861	1861
下游轧材比例	60%	64%	67%	65%	62%	81%	100%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.公司多项成本位于行业可比公司低位

对于钢铁行业而言，重资产投入以及强盈利波动性使得投资难度加大，公司在行业所处的成本位置成为在行业竞争及周期波动中存活，并获得“长周期平稳”现金流的重要因素，我们从人均产钢、人均薪酬、吨钢费用、吨钢折旧、负债率、吨钢毛利及吨钢净利等多个维度来判断公司所处的成本位置，出于钢材分布结构以及规模等因素考虑，我们选取宝钢股份、首钢股份、南钢股份、华菱钢铁四家钢企作为可比公司进行横向对比。

3.1.成本控制

生产人员人均产钢量方面，2024年柳钢股份人均产钢量为1829吨，处于可比公司较高水平；2019-2024年人均产钢量为1598吨，处于可比公司中等水平。

图表27: 五家钢企生产人员人均产钢量对比 (吨/人)

人均产钢	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	1192	1356	1352	1415	1408	1390	1351.9
宝钢股份	1393	1511	1677	1874	2015	1830	1716.6
首钢股份	1376	1434	1859	1776	1868	1883	1699.6
南钢股份	1328	1389	1411	1072	1218	990	1234.6
柳钢股份	<u>1882</u>	<u>1273</u>	<u>1493</u>	<u>1420</u>	<u>1691</u>	<u>1829</u>	<u>1598.0</u>

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

人均薪酬方面，2024年柳钢股份人均薪酬为17万元，远低于其他可比公司；2019-2024年人均薪酬为19万元，处于可比公司最低水平。

图表28: 五家钢企生产人员人均薪酬对比 (万元/人)

人均薪酬	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	21.7	23.0	24.8	26.1	26.8	27.1	24.9
宝钢股份	28.5	29.3	36.4	35.7	37.0	35.3	33.7
首钢股份	20.0	20.1	25.3	25.7	25.4	25.1	23.6
南钢股份	25.2	23.8	25.7	28.2	25.0	25.8	25.6
柳钢股份	<u>20.9</u>	<u>19.3</u>	<u>24.9</u>	<u>15.2</u>	<u>16.5</u>	<u>17.0</u>	<u>19.0</u>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

吨钢费用方面，2024年柳钢股份吨钢费用为96.2元，处于可比公司较低水平；2019-2024年吨钢费用均值为82.1元，处于可比公司最低水平，费用控制有明显优势。

图表29: 五家钢企吨钢费用对比(元)

吨钢费用	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	219.1	154.9	151.9	83.1	85.9	89.1	130.7
宝钢股份	243.7	191.6	170.6	154.2	135.6	135.9	171.9
首钢股份	256.9	180.4	167.2	144.6	125.3	114.8	164.9
南钢股份	185.6	152.1	161.4	229.7	253.2	254.0	206.0
柳钢股份	<u>44.1</u>	<u>46.9</u>	<u>93.8</u>	<u>122.0</u>	<u>89.6</u>	<u>96.2</u>	<u>82.1</u>

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

吨钢折旧方面, 2024年柳钢股份单吨折旧为135.9元, 显著低于其他几家可比公司; 2019-2024年公司单吨折旧均值为110.8元, 处于可比公司最低水平, 折旧方面优势明显。

图表30: 五家钢企单吨折旧对比(元)

吨折旧	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	152.1	132.3	126.4	127.4	148.3	159.4	141.0
宝钢股份	406.2	404.5	409.6	392.0	370.6	375.5	393.1
首钢股份	361.8	355.6	329.4	347.2	343.3	354.2	348.6
南钢股份	184.4	185.0	163.0	228.3	244.8	273.8	213.2
柳钢股份	<u>64.6</u>	<u>62.2</u>	<u>101.4</u>	<u>155.1</u>	<u>145.6</u>	<u>135.9</u>	<u>110.8</u>

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 财务负担

管理费用率方面, 2024年柳钢股份管理费用率为1.1%, 处于可比公司最低水平; 2019-2024年管理费用率均值为1.1%, 显著低于行业可比公司。

图表31: 五家钢企管理费用率对比(%)

管理费用率	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	2.4	2.5	1.9	1.1	1.0	1.2	1.7
宝钢股份	1.9	1.5	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
首钢股份	1.3	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1
南钢股份	1.9	1.9	1.5	2.1	2.3	2.2	2.0
柳钢股份	<u>0.9</u>	<u>1.1</u>	<u>1.2</u>	<u>1.2</u>	<u>1.0</u>	<u>1.1</u>	<u>1.1</u>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

有息负债率方面, 2024年柳钢股份有息负债率46.7%, 显著高于行业可比公司; 2019-2024年有息负债率均值为36.8%, 高于行业可比公司, 2020年以来, 受子公司广西钢铁产能持续建设投产影响, 公司财务负担有所加重, 随着产能于2024年全面竣工, 后续负债率或下行。

图表32: 五家钢企有息负债率对比 (%)

有息负债率	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	32.6	26.0	20.8	17.9	20.7	22.1	23.4
宝钢股份	21.0	19.6	19.0	20.0	13.5	14.9	18.0
首钢股份	44.4	40.6	34.7	31.6	30.7	28.8	35.1
南钢股份	12.4	15.7	17.3	27.1	27.8	34.6	22.5
柳钢股份	16.1	34.0	36.3	42.3	45.4	46.7	36.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资产负债率方面, 2024年柳钢股份资产负债率为68%, 处于可比公司最高位; 2019-2024年资产负债率均值为64.1%, 仅次于首钢股份, 处于行业可比公司偏高水平。

图表33: 五家钢企资产负债率对比 (%)

资产负债率	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	60.8	57.5	52.3	51.9	51.7	56.0	55.0
宝钢股份	43.7	43.9	44.6	45.8	41.5	39.7	43.2
首钢股份	71.9	73.1	66.6	65.0	60.4	58.6	65.9
南钢股份	49.7	49.6	53.0	58.8	61.3	59.8	55.4
柳钢股份	57.1	58.9	63.4	68.4	69.0	68.0	64.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3. 盈利能力

吨钢毛利方面, 2024年柳钢股份单吨毛利为129元, 处于可比公司偏低水平; 2019-2024年吨毛利均值为179元, 处于可比公司盈利低位水平。

图表34: 五家钢企吨钢毛利对比 (元)

吨毛利	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	600	634	831	628	569	364	604
宝钢股份	650	646	1012	404	385	316	569
首钢股份	387	333	639	279	197	160	333
南钢股份	611	541	819	737	705	756	695
柳钢股份	337	256	342	-60	71	129	179

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

吨钢净利方面, 2024年柳钢股份单吨净利为-32元, 处于亏损状态; 2019-2024年吨净利均值为17元, 处于可比公司低位水平, 近三年净利回落幅度较大, 与行业周期以及公司新产能投产高峰期有关, 显示出公司可能具备较强的盈利弹性。

图表35: 五家钢企吨钢净利对比(元)

吨净利	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	六年均值
华菱钢铁	291	277	409	289	256	127	275
宝钢股份	287	307	571	281	265	167	313
首钢股份	107	132	369	67	33	26	122
南钢股份	339	312	394	236	216	235	289
柳钢股份	172	110	121	-201	-66	-32	17

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3.4.公司估值仍处于低位

自2019年以来,钢铁行业盈利经历了高增到回落,再高增再回落的过程,钢企盈利与估值同步出现较大波动,我们统计了2020年到2024年期间每年公司市值的上限与下限,以此统计不同公司的估值上下限,我们将吨钢估值与吨固定资产原值进行对比,在景气向上及向下年份不同钢企存在不同的估值区间,同时不同钢企间估值差异较大;景气高年份以2021年为例,南钢估值一度达到固定资产原值的107%,景气低年份以2023年为例,行业公司估值多跌至固定资产原值的20%-50%。

图表36: 最高估值位置吨钢估值相对固定资产原值的比率

吨最高估值/固定资产原值	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
华菱钢铁	0.37	0.61	0.39	0.35	0.31
宝钢股份	0.31	0.52	0.31	0.27	0.26
首钢股份	0.52	1.02	0.69	0.47	0.38
柳钢股份	0.44	0.56	0.37	0.28	0.18
南钢股份	0.87	1.07	0.69	0.62	0.77

资料来源: Wind, IFIND, 国盛证券研究所

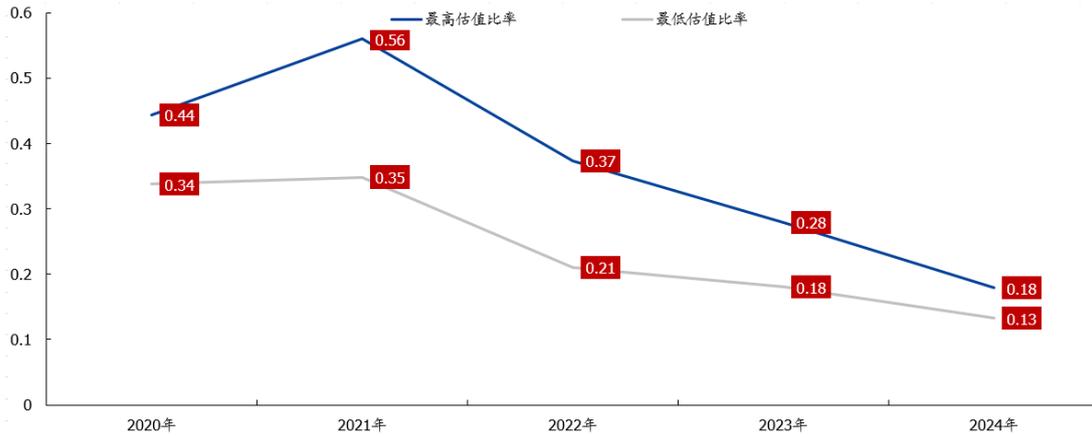
图表37: 最低估值位置吨钢估值相对固定资产原值的比率

吨最高估值/固定资产原值	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
华菱钢铁	0.17	0.27	0.23	0.26	0.18
宝钢股份	0.21	0.26	0.19	0.21	0.20
首钢股份	0.27	0.31	0.40	0.38	0.27
柳钢股份	0.34	0.35	0.21	0.18	0.13
南钢股份	0.46	0.63	0.48	0.48	0.48

资料来源: Wind, IFIND, 国盛证券研究所

从上述公司市值与固定资产原值的比率来看,一般而言固定资产原值的40%-60%之间是较为普遍合理的估值区域,考虑到正常经营所采取的财务杠杆比率,对于钢铁行业重资产、波动大的特征,多数钢企在30%区域上下进入偏低的估值位置,但也有部分钢企因为成本偏高、规模较大等原因,市场给予了较大幅度的折价,同时部分钢企因产品结构高端化程度较高获得了更高溢价。

图表38: 柳钢股份逐年估值比率



资料来源: Wind, IFIND, 国盛证券研究所

从当前估值比率情况来看,多数钢企均处于极低估值水平,距离景气回落年份估值上限以及景气向上年份估值上限均有较大距离,具有投资价值,其中柳钢股份近五年估值高位水平在0.56倍左右,对应市值为266亿左右,近三年估值高位水平在0.37倍左右,对应市值为178亿左右。

图表39: 当前估值比率情况(2025-8-8)

估值比率	当前固定资产原值(亿元)	当前市值(亿元)	比率
华菱钢铁	1333	409.7	0.31
宝钢股份	6280	1627.1	0.26
首钢股份	727	331.2	0.46
柳钢股份	475	156.8	0.33
南钢股份	438	282.4	0.64

资料来源: Wind, IFIND, 国盛证券研究所

4.投资建议

4.1.核心假设

售价方面，考虑到2025年上半年钢价走弱，同时“反内卷”预期增强带动下半年钢价偏强运行，预计2025年-2027年钢价小幅上涨，假定2025年-2027年公司中板材价格变动幅度分别为2%、1%、1%；小型材价格变动幅度分别为2%、1%、1%；冷轧钢带价格变动幅度分别为3%、2%、2%；镀锌钢带销售价格变动幅度分别为2%、1%、1%；热轧钢带产品销售价格变动幅度分别为2%、1%、1%，钢坯产品销售价格变动幅度分别为2%、2%、2%。

销量方面，考虑到公司产品结构调整仍在持续，型材产能持续让位于高毛利的冷轧、镀锌及热轧产品，以公司现有产能上限为基础，假定2025年-2027年公司中板材销量变动幅度分别为4%、0%、0%；小型材销量变动幅度分别为-9%、-10%、-12%；冷轧钢带销量变动幅度分别为14%、12%、11%；镀锌钢带销售销量变动幅度分别为12%、11%、10%；热轧钢带产品销售销量变动幅度分别为6%、5%、5%；钢坯产品销售销量变动幅度分别为0%、0%、0%。

毛利方面，2025年起原料端对钢厂利润的挤压显著缓和，各条产品线毛利均有修复，其中低端产品修复速度更快，假定2025年-2027年公司中板材吨钢毛利分别为-69元/吨、0元/吨、71元/吨；小型材吨钢毛利分别为96元/吨、97元/吨、98元/吨；冷轧钢带吨钢毛利分别为216元/吨、220元/吨、225元/吨；镀锌钢带销售吨钢毛利分别为286元/吨、330元/吨、375元/吨；热轧钢带产品销售吨钢毛利分别为250元/吨、289元/吨、328元/吨；钢坯产品销售吨钢毛利分别为246元/吨、287元/吨、329元/吨。

分产品销量、售价与毛利如下表所示：

图表40: 柳钢股份主要业务数据假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
中板材					
销量(万吨)	162	154	160	160	160
综合售价(元/吨)	3735	3399	3467	3502	3537
吨成本(元/吨)	3951	3618	3537	3502	3466
吨毛利(元/吨)	-215	-219	-69	0	71
小型材					
销量(万吨)	678	530	480	430	380
综合售价(元/吨)	3380	3143	3206	3238	3270
吨成本(元/吨)	3492	3155	3109	3141	3172
吨毛利(元/吨)	-112	-12	96	97	98
冷轧钢带					
销量(万吨)	126	217	247	277	307
综合售价(元/吨)	3969	3496	3601	3673	3746
吨成本(元/吨)	3820	3357	3385	3453	3522
吨毛利(元/吨)	149	140	216	220	225
镀锌钢带					
销量(万吨)	83	83	93	103	113
综合售价(元/吨)	4199	4008	4088	4129	4171
吨成本(元/吨)	4003	3762	3802	3799	3795
吨毛利(元/吨)	196	246	286	330	375
热轧钢带					
销量(万吨)	231	175	185	195	205
综合售价(元/吨)	3465	3505	3575	3611	3647
吨成本(元/吨)	3405	3313	3325	3322	3319
吨毛利(元/吨)	61	191	250	289	328
钢坯					
销量(万吨)	689	702	702	702	702
综合售价(元/吨)	3771	3443	3512	3582	3654
吨成本(元/吨)	3521	3220	3266	3296	3325
吨毛利(元/吨)	249	223	246	287	329

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

费用方面, 公司费用控制得当, 近三年来销售费用及管理费用占比稳定, 考虑到行业产能限制政策等因素影响, 预计公司费用端波动不大, 销售费用率假设 2025 年~2027 年分别为 0.06%、0.06%、0.06%; 管理费用率假设 2025 年~2027 年分别为 1.09%、1.11%、1.10%; 研发费用率假设 2025 年~2027 年分别为 1.68%、1.71%、1.69%。

图表41: 柳钢股份费用端假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.05%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用率	1.04%	1.13%	1.09%	1.11%	1.10%
研发费用率	1.61%	1.74%	1.68%	1.71%	1.69%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2. 盈利预测

基于以上假设, 预计 2025 年~2027 年公司营业收入分别为 719.2 亿元、731.6 亿元、744.5 亿元, 同比增速分别为+2.5%、+1.7%、+1.8%; 毛利率分别为 5.5%、6.2%、7.0%; 归母净利分别为 9.9 亿元、13.8 亿元、18.4 亿元。

图表42: 柳钢股份主要业务板块盈利预测(亿元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
中板材					
营业收入	60.4	52.4	55.5	56.0	56.6
yoy		-13.2%	5.8%	1.0%	1.0%
营业成本	63.9	55.8	56.6	56.0	55.5
yoy		-12.6%	1.4%	-1.0%	-1.0%
毛利率	-5.8%	-6.4%	-2.0%	0.0%	2.0%
小型材					
营业收入	229.1	166.5	153.9	139.2	124.3
yoy		-27.3%	-7.6%	-9.5%	-10.7%
营业成本	236.7	167.2	149.3	135.0	120.5
yoy		-29.4%	-10.7%	-9.5%	-10.7%
毛利率	-3.3%	-0.4%	3.0%	3.0%	3.0%
冷轧钢带					
营业收入	50.1	75.9	89.0	101.8	115.1
yoy		51.7%	17.2%	14.4%	13.0%
营业成本	48.2	72.9	83.7	95.7	108.2
yoy		51.3%	14.8%	14.4%	13.0%
毛利率	3.8%	4.0%	6.0%	6.0%	6.0%
镀锌钢带					
营业收入	34.8	33.4	38.1	42.6	47.2
yoy		-4.2%	14.3%	11.8%	10.8%
营业成本	33.2	31.3	35.4	39.2	43.0
yoy		-5.7%	13.2%	10.6%	9.6%
毛利率	4.7%	6.1%	7.0%	8.0%	9.0%
热轧钢带					
营业收入	80.1	61.2	66.0	70.2	74.6
yoy		-23.6%	7.8%	6.5%	6.2%
营业成本	78.7	57.8	61.4	64.6	67.9
yoy		-26.5%	6.1%	5.3%	5.0%
毛利率	1.7%	5.5%	7.0%	8.0%	9.0%
钢坯					
营业收入	259.7	241.7	246.5	251.4	256.5
yoy		-6.9%	2.0%	2.0%	2.0%
营业成本	242.5	226.0	229.2	231.3	233.4
yoy		-6.8%	1.4%	0.9%	0.9%
毛利率	6.6%	6.5%	7.0%	8.0%	9.0%
其他					
营业收入	82.5	70.2	70.2	70.2	70.2
yoy		-14.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	77.2	64.1	64.1	64.1	64.1
yoy		-17.0%	0.0%	0.0%	0.0%

毛利率	6.5%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
公司总计					
营业收入	796.7	701.3	719.2	731.6	744.5
yoy		-12.0%	2.5%	1.7%	1.8%
营业成本	780.3	675.1	679.6	686.0	692.5
yoy		-13.5%	0.7%	0.9%	0.9%
毛利率	2.1%	3.7%	5.5%	6.2%	7.0%
归母净利	-10.1	-4.3	9.9	13.8	18.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.3. 投资建议

公司为华南区域钢企龙头，在行业盈利与板块估值向好的背景下，权益产量增长与产品结构优化进入关键兑现期，为市场稀缺的增量改善标的，其盈利有望在新产能投产后持续修复，参考公司近三年来估值变动情况，我们认为公司估值有明显修复空间，近五年估值高位水平在 0.56 倍左右，对应市值为 266 亿左右，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

上游原料价格大幅上涨。

若铁矿或焦炭价格大幅上涨，导致生产成本显著上涨，进而影响后续利润实现。

钢材需求及产出规模测算可能存在偏差。

下游地产、基建、汽车等领域需求可能由于测算假设不准确、行业或突发事件的原因出现超预期下滑，行业产出规模可能因为测算假设不准确出现偏差。

新业务发展存在不确定性。

公司高端产品在国内外销售渠道拓展进度可能不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com