

柳钢股份(601003)/钢铁
三季度长弱板强，盈利环比下滑
评级：持有(维持)

市场价格：4.61

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

邮箱：duhui@r.qizq.com.cn

分析师：郭皓

执业证书编号：S0740519070004

邮箱：guohao@r.qizq.com.cn

分析师：曹云

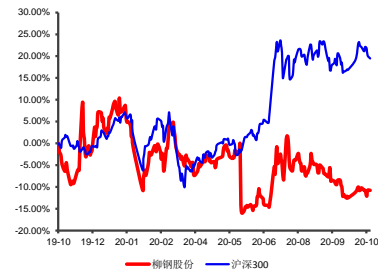
执业证书编号：S0740519070006

电话：021-20316766

邮箱：caoyun@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	25.63
流通股本(亿股)	25.63
市价(元)	4.61
市值(亿元)	118
流通市值(亿元)	118

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 二季度盈利环比有所修复
- 2 全年盈利同比大幅下滑
- 3 四季度盈利环比大幅改善

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,351	48,620	50,728	52,014	53,477
增长率 yoy%	13.94%	2.68%	4.33%	2.54%	2.81%
净利润	4,610	2,347	1,663	1,726	1,807
增长率 yoy%	74.20%	-49.09%	-29.15%	3.80%	4.71%
每股收益(元)	1.80	0.92	0.65	0.67	0.71
每股现金流量	2.21	1.91	1.15	1.10	1.08
净资产收益率	43.78%	20.69%	13.66%	13.24%	12.97%
P/E	2.56	5.03	7.11	6.85	6.54
PEG	-0.09	-0.60	-0.50	-0.25	-0.78
P/B	1.12	1.04	0.97	0.91	0.85

备注：

投资要点

- 业绩概要：**公司发布2020年第三季度报告，1-9月实现营业收入371.67亿元，同比增5.82%；实现归属于上市公司股东净利润12.36亿元，同比降16.72%，折合EPS为0.48元；实现扣非后归母净利12.13亿元，同比降16.41%。其中，Q3实现营业收入141.63亿元，同比增15.68%，同比增15.0%；实现归母净利润4.63亿元，同比增111.87%，环比降23.88%，折合EPS为0.18元。
- 吨钢数据：**公司前三季度分别实现净利润1.64亿元、6.08亿元和4.63亿元，以公司披露的经营数据测算，前三季度钢材销量分别为177万吨、240万吨和245万吨，对应吨钢净利分别为93元、253元和189元，三季度环比二季度下降64元。
- 财务数据：**2020年1-9月综合毛利率7.43%，同比降1.62PCT，虽然前三季度平均销售单价同比下滑7.11%，但销量同比增长14.26%，营收端同比增5.82%，而成本端受矿价上涨影响同比增7.71%，毛利率小幅下滑；1-9月期间费用率3.54%，同比降0.52PCT；1-9月净利率3.32%，同比降0.9PCT。具体第三季度数据如下：Q3综合毛利率7.03%，同比增0.24PCT，环比降1.97PCT，下降主要原因在于矿价环比涨幅较大带动成本端上行17.48%；Q3期间费用率3.21%，同比降1.61PCT，环比降0.09PCT；Q3净利率3.27%，同比增1.48PCT，环比降1.67PCT。
- Q3长材表现不及板材：**根据我们测算，不考虑原料库存周期，2020Q3热轧、冷轧、螺纹钢及中厚板平均吨钢毛利分别为273元、-44元、135元和46元，环比变动131元、226元、-195元和-101元，变动幅度为992.5%、83.6%、-59.2%和-68.8%。长材与板材盈利表现分化主要由于板材下游工程机械及汽车行业景气度明显提升，而建筑行业在经历了Q2的复工快速反弹，进入三季度之后节奏放缓，公司棒线材为主的产品结构盈利趋势与行业保持一致，但整体回落幅度优于行业。
- 增资广西钢铁：**近期公司发布公告，拟通过货币资金对广西钢铁进行增资，并获得广西钢铁新增股权，本次增资完成后，上市公司将取得广西钢铁的控制权，实现对广西钢铁并表（其中60亿货币资金增加广西钢铁注册资本，其余进入资本公积，具体增资价格以2020年6月30日评估值为基础双方协商）。本次交易完成后，广西钢铁将成为公司控股子公司，上市公司将深度参与防城港基地后续建设，有利于未来生产及管理上的协同。广西钢铁投产后主要钢材产品包括高强螺纹钢、合金钢棒材、优质线材、热轧宽带钢、冷轧板、热镀锌卷板等建筑、汽车、机械等行业的用钢，有助于公司完善现有产品供应体系、优化产品结构，满足客户多元化需求。同时，上市公司可借助防城港钢铁基地的区位优势，积极开拓东盟国家的市场，提升公司的行业地位和品牌影响力，增强公司持续盈利能力。
- 投资建议：**公司作为广西地区钢材龙头企业，产品以棒线材为主，增资广西钢铁后将丰富公司产品结构，且增强持续盈利能力，但七月份地产调控重新升级后，九月份销售拿地开工均出现见顶回落迹象，加之今年基建发力不足，后期建筑行业需求面临较大压力。行业盈利回落或对公司业绩增长构成不利影响。我们预计公司2020-2022年EPS为0.65元、0.67元、0.71元，维持“持有”评级。
- 风险提示：**宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端压力持续增加。

图表 1: 季度财务数据

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业收入 (百万)	11869.95	12897.87	10260.74	12617.03	12243.98	13498.35	10687.04	12316.37	14163.32
营业成本 (百万)	9999.73	10917.85	9561.47	10968.45	11412.11	11931.67	10028.44	11208.00	13167.50
销售费用 (百万)	13.27	18.47	17.11	12.65	13.46	73.75	34.70	13.64	15.62
管理费用 (百万)	91.91	197.60	89.20	106.02	100.40	131.75	137.18	106.11	113.10
研发费用 (百万)	77.96	117.27	116.71	447.42	446.94	387.88	244.04	252.92	334.00
财务费用 (百万)	205.58	1.34	3.14	43.29	29.35	-17.63	39.65	33.25	-8.13
利润总额 (百万)	1428.05	1557.19	451.41	1037.05	222.22	948.52	193.41	677.41	544.57
所得税费用 (百万)	214.21	201.91	67.71	155.56	3.69	85.38	28.99	69.20	81.58
净利润 (百万)	1213.85	1355.28	383.70	881.50	218.52	863.13	164.43	608.21	462.99
EPS	0.47	0.53	0.15	0.35	0.09	0.34	0.06	0.24	0.18
毛利率	15.8%	15.4%	6.8%	13.1%	6.8%	11.6%	6.2%	9.0%	7.0%
期间费用率	3.3%	2.6%	2.2%	4.8%	4.8%	4.3%	4.3%	3.3%	3.2%
所得税率	15.0%	13.0%	15.0%	15.0%	1.7%	9.0%	15.0%	10.2%	15.0%
净利率	10.2%	10.5%	3.7%	7.0%	1.8%	6.4%	1.5%	4.9%	3.3%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 财务费用

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	47,351	48,620	50,728	52,014	53,477	货币资金	5,971	3,513	3,551	3,641	3,743
增长率	13.9%	2.7%	4.3%	2.5%	2.8%	应收款项	3,752	3,596	4,210	3,303	4,570
营业成本	-40,535	-43,874	-46,923	-48,009	-49,253	存货	5,180	6,470	6,042	7,293	7,756
% 销售收入	85.6%	90.2%	92.5%	92.3%	92.1%	其他流动资产	330	328	464	346	475
毛利	6,816	4,746	3,805	4,005	4,225	流动资产	15,233	13,907	14,268	14,583	16,544
% 销售收入	14.4%	9.8%	7.5%	7.7%	7.9%	% 总资产	61.1%	52.6%	52.5%	53.3%	56.7%
营业税金及附加	-255	-145	-142	-151	-160	长期投资	4	3,356	3,357	3,357	3,358
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	9,239	8,686	8,088	7,571	7,126
营业费用	-57	-117	-91	-104	-107	% 总资产	37.0%	32.8%	29.8%	27.7%	24.4%
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	9	6	11	12	10
管理费用	-524	-427	-1,623	-1,716	-1,765	非流动资产	9,718	12,538	12,909	12,793	12,630
% 销售收入	1.1%	0.9%	3.2%	3.3%	3.3%	% 总资产	38.9%	47.4%	47.5%	46.7%	43.3%
息税前利润 (EBIT)	5,980	4,057	1,948	2,034	2,193	资产总计	24,951	26,446	27,177	27,376	29,174
% 销售收入	12.6%	8.3%	3.8%	3.9%	4.1%	短期借款	5,258	2,355	2,711	1,477	624
财务费用	-370	-58	-59	-70	-139	应付款项	6,030	10,421	11,109	11,628	13,453
% 销售收入	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	其他流动负债	1,353	977	1,107	1,153	1,075
资产减值损失	-7	6	6	8	9	流动负债	12,641	13,753	14,927	14,258	15,151
公允价值变动收益	0	0	1	-1	0	长期贷款	1,703	1,278	0	0	0
投资收益	-2	3	6	5	6	其他长期负债	79	71	80	85	87
% 税前利润	—	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	负债	14,422	15,102	15,007	14,343	15,238
营业利润	5,600	4,008	1,903	1,975	2,068	普通股股东权益	10,529	11,343	12,170	13,033	13,936
营业利润率	11.8%	8.2%	3.8%	3.8%	3.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	3	-2	-1	2	3	负债股东权益合计	24,951	26,446	27,177	27,376	29,174
税前利润	5,604	4,006	1,902	1,977	2,071						
利润率	11.8%	8.2%	3.7%	3.8%	3.9%						
所得税	-776	-312	-227	-235	-246						
所得税率	13.9%	7.8%	11.9%	11.9%	11.9%						
净利润	4,610	2,347	1,663	1,726	1,807						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
归属于母公司的净利润	4,610	2,347	1,663	1,726	1,807						
净利率	9.7%	4.8%	3.3%	3.3%	3.4%						

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4,610	2,347	1,663	1,726	1,807
加: 折旧和摊销	872	883	736	777	837
资产减值准备	-7	-6	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	1	-1	0
财务费用	370	58	59	70	139
投资收益	2	-3	-6	-5	-6
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	106	1,034	490	241	-3
经营活动现金净流	5,652	4,885	2,943	2,808	2,775
固定资本投资	545	507	-1,097	-651	-664
投资活动现金净流	-16	-3,384	-1,102	-654	-668
股利分配	-1,538	-1,538	-831	-863	-904
其他	-1,028	-2,969	-971	-1,200	-1,100
筹资活动现金净流	-2,566	-4,507	-1,802	-2,063	-2,004
现金净流量	3,069	-3,005	38	90	102

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	1.80	0.92	0.65	0.67	0.71
每股净资产 (元)	4.11	4.43	4.75	5.09	5.44
每股经营现金净流 (元)	2.21	1.91	1.15	1.10	1.08
每股股利 (元)	0.60	0.60	0.32	0.34	0.35
回报率					
净资产收益率	43.78%	20.69%	13.66%	13.24%	12.97%
总资产收益率	18.48%	8.87%	6.12%	6.30%	6.19%
投入资本收益率	40.23%	20.21%	14.25%	14.99%	16.68%
增长率					
营业总收入增长率	13.94%	2.68%	4.33%	2.54%	2.81%
EBIT 增长率	91.85%	-32.27%	-51.91%	4.12%	7.92%
净利润增长率	74.20%	-49.09%	-29.15%	3.80%	4.71%
总资产增长率	8.13%	5.99%	2.77%	0.73%	6.57%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.7	1.6	1.7	1.0	1.5
存货周转天数	37.8	43.1	44.4	46.2	50.7
应付账款周转天数	32.2	37.3	48.0	50.0	52.0
固定资产周转天数	72.3	66.4	59.5	54.2	49.5
偿债能力					
净负债/股东权益	36.88%	6.22%	-2.40%	-11.70%	-17.83%
EBIT 利息保障倍数	16.2	69.7	33.3	28.9	15.7
资产负债率	57.80%	57.11%	55.22%	52.39%	52.23%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、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。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。