

# 柳钢股份 (601003)

## 高成长、吨钢市值低的华南钢铁隐形龙头

### 买入 (首次)

2023年03月07日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书: S0600121040010

wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	92,252	84,000	100,000	110,000
同比	69%	-9%	19%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	1,456	-2,035	2,816	3,669
同比	-15%	-240%	238%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.57	-0.79	1.10	1.43
P/E (现价&最新股本摊薄)	7.76	-	4.01	3.08

关键词: #困境反转 #产能扩张

- 华南钢铁龙头:** 公司母公司为柳钢集团, 成立于 1958 年, 位于广西柳州; 实控人为广西国资委。公司 2007 年在上交所上市。2021 年粗钢产量达到 1929 万吨, 居于行业前列; 盈利结构上, 型材毛利占比过半。
- 钢铁行业: 需求向好, 焦煤、焦炭让利, 行业盈利回暖可期。** 节后工地开工迅速恢复, 基建逆周期发力托底内需, 各地项目储备充足, 投资高增可期; 保交楼下, 地产需求有望持续修复。而供给端, 我们认为产量平控仍为大概率, 因此行业将迎来需求推动的弱复苏。而成本端, 随着澳煤进口放开, 煤价虽然不会下跌, 但上涨天花板将出现, 从而对钢铁让利 (煤价向上弹性弱于钢价)。故行业景气回升, 盈利改善可期。
- 吨钢市值最低 (弹性最大) 的主流钢铁股。** 公司目前合计拥有生铁、粗钢和钢材的产能为 1625、1880、1819 万吨 (权益产能分别为 1295/1539/1321 万吨), 居于钢铁行业前列。公司吨钢市值仅 679 元, 远低于行业平均水平的 1689 元。因此我们认为在行业盈利水平有望显著改善的情况下, 公司有望拥有更大的市值空间。同时, 公司吨钢生产成本大约较行业平均水平低 10%, 吨钢费用成本大约低 28%。公司 2011-2021 年的平均 ROE 为 13%, 位居行业第二。
- 增资控股+新建产能, 最具成长性的钢铁股:** 1) 广西钢铁最早为武钢和广西国资委合资成立, 中途一度为武钢独资; 后由母公司柳钢集团、柳钢股份多次增资, 最终由上市公司控股。目前公司持股 45.83%, 对广西钢铁的最终表决权合计比例为 91.41%。广西钢铁目前拥有炼铁、炼钢和钢材实际产能分别为 608、630、919 万吨; 在建炼钢产能 210 万吨。2) 此外, 公司在互动平台表示, 公司控股股东也在上市时承诺优先将热轧和冷轧生产线转让给公司。3) 广西钢铁目前仍富余的炼铁、炼钢的许可产能额度分别为 242、290 万吨, 赋予公司潜在增长空间。
- 区位优势: 价格高, 需求旺盛。** 广西地区钢价存在溢价, 螺纹钢和热轧等代表性产品价格均高于北京、上海和全国平均水平。此外广西 2023 年总投资目标 46486.42 亿元, 年度计划投资 4261.67 亿元, 重大项目较多, 区域需求有望持续旺盛。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑行业供需平稳、盈利扭亏为盈, 以及公司的管理优势, 我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 840/1000/1100 亿元, 同比增速分别为 -9%/19%/10%; 归母净利润分别为 -20/28/37 亿元, 同比分别为 -240%/238%/30%; 对应 2022-2024 年 PE 分别为 -/4.0/3.1x。公司估值低于可比公司均值, 考虑公司吨钢市值较低且具备成长性, 故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示:** 若需求不及预期; 原材料波动超预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.37
一年最低/最高价	3.29/6.09
市净率(倍)	1.17
流通 A 股市值(百万元)	11,199.41
总市值(百万元)	11,199.41

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.73
资产负债率(% ,LF)	69.33
总股本(百万股)	2,562.79
流通 A 股(百万股)	2,562.79

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 华南龙头，特色多元</b> .....	<b>4</b>
1.1. 耕耘一甲子，华南巨头.....	4
1.2. 国资委实控，多元化布局.....	4
1.3. 型材业务为主，收入大幅攀升.....	5
<b>2. 钢铁行业：需求向好，焦煤、焦炭让利，板块盈利回暖可期</b> .....	<b>6</b>
2.1. 需求：地产基建回暖超预期.....	6
2.2. 供给：产量平控仍为大概率.....	10
2.3. 供需反转可期，钢价有望看涨.....	11
2.4. 焦煤、焦炭有望让利.....	11
2.5. 钢厂盈利水平有望显著回升.....	13
<b>3. 吨市值低、盈利能力强，高成长可期</b> .....	<b>15</b>
3.1. 产能规模大，成长仍可期.....	15
3.2. 吨钢市值行业最低，高弹性可期.....	17
3.3. 成本管控水平优异，吨钢利润.....	18
3.4. ROE 水平居于前列.....	19
<b>4. 增资控股广西钢铁，防城港项目稳步推进</b> .....	<b>20</b>
4.1. 两次增资，控股广西钢铁.....	20
4.2. “海上钢城”.....	21
4.3. 地理位置良好，技术与市场双优.....	21
<b>5. 区位优势：需求大、价格高</b> .....	<b>23</b>
5.1. 华南地区钢材享有溢价.....	23
5.2. 2023 重大项目较多，需求持续旺盛.....	24
<b>6. 盈利预测、估值与投资建议</b> .....	<b>24</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 公司实控人为广西国资委 (2022 年 12 月 21 日) .....	5
图 3: 公司型材、钢坯产量占比超七成.....	5
图 4: 2021 年公司主营业务收入结构.....	5
图 5: 型材为主要业务.....	6
图 6: 钢铁业务毛利率呈下降趋势.....	6
图 7: 各地开工率回暖显著 (单位: %) .....	7
图 8: 全国钢贸成交量显著上升 (单位: 万吨) .....	7
图 9: 钢毛成交量逐步回升 (单位: 吨) .....	7
图 10: 房屋新开工与竣工面积 (累计同比, %) .....	8
图 11: 商品房销售面积 (累计同比, %) .....	8
图 12: 动力煤价格 (元/吨) .....	12
图 13: 钢煤比价格步入历史低位.....	12
图 14: 钢炭比亦有望能投到.....	12
图 15: 铁矿价格总体下行.....	14
图 16: 五大品种平均成本滞后毛利底部回升.....	14
图 17: 公司 2018-2021 年按产品划分的主营收入占比 .....	16
图 18: 历年吨钢生产成本 (单位: 元) .....	18
图 19: 公司吨钢费用成本 (单位: 元) .....	18
图 20: 钢铁企业生产成本主要构成 (2021 年) .....	18
图 21: 公司历年费用变化情况 (单位: 元) .....	18
图 22: 2011-2021 钢铁行业个股平均 ROE (单位: %) .....	19
图 23: 2011-2021 年柳钢股份 ROE (单位: %) .....	19
图 24: 柳钢防城港千万级钢铁项目平衡图.....	22
图 25: 华南地区螺纹价格较高 (单位: 元/吨) .....	24
图 26: 华南地区热轧价格较高 (单位: 元/吨) .....	24
表 1: 钢铁行业需求测算拆分 (单位: 万吨) .....	9
表 2: 各省减产、限产政策.....	10
表 3: 国内钢铁供需平衡表测算.....	11
表 4: 钢厂盈利测算 (单位: 元) .....	13
表 5: 公司产能分布 (单位: 万吨) .....	15
表 6: 公司产品种类.....	15
表 7: 钢铁行业吨市值和市值情况 (2023.3.3) (单位: 元/亿元) .....	17
表 8: 主流钢铁上市公司 ROE 一览 (单位: %) .....	19
表 9: 防城港钢铁项目主要钢材产品及计划产能.....	21
表 10: 2022 年第一批自治区层面统筹推进重大项目方案.....	22
表 11: 公司分业务营收毛利拆分.....	24
表 12: 可比公司估值 (2023.3.3) .....	25

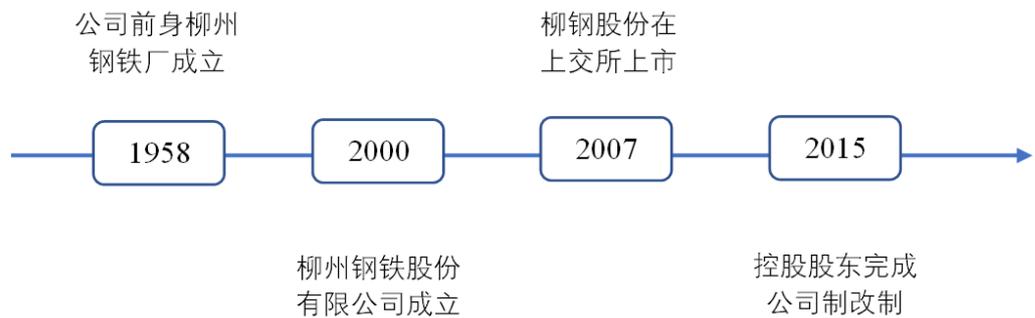
## 1. 华南龙头，特色多元

广西柳州钢铁集团有限公司（以下简称柳钢）是我国华南、西南地区特大型的钢铁联合企业，是我国首个“云上钢厂”。目前公司已经建立“4+2+X”的特色多元产业体系，以工程建设与服务、冶金贸易、循环经济、新材料四大产业为重点，做强物流及和医养两大特色产业，培育若干新兴产业，实现了钢铁主业与多元产业呈现“两翼齐飞”新发展。

### 1.1. 耕耘一甲子，华南巨头

柳州钢铁股份有限公司原名广西柳州金程股份有限公司，成立于 2000 年，由广西柳州钢铁（集团）公司等五家公司共同发起设立。2007 年 2 月 27 日，柳钢股份在上海证券交易所挂牌上市。2015 年，柳钢股份控股股东广西柳州钢铁（集团）公司由全民所有制企业改制为有限责任公司（国有独资），并更名为广西柳州钢铁集团有限公司。

图1：公司历史沿革



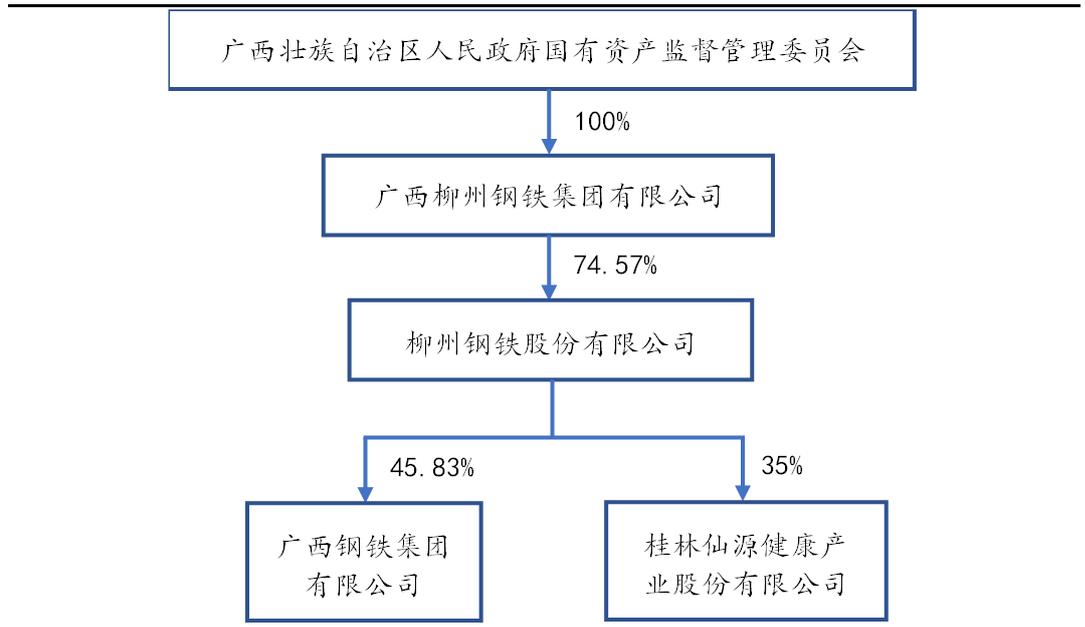
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2021 年，公司铁、钢、钢材产量分别为 1704 万吨、1929 万吨、1234 万吨，同比分别增长 24.29%、26.08%、28.27%。

### 1.2. 国资委实控，多元化布局

柳钢股份大股东为广西柳州钢铁集团有限公司，持股比例 74.57%；广西柳州钢铁集团有限公司由广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会 100%持股，广西国资委为柳钢股份的实际控制人。公司目前有三家控股参股公司，业务涵盖黑色金属冶炼和压延加工业、商业服务业、装卸搬运和仓储业。其中广西钢铁公司于 2021 年 12 月成为柳钢股份的控股子公司；广西钢铁参股公司防城港赤沙码头有限公司目前处于在建期，尚未开始生产。

图2: 公司实控人为广西国资委 (2022 年 12 月 21 日)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

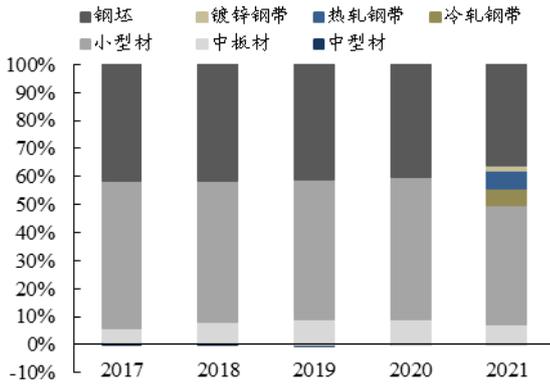
### 1.3. 型材业务为主，收入大幅攀升

公司主要从事烧结、炼铁、炼钢及其副产品的销售，钢材轧制、加工及其副产品的销售；主要产品涵盖中厚板、连轧中型材、高速线材、小型材、热轧宽带钢、冷轧板、热镀锌卷板等 60 多个系列、500 多个品种，广泛应用于机械制造、能源交通、船舶、桥梁建筑、金属制品、核电、拉绳等行业。

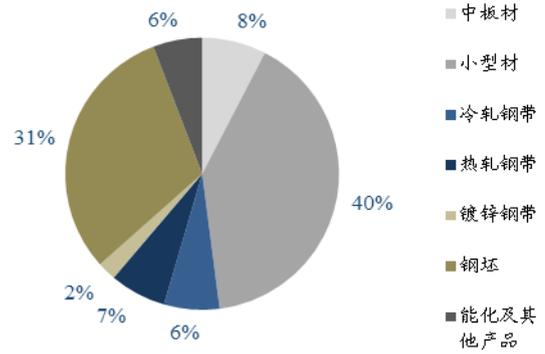
公司产品结构以型材、钢坯为主。2021 年公司型材（小型材和中型材）、钢坯产量分别为 819.25 万吨和 681.81 万吨，占比 42.65%和 35.76%，总占比超七成。其余冷轧钢带、热轧钢带、镀锌钢带产量分别为 112.58、123.23 和 36.53 万吨，占比分别为 5.86%、6.42%、1.90%。

图3: 公司型材、钢坯产量占比超七成

图4: 2021 年公司主营业务收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

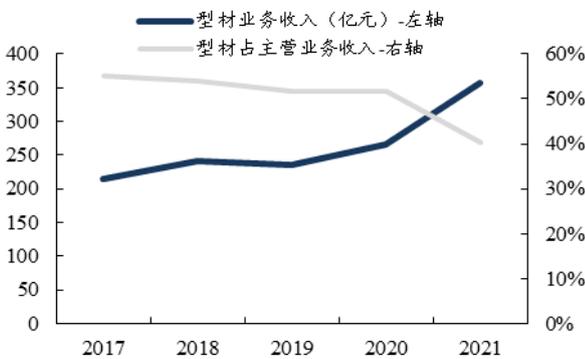


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收入结构来看，公司以型材收入为主，钢铁业务收入大幅攀升，毛利率呈下降趋势。

2021年，型材收入占主营业务收入约四成，与往年相比略有下降，但仍为最主要收入来源；钢铁业务收入占主营业务收入的94%，非钢业务主要是能源、化工及副产品等其他销售。2021年各产品营业收入及营业成本均有上升，钢铁业务营业收入达到832亿元。2021年钢铁业务毛利率为9.46%，呈下降趋势。

图5：型材为主要业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：钢铁业务毛利率呈下降趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 钢铁行业：需求向好，焦煤、焦炭让利，板块盈利回暖可期

### 2.1. 需求：地产基建回暖超预期

据百年建筑近日调研数据显示，截至今年2月14日，全国施工企业开复工率为76.5%，环比提升38.1个百分点，较2022年正月廿四提升6.9个百分点。此外，各省份

也加快推动重大项目开工建设，开启基建“加速跑”模式。

据百年建筑网第三轮开复工调研来看，华东房建开工率最高达到 81%，房建劳务到岗率 62.9%。相较于全国其它地区相关项目需求在后期或将得到较大的回升，加气块的产量也将得到一定的增加。华南、华中等地相关房建市场均接近 80%，部分企业反馈因项目资金环境不理想，前期回款较差，大部分房建项目处于启动阶段，部分企业对加气块的需求或将推迟。从整体来看，房建行业当地的房建开工率达到 12.5%，相较于上期东北市场属实是“破冰”业对于资金环境处于观望的态度，但是相关需求的回升趋势也将到来。

预计全国加气块市场供需的回升将持续下去，对于加气块市场的回暖趋势大部分厂家以及下游施工方怀有较大的积极态度。

图7：各地开工率回暖显著（单位：%）

百年建筑调研全国工地开复工情况（截止2月14日）

区域	总开工率	较上期	较去年	劳务到位率	较上期	较去年
华东	82.5%	45.2%	11.2%	72.9%	29.4%	1.0%
华南	76.1%	36.1%	-2.2%	70.7%	25.4%	-6.9%
华中	83.6%	27.3%	9.2%	76.7%	21.8%	1.4%
西南	71.0%	22.6%	8.7%	55.8%	15.9%	-7.6%
西北	50.7%	29.5%	-4.7%	37.6%	9.2%	-8.6%
华北	53.5%	28.5%	23.9%	59.5%	17.7%	13.8%
东北	14.3%	0.0%	-26.6%	12.9%	0.0%	-31.7%
全国	76.5%	38.1%	6.9%	68.2%	24.9%	-2.5%

数据来源：百年建筑

数据来源：百年建筑网，东吴证券研究所

得益于下游开工向好，全国钢贸成交量显著回升。截至 2023 年 2 月 17 日，全国钢贸周均成交量高达 14 万吨，环比大增 76%、同比增 93%。

图8：全国钢贸成交量显著上升（单位：万吨）

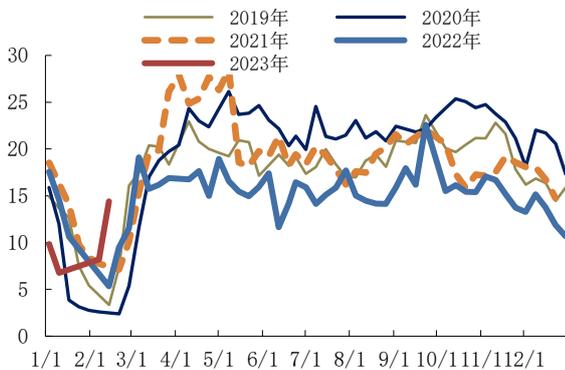
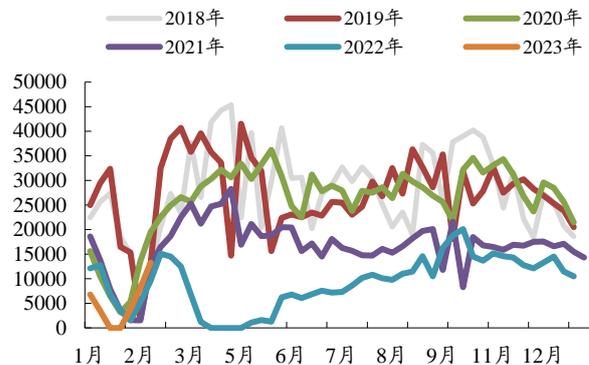


图9：钢毛成交量逐步回升（单位：吨）

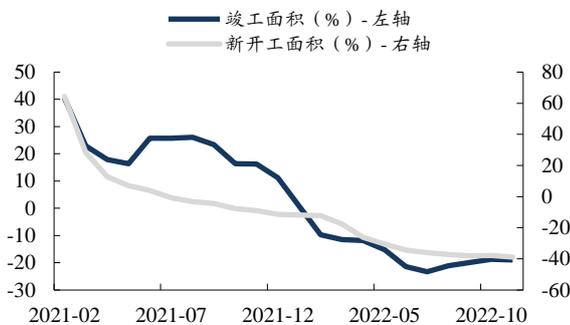


数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

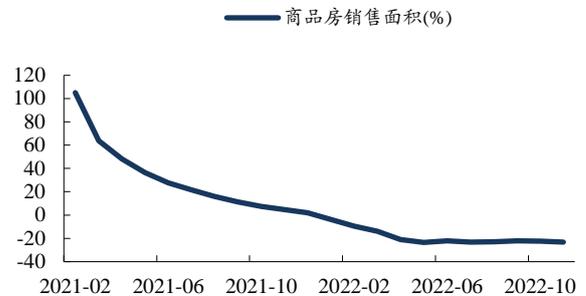
**政府“三支箭”维稳房地产市场供给，稳健房企或迎重大利好。**在房市销售与投资双双走弱的背景下，政府对地产行业的支持力度逐步加大，意在缓解房企融资难融资贵的问题，维稳房市，实现“保交楼”。三支箭是指政府从信贷、债券、股权三个融资主渠道放宽政策。2022年11月23日，央行、银保监会发布“金融16条”，“第一支箭”落地，多家房企陆续加入支持房企融资队列，超70家房企获银行意向性授信逾3万亿元。

图10: 房屋新开工与竣工面积 (累计同比, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 商品房销售面积 (累计同比, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

11月8日，为落实稳经济一揽子政策措施，坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业健康发展，在中国央行的支持和指导下，中国银行间市场交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，并且后续可视情况进一步扩容。截至12月上旬，交易商协会已受理的八家房企储架式注册发行申请规模达1210亿元。

“第三支箭”是民营企业股权融资支持工具。11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施。本次调整优化的5项措施包括：一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资；三、调整完善房地产企业境外市场上市政策；四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；五、积极发挥私募股权投资基金作用。这标志着“第三支箭”的正式落地，也是自2010年被暂停之后，时隔12年重新开启，有望提振市场预期与信心。股权融资可以在不增加公式负债的前提下缓解公司资金链紧张的困境，有利于改善公司的资产负债表。但“三支箭”着力消化房企的存量资产，保证现有项目的正常交付，从而实现“保交楼，保民生”，因此对于稳健经营的房企是一大利好，对中高风险房企的作用有限。但爆雷房企也可以通过重组清理

### 债务关系，提高行业集中度。

此轮房市政策具有可持续性，地产行业景气度有望提升。12月15日，国务院副总理刘鹤在第五轮中国-东盟工商领袖和前高官对话上发表书面致辞时表示，“房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。”此次对房地产在国民经济中的地位特别强调，体现了国家带动房地产市场恢复的决心，意味着“三支箭”政策具有可持续性。此番积极信号的释放有望稳定市场预期，提升行业景气度，房地产投资已具备了在明年逐渐止跌企稳的条件。

因此，我们测算基于以下依据：

- 1) 得益于地产政策利好和稳增长发力，基建和地产均有不同程度回暖，其中地产需求降幅收窄至-1%；建筑业需求增速转正，我们预计2023年建筑业用钢需求增速为1%。
- 2) 制造业领域中，我们认为起主要驱动作用的仍为地产链相关的工程机械以及汽车、家电、以及能源用钢。考虑疫后管控放松，我国出口仍能保持较高增速，造船及出口需求仍能保持较高水平，因此我们预计2023年制造业相关用钢需求增速为4%。

最终我们测算得2023年我国粗钢需求量为10.22万吨，同比增速为1.5%。

表1：钢铁行业需求测算拆分（单位：万吨）

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E
建筑业	46386	47545	46708	44212	44848
YOY	5%	2%	-2%	-5%	1%
其中，基建	23199	23663	23781	24495	25230
YOY	3%	2%	1%	3%	3%
其中，地产	23187	23882	22927	19717	19619
YOY	7%	3%	-4%	-14%	-1%
制造业	46194	49063	52155	50946	52804
YOY	5%	6%	6%	-2%	4%
其中，机械	21131	22822	23735	21836	22382
YOY	6%	8%	4%	-8%	3%
其中，汽车	7659	7582	8341	8591	8848
YOY	-4%	-1%	10%	3%	3%
其中，家电	1936	1878	2065	2076	2128
YOY	7%	-3%	10%	1%	3%
其中，造船	2657	2524	2777	2721	2803
YOY	8%	-5%	10%	-2%	3%

其中，集装箱	1652	1982	2280	2166	2252
	-15%	20%	15%	-5%	4%
其中，能源化工	4901	5391	5661	6114	6725
YOY	30%	10%	5%	8%	10%
其他	6258	6884	7297	7443	7666
YOY	6%	10%	6%	2%	3%
终端需求	92580	96609	98863	95158	97652
YOY	5%	4%	2%	-4%	3%
外部需求	5800	1794	6000	5500	4500
YOY	-5%	-69%	234%	-8%	-18%
<b>总需求</b>	<b>98380</b>	<b>98403</b>	<b>104863</b>	<b>100658</b>	<b>102152</b>
<b>YOY</b>	<b>4.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>6.6%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>1.5%</b>

数据来源：国家统计局，中钢协，mysteel，东吴证券研究所测算

## 2.2. 供给：产量平控仍为大概率

2020年，工信部于年底重点提到，围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程，钢铁行业作为能源消耗高密集型行业，要坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。此外各省也出台了各项对钢铁行业的限产政策：

表2：各省减产、限产政策

省份	年份	政策
工信部	2021年1月	钢铁压减产量是我国完成碳达峰、碳中和目标任务的重要举措，工信部将从四方面促进钢铁产量压减。
唐山市	2021年2月	《关于启动重污染天气Ⅱ级应急响应的通知》，其主要内容是23家大钢厂停产限产，热轧企业停产，冷轧企业停止公路运输，高炉铸造企业按级别限产减排。
唐山市	2021年3月	《钢铁行业企业限产减排措施的通知》，其主要内容是要求在3月20日起至年底，对全市全流程钢铁企业按照30-50%的减排比例执行限产措施。
邯郸市	2021年4月	《2021年二季度重点行业生产调控方案》，其主要内容是视全市空气质量和气象条件情况适时调整限产比例。
工信部	2021年5月	《钢铁行业产能置换实施办法》，其主要内容是严格置换要求：大气污染防治重点区域置换比例不低于1.5:1，其他地区置换比例不低于1.25:1。

宁夏中卫 2021年6月

《关于对部分高耗能企业实施限产通知》，其主要内容是要求现有“两高”生产企业(涉及钢铁、铁合金等行业)，6月份限产30%、7-12月份。

江苏徐州 2021年6月

钢铁行业生产情况调查会，其主要内容是根据能耗双控目标剩余总量再限产30%。落实年度钢铁行业供给侧结构性改革任务，要求今年全年粗钢产量不超去年的大方向。

数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

### 2.3. 供需反转可期，钢价有望看涨

在产量平控，需求仍有提升的情况下，我们预计2023年钢铁行业供需好转，产能利用率维持在84.2%。

- 1) 钢铁无新审批产能，且产量亦难有增长，我们认为2023年粗钢产量小幅下滑至10.05亿吨，同比增-1%；
- 2) 随着地产链复苏叠加制造业维持稳步增长，我们预计2023年粗钢总需求增长1.5%。其中国内钢铁需求同比增长3%；国外需求同比下滑18%。

表3: 国内钢铁供需平衡表测算

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E
国内需求(万吨)	92580	96609	98863	95158	97652
YOY	5%	4%	2%	-4%	3%
外部需求(万吨)	5800	1794	6000	5500	4500
YOY	-5%	-69%	234%	-8%	-18%
粗钢总需求(万吨)	98380	98403	104863	100658	102152
YOY	4.3%	0.0%	6.6%	-4.0%	1.5%
库存变化(万吨)	2220	7197	-1585	642	-1652
YOY	-719%	224%	-122%	-141%	-357%
粗钢实际总产量(万吨)	100600	105600	103278	101300	100500
YOY	7%	5%	-2%	-2%	-1%
粗钢总有效产能(亿吨)	11.2	11.9	11.9	11.9	11.9
YOY	11%	6%	0%	0%	0%
产能利用率(含表外)	89.8%	88.7%	86.5%	84.9%	84.2%

数据来源: mysteel, 中钢协, 东吴证券研究所测算

### 2.4. 焦煤、焦炭有望让利

动力煤价格有望下行。目前下游工业企业已基本复工复产，但用电复苏力度不及预

期，终端电厂煤耗增幅不大，加之当前电厂库存高企，并不急于采买补充，部分沿海电厂有意识的降库，主动对前期签订的长协煤进行减量，叠加近日大集团采购价格连续下调，使得下游观望待降情绪较浓，补库积极性偏低。据 Mysteel 统计，截止 2 月 17 日全国 72 家电厂样本区域存煤总计 922.4 万吨，周环比减少 41.8 万吨；日耗 52.54 万吨，环比上升 4.2 万吨，可用天数 17 天。

图12: 动力煤价格 (元/吨)



数据来源：郑州商品交易所，东吴证券研究所

近期陕西主产区多数煤矿已收假复工，煤矿开工率逐步提升，煤炭供应量持续增加，未复产煤矿等待验收结果，预计下周可恢复生产。据调研数据显示，本周陕西煤矿样本库存 29.6 万吨，周环比增加 1.1 万吨。目前下游电厂对市场煤采购有限，非电企业持观望状态，需求疲软，致使产地整体拉运情况一般，煤矿迫于库存压力下调价格，单日降幅 30-80 元/吨不等，降价后销售情况改善有限，预计短期内煤价将继续回落。而钢煤比、钢焦比均达到了 1.7 和 1.4 的历史较低水平；看好后续钢价修复。

图13: 钢煤比价格步入历史低位



图14: 钢炭比亦有望能投到



数据来源：大连商品交易所，郑州商品交易所，东吴证券研究所测算

数据来源：大连商品交易所，郑州商品交易所，东吴证券研究所测算

## 2.5. 钢厂盈利水平有望显著回升

我们预计 2023 年钢价小幅而成本涨幅弱于钢价，钢厂毛利显著回升。

- ✓ 2023 年五大品种钢价、成本增幅分别为 140 元/吨、36 元/吨。我们认为 2023 年由于产量仍进一步下滑，但铁矿石价格下降，钢厂价格亦将一定程度下降。
- ✓ 成本假设：我们预计 2022 年铁矿（换算为人民币）、焦炭价格增幅分别为 3%、14.2%。
- ✓ 结果：2023 年有望迎来焦煤、焦炭成本让利。我们预计 2023 年吨钢平均毛利较 2022 年仍有增长，为 510 元，同比增长 45.7%。

表4：钢厂盈利测算（单位：元）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023E
钢价，五大品种均值	4019	3991	5478	4700	4840
年度变化	-286	-28	1487	-778	140
增幅	-7%	-1%	37%	-14%	3.0%
其中，螺纹	3930	3755	5063	4437	4600
其中，线材	4151	3833	5556	4959	5160
其中，热轧	3841	3833	5391	4506	4750
其中，冷轧	4295	4392	6037	4947	5180
其中，中厚板	3882	3860	5355	4617	4800
钢坯成本	2920	2987	3929	3665	3701
年度变化	250	67	942	-264	36
增幅	9%	2%	32%	-7%	1.0%
铁矿石-进口矿	713	808	1129	949	978
年度变化	193	95	321	-179	28
增幅	37%	13%	40%	-16%	3.00%
焦炭-二级冶金焦	1931	1894	2913	2998	2988
年度变化	-198	-37	1019	85	-10
增幅	-9%	-2%	54%	3%	-0.3%
废钢	2516	2534	3364	3000	2990
年度变化	202	18	830	-364	-10
增幅	9%	1%	33%	-11%	-0.3%
其它			50		

吨钢毛利, 测算	497	377	872	350	510
年度变化	-598	-120	495	-522	160
增幅	-55%	-24%	131%	-60%	45.7%
其中, 螺纹	698	460	803	457	584
其中, 线材	905	689	1266	943	1107
其中, 热轧	469	361	960	365	572
其中, 冷轧	327	306	1017	198	394
其中, 中厚板	494	381	915	434	581
吨钢三费(上市公司)	290	280	270	265	262
年度变化	-12	-10	-10	-5	-3
增幅	-4%	-3%	-4%	-2%	-1.1%
吨钢净利, 理论测算	155	87	542	77	223
年度变化	-440	-68	455	-465	147
增幅	-74%	-44%	521%	-86%	191.8%

数据来源: mysteel, 中钢协, 东吴证券研究所测算

**钢厂即时毛利在底部改善。**2021 年下旬至 2022 年中旬, 受焦炭第三轮提涨全面落地等影响, 钢厂利润受到挤压。由于供给增加铁矿石成本下降, 受益于成本让利, 截至 12 月 22 日, 螺纹、线材、热轧、冷轧、中厚板等五大钢材品种的即时毛利平均为 675 元/吨, 较七月中旬的-436 元/吨, 已实现转亏为盈且整体呈现上升趋势。尽管近期受疫情冲击及降雪天气等影响, 废钢等原材料流通受阻, 导致钢厂成本上升, 即时毛利修复的整体趋势不变。

图15: 铁矿价格总体下行



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

图16: 五大品种平均成本滞后毛利底部回升



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

### 3. 吨市值低、盈利能力强，高成长可期

#### 3.1. 产能规模大，成长仍可期

公司产能规模较大，目前合计拥有生铁、粗钢、钢材产能分别为 1625、1880、1819 万吨，权益产能分别为 1295/1539/1321 万吨，居于钢铁行业前列。公司防城港基地仍有 210 万吨炼钢产能在建。

此外，公司在互动平台上表示：推进整体上市一直是公司的努力方向，公司控股股东也在上市时承诺优先将热轧和冷轧生产线转让给公司。

表5：公司产能分布（单位：万吨）

	2021A	2022E	2023E	2024	2025
柳钢本部	生铁	1017	1017	1017	1017
	粗钢	1250	1250	1250	1250
	钢材	900	900	900	900
广西钢铁	生铁	608	608	608	608
	粗钢	630	630	630	630
	钢材	919	919	919	919
合计	生铁	1625	1625	1625	1625
	其中：权益	1295	1295	1295	1295
	粗钢	1880	1880	1880	1880
	其中：权益	1539	1539	1539	1539
	钢材	1819	1819	1819	1819
	其中：权益	1321	1321	1321	1321

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司目前已形成 60 多个系列、500 多个品种的产品，主要涵盖中厚板材、小型材、中型材、热轧板、冷轧板、钢坯等，生产的产品主要为高强钢板、带肋钢筋、优质线材等。其中，柳钢热轧带肋钢筋采用微合金化工艺生产，蕴含充足微量元素，产品具有焊接性能优异、防锈能力良好的特点，中厚板系列产品具有良好的冲压性能与焊接性能，被广泛运用于建筑、桥梁、车辆等高强度结构件。

表6：公司产品种类

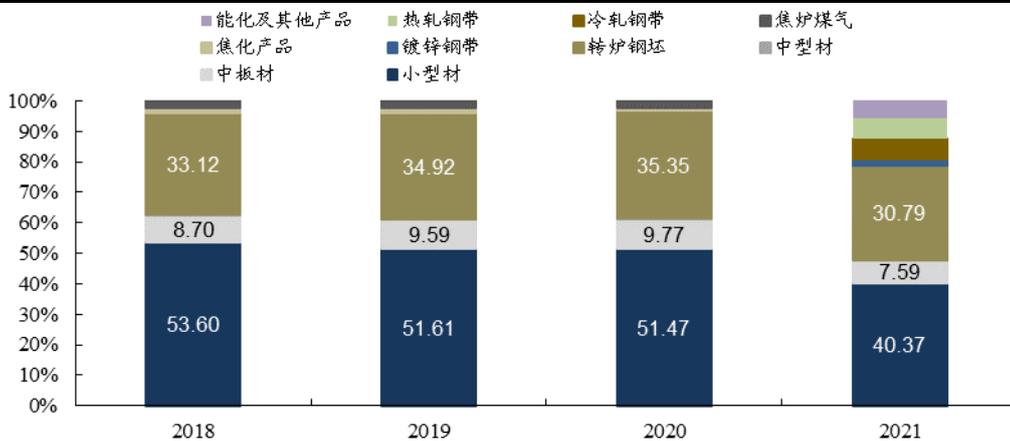
产品系列	种类	应用领域
建筑用钢系列	产品主要有 $\Phi 6$ - $\Phi 40$ mm 热轧带肋钢筋， $\Phi 6$ - $\Phi 22$ mm 热轧光圆钢筋。	广泛用于工业及民用建筑，拉丝、钢绞线、PC 棒及输油管线制作，汽车配件、齿轮、紧固标

		准件及轴类等机械零部件加工等行业。
冷轧板带系列	主要品种包括冷轧低碳钢带、碳素及低合金结构冷轧钢带、家电搪瓷用冷轧低碳钢带。	产品广泛应用于汽车、家电、建筑、交通运输、土木水利、五金机械、石油化工等行业。
热轧板带系列	主要品种有普碳钢、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。	广泛应用于冷成型原料、汽车、机械、船舶、桥梁、建筑、压力容器、管道运输等行业。
中厚板系列	主要品种有普碳钢板、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等。	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。
圆棒及中型材系列	主要包括圆钢、槽钢、电极扁钢、弹簧钢、优质碳素结构钢圆管坯等。	广泛应用于机械加工、桥梁建筑、工业结构建筑、汽车、工程机械、农用机械零部件加工以及船舶制造等行业。
防钢基地冷轧钢带系列	目前可供品种包括冷轧低碳钢带、低合金结构冷轧钢带、冷轧双相高强度钢带、热镀锌冷轧钢带等。	产品广泛应用于家电、汽车、建筑、家具、电气等行业。
不锈钢系列	现有 Cr-Mn 系、Cr-Ni 系两大类奥氏体不锈钢冷轧卷板。	广泛应用于电梯装饰、建筑装潢、家用电器、医疗器械、餐饮厨具与卫浴、通以及其他使用不锈钢作为原材料的相关领域。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

根据按产品划分的营业收入，小型材、转炉钢坯、中板材为主营产品，2021 年分别占总营业收入的 356.7 亿元、272.07 亿元、67.02 亿元，占比为 40.37%、30.79%、7.59%。2021 年，随着广西钢铁高炉的建设完工，公司产品结构进一步丰富，新增热轧、冷轧钢带。

图17: 公司 2018-2021 年按产品划分的主营收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截止 2022 年 6 月，公司合计炼铁许可产能 1017 万吨，炼钢许可产能 1250 万吨，轧钢产能合计 900 万吨，其控股子公司广西钢铁炼铁产能合计 850 万吨，炼钢产能合计 920 万吨，轧钢产能 919 万吨。采购与生产部门依据市场行情合理推进产能调整，保障煤、矿、废钢、生铁、熔剂、合金以及辅料供应，实现资源的科学保供与高效配置。

### 3.2. 吨钢市值行业最低，高弹性可期

2023 年，公司吨市值仅 679 元，远低于行业平均水平的 1689 元。从我们测算的结果可得，以杭钢股份、方大特钢和宝钢股份等为代表的沿海沿江布局的华东钢企往往享有更高的吨钢市值。而公司过去作为内陆钢企，在业绩和估值方面往往受到影响。而今公司拥有防钢基地，走向海洋战略有望为公司降低运输成本，有望带来估值与业绩双升。而公司吨钢市值为主流钢铁股最低，则意味着更多的股价空间。

表7：钢铁行业吨市值和市值情况（2023.3.3）（单位：元/亿元）

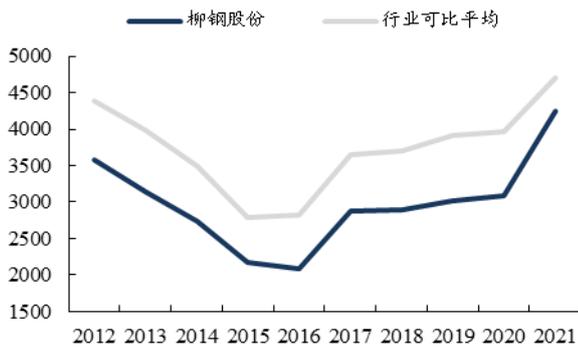
	吨钢市值（元）	市值（亿元）
柳钢股份	679	106
安阳钢铁	761	64
中南股份	892	72
马钢股份	1000	210
鞍钢股份	1019	270
八一钢铁	1077	69
三钢闽光	1100	125
山东钢铁	1122	166
凌钢股份	1197	65
酒钢宏兴	1230	107
首钢股份	1412	315
新钢股份	1416	138
华菱钢铁	1494	382
重庆钢铁	2002	142
南钢股份	2282	237
沙钢股份	2948	97
宝钢股份	3070	1430
方大特钢	3414	145
杭钢股份	3966	161
行业平均	1689	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.3. 成本管控水平优异，吨钢利润

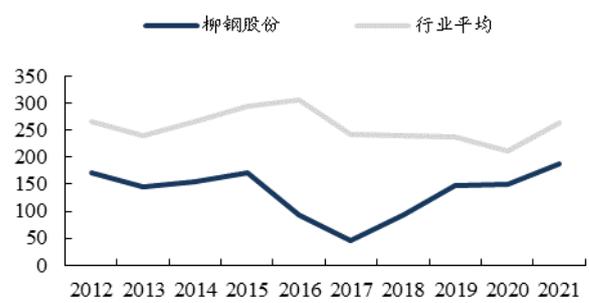
柳钢股份生产成本与费用常年低于行业平均水平。行业平均吨成本自 2016 年逐渐攀升，2021 年平均吨钢生产成本突破 4500 元，而公司通过工艺改进，控制生产、采购等成本，生产成本近十年一直低于行业平均水平，公司 2021 年钢和钢材产量分别为 1929 万吨、1234 万吨，同比增长 26.08%、28.27%，一定程度上分摊了生产成本。公司人工成本在成本结构中占比较小，历年费用中以能源为主。一方面，公司通过强化生产、成本以及能耗等各项指标实现对关键岗位和生产环节的成本控制，提高资金的使用效率。另一方面，公司通过统筹公路、港口、仓储等资源，深入推进“大物流”协同，降低了物流成本，以全力降本增效。

图18: 历年吨钢生产成本 (单位: 元)



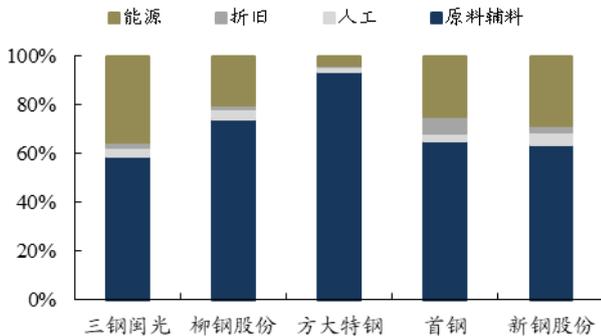
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 公司吨钢费用成本 (单位: 元)



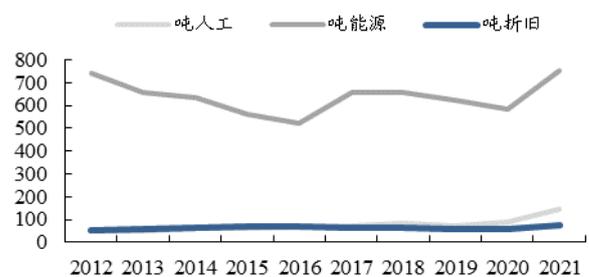
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 钢铁企业生产成本主要构成 (2021年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 公司历年费用变化情况 (单位: 元)

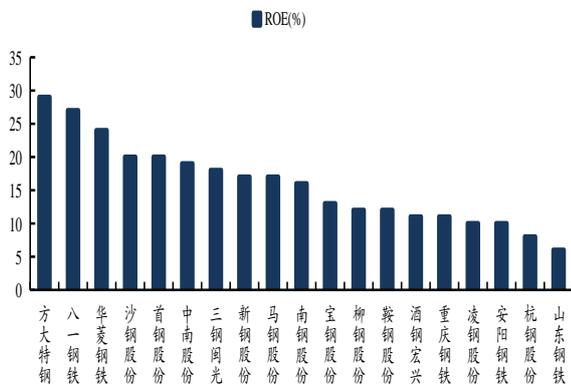


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.4. ROE 水平居于前列

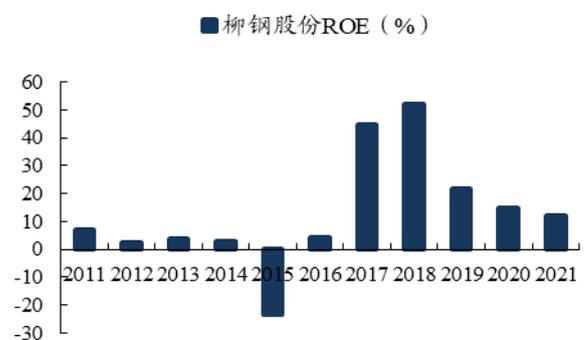
公司 ROE 在行业居于领先地位。2011-2021 年，柳钢股份的平均 ROE 达 13%，在同行业钢铁公司中排名前列，其中在 2018 年创下 52% 的最高记录，之后有一定程度回落，水平维持在 10% 以上。2020 年 ROE 在主要钢铁行业排名第 4，约 15%。2021 年，公司 ROE 为 11.96%，除去 2015 年 ROE 为负，其余十年 ROE 始终为正，2018 年 ROE 最高，为 52%。

图22: 2011-2021 钢铁行业个股平均 ROE (单位: %)



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图23: 2011-2021 年柳钢股份 ROE (单位: %)



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

表8: 主流钢铁上市公司 ROE 一览 (单位: %)

ROE(%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
柳钢股份	2	4	3	-23	4	45	52	21	15	12
方大特钢	17	19	20	4	29	68	52	26	27	29
三钢闽光	-8	2	1	-44	21	44	44	20	13	18
沙钢股份	1	1	1	-3	9	23	30	11	13	20
新钢股份	-13	1	5	1	6	28	37	17	12	17
宝钢股份	10	5	5	1	8	13	13	7	7	13
华菱钢铁	-28	1	1	-34	-16	50	49	19	21	24
南钢股份	-6	-7	3	-33	5	35	30	16	14	16
凌钢股份	1	2	-21	1	3	21	17	6	7	10
中南股份	-53	3	-38	-158	25	147	72	26	21	19
马钢股份	-15	1	1	-23	6	19	23	4	7	17
鞍钢股份	-9	2	2	-10	4	12	16	3	4	12

首钢股份	-5	-3	0	-5	2	9	9	5	6	20
杭钢股份	-11	1	0	-39	9	11	11	5	6	8
安阳钢铁	-40	1	0	-43	3	28	25	3	2	10
山东钢铁	-38	1	-11	1	-4	11	11	3	3	6
酒钢宏兴	4	-16	0	-58	1	4	11	11	4	11
重庆钢铁	2	-35	1	-86	-247	4	10	5	3	11
八一钢铁	4	1	-78	-722	6	42	19	3	7	27

数据来源：Choice，东吴证券研究所

## 4. 增资控股广西钢铁，防城港项目稳步推进

### 4.1. 两次增资，控股广西钢铁

防城港钢铁基地作为国家钢铁工业结构调整的重要战略布局，是一个集产品、技术、管理、环保为一体的千万吨级生产基地。

2005年，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。其中武钢集团以现金出资，拟持股比例51%，广西壮族自治区国资委以柳钢集团全部经营性资产出资，拟持股比例49%。2008年，武柳联合更名为广西钢铁。2021年5月，防城港钢铁基地项目开工建设。

2015年广西壮族自治区国资委退出，广西钢铁成为武钢集团的全资子公司。2018年武钢与柳钢对广西钢铁进行股权重组，武钢集团减资，柳钢集团通过增资扩股，取得对广西钢铁的控制权。

#### 柳钢股份先后两次增资，控股并参与防城港钢铁基地建设。

在2019年10月以现金增资的方式取得广西钢铁27.78%的股权，计划对防城港钢铁基地项目总投资360亿元，产品涵盖冷轧板、热镀锌卷板、热轧宽扁钢等，全面建成后将形成铁850万吨，粗钢920万吨的生产规模。

2020年11月，公司二次增资广西钢铁，广西钢铁的注册资本将由180亿元增加至240亿元，其中，公司出资110亿元，占广西钢铁注册资本的比例将达到45.83%，柳钢集团出资109亿元，占广西钢铁注册资本的比例为45.58%，武钢集团出资20.6亿，占广西钢铁注册资本的比例为8.59%。柳钢股份对广西钢铁的最终表决权合计比例为91.41%，柳钢股份将成为广西钢铁控股股东。

2020年6月28日，防城港项目1号高炉系统正式建成投产，柳钢股份的控股子公司广西钢铁2号炉系统于2021年11月正式投产。2022年，柳钢股份控股子公司广西钢铁防城港钢铁基地对1号高炉系统进行完善改造，继续推进广西钢铁防城港钢铁基地项目建设。为推动续建工作以及实现柳钢股份的节能、环保、提质降本改造，公司2022年

全年计划投入资金 52.22 亿元，投资估算 417.23 亿元，其中续建项目共 41 项，新建项目 279 项。

广西钢铁目前拥有：

炼铁产能：3800m<sup>3</sup>高炉 2 座（已建成），合计炼铁许可产能 850 万吨，实际产能 608 万吨。

炼钢产能：210 吨转炉 4 座（已建成 3 座，在建 1 座），合计炼钢许可产能 920 万吨，实际产能 630 万吨，在建产能 210 万吨。

轧钢产能：棒材轧机 4 套、高速线材轧机 3 套，热连轧轧机 1 套，冷连轧轧机 1 套，合计轧钢产能 919 万吨，无在建产能。

**表9：防城港钢铁项目主要钢材产品及计划产能**

产品	产能
棒材	360 万吨/年
高速线材	180 万吨/年
热轧带钢	168.8 万吨/年
冷轧带钢	210 万吨/年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.2. “海上钢城”

### 4.3. 地理位置良好，技术与市场双优

**防城港位于“一带一路”重要港口，交通便利，市场广阔。**防城港钢铁基地位于北部湾的背湾，是我国西南深水良港，产品出港便利，同时南濒北部湾，东部临近粤港澳，西部接壤越南，面向东南亚。相对于内陆钢铁企业，在两广和海南地区、东南亚地区以及西南地区的云南及贵州等目标市场，燃料等运输成本都将大幅度降低，有利于发挥物流成本优势，提高竞争力；靠近广东地区，广东省作为国内典型的钢材净流入地区，经济发达，对钢材等制造业产品需求旺盛，有利于扩大公司在广东地区的市场份额。

**顺应国家政策，发展后劲充足。**广西及西南地区是政府推行西部大开发优惠政策的受益地区，广西钢铁防城港钢铁基地建在广西防城港市东南部的企沙临海工业园区，作为“一带一路”国家发展战略涉及的港口，钢材需求增长空间大，经济发展后劲大。此外，防城港项目是我国钢铁工业布局战略性调整和转型升级的重大项目，可以更好落实国家关于钢铁行业供给侧改革的要求。

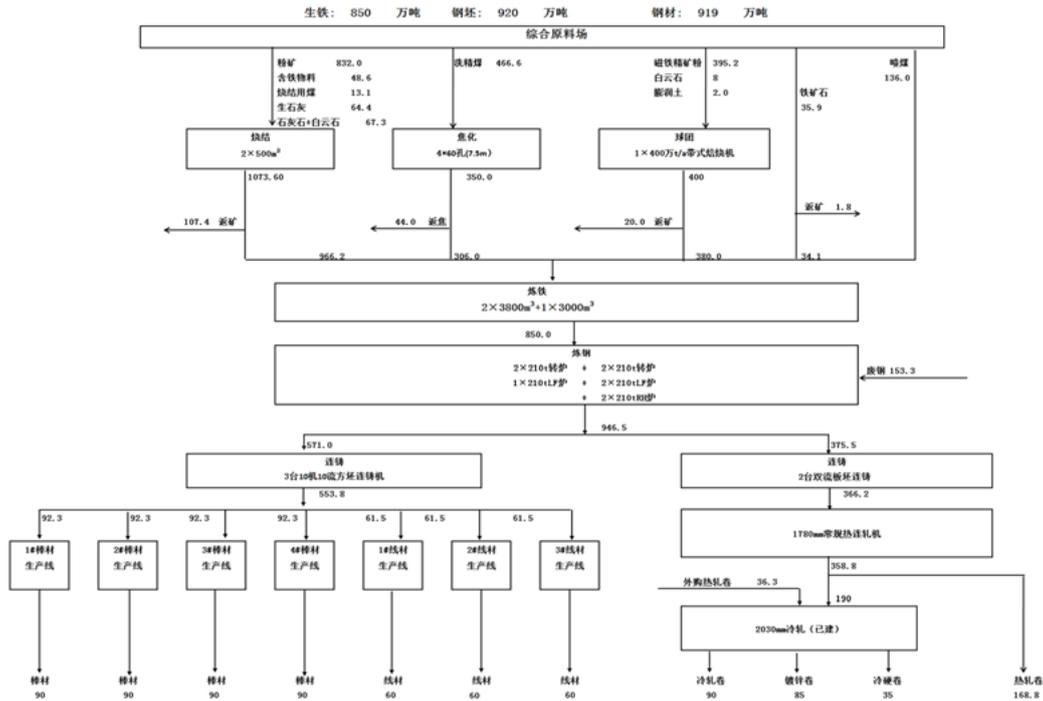
表10: 2022年第一批自治区层面统筹推进重大项目方案

项目名称	主要建设内容及规模
广西盛隆冶金有限公司盛隆（国际）钢铁材料研究院项目	建设办公楼、钢铁材料中间试验基地、钢铁材料研究所及图书馆、学术报告及国际会议中心、检验区以及活动区等。
广西防城港龙昌再生资源有限责任公司龙昌循环科技钢铁预处理项目	建设无粉尘、无污水、无废气排放回收分拣加工车间、废钢铁集散交易中心等。
防城港柳钢物流有限公司柳钢多元产业园钢卷开卷及裁剪加工项目	建设钢卷开卷及裁剪加工生产线。
防城港柳钢物流有限公司柳钢多元产业园优质特种钢丝绳、商品钢丝绳项目	建设型材、板材加工车间、拉丝车间、钢粒切割加工车间、PC预应力钢丝生产线、不锈钢钢丝生产线等。
防城港柳钢物流有限公司柳钢多元产业园防城港金属回收产业园项目	主要建设废钢加工主厂房、露天堆场、电气室等其它配套设施。
广西华之冠金属制品有限公司华之冠钢板开平分条纵剪切生产加工项目	建设彩钢卷生产车间、镀锌卷生产车间、镀锌板分条加工生产车间等。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**技术优势支持，经济效益与社会效益统一。**防城港钢铁基地项目生产工艺主要包括码头泊位、铁路、原料场系统、烧结球团系统、焦化系统、炼铁系统、炼钢连铸系统和轧钢系统，以及配套的石灰、制氧、发电等公辅设施系统，节能环保设施、其他综合利用系统和生活设施。

图24: 柳钢防城港千万级钢铁项目平衡图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广西钢铁产品定位于合金钢棒材、优质线材、热轧宽带钢和冷轧带钢等，采用“烧结—高炉—转炉—连铸—轧钢”的长流程生产工艺，在柳钢集团的支持下，积极引进使用的国内关键技术与装备，和柳钢集团自主创新的工艺设备，有利于借助技术优势降低成本，推动钢铁生产的高效化、大型化，同时推动现有产品供应体系的完善、优化产品结构。

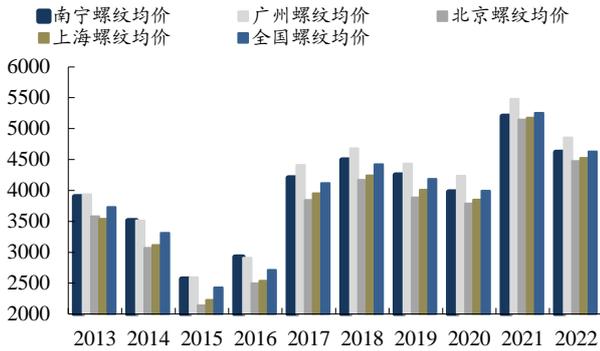
此外，在进行防城港项目设计高度重视环保问题，对污染源进行统一处理与管理，设计有相应的环保设施以处置生产过程中的废弃、废水、固废等污染物，如配备环境保护管理人员，对排放的废气、废水实施定期监测，在项目建设过程中加大节能环保资金投入，加强环境设施运行管理。

## 5. 区位优势：需求大、价格高

### 5.1. 华南地区钢材享有溢价

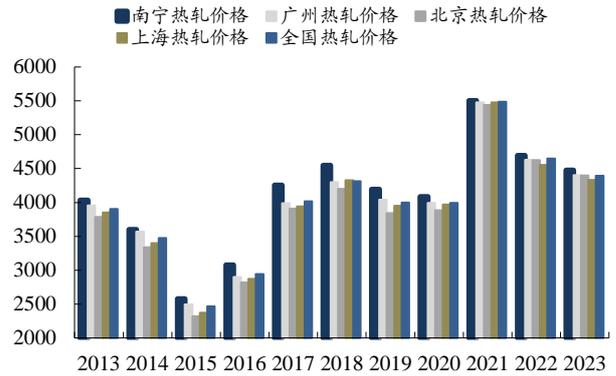
两广地区，以广州和南宁为例，价格较周边省份有一定钢材溢价。各钢材价格基本高于其他地区。我们测算全年均价，得出广州、南宁地区螺纹钢热板卷价格均高于北京、上海以及全国平均水平。

图25: 华南地区螺纹价格较高 (单位: 元/吨)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图26: 华南地区热轧价格较高 (单位: 元/吨)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 5.2. 2023 重大项目较多, 需求持续旺盛

2023 年广西重大项目包括新开工、续建、竣工投产和预备四类, 共 2528 项, 总投资 46486.42 亿元, 年度计划投资 4261.67 亿元。其中, 新开工项目 303 项, 总投资 4750.92 亿元, 年度计划投资 617.97 亿元; 续建项目 1285 项, 总投资 24981.42 亿元, 年度计划投资 3019.03 亿元; 竣工投产 259 项, 总投资 4713.88 亿元, 年度计划投资 624.67 亿元; 预备项目 681 项, 总投资 12040.2 亿元。

## 6. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利基于以下假设:

- 1) 2022 年钢铁行业供需关系维持稳定: 产量平控持续, 需求同比增加 2-4%, 供需偏紧格局延续, 钢铁价格具有韧性
- 2) 公司作为区域钢铁龙头, 将受益地区经济发展高景气。公司以柳州为中心, 打造“一体两翼多基地”协同发展版图, 对应钢铁、镍铁、镍合金等产品需求景气度较高。
- 3) 我们认为公司钢铁产品在 2022-2024 年销售价格出现小幅、稳步增长;
- 4) 由于铁矿石等成本让利, 我们预计公司冶金行业毛利率 2022-2024 年逐渐提升、其他行业毛利率略有波动。

表11: 公司分业务营收毛利拆分

		2021A	2022E	2023E	2024E
冶金行业	收入 (百万元)	88351	80472	95790	105325
	YOY	72%	-9%	19%	10%

	毛利率	7%	-1%	7%	7%
	毛利(百万元)	6472	-600	6840	7629
	YOY	57%	-109%	1240%	12%
	收入(百万元)	3901	3528	4210	4675
其它	YOY	21%	-10%	19%	11%
	毛利率	9%	3%	9%	8%
	毛利(百万元)	336	100	360	372
	YOY	104%	-70%	260%	3%
	收入(百万元)	92252	84000	100000	110000
合计	YOY	69%	-9%	19%	10%
	毛利率	7%	-1%	7%	7%
	毛利(百万元)	6807	-500	7200	8000
	YOY	59%	-107%	1540%	11%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 840/1000/1100 亿元，同比增速分别为 -9%/19%/10%；归母净利润分别为 -20/28/37 亿元，同比分别为 -240%/238%/30%；对应 2023-2024 年 PE 分别为 -4.0/3.1x。公司估值低于可比公司均值，考虑公司吨钢市值较低且具备成长性，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

表12: 可比公司估值 (2023.3.3)

证券简称	股票代码	股价(元/股)	PE		EPS	
			2023E	2024E	2023E	2024E
宝钢股份	600019.SH	6.8	7	5.7	0.7	0.9
华菱钢铁	000932.SZ	5.93	3.5	3.2	1.3	1.4
新钢股份	600782.SH	4.69	5.5	4.9	0.8	0.9
均值			5.3	4.6		
柳钢股份	601003.SH	4.41	4.01	3.08	1.10	1.43

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 7. 风险提示

1) **需求恢复速度不及预期**。汽车、家电、石油化工等领域为钢铁行业下游重要需求点。若以上领域需求恢复不及预期，将对公司产品价格造成较大影响。

2) **原材料价格波动**。原材料价格波动对公司产品价格、盈利能力都将产生较大影响。

3) **产能释放不及预期**。防城港项目投入较大，产能释放不及预期将影响公司产销规模。

4) **公司自身经营风险**。公司在过去拥有非常良好的管理能力，如果公司自身经营情况出现较大变化，对公司的盈利能力将造成较大影响。

## 柳钢股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>27,707</b>	<b>27,281</b>	<b>36,304</b>	<b>47,081</b>	<b>营业总收入</b>	<b>92,252</b>	<b>84,000</b>	<b>100,000</b>	<b>110,000</b>
货币资金及交易性金融资产	4,196	3,877	10,481	18,930	营业成本(含金融类)	85,444	84,500	92,800	102,000
经营性应收款项	4,661	5,567	6,081	6,660	税金及附加	244	168	160	132
存货	16,478	15,357	17,216	18,919	销售费用	84	67	80	88
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,088	840	1,200	902
其他流动资产	2,372	2,480	2,526	2,572	研发费用	1,862	840	900	935
<b>非流动资产</b>	<b>44,850</b>	<b>40,856</b>	<b>37,832</b>	<b>35,610</b>	财务费用	630	692	500	286
长期股权投资	7	8	8	9	加:其他收益	96	67	94	55
固定资产及使用权资产	35,761	33,301	31,305	30,174	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	7,363	5,370	3,870	2,370	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,338	1,790	2,247	2,635	减值损失	-603	-3	2	3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	10	25	45	<b>营业利润</b>	<b>2,392</b>	<b>-3,043</b>	<b>4,456</b>	<b>5,715</b>
其他非流动资产	382	377	377	377	营业外净收支	-28	-40	3	3
<b>资产总计</b>	<b>72,558</b>	<b>68,137</b>	<b>74,136</b>	<b>82,690</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,364</b>	<b>-3,083</b>	<b>4,459</b>	<b>5,718</b>
<b>流动负债</b>	<b>28,953</b>	<b>26,916</b>	<b>28,101</b>	<b>30,273</b>	减:所得税	45	0	446	286
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,614	3,636	3,636	3,636	<b>净利润</b>	<b>2,319</b>	<b>-3,083</b>	<b>4,013</b>	<b>5,432</b>
经营性应付款项	13,986	18,201	18,614	20,336	减:少数股东损益	863	-1,048	1,197	1,763
合同负债	1,872	1,628	1,958	2,104	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,456</b>	<b>-2,035</b>	<b>2,816</b>	<b>3,669</b>
其他流动负债	3,480	3,451	3,894	4,198	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.57	-0.79	1.10	1.43
非流动负债	17,041	17,741	18,541	19,491	EBIT	3,022	-2,415	4,860	5,943
长期借款	15,709	16,209	16,909	17,809	EBITDA	4,996	1,133	7,953	8,166
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	毛利率(%)	7.38	-0.60	7.20	7.27
租赁负债	33	233	333	383	归母净利率(%)	1.58	-2.42	2.82	3.34
其他非流动负债	300	300	300	300	收入增长率(%)	68.67	-8.94	19.05	10.00
<b>负债合计</b>	<b>45,994</b>	<b>44,656</b>	<b>46,642</b>	<b>49,764</b>	归母净利润增长率(%)	-15.28	-239.77	238.37	30.31
归属母公司股东权益	12,579	10,544	13,360	17,029					
少数股东权益	13,985	12,937	14,134	15,897					
<b>所有者权益合计</b>	<b>26,564</b>	<b>23,481</b>	<b>27,494</b>	<b>32,927</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>72,558</b>	<b>68,137</b>	<b>74,136</b>	<b>82,690</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,225	5,480	6,507	8,168	每股净资产(元)	4.91	4.11	5.21	6.64
投资活动现金流	-3,392	421	-71	-8	最新发行在外股份(百万股)	2,563	2,563	2,563	2,563
筹资活动现金流	1,423	-6,205	163	279	ROIC(%)	6.03	-4.96	9.31	10.74
现金净增加额	1,259	-303	6,599	8,439	ROE-摊薄(%)	11.58	-19.30	21.08	21.55
折旧和摊销	1,974	3,549	3,093	2,223	资产负债率(%)	63.39	65.54	62.91	60.18
资本开支	-3,393	411	-50	22	P/E(现价&最新股本摊薄)	7.76	-	4.01	3.08
营运资本变动	-2,481	4,187	-1,631	-414	P/B(现价)	0.90	1.07	0.85	0.66

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

