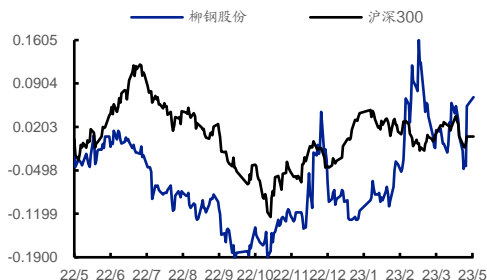


研究所  
 证券分析师： 谢文迪 S03505221100044  
 xiewd@ghzq.com.cn

## 吨钢市值高弹性的优质钢企，盈利修复可期 ——柳钢股份（601003）2022年报及2023Q1季报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
柳钢股份	5.0%	17.2%	4.2%
沪深300	-1.8%	-2.7%	0.3%

### 市场数据

	2023/05/04
当前价格(元)	4.42
52周价格区间(元)	3.29-4.88
总市值(百万)	11,327.55
流通市值(百万)	11,327.55
总股本(万股)	256,279.32
流通股本(万股)	256,279.32
日均成交额(百万)	162.88
近一月换手(%)	0.57

### 事件：

**柳钢股份发布 2022 年年报和 2023 年一季报：**2022 年公司实现营业总收入 807.25 亿元，同比减少 12.94%（可比口径，全文同）；实现归母净利润-23.42 亿元，同比减少-261.88%。2023Q1 公司实现营收 171.65 亿元，同比下降 25.25%；实现归母净利润 2.69 亿元，同环比分别增长 152.49%/7.86%。

### 投资要点：

- 毛利持续修复向好，2023Q1 业绩正增长。**2022 年公司实现营业总收入 807.25 亿元，同比减少 12.94%（可比口径，全文同）；实现归母净利润-23.42 亿元，同比减少-261.88%，归母净利大幅下滑主要系上游原燃料价格坚挺、下游需求不足所致。2023Q1 因销量和售价同比减少，营收同比下降 25.25%；因经营成本下降，公司毛利持续修复，2023Q1 实现归母净利润 2.69 亿元，同环比分别增长 152.49%/7.86%。
- 实施控产减亏降本增效“组合拳”，费用管控稳定。**公司 2022 年期间费用率为 4.01%，同比+0.03pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.07%/1.22%/ 1.35%/1.36%，同比分别 -0.02/0.04/-0.67/0.68pct。其中，财务费用率上升幅度较大主要系长期借款和债券利息支出增加及汇兑损失增加所致；销售费用及管理费用降低主要为人工成本减少所致；研发费用率下降则是因研发材料投入减少。此外，公司 2022 年吨钢费用低于行业均值 19.3%，综合来看公司施行人力资源优化、三项费用压降等降本“组合拳”有所成效。
- 产品种类涵盖广、品种钢率持续优化。**公司产品涵盖冷热轧卷板、镀锌卷板、中厚板及中型材等共 8 个大类、180 多个钢牌号，且多产品获得国际级和国家级认证，品牌影响力深厚。公司还通过搭建开放式研发平台，与上汽通用五菱、广东乐居等区内外重点用户推进联合研发，加大品种钢创效考核权重，成功开发无取向硅钢等高附加值新产品 24 个，品种钢率持续提升。
- 两次增资控股广西钢铁，枢纽港赋能成长。**公司分别于 2019 年 10 月、2020 年 11 月参与增资广西钢铁，截至目前（2023 年 4 月 28 日）共持有广西钢铁共 45.58%的股权，对广西钢铁进行控股。根据公司 2022 年年报，广西钢铁拥有炼铁、炼钢、轧钢实际产能 608、630、919 万吨，其中防城港钢铁基地仍有在建产能 210 万吨，富余的许可产能及在建产能将赋予公司潜在的增长空间。此外，防城港基地具有贴近区域大市场显著的运输及价格优势，控股

广西钢铁后，公司通过防城港使生产协同能力得到进一步增强。

- **吨钢市值最低，修复弹性显著优于同行。**根据公司 2022 年年报，柳钢股份及控股子公司广西钢铁合计拥有炼铁、粗钢、钢材实际产能 1625、1880、1819 万吨。截至 4 月 28 日，柳钢股份吨钢市值仅为 636.0 元，远低于行业平均 1630.5 元，因此我们认为后期钢铁行业若开启限产，钢铁行业盈利和估值同时修复的情况下，公司具有相对较大的估值修复空间。
- 我们预计 2023 年钢铁行业仍将整体承压，钢价整体高位窄幅震荡为主。下游需求端较为稳定，下半年行业潜在平控因素将缓解供需矛盾，行业盈利面有望得到修复。公司是华南钢铁龙头，拥有得天独厚的区位优势，吨钢市值较低富有较大弹性，随着防城港项目的推进，产能增长空间大，盈利弹性较高。因此，我们预计 2023-2025 年实现营业收入 841.3/900.8/950.1 亿元，同比增长 4.2%/7.1%/5.5%；实现归母净利润 7.9/10.9/13.8 亿元，同比增长 133.8%/38.2%/26.5%，对应 2023-2025 年 PE 为 14.31/10.36/8.19 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**政策调节力度超预期、宏观经济增速不及预期、公司项目建设进度不及预期、原材料价格波动、下游需求不及预期、产品价格下跌风险、吨钢市值指标的局限性。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	80725	84134	90080	95007
增长率（%）	-13	4	7	5
归母净利润（百万元）	-2342	791	1093	1384
增长率（%）	-262	134	38	27
摊薄每股收益（元）	-0.91	0.31	0.43	0.54
ROE（%）	-24	7	9	11
P/E	—	14.31	10.36	8.19
P/B	0.98	1.07	0.97	0.87
P/S	0.12	0.13	0.13	0.12
EV/EBITDA	-76.10	6.25	5.93	5.55

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

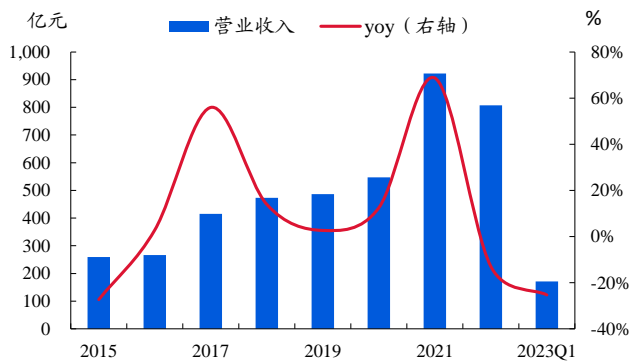
## 事件:

柳钢股份发布 2022 年年报和 2023 年一季报: 2022 年公司实现营业总收入 807.25 亿元, 同比减少 12.94% (可比口径, 全文同); 实现归母净利润-23.42 亿元, 同比减少-261.88%。2023Q1 公司实现营收 171.65 亿元, 同比下降 25.25%; 实现归母净利润 2.69 亿元, 同环比分别增长 152.49%/7.86%。

## 评论:

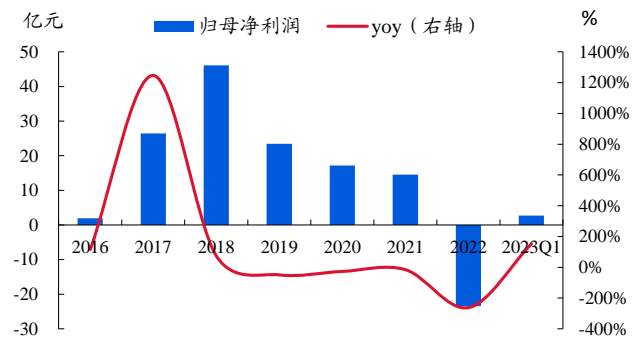
毛利持续修复向好, 2023Q1 业绩正增长。2022 年公司实现营业总收入 807.25 亿元, 同比减少 12.94% (可比口径, 全文同); 实现归母净利润-23.42 亿元, 同比减少-261.88%, 归母净利大幅下滑主要系上游原燃料价格坚挺、下游需求不足所致。2023Q1 因销量和售价同比减少, 营收同比下降 25.25%; 因经营成本下降, 公司毛利持续修复, 2023Q1 实现归母净利润 2.69 亿元, 同环比分别增长 152.49%/7.86%。

图 1: 2015-2023Q1 公司营收情况



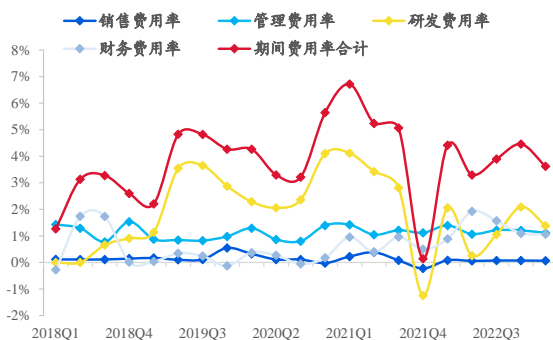
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 2: 2022Q4-2023Q1 公司归母净利润持续好转



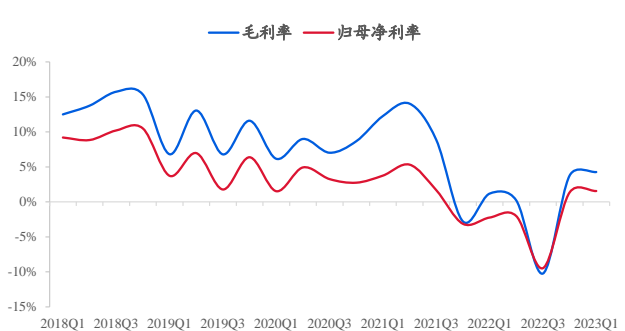
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 3: 2018-2023Q1 公司单季度期间费用率情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

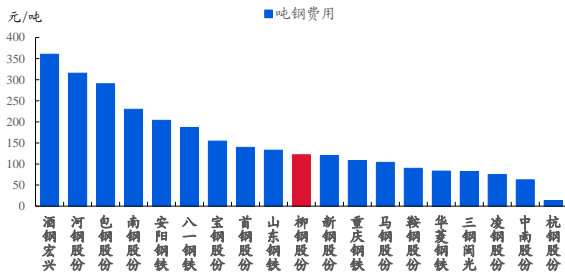
图 4: 2018-2023Q1 公司毛利率情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

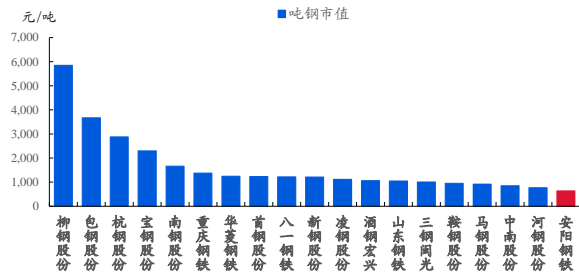
实施控产减亏降本增效“组合拳”，费用管控稳定。公司 2022 年期间费用率为 4.01%，同比+0.03pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.07%/1.22%/1.35%/1.36%，同比分别-0.02/0.04/-0.67/0.68pct。其中，财务费用率上升幅度较大主要系长期借款和债券利息支出增加及汇兑损失增加所致；销售费用及管理费用降低主要为人工成本减少所致；研发费用率下降则是因研发材料投入减少。此外，公司 2022 年吨钢费用低于行业均值 19.3%，综合来看公司施行人力资源优化、三项费用压降等降本“组合拳”有所成效。

图 5: 公司 2022 年吨钢费用低于同行均值 (截至 2022 年 12 月 31 日)



资料来源: WIND, 公司公告, 国海证券研究所

图 6: 柳钢股份吨钢市值最低 (截至 2023 年 4 月 28 日)



资料来源: WIND, 公司公告, 国海证券研究所

产品种类涵盖广、品种钢率持续优化。公司产品涵盖冷热轧卷板、镀锌卷板、中厚板及中型材等共 8 个大类、180 多个钢牌号，且多产品获得国际级和国家级认证，品牌影响力深厚。公司还通过搭建开放式研发平台，与上汽通用五菱、广东乐居等区内外重点用户推进联合研发，加大品种钢创效考核权重，成功开发无取向硅钢等高附加值新产品 24 个，品种钢率持续提升。

图 7: 柳钢股份产能情况 (单位: 万吨; 截至 2023 年 4 月 28 日)

分类	许可产能	实际产能	在建
炼铁	1017	1017	0
柳钢本部 炼钢	1250	1250	0
轧钢	900	900	0
炼铁	850	608	0
广西钢铁 炼钢	920	630	210
轧钢	919	919	0
合计	合计许可产能	合计实际产能	权益实际产能
炼铁	1867	1625	1296
柳钢股份 炼钢	2170	1880	1539
轧钢	1819	1819	1321

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

两次增资控股广西钢铁，枢纽港赋能成长。公司分别于 2019 年 10 月、2020

年 11 月参与增资广西钢铁，截至目前（2023 年 4 月 28 日）共持有广西钢铁共 45.58% 的股权，对广西钢铁进行控股。根据公司 2022 年年报，广西钢铁拥有炼铁、炼钢、轧钢实际产能 608、630、919 万吨，其中防城港钢铁基地仍有在建产能 210 万吨，富余的许可产能及在建产能将赋予公司潜在的增长空间。此外，防城港基地具有贴近区域大市场显著的运输及价格优势，控股广西钢铁后，公司通过防城港使生产协同能力得到进一步增强。

**吨钢市值最低，修复弹性显著优于同行。**根据公司 2022 年年报，柳钢股份及控股子公司广西钢铁合计拥有炼铁、粗钢、钢材实际产能 1625、1880、1819 万吨。截至 4 月 28 日，柳钢股份吨钢市值仅为 636.0 元，远低于行业平均 1630.5 元，因此我们认为后期钢铁行业若开启限产，钢铁行业盈利和估值同时修复的情况下，公司具有相对较大的估值修复空间。

我们预计 2023 年钢铁行业仍将整体承压，钢价整体高位窄幅震荡为主。下游需求端较为稳定，下半年行业潜在平控因素将缓解供需矛盾，行业盈利面有望得到修复。公司是华南钢铁龙头，拥有得天独厚的区位优势，吨钢市值较低富有较大弹性，随着防城港项目的推进，产能增长空间大，盈利弹性较高。因此，我们预计 2023-2025 年实现营业收入 841.3/900.8/950.1 亿元，同比增长 4.2%/7.1%/5.5%；实现归母净利润 7.9/10.9/13.8 亿元，同比增长 133.8%/38.2%/26.5%，对应 2023-2025 年 PE 为 14.31/10.36/8.19 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 1) 政策调节力度超预期;
- 2) 宏观经济增速不及预期;
- 3) 公司项目建设进度不及预期;
- 4) 原材料价格波动;
- 5) 下游需求不及预期;
- 6) 产品价格下跌风险;
- 7) 吨钢市值指标的局限性。

附表：柳钢股份盈利预测表

证券代码:	601003		股价:	4.42	投资评级:	增持	日期:	2023/05/04	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	-24%	7%	9%	11%	EPS	-0.91	0.31	0.43	0.54
毛利率	-1%	5%	5%	6%	BVPS	3.83	4.14	4.57	5.10
期间费率	3%	2%	2%	2%	<b>估值</b>				
销售净利率	-3%	1%	1%	1%	P/E	—	14.31	10.36	8.19
<b>成长能力</b>					P/B	0.98	1.07	0.97	0.87
收入增长率	-13%	4%	7%	5%	P/S	0.12	0.13	0.13	0.12
利润增长率	-262%	134%	38%	27%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	1.13	1.09	1.12	1.10	营业收入	80725	84134	90080	95007
应收账款周转率	105.06	274.50	75.41	103.67	营业成本	81488	80130	85223	89420
存货周转率	9.61	6.60	9.06	7.34	营业税金及附加	285	294	306	333
<b>偿债能力</b>					销售费用	57	59	72	133
资产负债率	68%	69%	69%	69%	管理费用	986	968	991	1140
流动比	0.86	0.76	0.76	0.79	财务费用	1100	364	453	510
速动比	0.53	0.33	0.44	0.40	其他费用/(-收入)	1092	1102	1135	1254
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	-4255	1077	1696	2121
现金及现金等价物	8762	8309	8738	9006	营业外净收支	31	37	26	4
应收款项	5545	1606	4900	4601	利润总额	-4225	1114	1722	2125
存货净额	8398	12755	9942	12938	所得税费用	-690	67	121	149
其他流动资产	600	530	552	665	净利润	-3534	1047	1602	1976
<b>流动资产合计</b>	<b>23305</b>	<b>23200</b>	<b>24132</b>	<b>27210</b>	少数股东损益	-1192	256	508	592
固定资产	37484	44830	49827	53529	归属于母公司净利润	-2342	791	1093	1384
在建工程	8295	6178	3805	2627	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	2323	2769	2937	3125	经营活动现金流	6662	6862	4915	6150
长期股权投资	5	5	5	4	净利润	-2342	791	1093	1384
<b>资产总计</b>	<b>71412</b>	<b>76982</b>	<b>80706</b>	<b>86495</b>	少数股东权益	-1192	256	508	592
短期借款	2394	4394	6394	7394	折旧摊销	2749	4137	4101	4491
应付款项	14880	15167	14454	16284	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	55	19	27	38	营运资金变动	6792	960	-1668	-1179
其他流动负债	9811	11082	10909	10881	投资活动现金流	-1860	-9774	-6867	-7197
<b>流动负债合计</b>	<b>27140</b>	<b>30662</b>	<b>31784</b>	<b>34598</b>	资本支出	-1862	-9772	-6865	-7194
长期借款及应付债券	21359	22359	23359	24359	长期投资	2	-2	-3	-4
其他长期负债	351	351	351	351	其他	0	1	1	1
<b>长期负债合计</b>	<b>21710</b>	<b>22710</b>	<b>23710</b>	<b>24710</b>	筹资活动现金流	-294	2460	2380	1315
<b>负债合计</b>	<b>48850</b>	<b>53373</b>	<b>55495</b>	<b>59308</b>	债务融资	1387	3000	3000	2000
股本	2563	2563	2563	2563	权益融资	0	0	0	0
股东权益	22562	23610	25212	27188	其它	-1681	-540	-620	-685
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>71412</b>	<b>76982</b>	<b>80706</b>	<b>86495</b>	现金净增加额	4516	-452	429	268

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【钢铁&大宗商品组小组介绍】

谢文迪，钢铁行业及大宗商品研究团队首席分析师，6年大宗商品投研经验，3年宏观研究经验。布里斯托大学金融投资学硕士，曾先后就职于鸿凯投资、东北证券、方正证券、民生证券，获2020年Wind金牌分析师第四名。

## 【分析师承诺】

谢文迪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
 增持：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；  
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投

资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。