

钢铁业

重庆钢铁 (601005):

刘喆

010-88092288-8665

liuzheswsc@yahoo.cn

关注公司区域优势，矿产资源注入可期

2009 年 2 月 12 日

持有

截至 2 月 11 日重庆钢铁主要财务指标

每股净资产	3.37
基本每股收益	0.46
净资产收益率(全面摊薄)	13.62
股东权益比率	44.41
资产负债比率	55.59
流动比率	1.32
速动比率	0.53
资产报酬率	6.05
每股经营活动产生的现金流量净额	0.05

重庆钢铁相对市场表现 (2008. 6. 2-2009. 2. 11)



内容摘要:

- 1、公司地处重庆地区，具备良好的区位优势。受益于国家宏观经济政策支持，未来渴望得到较快发展。建设中冷轧薄板项目定位于重庆及周边地区，虽然未来前景看好，但短期内仍然难以对公司形成明显业绩贡献。
- 2、公司未来存在整体上市预期，目前大股东持有 5 处矿产资源，如能借助环保搬迁之机，在扩大产能基础上，实现对集团主要矿产资源的整合，必将对公司控制生产成本、稳定业绩起到重要作用。
- 3、公司是我国最大的中厚板生产商之一，在冷轧薄板项目投产运行之前，其业绩仍将主要依赖于中厚板的生产。受宏观经济基本面变化的影响，公司 08 年四季度很可能会出现单季度亏损，09 年一季度或将更为困难，经营业绩压力较大。
- 4、公司目前面临资金压力较大，分离交易可转债的发行亦在审批过程之中，短期内难以形成明显改观。市盈率 7.46 倍，市净率 1.08 倍，A/H 股溢价 140%，在同行业上市公司中分别位于中等及偏高水平。长期看公司具有主营业务突出、高成长性和集团公司整体上市等多项优势，投资价值已经显现；但短期相对估值水平仍然较高。给予持有评级。

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

1. 区域优势铸就潜在商机

公司地处重庆，具有较好的区位优势。08年6月，国务院正式批准重庆市和成都市设立全国统筹城乡综合配套改革实验区，推动区域协调发展的战略部署。这使得成都、重庆成为继上海浦东新区、天津滨海新区后的第三个国家综合配套改革试验区，在特区成立建设初期，随着基础投资建设的展开，相关行业，特别是以工业和建筑业为代表的第二产业将得到快速发展。重庆钢铁作为重庆本土重要的钢铁类上市公司有望充分享受到这一机遇所带来的收益。

从区域布局来看，公司主要产品之一——冷轧薄板的重点目标即是立足重庆及周边地区。作为我国第四大汽车生产基地和全国最大的摩托车生产基地，汽车、摩托车行业已成为重庆市的支柱产业，其拥有长安、庆铃、重汽等大型汽车制造公司，以及嘉陵、建设、力帆、隆鑫、宗申等知名摩托厂商，作为主要原材料的冷轧薄板潜在需求量较大。西南地区属于典型的钢铁资源需求方，依据重庆地区各行业发展规划测算，2010年全年钢铁消费量可望达到千万吨以上，而重钢目前年产量仅为三百万吨，市场供需缺口明显，并不存在需求饱和的问题。公司目前产品的市场占有率主要受产能制约，一旦产能得到有效扩张后，其市场占有率必将会得到进一步的提升。

公司目前在型材、线材等品种上的毛利率较低，特别是冷轧薄板的生产，08年中报显示，冷轧薄板毛利率为-0.51%，仍处于轻微亏损的状态下。主要是受到公司前部热轧板生产线尚未建成投产，冷轧生产的所需主要原料仍需外购的影响，造成原材料成本过高的同时生产线难以达到满负荷生产。虽然中报显示从6月份开始，该项目已实现盈利，但其主要原因在于钢材市场的回升，随着下半年市场价格的回落，其很有可能再次陷入亏损状态。根据公司募集资金投向安排，冷轧项目二期工程、热轧带钢厂及公用配套设施建设预计于2009年建成投产，且项目投产后仍需一定的调试磨合期，根据上市公司预计，其全部项目投产后前两年产品销量预计为按项目生产能力的70%，投产后3-5年期间能够达到按项目设计生产能力的80%。在此之前，冷轧薄板的生产仍然难以形成经济效益。虽然长期市场收入预期良好，但短期内难以形成突出的经济收益，新投产能主要在2010年开始对业绩形成贡献。

2. 未来存在集团整体上市预期

2008年6月，重庆市常务副市长黄奇帆公开表示，未来两年重庆市将有10家企业完成整体上市，其中即包括重钢集团，这意味着重庆钢铁有望在两年内实现集团的整体上市。

作为公司的第一大股东，重钢集团以其所属焦化厂、炼铁厂等核心钢铁资产业务作为投资注入，持有上市公司的61.09%的股本。目前，上市公司拥有从炼焦、烧结、炼铁、炼

钢到轧钢的完整生产工序。

在母公司尚未进入上市公司的资产中，主要生产无缝钢管、普通机械及零部件的重庆三钢和生产硅钢片、普通薄板的重庆四钢等资产盈利能力较差，不具备竞争优势，仅通过这部分资产的注入实现集团的整体上市对公司业绩改善的作用不大。

相对而言，母公司所持有的矿产资源则更具吸引力。目前重庆钢铁的生产活动大量需要外购，08 年公司 50%的铁矿石资源来自于国内铁矿石生产商，其中母公司以市价向重庆钢铁提供 15%的铁矿石。另外 50%的铁矿石主要依靠国际进口，澳大利亚、巴西和印度三国的供应商分别提供 27%、12.5%和 8.3%的铁矿石。尽管公司计划提高自有矿石的供应，2010 年将从母公司采购铁矿石比例也将相应提高至 20%，但对公司业绩造成的不确定影响将非常巨大。另一方面，由于重庆市深处内陆，公司采购原燃料产品均需要通过成渝、襄渝、渝黔等铁路和长江航道进行运输，其主要生产原料铁矿石即大部分通过长江运输，逆流而上增加了公司的生产成本，这成为长久以来限制公司发展的瓶颈。因此，尽快加大国内铁矿石的采购和开采力度对于公司的生产经营显得尤为重要。

重钢集团目前已经布局开发 5 个矿山资源：一是西昌太和铁矿，该矿预计年产量为 630 万吨，相关工艺设计和新矿址勘探均已进入尾声，主要生产设备亦开始陆续接受订单；二是陕西小金河磁铁矿，该矿 08 年底即已开工建设，最终目标为形成年产 800 万吨的矿山、120 万吨的球团矿和 60 万吨的海绵矿；三是巫山桃花铁矿，08 年初，在重钢集团主导下，三家公司联合投资 14 亿元开发巫山桃花铁矿，该矿平均含铁量为 42%，五年内可实现年产球团铁 150 万吨。此外，綦江篆塘铁矿和巴南接龙铁矿，也陆续开始选矿试验。根据估算，以上矿产资源充分开采后，可以基本满足重钢集团未来需求。一方面，向母公司采购原材料比例的增加能够避免目前进口长协矿时由航运费用带来的高成本；另一方面，一旦未来形成对上市公司矿产资源的注入，可以直接提高由公司自有矿山提供原料的所占比例，从而在降低采购成本低额基础上，避免国际铁矿石价格大幅波动所带来的不利影响，最终对稳定上市公司业绩起到至关重要的作用。

2007 年 5 月，重钢集团启动了位于长寿环保搬迁改造工程，至 2010 年，长寿化工园将建成全新的钢铁基地。重庆钢铁也在本次搬迁范围之内，由于在 07 年至 10 年搬迁期间，公司原有钢铁生产车间将照常运转，待长寿钢铁基地建成投产后，原有设备一次性关停。因此，在搬迁期间，公司生产经营活动将不会受到较大影响，且本次搬迁后有关生产设备均采用新工艺，在进一步提高产能的基础上，加大节能消耗的实施力度，对公司长期发展具有积极意义。

我们相信随着母公司所持矿产资源的开发，公司向母公司采购铁矿石比例的不断提高，未来生产成本将得到逐步控制。但实质性的矿产资源整合在 10 年公司完成长寿园搬迁之前很难正式启动，短期内难以对公司形成的实质性利好有限。

3. 公司业绩倚重中厚板产品

公司近年来生产经营状况稳定,2005 年至 2007 年钢材产量分别为 237.11 万吨、304.04 万吨、335.06 万吨,主营业务利润为 7.27 亿元、8.65 亿元和 16.4 亿元,实现了经营业绩的稳步增长。08 年计划产钢 340 万吨,产材 325 万吨,上半年实际产钢 175.01 万吨,产材 169.56 万吨,完成计划目标的 51.47%和 52.17%,较去年同期增长 4.45%和 5.91%。

作为我国最大的中厚板生产商之一,重庆钢铁的主要产品包括中厚钢板、型材、线材、棒材、钢坯及冷轧板等品种。中厚板是公司的重点产品,也是其主要利润来源,08 年 1-6 月在主营毛利中中厚板所占比例达到 74.5%。旗下细分产品包括容器板、锅炉板、低合金板、优碳板、船板等多个品种。经 2007 年公司调整产品结构后,产品附加价值较大,毛利率较高的船板、容器板销量再次增长 13.18%和 19.93%。

08 年上半年公司实现主营业务收入人民币 88 亿元,同比增长 54.23%;除税前盈利人民币 4.6 亿元,同比增加 72.80%,钢材产品同期市场价格的大幅上涨是销售收入的大幅上涨主要原因。进入 08 年下半年后,随着宏观经济面的恶化,钢铁行业进入下行周期,公司经营受到大幅影响。主要表现在几个方面:其一,钢材价格大幅下跌,高附加值的板材上表现更为明显,下半年价格跌幅接近 50%;与之相对,生产成本却由于长协矿价格的限制居高不下,虽然铁矿石中长协矿比例仅占 50%,低于国内其他大型钢铁企业采购比例,但仍对公司形成明显压力。其二,国内钢材市场需求下降,企业生产订单减少,特别是船舶生产新增订单的明显减少,对公司核心业务船板用钢销售影响不利。其三,三季报显示公司存货金额 38 亿元,较上半年增加 40%,随着钢材产成品与原材料市场价格下降,四季度需要计提存货跌价准备,公司接近 50%产品为中厚板,相对其他品种,中厚板价格下跌较晚,去年 11 月中旬后才出现明显调整,这对公司在此之前消化高价库存原料相对有利,年底计提压力较小。

公司 08 年 3 季度净利润 3.12 亿元,较二季度增长 4.9%,环比增长速度已呈现明显下降,我们认为四季度会出现季度亏损,行业周期性的疲软使得 09 年一季度成为企业经营最困难的时期,短期内公司经营业绩压力较大。

表：公司近年来财务指标及行业对比

财务指标	重庆钢铁			普钢公司平均水平		
	2008 年 1 月-9 月	2007 年	2006 年	2008 年 1 月-9 月	2007 年	2006 年
流动比率	1.3213	1.2326	0.7405	1.0457	1.0916	1.0164
速动比率	0.5331	0.6331	0.2456	0.4589	0.6143	0.5880
息税折旧摊销前利润 / 负债合计	-	0.1719	0.1517	-	0.2661	0.2588
已获利息倍数(EBIT / 利息费用)	5.4703	3.3067	2.8209	6.4974	15.4401	10.1487

数据来源：西南证券研发中心、wind 资讯

2008 年三季报显示，公司息税折旧摊销/负债合计及利息保障倍数低于同行业上市公司平均水平，说明公司债务成本负担较重。公司每股经营活动产生现金流量 0.05 元，较 6 月下降 50%，比去年同期大幅下降 90.7%，前三季度货币资金为 9.83 亿元，经营活动现金流 8474.3 万元，面临较大的资金压力。08 年 11 月，公司召开临时股东大会，通过《关于发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券的方案》，拟发行不超过 20 亿元的分离交易可转债，用以弥补项目资金缺口及归还银行贷款，但该方案仍需相关部门的审批，尚需一定时间。

以 08 年三季报公司收益计算，重庆钢铁动态市盈率 7.46 倍，市净率 1.08 倍，在同行业钢铁类上市公司中位于中等水平。A 股价格比 H 股价格溢价达到 140%，远高于同行业上市公司 AH 股溢价水平。长期来看，公司具备主营业务突出、成长速度较快、未来矿产资源注入预期等多项优势，投资价值已现；短期来看，公司估值相对偏高，当前股价已体现出市场对公司未来高速发展的预期，且钢铁行业仍处于下行周期之中，经济放缓造成的需求下降并未从根本上得到改观，09 年业绩依然不容乐观。综合评定，给予持有评级。

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：(010) 88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>