

上市公司调研简报

盈利面临大幅下滑风险

公司主要产品中厚板 09 年盈利将大幅下滑

目前公司拥有 2450mm 中厚板轧机一套，设计产能 120 万吨。我们在中板厂参观时了解到中板生产线从去年 4 季度以来都是满产，没有出现减产情况，由于公司对轧机控制比较灵活，即使很小批量有特殊要求的订单也可以很快调节轧机参数安排生产，因此销售公司方面不管订单大小和规格都能接，正是这种灵活的机制使得中板厂排产一直都比较满。

中厚板是公司主要盈利产品，08 年销量达 127.88 万吨，占公司坯材产品总销量的 39.8%，贡献了公司营业利润的 75.3%，08 年吨中厚板毛利高达 1561.8 元，毛利率高达 26.93%，因此中厚板盈利能力对公司盈利的影响巨大。

但是从目前市场情况看，08 年上海市场 20mm 中厚板均价达 5427 元/吨(含税)，而截止到 4 月 20 日，09 年均价仅有 3539 元/吨，现在的价格已经下降到同 06 年同期水平，但是铁矿石和焦煤焦炭成本却远比 06 年同期要高，考虑到近两年公司产品档次的提高，我们认为今年公司中厚板的毛利水平最高也就是与 06 年持平，约 650 元/吨。所以我们认为相比 08 年公司中厚板产品盈利将大幅下滑。

其他钢材产品也不能维持 08 年的高盈利

公司另外还拥有大型材轧机、中型材轧机、高速线材和棒材轧机各一套，总计产能约 195 万吨，主要产品为大中型材、高线和螺纹钢，08 年销量为 144.4 万吨，产品主要用于建筑行业，部分用于机械行业。

由于四川地区灾后重建对建筑钢材需求较大，另外重庆本地近几年发展也较快，大量基础设施建设也带来对建筑钢材旺盛的需求，所以公司建筑钢产品的销售和生情况都比较好。而且西南地区建筑钢市场价格相比国内其他地区也较高，因此即使近期在全国其他地区钢厂建筑钢材都出现亏损的情况下，公司的建筑钢材也能保持盈利。

但是我们认为由于公司铁矿石成本较高，建筑钢材产品在目前的情况下仅能保持微利，不能够达到去年的盈利水平。

公司目前没有原料成本优势

公司目前使用的铁矿石中，进口矿约占 50%，其中长协矿约 80%，除了进口矿之外，大股东能提供的自产矿约占使用总量的 10%，剩下部分都是采购的国内现货矿，由于公司地处西南，进口矿石需经过内河运输，成本相对较高。另外所用焦煤、动力煤也需要外购，因此在原料成本方面，公司没有优势。

重庆钢铁（601005）

维持

中性

王喆

wangzhebj@csc.com.cn
010-85130210

张芳

zhangfang@csc.com.cn
010-85130961

当前股价：5.05 元

目标价格 6 个月：4.3 元

调研日期：2009 年 04 月 17 日

分析日期：2009 年 04 月 22 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.7/-8.4	16.9/-12.0	-7.7/10.2
12 月最高/最低价 (元)		9.58/0
总股本 (万股)		173,313
流通 A 股 (万股)		35,000
总市值 (亿元)		87.70
流通市值 (亿元)		17.71
近 3 月日均成交量 (万)		1,402
主要股东		
重庆钢铁(集团)有限责任公司		48.76%

股价表现



现在集团在巫山和陕西等地都有新建的矿山，未来将会增加自产铁矿石的供应量，但是短期之内增加的量不会很大。

长期发展前景广阔，但短期面临较大的经营风险和不确定性

公司计划在重庆市长寿区新建一个现代化的联合钢厂。第一步形成 200 万吨产能，未来最终将达到 600 万吨产能。主要有两条生产线，一条为 4100mm 宽厚板生产线，一条为 1780mm 热轧板生产线，轧钢的资产均属于股份公司。前端的烧结、焦化、炼铁和炼钢项目均为集团投资，由股份公司代管，未来将择机注入股份公司，但是时间未定，估计在 2011 年之后。

新区宽厚板 4100mm 项目，主要为了适应未来的造船业及机械制造业的发展，延续目前的中板生产线产品，产能 130 万吨，宽厚板工程进展很快，预计 09 年 8-9 月份建成投产，再加上 3-6 个月的调试期，预计 2010 年初宽厚板项目能够达到设计产能。新区的另一个主要项目 1780mm 热轧板生产线，设计产能 200 万吨，鉴于目前市场情况，公司刻意放缓了此项目的进度，预计明年才能建成投产。

关于老区已有生产线的搬迁目前还没有确切的时间表和计划，能够确定的是 2450mm 中板生产线将搬迁到新区，我们预计时间应该是 09 年，与 4100mm 宽厚板的达产时间相配合，从而保证公司产品的产量和市场不受影响，在生产和销售上都能保持一定的延续性。而目前的型材和棒线材生产线以及炼钢炼铁设备或将另外择地搬迁。

长期发展前景广阔，但短期面临较大的经营风险和不确定性

公司地处西南重镇，面临的是广阔的西南市场，由于未来西部地区发展将保持相对较高的速度，对钢材产品的需求巨大，得益于此，我们认为公司在产能扩张完毕之后将享受西部大发展所带来的各种益处，发展空间广阔。

但是短期看，公司面临较为严峻的市场情况，09 年业绩会出现比较大幅度的负增长，公司的搬迁工作对业绩也会造成较大的影响，涉及搬迁的时间以及补偿等问题都存在较大的不确定性。

维持对公司“中性”评级

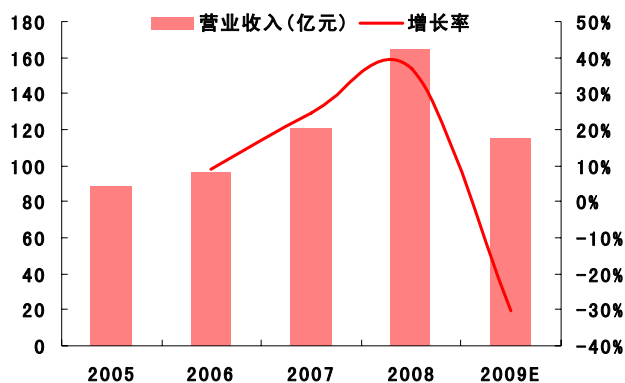
我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.17 元、0.23 元、0.30 元，维持对公司的“中性”评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	16,517.44	11,518.84	11,787.39	12,644.26
主营收入增长率	36.98%	-30.26%	2.33%	7.27%
净利润（百万）	598.30	289.97	402.23	528.34
净利润增长率	33.18%	-51.53%	38.72%	31.35%
ROE	10.60%	5.03%	6.71%	8.33%
EPS（元）	0.35	0.17	0.23	0.30
P/E	14.43	30.18	21.76	16.57
P/B	1.55	1.52	1.46	1.38

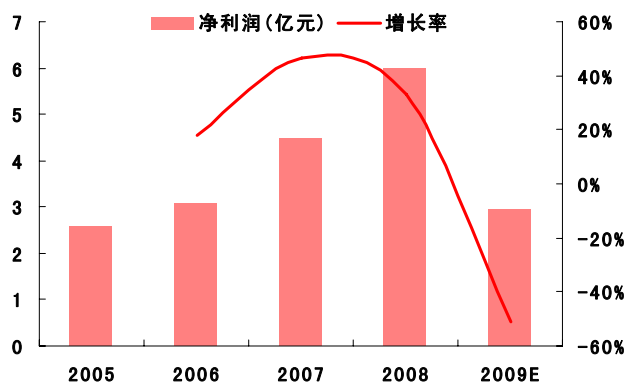
附图

图 1：公司近年来营业收入及增长



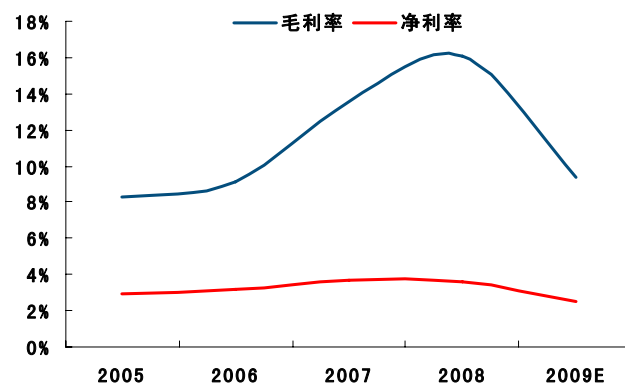
资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 2：公司近年来净利润及增长



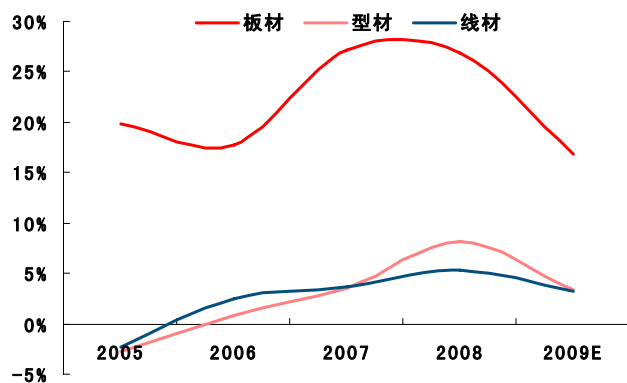
资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 3：公司近年来综合毛利率和净利率



资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

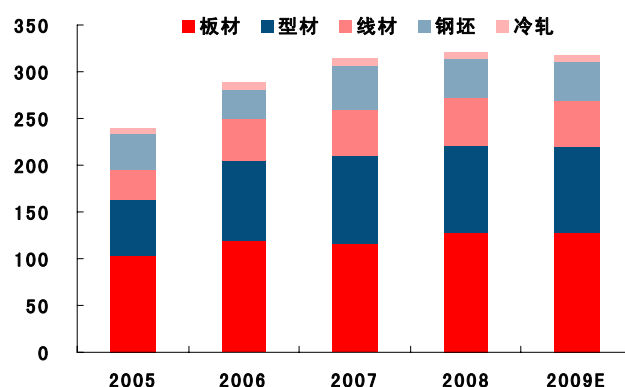
图 4：公司近年来主要产品毛利率



资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

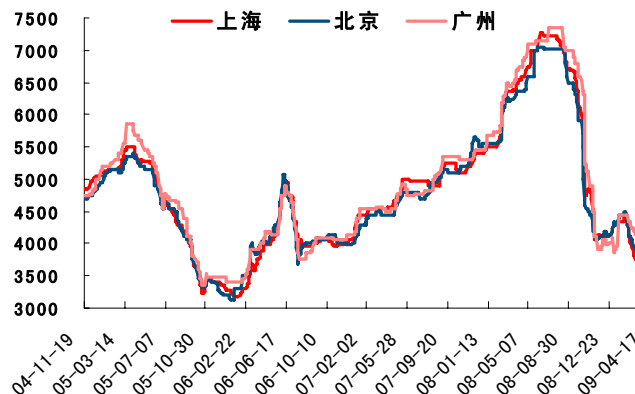
图 5：公司近年来主要钢材产品产量

单位：万吨



资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 6：国内中厚板（Q235 8mm）市场价格



资料来源：钢之家网 中信建投证券公司研发部

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	12,058.45	16,517.44	11,518.84	-30.26%	11,787.39	2.33%	12,644.26	7.27%
营业成本	10,418.04	13,865.37	10,443.00	-24.68%	10,583.97	1.35%	11,251.77	6.31%
营业费用	243.61	258.94	149.74	-42.17%	153.24	2.33%	164.38	7.27%
管理费用	665.13	656.45	403.16	-38.59%	412.56	2.33%	442.55	7.27%
财务费用	206.76	254.84	199.91	-21.55%	224.34	12.22%	242.74	8.21%
投资收益	0.00	0.03	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	493.98	609.11	297.45	-51.17%	412.70	38.75%	542.19	31.38%
利润总额	470.23	605.76	297.45	-50.90%	412.70	38.75%	542.19	31.38%
所得税	20.99	7.47	4.46	-40.24%	6.19	38.75%	8.13	31.38%
净利润	449.24	598.30	292.99	-51.03%	406.51	38.75%	534.06	31.38%
NOPLAT	669.46	853.30	489.90	-42.59%	627.48	28.08%	773.16	23.22%
资产负债表（百万元）								
货币资金	1,093.88	1,203.66	921.51	-23.44%	942.99	2.33%	1,011.54	7.27%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	146.89	210.04	126.23	-39.90%	129.18	2.33%	138.57	7.27%
预付款项	1,053.17	266.34	475.20	78.42%	686.88	44.55%	911.92	32.76%
存货	2,660.25	3,057.73	2,288.88	-25.14%	2,319.77	1.35%	2,466.14	6.31%
流动资产合计	5,485.09	5,292.65	4,213.56	-20.39%	4,490.60	6.57%	4,971.95	10.72%
非流动资产	5,489.03	7,132.32	8,114.78	13.77%	8,987.39	10.75%	9,250.01	2.92%
资产总计	10,974.11	12,424.97	12,328.34	-0.78%	13,477.99	9.33%	14,221.96	5.52%
短期借款	1,720.60	1,798.00	2,208.28	22.82%	2,939.26	33.10%	3,065.62	4.30%
应付帐款	1,411.96	602.11	429.16	-28.72%	434.96	1.35%	462.40	6.31%
预收款项	860.75	664.01	721.60	8.67%	780.54	8.17%	843.76	8.10%
流动负债合计	4,453.12	3,999.17	4,069.05	1.75%	4,864.75	19.56%	5,081.78	4.46%
非流动负债	1,301.03	2,780.85	2,494.67	-10.29%	2,615.42	4.84%	2,781.62	6.35%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	5,219.96	5,644.95	5,764.62	2.12%	5,997.82	4.05%	6,358.56	6.01%
净营运资本	1,031.97	1,293.48	144.51	-88.83%	-374.15	N/A	-109.83	N/A
现金流量表（百万元）								
净利润	449.24	598.30	292.99	-51.03%	406.51	38.75%	534.06	31.38%
折旧摊销	311.13	314.20	995.40	216.80%	1,127.39	13.26%	1,237.38	9.76%
净营运资金增加	2,157.87	261.51	-1,148.97	N/A	-518.67	N/A	264.32	N/A
经营活动产生现金流	479.98	483.51	2,138.73	342.33%	1,567.41	-26.71%	1,692.05	7.95%
投资活动产生现金流	-975.22	-1,216.92	-2,032.25	N/A	-2,000.00	N/A	-1,500.00	N/A
融资活动产生现金流	1,152.54	909.38	-388.63	N/A	454.07	N/A	-123.50	N/A
现金净增（减）	657.31	175.97	-282.15	N/A	21.48	N/A	68.55	219.07%

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

王喆，钢铁行业分析师，中国人民大学数量经济学硕士，3 年钢铁行业从业经验。
张芳，有色金属行业高级分析师，从业 9 年。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010