

重庆钢铁 (601005)

中性/首次评级

股价: RMB4.92

分析师

黄静

SAC 执业证书编号:S1000510120004

(0755)8249 2060

huangjing@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陈雳

(021)5010 6003

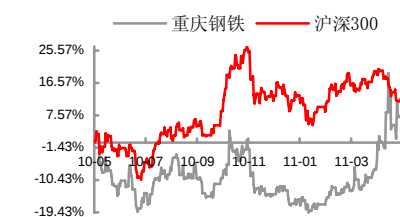
chenliyjs@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,733
流通 A 股 (百万股)	1,195
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,820

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

转型艰难谋发展, 结构调整成长可期

- **2011 年重庆钢铁总产能达 700 万吨左右, 今年新区板材产能释放明显。**其中, 新区产能 500 万吨均为板材; 老区产能在 170 万吨左右, 主要生产线材、棒材、型材。2011 年 1-4 个月累计生产 188.28 万吨, 同比增长 73.58%, 增量主要来自新区板材产能释放。
- **公司未来产品结构将发生质变, 板材占比将高达 75%以上。**通过我们 5 月份最新调研得知, 老区长材 2011 年产量仍将继续维持在 150 万吨左右, 新区板材约 350 万吨左右, 2011 年总产量将提升到 500 万吨左右, 年产能 180 万吨的 4100mm 船板投产后, 将明显提升公司产品档次及盈利能力。
- **2009 年公司展开搬迁以来, 营业收入、成本大幅增长, 净利润下滑明显。**2010 年实现营业收入 166.18 亿元, 同比增长 53.06%, 净利润 0.1 亿元, 同比下降 89.07%; 2011 年一季度实现营业收入 67.1 亿元, 同比增长 141.69%, 净利润 475.7 万元, 同比下滑 85.19%。
- **2011 年公司经营仍面临成本上升、经营性支出增多的困难, 短期盈利水平仍难明显提升。**我们认为公司面临的经营压力主要源自: (1) 矿石、煤炭等原燃料价格的上涨, 且公司长寿新区生产线处于投产初期, 运行成本较高; (2) 钢材产销量增加导致运杂费增加、船板检验费增加; 公司负债规模逐步扩大, 净利息支出增加等。
- **公司未来主要看点在于将通过搬迁契机促使产品结构转型, 通过淘汰落后大幅提高产品档次和工艺水平, 直接受益西部建设。**此外, 集团铁矿石储备丰厚, 自给率有望从 10%提高到 50%, 将为公司长远发展奠定基础。
- **首次给予公司“中性”评级。**预计公司 2011 至 2013 年的 EPS 分别为 0.05、0.08、0.22 元, 对应 PE 分别为 97、60 和 21 倍, 对应 PB 分别为 1.39、1.37、1.28 倍。鉴于当前钢铁行业整体盈利水平仍不足, 而新区产能正处于建设发展初期, 搬迁对公司正常生产影响将延续, 短期业绩难以大幅提升, 我们认为当前股价已基本反映公司当前价值。
- **风险提示:** 政策及行业影响; 公司经营风险; 其它风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	16617.8	22298.0	26025.0	32308.0
(+/-%)	56.0	34.2	16.7	24.1
归属母公司净利润(百万元)	10.0	81.0	132.0	381.0
(+/-%)	-88.1	709.3	63.0	188.6
EPS(元)	0.01	0.05	0.08	0.22
P/E(倍)	843.3	96.7	59.7	20.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

一、公司基本情况：搬迁期间仍面临着较大的经营压力.....	4
1.1 公司立足西南，重点发展船板为代表的板材产品.....	4
1.2 实施搬迁以来营业收入、成本均大幅增长，净利润下滑明显.....	5
1.3 2011 年新区产能将达 500 万吨，公司总产能 700 万吨.....	6
二、公司经营：受原料成本上升、行业基本面负面影响.....	7
2.1 成本因素使得当前钢铁行业整体呈低效益震荡运行.....	7
2.2 当前公司长材产量稳定，板材比例将大幅提升.....	8
2.3 集团铁矿石储备丰厚，股份公司 2013 年采购比例将提高到 50%.....	9
2.4 主要产品及盈利：当前非钢产品毛利率远高于钢铁主业.....	10
三、公司发展看点与战略定位.....	11
3.1 主要看点：搬迁促使产品结构转型，受益西部建设.....	11
3.2 发展战略：突出船板竞争力，产品向中高端板材延伸.....	11
四、估值与评级.....	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 可比公司 PB、PE 情况.....	13
4.3 投资评级.....	14
五、风险提示.....	15
5.1 政策及行业影响.....	15
5.2 公司经营风险.....	15
5.3 其它风险.....	15

图表目录

图 1: 股份公司实际控制人及股权关系	4
图 2: 公司所在地理区位情况	4
图 3: 公司营业收入情况	5
图 4: 公司西南业务比重高达 49%	5
图 5: 公司营业利润情况	5
图 6: 公司基本每股收益情况	5
图 7: 公司基本产能统计	6
图 8: 铁矿石采购价格高位运行 (元/吨)	7
图 9: 国内钢铁产量逐月不断攀升 (万吨)	7
图 10: 公司主要产品历年产量情况 (万吨)	8
图 11: 公司铁矿石采购情况	9
图 12: 营业成本及毛利率情况	13
图 13: 营业收入及净利率情况	13
图 14: 归属母公司的净利率情况	13
图 15: 公司三项费用情况	13
表格 1: 公司股本结构及比例情况	4
表格 2: 公司主要产品分类及用途	8
表格 3: 公司主要产品分类及用途	9
表格 4: 2010 年公司基本经营情况	10
表格 5: 公司主要产品毛利率预测 (%)	10
表格 6: 公司主要产品产量预测 (万吨)	12
表格 7: 公司主要产品价格假设 (元/吨)	12
表格 8: 公司主要产品吨钢毛利 (元/吨)	12
表格 9: 可比公司 PB\PE 情况	13

一、公司基本情况：搬迁期间仍面临着较大的经营压力

1.1 公司立足西南，重点发展船板为代表的板材产品

重庆钢铁是中国最主要的中厚板生产商之一、西南重点钢厂，按照国家淘汰落后产能、环保搬迁要求，未来所有钢铁主业将从老区搬迁至新区，将打造出一个产品结构全新的重庆钢铁。

1997 年 8 月由重钢集团作为唯一发起人发起设立，分别于 1997 年 10 月 17 日在香港联合交易所上市，于 2007 年 2 月 28 日在上海证券交易所上市。

经营范围方面，公司主要包括生产、加工和销售板材、型材、线材、钢坯及焦炭煤化工制品、自来水、资源综合利用发电、生铁及水渣、钢渣、废铁等。

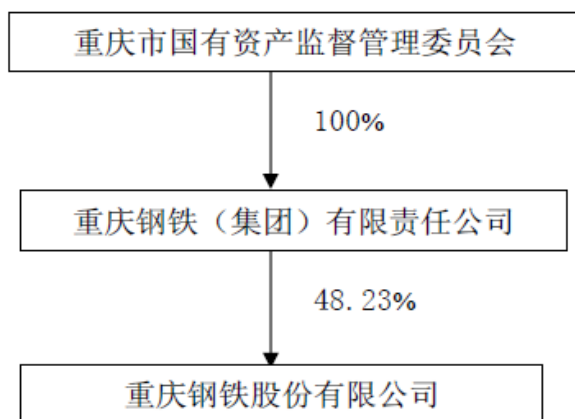
股权结构方面，截至 2011 年 5 月 10 日，公司总股本为 17.33 亿股，公司主要实际控制人为重庆市国资委 100%控股的重钢集团，集团持有上市公司国有法人股比例为 48.23%。

表格 1：公司股本结构及比例情况

股本结构	股本性质	持股数(股)	持股比例(%)
A 股	人民币普通股	1195000000	68.95
其中：重钢集团	国有法人股	835800000	48.23
H 股	外资股	538127200	31.05
合 计	--	1733127200	100

资料来源：华泰联合证券研究所

图 1： 股份公司实际控制人及股权关系



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 公司所在地理区位情况



资料来源：华泰联合证券研究所

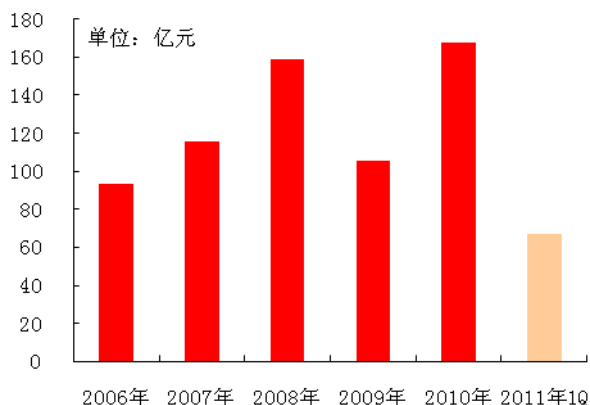
2009 年以来，公司开始新区建设工作，当前正处于搬迁工作的第二阶段，2012 年前后老区产线将陆续完全停产，转向以新区的板材产能为主。

1.2 实施搬迁以来营业收入、成本均大幅增长，净利润下滑明显

主营业务收入方面，持续保持上升势头。2010 年实现营业收入 166.18 亿元，同比增长 53.06%；2011 年一季度实现营业收入 67.1 亿元，同比增长 141.69%。

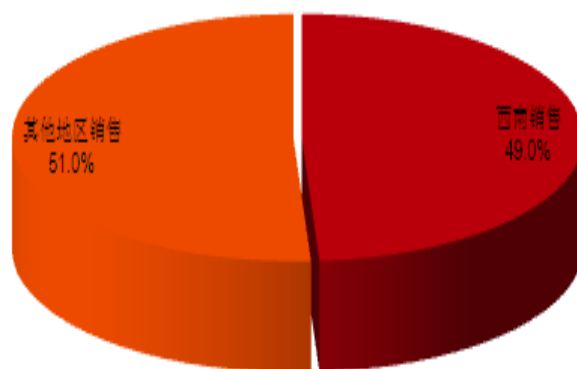
其中，公司西南业务占比达到了 49%，区域销售特征明显。2010 年公司在西南地区钢材销量 80.8 亿元，比上年增加 29.18%；其他地区合计为 84.7 亿元，比上年增加 84.81%。

图 3： 公司营业收入情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4： 公司西南业务比重高达 49%

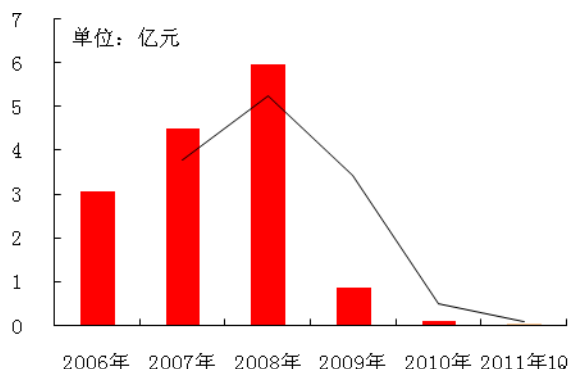


资料来源：华泰联合证券研究所

主营业务成本方面，2010 年主营业务成本 152.7 亿元，同比增长 58.44%；2011 年一季度总营业成本高达 67.07 亿元，同比增长 144%。因铁矿石、煤炭等原燃料价格的上涨以及本公司新区生产线处于投产初期，运行成本较高，使公司主营业务增利幅度不断缩小。

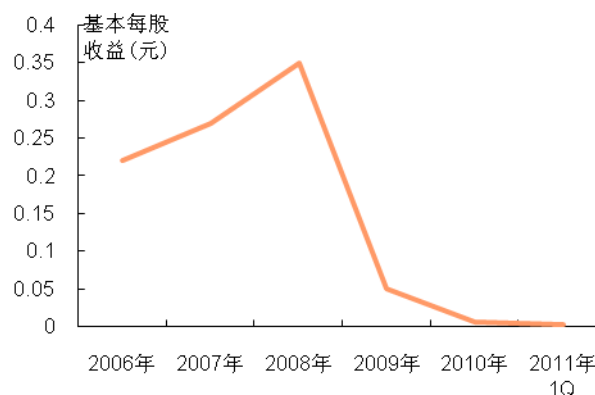
净利润指标方面，公司出现明显下滑。2010 年公司实现净利润 0.1 亿元，同比下降 89.07%；2011 年一季度公司净利润 475.7 万元，同比下滑 85.19%。

图 5： 公司营业利润情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 6： 公司基本每股收益情况



资料来源：华泰联合证券研究所

我们认为净利润出现明显下滑主要原因为：（1）矿石、煤炭等原燃料价格的上涨以及本公司长寿新区生产线处于投产初期，运行成本较高；（2）钢材产销增加导致运杂费增加、船板检验费增加；负债规模逐步扩大，净利息支出增加等。

1.3 2011 年新区产能将达 500 万吨，公司总产能 700 万吨

预计 2011 年底公司新区运转的产能将超过 500 万吨（未来新区目标产能 700 万吨）；老区运转的产能在 170 万吨左右，公司总产能 700 万吨左右。

从我们最新 5 月份最新的调研交流了解到，公司具备中厚板产能 300 万吨，主要用于船板、压力容器板、锅炉板等，其中年产 120~150 万吨的 4100mm 造船生产线通过了船级社认证，并已全部搬迁至新区；热轧卷板 280 万吨，除为后端冷轧生产线提供基板外，主要用于建筑和机械用钢、桥用钢梁用钢、汽车结构用钢、高韧性结构用钢等；冷轧薄板 25 万吨（扩产后达到 45 万吨），主要用于汽车、摩托车零配件生产等。

淘汰落后产能方面，公司已在老区淘汰 1200 立方米高炉 1 座、80 吨转炉 1 座，对应老区减少炼铁产能 100 万吨/年、炼钢 80 万吨。通过我们调研了解到，老区今年仍将继续生产，关于何时全部关停目前暂无具体计划，2011 年预计高线产量 50 万吨左右，型材 80 万吨左右。

图 7： 公司基本产能统计



资料来源：华泰联合证券研究所整理

股份公司与重钢集团签署的授权使用资产协议已于 2011 年 3 月 31 日到期，当日订立了新的授权使用资产协议，重钢集团授权股份公司继续无偿使用其投资额为 108.4 亿元的新区钢铁冶炼生产线及相关公用辅助设施，使用期限为一年。

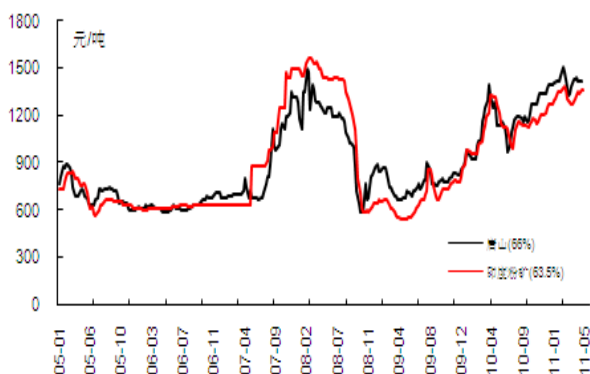
未来产能新改建方面,2011 年公司将把中板 2700mm 轧机生产线从老区整体保护性拆除并搬迁至新区;年产 356 万吨的烧结矿及 60 万吨的焦炭的 1×360m² 烧结项目和一座复热式 60 孔 6 米顶装焦炉及其配套工程正稳步推进;以矿石和钢材中转为主的物流基地的江苏靖江项目、冷轧薄板厂 45 万吨/年扩能改造工程项目及新区特钢项目将统筹进行。

二、公司经营：受原料成本上升、行业基本面负面影响

2.1 成本因素使得当前钢铁行业整体呈低效益震荡运行

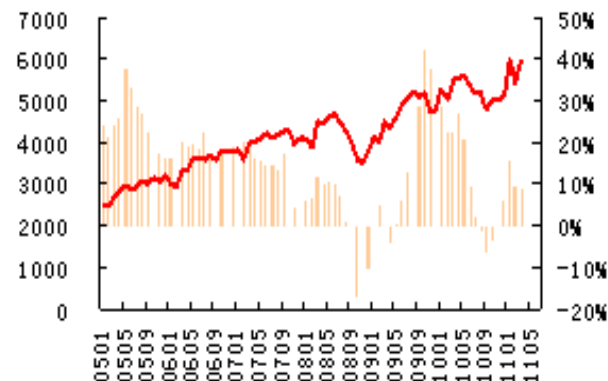
钢铁行业整体仍面临着产能大、原材料成本高的严峻形势。2010 年国内钢材产量继续保持增长,市场总体产能过剩,2011 年以来钢铁产量也一直居高不下,今年一季度生产粗钢 1.7 亿吨,同比增长 8.69%,仍处于供大于求阶段;同时,铁矿石、煤炭等主要原燃料价格 2011 年以来再度大幅上涨,使得钢厂成本高企,钢厂盈利受到冲击,行业整体呈低效益震荡运行的态势。

图 8: 铁矿石采购价格高位运行(元/吨)



资料来源:华泰联合证券研究所

图 9: 国内钢铁产量逐月不断攀升(万吨)



资料来源:华泰联合证券研究所

2011 年一季度,主要冶金原料铁矿石和废钢的采购价格明显上涨,已使得钢铁公司的盈利大幅受损。据我们测算,一季度国产铁矿石的均价在 1420 元/吨左右,环比 2010 年四季度均价 1340 元/吨上涨 6%,同比去年 1025 元/吨上涨 39%。

对于公司而言,2011 年面临来自行业基本面和公司自身搬迁带来的双重压力。主要体现在冶金原料采购成本价格与钢材现货直接联动,使得钢铁企业盈利难度加大;特别是一季度钢铁产能释放明显,业内也普遍感觉到终端消费情况晚于、甚至略低于预期。

此外,2011 年进入环保搬迁工程关键时期,老区部分生产设施面临关停,新区宽厚板带及热轧板带项目刚投产,公司正常经营将继续受到影响。

2.2 当前公司长材产量稳定，板材比例将大幅提升

重钢主要产品包括中厚钢板、型材、线材、冷轧薄板、商品钢坯及焦化副产品、炼铁副产品。

其中，主导产品造船板已取得了 CCS、LR、GL、DNV、RINA、BV、NK、KR 等八家船级社的认证。公司目标未来成为国内造船用钢的生产基地，并加强船板消费市场分析、定位，促进区域市场销售，2010 年实现船板销售量达到 171 万吨，同比增长 92.13%；新区投产后，未来产量有望占中板产品比例的 90%以上。

表格 2：公司主要产品分类及用途

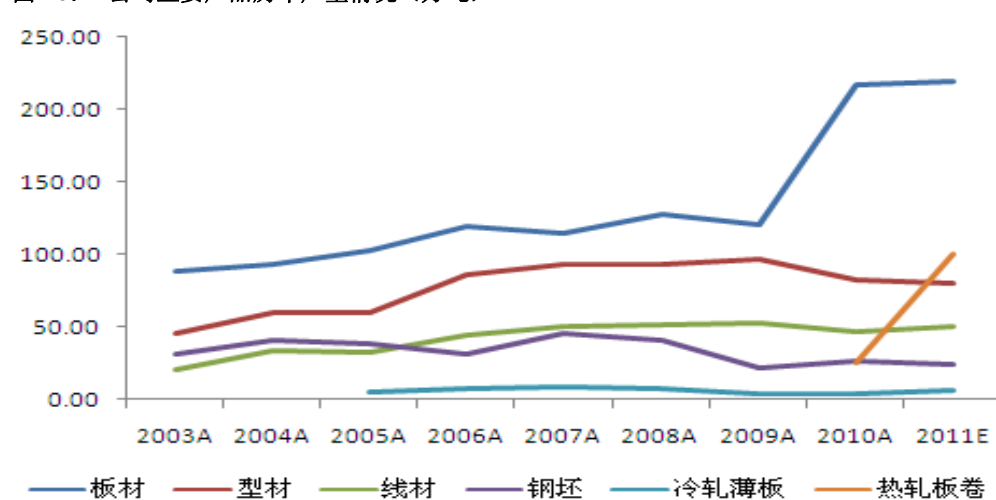
产品	主要用途
船板	用于建造万吨级远洋船舶的主体结构和上层结构，也用于建造内河船舶的船体结构。
压力容器板	制造 I、II、III 类压力容器以及各种压力容器反应罐、换热器、分离器、储运器、耐蚀容器和多层高压容器筒体等。
锅炉板	用于制造中、低压锅炉壳体及封头等重要部件。
桥梁用钢板	广泛用于制造大型铁路桥梁和公路桥梁。
低合金高强度钢板	广泛用于矿山机械、工程机械、高层建筑和重型汽车的制造。
普通碳素结构板	广泛用于机械制造、建筑、交通运输等行业。
型材	广泛用于机械制造、建筑、造船、采矿、交通运输等行业。
高速线材	主要用于建筑及线材制品等行业。
冷轧薄板	主要用于汽车、摩托车、防盗门及钢结构厂房等。
商品钢坯	主要销售给本公司并不视为竞争对手的其他钢材生产商。

资料来源：华泰联合证券研究所

2010 年公司生产焦炭 207.05 万吨、生铁 417.30 万吨、钢 451.54 万吨、钢材（坯）405.01 万吨，分别同比增长 53.41%、41.85%、40.21%、34.97%。

根据最新的 2011 年 4 月份钢材产量快报显示，公司 4 月份的钢材产量为 42.84 万吨，同比增长 37.71%；前 4 个月累计生产 188.28 万吨，同比增长 73.58%，增量主要来自板材。

图 10： 公司主要产品历年产量情况（万吨）



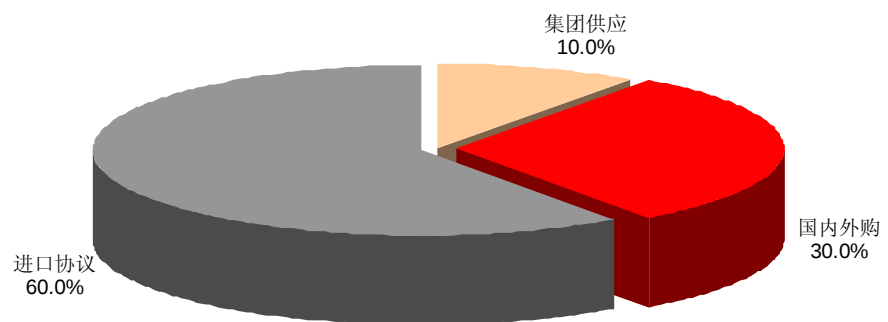
资料来源：华泰联合证券研究所

我们预计公司 2011 年钢材（坯）总产量将从 400 万吨大幅提升到 500 万吨左右，增量主要来自新区热轧产品的大幅增加，而老区高线、型材等产品的产量仍将继续维持在 150 万吨左右。

2.3 集团铁矿石储备丰厚，股份公司 2013 年采购比例将提高到 50%

以公司 2011 年钢铁产能 700 万吨计算，当前对铁矿石的需求量将达 1120 万吨左右。通过我们最新的调研交流了解到，当前公司铁矿石供应主要以进口为主，约占 60%；国内采购为辅，约占总量的 40%；其中，约有 10%的铁矿石是向集团采购。

图 11： 公司铁矿石采购情况



资料来源：华泰联合证券研究所

公司大股东重钢集团拥有相当规模的铁矿石资源储备，但我们注意到这部分资产并不归属股份公司，且当前占股份公司采购比例不高，预计 2012 年底后才能对公司铁矿石供应产生较大的改观，目标铁矿石自给率未来将提高到 50%。

表格 3：公司主要产品分类及用途

矿山	矿种	规划产能	品位	储量	备注
亚洲钢铁	磁铁矿	1000 万吨	68%	30 亿吨	集团持股比例 60%，资源总量达 17.8 亿吨，还有大约 30 亿吨处于不同勘探阶段的磁铁矿资源远景储量。据估计，伊斯坦鑫山磁铁矿项目第一期工程的开发投入约为 20 亿美元。目前计划为最早在 2013 年第 4 季度开始投产，预计第一期工程设计年产量为 1000 万
西昌太和铁矿	钒钛磁铁矿	250 万吨铁精粉	31%	2.36 亿吨	其中 100 多万吨供集团生产，其余部分对外出售；二期建设铁精粉产能 630 万吨/年
陕西旬阳小金河磁铁矿	磁铁矿	200 万吨原矿	30%	0.81 亿吨	二期计划投资 12 亿元，建成年产 450 万吨矿山和 120 万吨球团矿，2010 年开工建设；三期计划投资 28 亿元，最终形成年

					生产能力 800 万吨矿山、120 万吨球团矿和 60 万吨海绵铁， 2012 年开工建设
巫山抱龙桃花铁矿	赤铁矿	160 万吨球团矿	42%	1 亿吨	集团持股比例 33%, 预计 2012 年建成投产
巴南接龙铁矿	菱铁矿	原矿 40 万吨， 精矿 20 万吨	36%	0.33 亿吨	采矿手续办理中
綦江篆塘铁矿	赤菱铁矿	60 万吨铁精粉	33%	0.48 亿吨	采矿手续办理中

资料来源：华泰联合证券研究所

2.4 主要产品及盈利：当前非钢产品毛利率远高于钢铁主业

从公司主要产品的毛利率情况来看，2010 年公司销售水渣、焦化副产品、钢边切头、水电气及提供电子工程设计安装服务等非钢产品收入 8.74 亿元，占总收入的 5.28%，比上年增加 24.19%，毛利率最高，约为 16% 左右。

表格 4：2010 年公司基本经营情况

分行业	主营业务收入 (千元)	主营业务成本 (千元)	毛利率 (%)	主营业务收入比 上年增减 (%)	主营业务成本 比上年增减 (%)	毛利率比上 年增减 (%)
钢材 (坯)	15673275	14541055	7	55	61	-4
板材	8802753	8015648	9	105	115	-4
钢坯	955858	896548	6	37	41	-3
型材	3103872	2906801	6	-5	-1	-3
线材	1704030	1556370	9	0	3	-2
热卷	905799	942763	-4	不适用	不适用	不适用
冷轧薄板	200963	222925	-11	12	10	2
其他	874215	731606	16	24	19	4
合计	16547490	15272661	8	53	58	-3

资料来源：公司 2010 年年报，华泰联合证券研究所

分钢材品种来看，公司主要产品中板材、线材毛利率水平最高，约为 9% 左右，热卷、冷轧产品由于搬迁、成本大增、设备调试等一系列原因处于亏损状态，我们预计随着新区生产水平日后不断提升，这部分的亏损情况将改善。

表格 5：公司主要产品毛利率预测 (%)

产品	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
板材	13.38%	8.94%	14.59%	15.26%	17.22%
型材	9.84%	6.35%	6.78%	7.38%	9.02%
线材	11.06%	8.67%	9.49%	10.75%	13.05%
钢坯	8.80%	6.20%	4.67%	7.19%	10.93%
冷轧薄板	-3.24%	-3.24%	1.26%	3.90%	3.90%
热轧板卷	NA	-10.93%	3.49%	4.48%	4.48%

资料来源：华泰联合证券研究所

三、公司发展看点与战略定位

3.1 主要看点：搬迁促使产品结构转型，受益西部建设

2008 年 12 月 23 日公司发布公告，集团根据重庆市政府有关要求，将陆续启动环保搬迁的准备工作。搬迁工作分为三个阶段：第一阶段在长寿江南镇宴家工业园区新建钢铁生产线，第二阶段搬迁或停产大渡口重钢的钢铁生产系统和特钢生产系统，第三阶段将对矿山资源进行整合和综合开发。目前，公司主要工作仍停留在第二阶段。

重钢未来发展兼备区域和产品优势。从公司地理位置来看，重庆是西南重要的交通枢纽、依临长江，物资运输便利，新区共有 10 个码头（已建成 6 个码头，预留 4 个），未来公司 70% 的产品均可通过长江直接发往华东地区。

重钢周边大中型钢铁企业数目较少、竞争激烈程度较小，规模相当的主要竞争对手仅攀钢一家，2010 年成立的重庆两江新区是继浦东新区、滨海新区后全国第三个副省级新区，未来发展潜力巨大，重钢作为重庆最大的钢铁企业，将是最直接的受益者。

3.2 发展战略：突出船板竞争力，产品向中高端板材延伸

造船板是公司最具备核心竞争力的产品，未来公司船板产量有望提高到 350 万吨以上，成为国内最大船舶用钢生产基地之一。

从产品结构来看，重钢的产品长期以中板（尤其是造船板）为主，而重庆又是西南最重要的造船基地，将近占全国船板需求总量的 30%，工信部也在 2009 年《关于推进重庆统筹城乡改革和发展加快老工业基地改造振兴的意见》中，已将重钢定位为长江上游精品钢材生产基地。

除了核心产品船板外，我们还注意到重庆是我西南最大的汽车、摩托生产基地，有着长安、宗申、力帆、嘉陵等众多知名企业，重钢由于板材产线投产时间较晚，市场占有率长期被外地钢厂先入为主，但随着新区冷、热轧生产线未来批量生产、产品工艺提升，将吸引众多的潜在用户。

四、估值与评级

4.1 盈利预测

假设条件：

- 1、公司搬迁工作进展顺利，2011 年老区线材、型材产量继续释放，新区 1780mm 热轧线、4100mm 中板线 2012 年全部投产。
- 2、未考虑公司未来资产注入导致股本发生变化，以及新区当前大股东免费将新区炼钢系统给予股份公司使用若变动所产生的影响。
- 3、2012 年后，公司经营转入正常，板材产能大幅释放、价格小幅上涨。

主要预测如下:

表格 6: 公司主要产品产量预测 (万吨)

产品	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
板材	121	218	220	220	220
型材	97	83	80	80	80
线材	52	46	50	50	50
钢坯	22	27	25	30	30
冷轧薄板	5	5	6	8	15
热轧板卷	NA	25	100	150	250

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 7: 公司主要产品价格假设 (元/吨)

产品	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
板材	3551	4042	4850	5123	5470
型材	3353	3756	4132	4362	4651
线材	3240	3700	4255	4519	4844
钢坯	3174	3563	3848	4020	4243
冷轧薄板	3882	4426	5090	5483	5757
热轧板卷	NA	3620	4127	4374	4593

资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 8: 公司主要产品吨钢毛利 (元/吨)

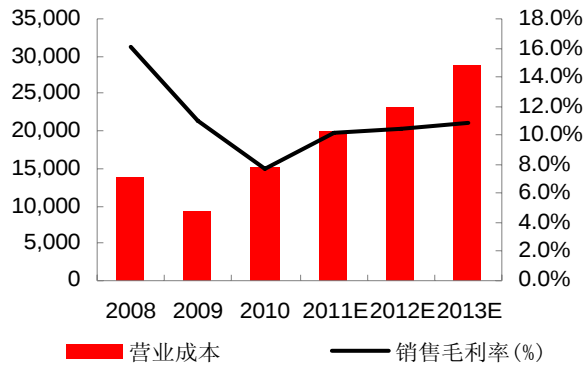
产品	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
板材	475.12	361.35	617.66	678.23	803.50
型材	329.94	238.51	262.36	299.69	384.69
线材	358.34	320.79	368.91	438.80	559.25
钢坯	279.31	220.91	171.74	269.71	417.97
冷轧薄板	-126	-143	63.56	205.63	215.91
热轧板卷	NA	240.79	139.33	187.57	196.95

资料来源: 华泰联合证券研究所

基于以上假设,我们预计 2011~2013 年公司主营业务收入分别为 222.98 亿元、260.25 亿元、323.08 亿元; 主营业务成本分别为 200.22 亿元、233.07 亿元、288.08 亿元; 归属母公司的净利润分别为 0.81 亿元、1.32 亿元、3.81 亿元。

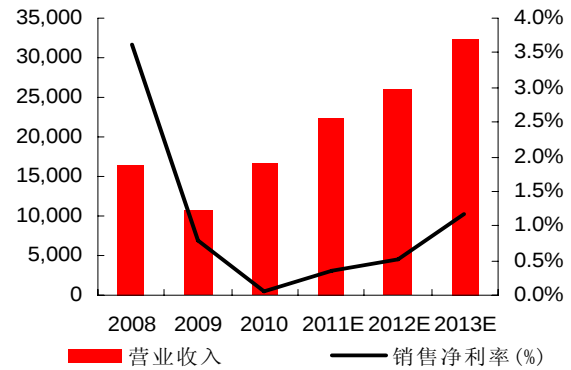
我们预计公司 2011 至 2013 年的 EPS 分别为 0.05、0.08、0.22 元, 对应 PE 分别为 97、60 和 21 倍, 对应 PB 分别为 1.39、1.37、1.28 倍。

图 12: 营业成本及毛利率情况



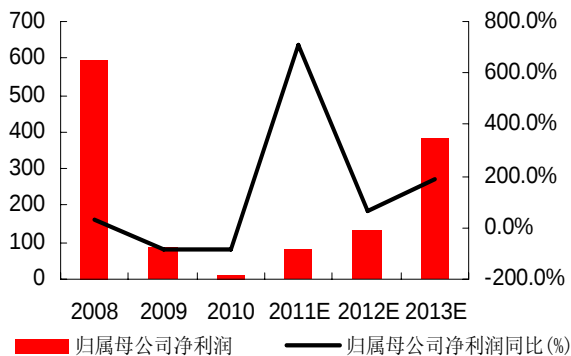
资料来源：华泰联合证券研究所

图 13: 营业收入及净利率情况



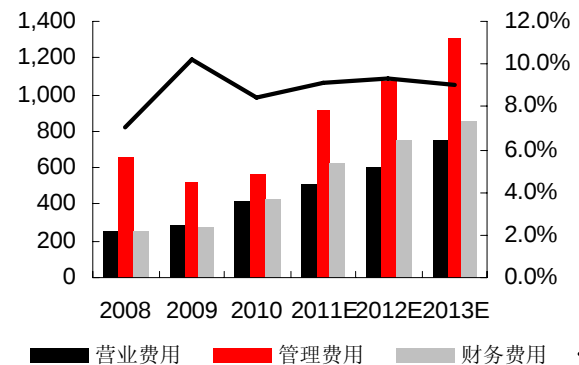
资料来源：华泰联合证券研究所

图 14: 归属母公司的净利率情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 15: 公司三项费用情况



资料来源：华泰联合证券研究所

4.2 可比公司 PB、PE 情况

从可比公司的估值情况来看，重庆钢铁的 2011-2012 年 PE 分别为 96.7、59.7 倍，明显高于均值 27.54、18.46 倍水平，主要因公司受成本变动、搬迁影响，盈利能力较可比公司较弱；公司当前 PB 为 1.39 倍，低于均值 1.78 倍，安全性尚存，我们认为当前公司股价已基本反映公司实际价值。

表格 9: 可比公司 PB/PE 情况

代码	简称	价格 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS		PE		市净率 PB
					11E	12E	11E	12E	
600019	宝钢股份	6.91	1,210.08	1,210.08	0.82	0.93	8.39	7.42	1.12
000898	鞍钢股份	7.73	559.25	475.32	0.40	0.54	19.42	14.33	1.03
600010	包钢股份	8.11	520.96	220.64	0.16	0.22	50.67	37.28	4.10
600005	武钢股份	4.51	455.23	455.23	0.28	0.36	16.18	12.37	1.58
000825	太钢不锈	6.05	344.62	183.09	0.36	0.46	16.98	13.17	1.55

000709	河北钢铁	4.71	323.90	176.88	0.28	0.35	17.09	13.27	1.09
600808	马钢股份	3.84	295.71	229.16	0.22	0.34	17.18	11.46	1.08
000761	本钢板材	8.53	267.50	59.50	0.39	0.52	21.87	16.56	1.75
600307	酒钢宏兴	12.77	261.23	111.56	0.65	0.82	19.53	15.60	2.35
600022	济南钢铁	5.95	185.67	185.67	0.10	0.20	57.50	29.60	2.58
600282	南钢股份	4.55	176.35	76.66	0.28	0.37	16.25	12.14	1.69
601003	柳钢股份	5.84	149.67	149.67	0.32	0.43	18.03	13.45	2.78
000932	华菱钢铁	4.41	132.99	49.45	0.14	0.28	32.15	16.03	1.00
000959	首钢股份	4.42	131.12	53.31	0.38	0.52	11.64	8.47	1.66
600581	八一钢铁	14.91	114.28	114.28	1.01	1.23	14.73	12.12	3.22
600102	莱钢股份	12.01	110.76	28.08	0.26	0.38	45.77	31.83	1.85
600782	新钢股份	7.29	101.58	101.58	0.41	0.58	17.60	12.66	1.17
600569	安阳钢铁	4.11	98.38	98.38	0.09	0.18	45.67	22.83	0.93
600126	杭钢股份	5.95	49.92	49.92	0.46	0.50	12.85	11.79	1.37
002110	三钢闽光	10.87	58.12	58.12	0.50	0.71	21.75	15.34	2.10
601005	重庆钢铁	4.92	85.27	58.79	0.05	0.08	96.70	59.70	1.39
	均值		268.22	197.40	0.36	0.48	27.54	18.46	1.78

资料来源：华泰联合证券研究所，选取估值时间：2011-05-10

4.3 投资评级

首次给予公司“中性”评级。当前钢铁行业整体盈利水平仍不足，公司新的板材产能正处于发展初期，搬迁对公司正常营业影响明显，短期业绩难以大幅提升，当前股价已基本反映公司价值。

我们认为公司 2011 年虽面临着较大的经营压力，同时也对公司未来发展仍有一定的信心，随着新区逐步实现全部建成达产，将带给公司一个新的发展契机，使得公司生产装备、工艺水平有一个大跨越式的发展。

五、风险提示

5.1 政策及行业影响

钢铁行业高产能、高冶炼成本的状况，对钢铁企业生产和销售影响明显，行业整体盈利情况短期不容乐观；同时，钢铁属于高能耗行业，节能减排影响直接。

5.2 公司经营风险

公司负债率较高。公司由于搬迁及板材产能的大幅增加，2010 年资产负债率从 2009 年的 65% 大幅提高到 75% 左右，公司财务压力较大，70% 以上的高负债率水平短期难以改观。此外，目前新区炼钢系统由大股东无偿提供给股份公司使用，该部分的理论上成本支出未纳入实际财务费用。

5.3 其它风险

老区关停时间、新区产能释放情况将会明显影响公司盈利，板材产品是否能快速进入并赢得竞争占领市场。

盈利预测

[illegible]

数据来源：华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn