

增持 维持

重庆钢铁（601005）

2011 年 07 月 12 日

老区退休，新区扬帆

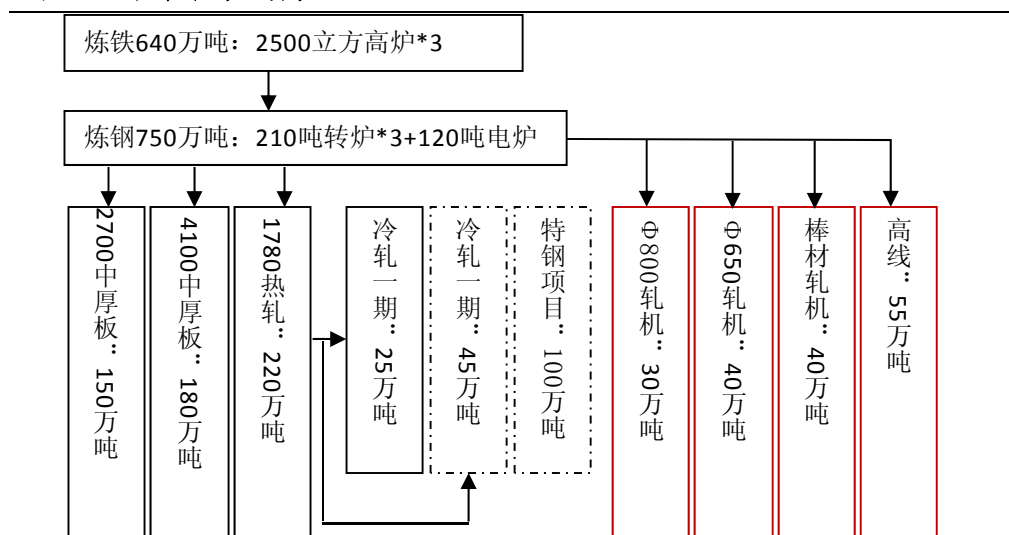
7 月 11 日收盘价 4.38 元，目标价 5.00 元

钢铁行业高级分析师：刘彦奇
SAC 执业证书编号：S0850207120452
liuyq@htsec.com
021-23219391

1. 长寿新区投产顺利

1.1 新区项目和产能

图 1 重钢长寿新区产线和产能



资料来源：公司公告，海通证券研究所

老区将于 9 月 30 日全部关停。图 1 中红色框框中的轧机是老区目前剩下的轧机，由于新区将要建设二期项目，从生产的连续性、技术积累和人员可用性考虑，我们认为可能这些老区项目将会搬迁过来而成为二期，但搬迁中可能会有技改。图中虚线框框中项目是我们在网上看到相关报道但并不是很确定的项目。另外，冶炼环节中，除了 120 吨电炉，其它都属于集团项目。

1.2 长寿新区投产进度

重钢长寿新区长寿区江南镇。新区有 3 座 2500 立方高炉，其中两座已经于去年和前年投产，第三座将于今年 7 月投产。转炉为 3 座 210 吨的转炉，也已经于去年和前年投产。冶炼能力 100 万吨的 120 吨电炉预计将于 2012 年投产。新区终端有 4100mm 中板、2700mm 中板和 1780mm 热轧，还有与 1780 热轧配套的 25 万吨冷轧一期，均已经投产，其中与 120 吨电炉配套的 100 万吨钢材包括一条 60 万吨的 Φ50-150mm 的大棒线和一条 40 万吨的 Φ5.5-50mm 小帮及线材复合生产线，也将于 2012 年投产。

根据公司公开信息，大渡口老区项目将于今年 9 月 30 日全部停产，届时长寿新区将接过接力棒。之前，老区已经开始停产搬迁部分项目，比如大渡口 1200 立方高炉已经于去年 6 月关停，2700mm 中厚板也已经搬迁至长寿新区。

根据新区产能匹配，我们认为大渡口老区的大中型轧机和高线也将会搬迁。这部分产能估计为 170 万吨，但也不排除搬迁的同时进行改造而扩大产能。此外，根据公开报道，除了一期 650 万吨将于今年 7 月全部投产外，2012 年二期 350

万吨投产后，重钢新区产能将达到 1000 万吨。所以我们认为可能老区剩余轧机项目的搬迁就是所谓的二期工程，包括上述的 120 吨电炉和对应的轧机。但有所不同的是，120 吨电炉和对应的轧机，是由股份出资兴建的。

1.3 搬迁磨合期运营成本较高

新区老区距离将近 100 公里，截止目前，老区新区并行运行时间已经长达两年，增加了公司运营和管理成本。期间，部分工作人员将往返两地，部分原料半成品来回调运。即使在老区全部关停以后（表 1），也将面临设备拆除和搬迁工作，同样是一项复杂的工程。此外，从国内刚投产新区看，初期盈利都存在压力。

新区建设投资约 240 亿元。其中集团承建冶炼环节，而股份承建轧制环节，主要是股份公司资金实力不够。集团承诺，将以自有资金或部分长寿新区的钢铁资产弥补重钢股份因搬迁发生的固定资产减损。具体弥补方案将在国家发改委核准整体搬迁、集团和公司详定搬迁方案之后，经国有资产监督管理部门批准后实施。如果搬迁股份公司报废 70 亿元（随折旧而减少），根据承诺集团将拿出 70 亿元新区资产置换，然后将剩下的注入股份，我们估计补偿金额可能在 60 亿元左右。大渡口土地是股份公司租赁集团的，新区土地也是租赁集团的。

表 1 重钢股份大渡口老厂区全部主体设备和产能

主体设备		产能	产品
老		万吨	
焦化厂	58-I 型焦炉 1 座，JN—80 型 3 座	150	焦炭
烧结厂	105m2×2 烧结机，8m2×2 球团竖炉	470	烧结矿
炼铁厂	1350 立方、1200 立方、750 立方高炉	320	生铁
炼钢厂	80 吨转炉 4 座	350	钢坯
轧钢厂		325	
中 厂	2700 轧机（原 2450 改造而成）	130	容器钢板、锅炉钢板、船板、桥梁钢板、普碳钢板、优碳钢板、低合金钢板等
中型厂	大型轧机 Φ800	30	大中型槽钢、棒材、槽帮钢、深冲扁钢、铁道扁钢、普通圆钢、轮辋钢、球扁钢、
	中型轧机 Φ650	40	轮辋钢、刮 钢、工字钢、圆钢
	棒材轧机 Φ350	45	螺纹钢、圆钢
高线厂	Φ5.5-16mm 光盘条 Φ8-14mm 螺盘条	55	碳结钢、优质碳素钢、低合金钢、焊条钢、
冷轧厂	1#2#可逆式冷轧机组（长寿新区）	25	焊丝钢、铆螺钢等
			0.24~2.0mm 的冷轧板带

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 新区冶炼环节的注入尚需时日

2.1 长寿新区获得批准为时尚远

根据今年 3 月 29 日《经济观察报》的报道，重钢新区至今尚没有获得发改委的“准生证”。重钢搬迁本来是发改委划定的搬迁钢厂之一，但 2009 年 8 月国务院提出“三年内不批任何新的钢铁项目”，重钢新区获批一事也就耽搁至今，按照时间计算，至少也需要延迟到 2012 年 8 月才能解禁。

但重钢获批只是迟早的问题。首先，重钢搬迁符合国家政策，受到发改委鼓励。4 月 11 日，发改委去重钢调研，对重钢表示，“重钢环保搬迁是产业振兴、转型升级的需要，环保搬迁半出来新活力新天地”。其次，节能环保、钢企合理布局是国家对钢铁的更高要求，三年不批新项目已经造成钢企搬迁陷入被动，因此我们相信，重钢长寿新区的获批为时尚远。

2.2 公司未来方案将比较复杂

过去两年中，由于新区建设，公司负债率提高了 20 个百分点，增速惊人。在重钢尚未完全建起新区时，一季度负债率已经高达 76%。公司总资产 237 亿元总负债 180 亿元，按照在建工程进度和金额估计，今年可能会达到 80% 左右的负债率。公司过去两年和今年一季度的共 9 个季度里，年化总资产净利率只有一个季度为 1.2%，其余均在 1% 以下，平均为 0.3%。可见，在新区投产初期，加息后公司财务费用和盈利将更为艰难。

由于公司新区尚未有获批，因此实际上在产业政策的限制下，公司信贷受限制。比如曾经与国开行签订的 200 亿元授信，就无法顺利放贷。更为受伤的是，由于没有出生证，公司享受不了类似首钢搬迁的奖励政策和补贴优惠。当年首钢

在搬迁的时候,享受国家贴息、增值税和所得税退税五六十亿元。也正是因为资金紧张,2010年,重钢股份甚至采用了融资租赁的方式支援新区建设。

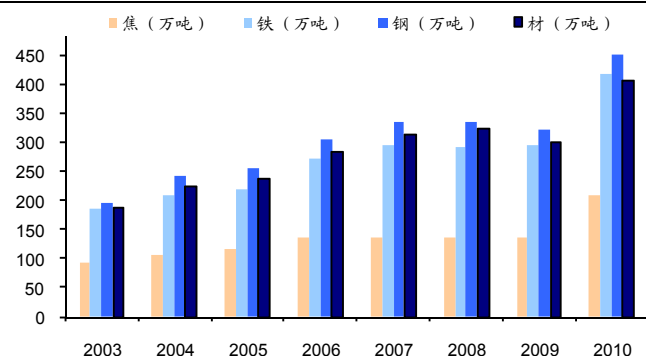
由此可见,未来重钢集团在注入新区属于集团的资产时,股份是没有资金实力直接购买的,因此增发将是一个必不可少的途径。问题是,即使新区获批后,资本市场对钢铁行业放开了,但在营运初期亏损,而资产价格很低的情况下,重钢会愿意甩卖吗?或者市场愿意申购吗?还是如公司承诺的那样,等产量稳定、质量稳定、效益初显的时候再注入股份公司呢?我们认为注入尚需时日。

3. 产量增长较快但业绩不佳

3.1 产量增长迅速

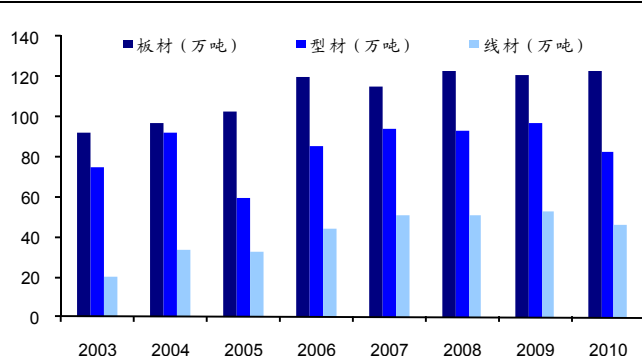
由于新区投产,老区并未关停,这期间公司钢材产量大幅增加(图2、图3)。2011年1-6月份,公司共生产钢材276万吨,去年同期为175万吨,同比增长58%。其中6月份生产55.8万吨,预期全年可产钢材500万吨。但9月份老区全部投产后,产量也将保持稳定,主要是新区稳步增产。

图2 2003-2010年重庆钢铁焦铁钢材产量



资料来源:公司公告

图3 2003-2010年重庆钢铁主要钢材品种产量



资料来源:公司公告

3.2 原燃料来源和产品销售

公司目前矿石进口占60%，其中进口季度长协矿和进口现货各占进口的50%；国内矿40%，其中集团提供15%，其它25%主要来自周边。公司所需焦煤、动力煤基本上都来自重庆周边，比如南桐煤矿、天府煤矿和达竹煤矿的焦煤，淞藻煤矿以及云南和贵州甚至地方小煤矿的动力煤。2010年公司产品49%在西南地区销售，其它地区销售增加较快。

重庆和重钢集团有不少矿山，但不少都处于规划阶段(表2)。2008年整个重庆市生产铁矿石原矿243万吨，折合铁精粉大概在65万吨左右，全部给重钢股份使用，也只能满足其15%的需求量，因此大量矿石需求从外输入。

重钢股份已与几家国外矿石公司签订了稳定的供矿协议，包括南非帕拉伯拉、亚哈默斯利、BHP Billiton、印度西孟加拉邦、巴西CVRD公司等。以确保重钢环保搬迁所需国外铁矿石供应。

表2 重钢集团参与开发的矿石

重钢集团参与矿山	矿	储量	规划产能	品位
西昌太和铁矿	钒 磁铁矿	工业储量2.36亿吨, 远景9.5亿吨	230万吨精矿, 重钢可分得100多万吨	30.54%
陕西旬阳小金河	磁铁矿	0.81亿吨	一期投资1亿, 年产200万吨矿山, 2010年投产	30.00%
			二期12亿元, 年450吨矿石和120万吨球团, 2010年开工	30.00%
巫山抱龙桃花铁矿	赤铁矿	1亿	160万吨球团	43.00%
綦江篆塘	赤铁菱铁矿	0.48亿吨	60万吨铁精粉	32.59%
巴南接龙铁矿	菱铁矿	0.33亿吨	40万吨铁精粉	35.89%

资料来源:公司网站, 媒体报道, 海通证券研究所

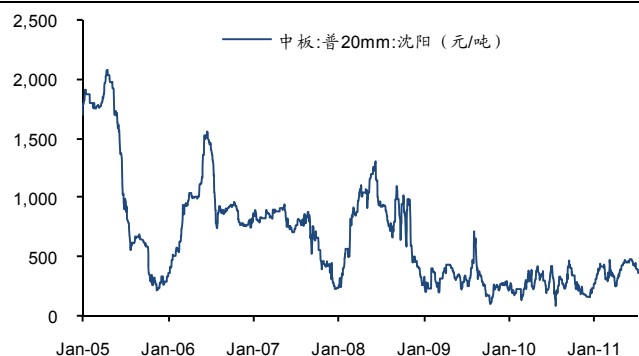
集团目前正在整合矿山资源,2009年11月7日,重钢矿产开发投资有限公司(简称“重钢矿投”)与晟隆投资有限公司及其全资子公司亚洲钢铁控股有限公司(简称“亚洲钢铁”),在重庆南坪会展中心签订股权投资框架协议——重钢矿投将

以不超过 2.58 亿美元(约 17.5 亿元)的对价投资亚洲钢铁，获得后者增发的 60%的股权。除了参股亚洲，目前集团已经全部或者部分拥有西昌太和、陕西旬阳小金河、巫山抱龙桃花、綦江篆塘、綦江新盛、巴南接龙、武隆和南川铁矿，公司远期资源规划是在新区全部建成后铁矿石自足率 50%（表 2），但从各个矿山开采进度看，即使进展顺利，未来数年，公司还必须大量依靠进口和国内采购。由于矿石采购和运输成本较高，因此公司生铁成本并不占优势。

3.3 目前公司产品盈利能力一般

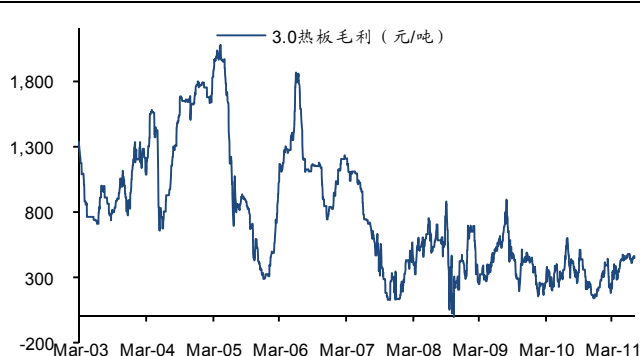
除了上述老区新区并行运行的因素外，新区刚刚投产往往效益都不好，这并不仅仅是市场的原因，钢铁工业特性决定了投入大磨合久。此外，虽然目前建材市场不错，但公司新区已经投产的项目都是板材，板材目前盈利远逊于建材（图 4、图 5）。冷板毛利就更差，价格已经快接近螺纹了，从去年中期以来，普通冷板毛利下降了 800 元/吨。但扣除原料价格因素，二季度都还算可以。

图 4 沈阳 20mm 中板毛利走势



资料来源：海通证券研究所

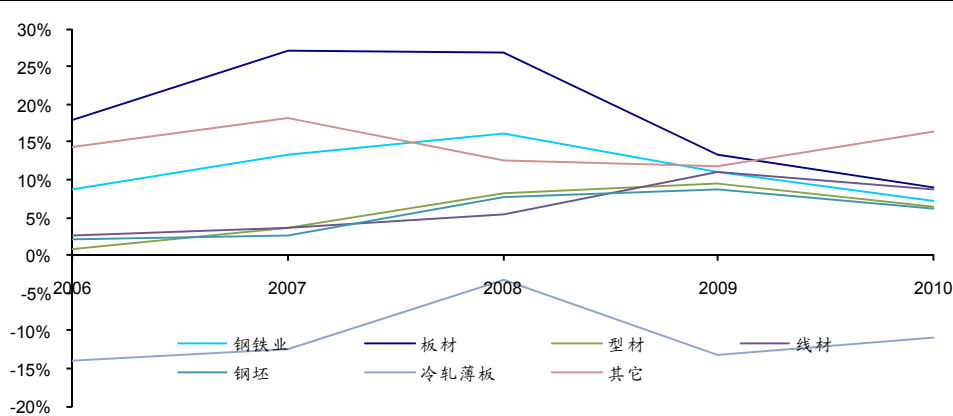
图 5 上海 3.0mm 热板毛利走势



资料来源：海通证券研究所

3.4 过去几年公司产品毛利率

图 6 公司主要产品盈利能力金融危机后一直一般



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司普通冷板量虽然不大，但投产后一直亏损（图 6）。主要是冷板前端原料——热轧板没有投产，需要外购。1780 投产后，情况将会有所好转。比较不解的是，公司型材和线材盈利能力也维持低位，这些产品并未牵涉到搬迁等损耗活动。

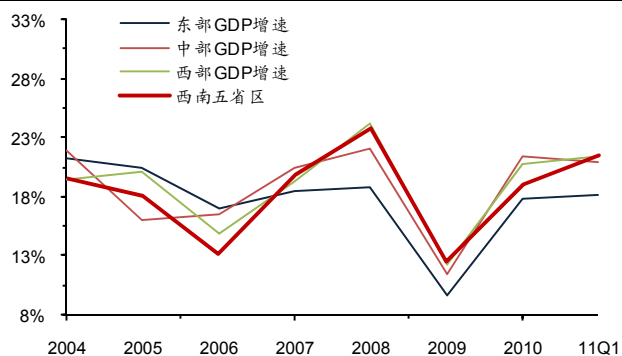
由于公司 9 月 30 日将老区全部关停，新区正式换岗，因此，我们认为未来一年，在目前的市场行情下，公司盈利能力仍难以明显改观。

4. 西南钢材需求潜力巨大

4.1 西部经济增速加快

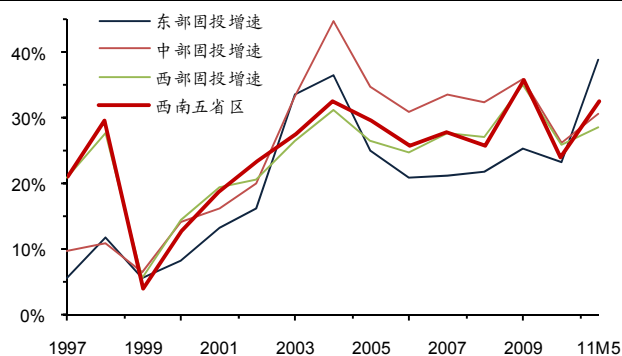
最近几年，西南发展势头很猛（图 7、图 8）。特别是随着物价上涨工资上涨，企业内迁，西南地区也开始了一轮投资热潮。西南地区同时还是湄公河次区域开发的重点，与东南亚市场对接的桥头，有多项国家鼓励政策。我们认为，未来 5 年甚至十年，西南地区都会保持一个类似以前东部地区的发展态势。

图 7 重庆及周边 5 省区 GDP 增速



资料来源：万得咨询，海通证券研究所

图 8 重庆及周边 5 省区固投增速



资料来源：万得咨询，海通证券研究所

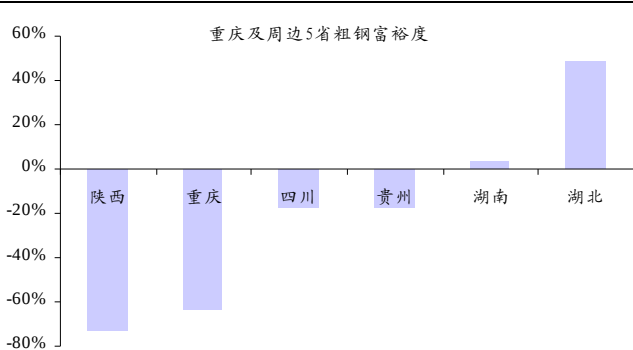
4.2 重庆钢材自足率不足 40%

重庆是典型的钢材输入型城市，其粗钢产量相对经济规模而言自足率不足 40%。除了湖北，基本上周边省市都不能自足（图 9、图 10）。

根据当地固定资产投资金额测算的粗钢消耗与当地粗钢产量进行对比，2008 年重庆外购钢材 600 多万吨，如果算上重钢在重庆外销售的钢材，重庆输入的钢材更多。重庆市的天然邻居——四川，钢材也不能自足，需要从外省市输入钢材。重庆本地外输的钢材大部分都是普通产品，主要是因为重钢板材主要集中于中厚板。

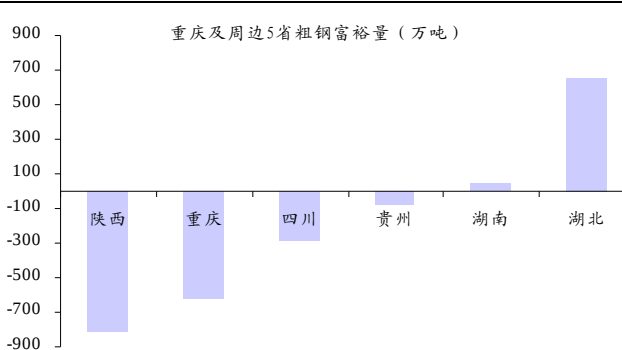
在各个地方保护主义抬头下，如果重庆政府稍加出手，重钢建材和板材就很容易获得丰富的政府订单。

图 9 重庆及周边 5 省粗钢富裕度



资料来源：海通证券研究所

图 10 重庆及周边 5 省粗钢富裕量



资料来源：海通证券研究所

4.3 重庆将进入快速发展阶段

“一圈两翼”和“三一四”统一结合，助重庆进入快速发展阶段。

2006 年直辖十年，重庆提出“一圈两翼”的战略蓝图（图 11）。“一圈”是指主城区交通一小时的都市经济圈；“两翼”是指对渝东北三峡库区、渝东南民族地区。次年全国两会，中央给重庆战略定位，即“三一四”总体部署。“三”大定位：努力

把重庆加快建成西部重要增长极、长江上游地区的经济中心和城乡统筹发展的直辖市；“一”大目标：重庆要在西部率先实现全面建设小康社会目标；“四”件大事：加大以工促农、以城带乡力度，扎实推进社会主义新农村建设；切实转变经济增长方式，加快老工业基地调整改革步伐；着力解决好民生问题，积极构建社会主义和谐社会；全面加强城市建设，提高城市管理水平。

图 11 长寿新区与重庆“一圈两翼”规划图



资料来源：政府网站，海通证券研究所

5. 业绩说明和投资评级

5.1 业绩说明

由于不清楚老区停产搬迁的具体产量影响，也比较难以判断新区项目的达产进度，更没有新区投产的投资分布结构，而且难以琢磨这其中发生的额外费用，以及原料周转到长寿所带来的影响，集团补贴的到位时间，因此实在难以做一个哪怕有点粗糙的预测。

最关键的是，新区规则变化了。比如，老区原料、烧结、焦化、冶炼、轧钢都是属于股份公司的，而新区则不然，冶炼属于集团的，冶炼好的生铁或者钢水交给卖给股份，形成巨大关联交易，虽然也是市场定价，但实际上很难把握。因此我们这里不做详细流程和详细成本的预测，只是根据目前市场状况和国内其它新区投产后面临的问题做个简单判断。

我们认为公司 2011 年可能在略微正盈利边沿，而明年仍将是一个艰难的年份。

5.2 投资评级

从历史上看，重庆钢铁 ROE 大部分时间是超越钢铁板块加权 ROE 的。虽然过去的业绩只能说明过去，行业竞争生态的变化将改变未来 ROE 格局，但还是能够综合说明公司技术、产品、市场地位等问题的。

公司拥有明显地域优势，这种地域包括西南地区投资增速、钢价、市场等。此外公司还有相对板块加权平均的相对估值优势。此外，我们认为钢铁行业目前处于低估，未来上行概率较大。综合考虑，我们认为长期可以给予公司“增持”投资评级。

从长期来看，重庆成都地区将成为中国增长的一极，且由于有长寿新区项目投产和集团把新区注入股份的预期（该资产规模是现有资产规模的 2 倍），无论是钢铁行业转暖带来的巨大收益弹性，还是资产注入带来的收益增厚，都值得给予长期更乐观的投资评级。我们会在后续的报告继续跟踪。

6. 主要风险

- （1）最主要风险就是长寿新区投产之后的达产进度和市场状况
- （2）市场对长寿新区的资产注入抱有较高期望，我们认为最早也应该在 2012 年。
- （3）市场风险。我们钢材产量进入 2011 年后一直很高，而目前是市场淡季。

信息披露

分析师声明

刘彦奇：钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：宝钢股份（600019.SH）、鞍钢股份（000898.SZ）、武钢股份（600005.SH）、河北钢铁（000709.SZ）、太钢不锈（000825.SZ）、八一钢铁（600581.SH）、杭钢股份（600126.SH）、重庆钢铁（601005.SZ）、黄河旋风（600172.SH）、豫金刚石（300064.SZ）、四方达（300179.SZ）、酒钢宏兴（600307）。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。