

## 重庆钢铁 (601005)

公司研究/深度报告

# 重庆钢铁：不破不立 盈利望反转

民生精品---深度研究报告/钢铁行业

2011 年 08 月 16 日

### 报告摘要:

#### ● 盈利有望触底反转

伴随新区设备逐渐顺产以及旧区拆迁接近尾声，产能开始释放，规模效应逐渐发挥作用。一方面费用下降，另一方面公司钢铁主业毛利率将逐步恢复至历史正常水平。**“费用+成本”拐点隐现，净利润有望触底反转。**

#### ● 产能迈向1000万吨，业绩改善弹性倍增

新区一期 650 万吨基本顺产，二期和三期工程将一气呵成，2012 年公司产能超 900 万吨，2013 年达到 1200 万吨。届时**公司在重庆地区的产量集中度将由目前的 56%提至 80%，区域垄断优势显著提高。规模翻倍配合钢铁主业毛利率的逐渐恢复，公司赢利改善弹性亦有望倍增。**

#### ● 削弱资源桎梏，自给始于2012

目前澳矿、西昌太和铁矿扩能改造、綦江铁矿、巴南接龙铁矿、巫山铁矿和陕西小金河铁矿等项目都已经启动。到 2012 年，集团将形成普通铁精矿 450 万吨/年、钒钛磁铁精矿 220 万吨/年的生产能力。**根据工程进度，我们估计 2012 年集团铁精矿产量能达到 370 万吨，并以优惠价配给公司，我们保守估计能帮助公司节约成本 2.17 亿，折合 EPS 0.126 元。**

#### ● 政府支持助公司未来破茧化蝶

我们预计新区项目于 2012 年有望获得合法身份，届时凭借工信部授予的循环经济示范区称号，当初被“无准生证”所剥夺的受信及税务等优惠政策，在当地政府一如既往的支持下必将接踵而至，我们**预计财务成本和税收成本能节约 0.75 亿元，合计 EPS 0.04 元。**而且当地政府支持并非锦上添花，在公司当前最困难的情况下，授权公司免费使用集团新区铁前系统直至 2012 年 3 月 31 日，减免费用作为拆迁补偿计入**营业外收入，2011 年预计至少 1.53 亿，折合 EPS 0.09 元。**

#### ● 盈利预测与投资建议

2011-13 年预计实现净利润 0.98 亿、2.73 亿和 3.63 亿，对应 EPS 0.06 元、0.16 元和 0.21 元。合理价位 4.35 元。给出“谨慎推荐”评级。

| 项目/年度           | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E  |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元)       | 16,618  | 8,597   | 29,376  | 35,831 |
| 增长率(%)          | 55.98%  | 72.09%  | 2.72%   | 21.97% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 10      | 98      | 273     | 363    |
| 增长率(%)          | -88.09% | 876.22% | 179.17% | 33.10% |
| 每股收益(元)         | 0.01    | 0.06    | 0.16    | 0.21   |
| PE              | 652.80  | 99.55   | 35.66   | 26.79  |
| PB              | /       | 1.13    | 1.08    | 1.02   |

### 谨慎推荐

首次评级

### 合理估值

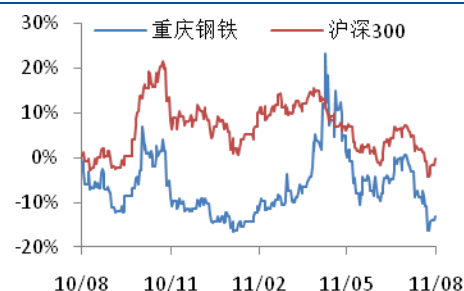
4.35 元

### 交易数据

2011-08-15

|              |          |
|--------------|----------|
| 收盘价(元)       | 3.81     |
| 近 12 个月最高/最低 | 5.58/3.5 |
| 总股本(百万股)     | 1733.13  |
| 流通股本(百万股)    | 1733.13  |
| 流通股比例(%)     | 100%     |
| 总市值(亿元)      | 65.34    |
| 流通市值(亿元)     | 65.34    |

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师

分析师：巨国贤  
执业证号：S0100511070005

联系人：李斌  
电话：(8610) 8512 7543  
邮箱：libin\_yjs@mszq.com

### 相关研究

## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、黎明前的黑暗，盈利有望触底反转.....                | 3  |
| 二、不破不立，千万产能提升赢利改善空间.....              | 3  |
| 1. 公司旧区搬迁 2011 年 9 月 30 号之前将全部完成..... | 3  |
| 2. 长寿新区板材为主，Q3 产线有望全部顺产.....          | 4  |
| 3. 2013 过千万，业绩改善弹性倍增.....             | 5  |
| 4. 新区铁前资产须注入，鞭策公司尽快改善赢利.....          | 5  |
| 三、削弱资源桎梏，自给始于 2012.....               | 6  |
| 四、政府支持助公司未来破茧化蝶.....                  | 7  |
| 1. 政府助公司形成区域垄断优势.....                 | 7  |
| 2. 政府助重钢脱包袱，控资源.....                  | 8  |
| 3. 静待身份“合法”化，优惠政策望相随.....             | 8  |
| 五、“区位优势+做精船板”，未来业绩的基石.....            | 9  |
| 六、重庆钢铁绝对估值.....                       | 10 |
| 插图目录.....                             | 13 |
| 表格目录.....                             | 13 |

## 一、黎明前的黑暗，盈利有望触底反转

我们判断公司的盈利状况于今年将触底反弹。一方面费用下降；另一方面伴随搬迁临近尾声，公司钢铁主业毛利率将逐步恢复至历史正常水平，我们预计 2011-2013 年分别达到 7.3%、7.96%和 8.55%。主要依据如下：

1)自 2007 年搬迁启动以来，一方面伴随新区设备逐渐顺产以及旧区拆迁接近尾声，产能开始释放，规模效应逐渐发挥作用，公司期间费用比例已经开始下降；另一方面受制于原材料自给瓶颈，公司营业成本仍处高位，但伴随产线逐步顺产，产品毛利率在逐步改善。总体而言，“营业成本+期间费用”的峰值已经隐现，拐点临近，预示新区运行初期的高成本磨合期以及旧区减产造成的负面影响正在消逝。

2)公司曾经的“现金牛”2700mm 中厚板轧机已成功迁至新区，于 2011 年 6 月一次性热试车成功。由于轧机是拆迁过来的“功勋”轧机，不需要磨合期，因此预计很快将投产和达产。根据公司 7 月快报，该产线尚未贡献产量，但我们预计 8 月开始贡献利润。另外该轧机最大的亮点在于轧机的两个机架分别于 1965 年和 1983 年投产，已超过折旧期，具备生产成本优势，预计未来 5 个月有望赚取净利润约 0.33 亿，折合 EPS 0.02 元。

图 1: 公司“成本+费用”拐点隐现

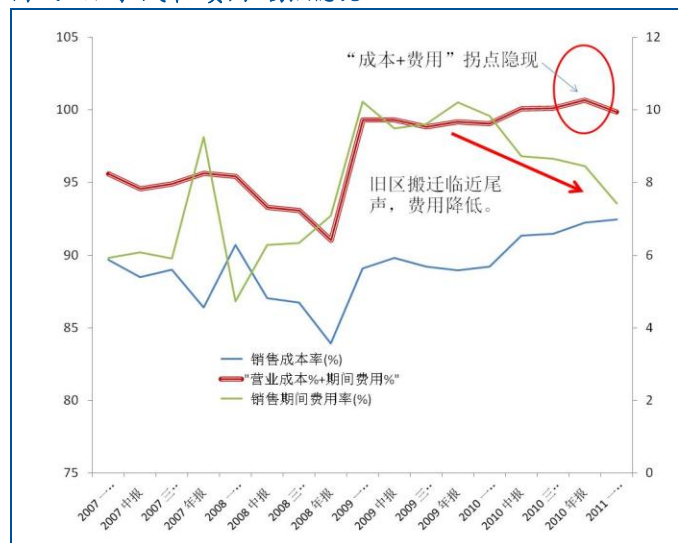
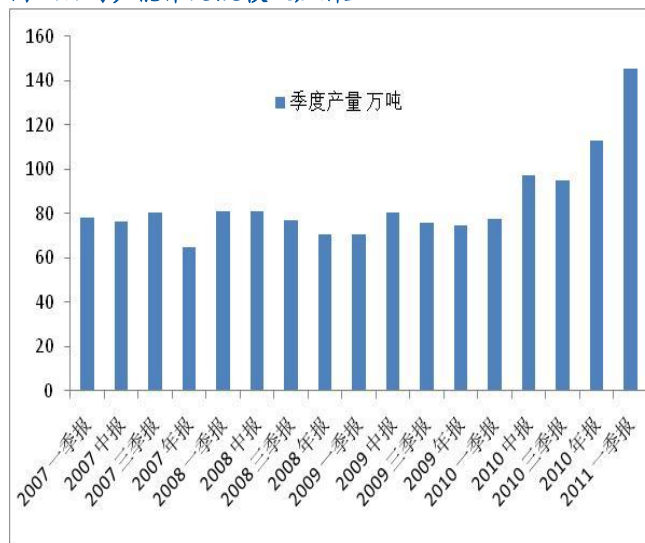


图 2: 公司产能释放 规模效应渐显



资料来源：公司公告，公开资料，民生证券研究所

## 二、不破不立，千万产能提升赢利改善空间

### 1. 公司旧区搬迁 2011 年 9 月 30 号之前将全部完成

原定于 2011 年 6 月 30 日旧区完全关停，经向政府申请，最后期限延至 9 月 30 日，再延期几无可能。目前旧区仍有约 170 万吨线棒材产能在运转。第三个季度预计保持满负荷生产，产量约 43 万吨。第四季度将停产进行拆迁，届时预计影响产量约 43 万吨，预期于 2012 年中完成到新区的搬迁并复产。

**表 1: 老区产能 2011 年剩余 170 万吨**

| 老区 2011 年降至 200 万吨以下(原 350 万吨) |                                                                   |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| 炼铁系统                           | 750、1200、1350 立方米高炉各 1 座                                          |
| 炼钢系统                           | 80t 转炉 4 座                                                        |
| 轧钢系统                           | 型材: 30 万吨大型材轧机 Φ800; 40 万吨中型材轧机 Φ650; 45 万吨棒材轧机 Φ350<br>高线: 55 万吨 |

资料来源: 公开资料, 民生证券研究所

## 2. 长寿新区板材为主, Q3 产线有望全部顺产

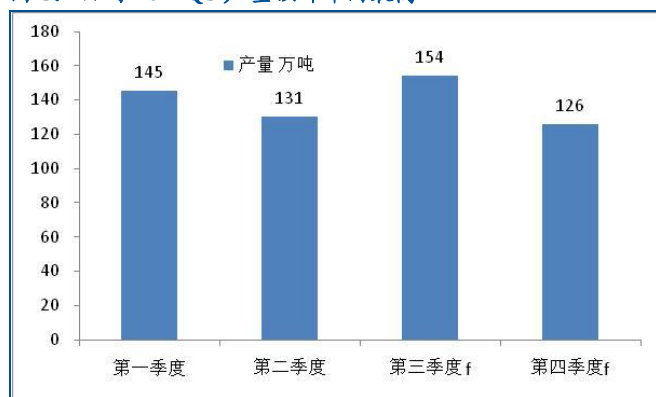
目前, 环保搬迁长寿新区一期工程 650 万吨钢生产系统已建成。其中 4100mm 中厚板轧机、1780mm 热连轧轧机已经于上半年顺产。2700mm 中板轧机于 2011 年 2 月由旧区拆迁到新区, 6 月实现一次性热负荷试车成功, 预计 8 月投产。

**表 2: 新区产能 2011 年达到 650 万吨**

| 新区 2011 年产能达到 650 万吨 |                                                         |
|----------------------|---------------------------------------------------------|
| 炼铁系统                 | 2500 立方米高炉 3 座                                          |
| 炼钢系统                 | 210t 转炉 3 座<br>中厚板: 180 万吨 4100mm、120 万吨 2700mm 轧机      |
| 轧钢系统                 | 热轧: 280 万吨 1780mm 轧机<br>冷轧: 25 万吨 1700mm 轧机, 将扩产到 45 万吨 |

资料来源: 公开资料, 民生证券研究所

根据公司的产线关停规划, 我们预计三季度将成为全年最高产量季, 根据产能和公司前两个季度成材率估算, 我们预计第三季度和第四季度将分别实现产量 154 万吨和 126 万吨。另外, 由于公司盈利最好的产品为中厚板产品, 因此伴随 2700mm 于 8 月顺产, Q3 利润有望成为全年最好的盈利季。

**图 3: 公司 2011 Q3 产量预计年内最高**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

### 3. 2013 过千万，业绩改善弹性倍增

#### 产能一气呵成，2013 过千万，业绩改善弹性倍增

长寿新区在环保搬迁一期 650 万吨基础上，还将建设二期和三期，一气呵成形成 1200 万吨生产规模，并着重打造 350 万吨级以船舶用钢为主导的精品钢材生产基地。

新区二期：1) 基于旧区 180 万吨棒、线、型、管生产线拆迁改造，将于 2012 年中完成搬迁复产；2) 120 吨电炉配套 100 万吨特钢生产线，其中一条 60 万吨的  $\Phi 50-150\text{mm}$  的大棒线和一条 40 万吨的  $\Phi 5.5-50\text{mm}$  小棒及线材复合生产线，也将于 2012 年投产。

新区三期：到 2013 年，与韩国浦项合作 FINEX 熔融还原系统，形成 300 万吨的短流程生产线。

如前所述，我们预计 2012-2013 年，公司搬迁负面效应基本消失，钢铁主业毛利率将逐渐恢复至历史正常水平，届时钢铁产能的倍增有望带动公司赢利空间的成倍改善，值得关注。

表 3: 新区产能 2013 年达到 1230 万吨

|      | 2011 年产能 | 2012 年产能                        | 2013 年产能                      |
|------|----------|---------------------------------|-------------------------------|
| 已有产能 | 650 万吨   | 650 万吨                          | 930 万吨                        |
| 新增产能 | 0        | -180 万吨旧区线棒材拆迁改造<br>-100 万吨棒材特钢 | 300 万吨 Finex 配套短流程，<br>轧材产线未定 |
| 合计   | 650 万吨   | 930 万吨                          | 1230 万吨                       |

资料来源：公开资料，民生证券研究所

#### 特钢和冷轧将使公司如虎添翼

江津炼钢生铁基地重点搬迁改造大渡口老区的存量资产，将旧区 750 立方米高炉拆迁改造为 1000 立方米，以形成年产 80 万吨炼钢生铁生产能力，工业产值预计达到 25 亿元，利税 2 亿元。首期配备 25-30 万吨的特钢，销售收入 25-30 亿；最终形成约 50 万吨优质特殊钢。项目定位以军工、先进机械、高速铁路用钢为主。参考国内钢铁项目建设速度，我们预计 2013 年特钢有望投产，届时有望增厚 EPS 0.015 元。

冷轧和涂镀将在现有 1450mm、1727mm 两套冷轧机组基础上，通过改造原有轧机和合资新建冷轧机组，形成 200 万吨生产能力。何时改造尚未公告。

### 4. 新区铁前资产须注入，鞭策公司尽快改善赢利

无论从产业链完整性还是关联交易方面出发，集团在新区的铁前资产未来必须注入上市公司，且不宜拖延太久。我们预计采取增发方式，且最好时机无疑是公司赢利改善之时，因此资产注入的诉求可能成为鞭策公司业绩加速改善的催化剂。

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所致。公司称为避免关联交易以及产业链的完整性，未来必然将集团铁前资产注入至公司中。

同时集团承诺，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。原则为，“集团以新区资产置换股份公司因搬迁造成的固定资产报废，然后将剩下的注入股份”。

### 三、削弱资源桎梏，自给始于 2012

铁矿自给率低是公司高营业成本的主因之一。目前澳矿、西昌太和铁矿扩能改造、綦江铁矿、巴南接龙铁矿、巫山铁矿和陕西小金河铁矿等项目都已经启动。到 2012 年，集团将形成普通铁精矿 450 万吨/年、钒钛磁铁精矿 220 万吨/年的生产能力。根据工程进度，我们估计集团 2012 年铁精矿产量能达到 370 万吨，并以优惠价配给公司，保守估计能帮助公司节约成本 2.17 亿，折合 EPS 0.126 元。

当前铁矿采购情况：

目前公司铁矿几乎全部外采，其中 60%由国外进口，40%在国内采购。国外铁矿采购已全权委托给集团香港公司代办，由其先垫付资金以缓解公司压力，公司从其采购的铁矿价格按市价结算，无优惠。

2012 年铁矿自给后，成本有望降 2.17 亿：

目前公司所属母公司重钢集团在国内外外的矿山建设都在稳步进行中。参照国际机构预测，2012 年铁矿价格将微涨 0.8%至 1450 元/吨（河北现货价格）。2010 年，集团所有矿山产量约 50-60 万吨，2012 年铁矿自给量有望提高约 300 万吨至 370 万吨左右。重钢集团历来对公司的支持力度很大，从集团允许公司免费使用新区属于集团的铁前装备至 2012 年 3 月 31 日即可见一斑。故我们判断集团配给公司的铁矿会有优惠折扣，参照国内鞍钢集团给上市公司的优惠折扣 95%，每吨铁矿可节约采购成本约 72.5 元，合计 2.17 亿，折合 EPS 0.126 元。

集团矿产项目进展如下：

表 4：集团铁矿资源规划情况

| 集团确定开发的<br>矿山   | 当前情况和规划产能                                 | 品位     | 备注                                                                                                                          |
|-----------------|-------------------------------------------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>国内矿山情况</b>   |                                           |        |                                                                                                                             |
| 西昌太和铁矿钒<br>钛磁铁矿 | 原矿 630 万吨， <u>铁精粉 250 万吨。预计 2012 年达产。</u> | 30.54% | 目前，西昌矿业公司加快了发展步伐，正在实施 300 万 t/a 采选矿的扩建工程，并以此为新的起点，向千万吨采选矿规模挺进。2010 年太和矿区已形成年产原矿 220 万吨，细粒钒钛铁精矿 100 万吨、钛精矿 12 万吨、球团矿 100 万吨的 |

|                           |                                                               |         |                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|---------------------------|---------------------------------------------------------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                           |                                                               |         | 综合生产能力。                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 陕西旬阳小金河                   | 一期工程 2010 年投产, 年产 200 万吨原矿。 <u>我们预计二期 450 万吨原矿于 2012 年投产。</u> | 30%     | 磁铁矿储量超过 1 亿吨。重庆钢铁集团矿业有限公司、陕西汇金矿业科技发展有限公司、中冶长天国际工程有限责任公司, 股份组建成立陕西三金矿业股份有限公司, 计划总投资 50 亿元开发旬阳铁矿, 分三期投入分步实施: 一期工程, 计划投资 10 亿元, 建年产 200 万吨的矿山, 2010 年建成投产; 二期投入 12 亿元, 建年产 450 万吨的矿山和 120 万吨的球团厂, 2010 年开工建设; 三期投资 28 亿元, 最终形成年产 800 万吨的矿山、120 万吨的球团矿和 60 万吨的海绵铁, 2012 年开工建设。 |
| 巫山桃花铁矿                    | 计划 150 万吨球团矿                                                  | 30%     | 2009 年 09 月开工。巫山桃花铁矿总储量在 2 亿吨以上。重钢集团、重庆汇亚矿业、重庆中梁山煤电公司联合投资 14 亿元合作开发, 将在 5 年内实现年产球团铁 150 万吨。                                                                                                                                                                                |
| 綦江篆塘铁矿                    | 计划 60 万吨铁精粉                                                   | 32.59%  | 正在完善相关采矿手续                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 巴南接龙铁矿                    | 原矿 40 万吨, <u>铁精粉 20 万吨。我们预计 2012 年达产</u>                      | 35.89%  | 接龙铁矿工程主平硐已经形成, 井下两条风巷已贯通投用; 地面选矿、焙烧、磁选、球磨等生产厂房和基础施工进入收尾阶段。关键大型设备——回转窑, 通过现场焊接组装完成后, 预计在 2011 年 9 月份投入试生产。矿石主要以菱铁矿为主, 约占 76.92%, 混合矿石占 15.86%, 赤铁矿占 3.97%, 大部分为 B 级储量, 地质品位: TFe35.89%, S0.145%, P0.137%。                                                                   |
| <b>澳矿项目</b>               |                                                               |         |                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 伊斯坦鑫山铁矿<br>Extension Hill | 一期计划 1000 万吨铁精粉                                               | 39%-40% | 储量 16.8 亿吨, 长远储量超 50 亿-80 亿吨。铁精粉品位可选到 68%以上。一期产能达到 1000 万吨, 未来将建成 2500 万吨原矿、1500 万吨精矿的规模, 该矿山需投入 20-25 亿美元进行开发。 <u>2012 年下半年开工建设, 2013 年底投产, 2014-2015 年产量达到 1000 万吨。按照协议公司可以获得 60%的铁矿。</u>                                                                                |

资料来源: 公开资料, 民生证券研究所

## 四、政府支持助公司未来破茧化蝶

### 1. 政府助公司形成区域垄断优势

公司产能扩张并非纯粹的新区项目投资, 而是在政府支持下, 兼并了当地 12 家中小钢企, 公司已形成重庆及周边区域的垄断地位, 目前公司在重庆地区的钢材产量集中度达到了 56%, 其中板材集中度高达 93%。未来伴随公司产能于 2013 年提升至 1200 万吨, 集中度将达到 80%, 垄断优势更为明显。

表 5: 2010 年重钢钢材产量集中度尽显垄断地位

| 单位: 万吨   | 重庆地区  | 重钢     | 重钢产量集中度 |
|----------|-------|--------|---------|
| 钢材产量     | 718   | 404    | 56%     |
| 其中 板带材产量 | 280.8 | 260.44 | 93%     |
| 其中 长材产量  | 399   | 130    | 33%     |

资料来源: 公开资料, 民生证券研究所

## 2. 政府助重钢脱包袱, 控资源

### 历史 - 政府解决重钢历史积淀难题, 助重钢新生

2002 年的时候, 重钢自身困难重重, 还背着特钢在艰难爬行。特钢从 1997 年开始就处在破产边缘, 一万多职工赋闲在家, 到 2002 年底的时候, 由于拖欠职工工资和养老金, 发生了大规模的上访事件。对此, 市委、市政府采取果断措施, 三管齐下处理这件事: 一是拿出 5 亿元解决拖欠职工的工资和费用; 二是宣布特钢破产, 剥离重钢债务 22 亿元; 三是妥善安置 1 万多下岗职工。这样去掉历史包袱后让重钢重获新生。

### 当今 - 政府变相补贴助公司渡过“新老区”交接阵痛期

公司目前可以免费使用集团铁前系统及相关公辅设施, 直至 2012 年 3 月 31 日。公司称由于成本中已计入相关费用, 故年底时可计入一笔营业外收入进行对冲。例如在 2010 年公司钢铁主业亏损时, 有一笔 1.87 亿营业外收入对冲了亏损, 其中 1.53 亿元就是上述情况。我们预计今年仍会有此笔补偿。

### 资源 - 政府支持集团削弱资源桎梏

公司-母公司重钢集团国内矿山以及澳洲铁矿项目进展顺利, 并得到了政府的大力支持。例如, 重庆市市长黄奇帆亲自出席了澳洲伊斯坦鑫山铁矿项目签字仪式; 该项目需投资近 30 亿美元, 大部分资金都需要通过银行贷款解决, 市政府随后帮助引入了中国银行、中银国际等金融机构帮助集团解决项目融资问题; 并且市政府领导多次在公开场合表示了对重钢解决资源自给难题的重视。因此, 在政府的大力支持下, 我们相信, 公司 2012 年集团配给公司的铁精粉能具备折扣, 且达到我们估算的 370 万吨是大概率事件, 甚至更多。

## 3. 静待身份“合法”化, 优惠政策望相随

根据《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。据专家分析, 2011 年是振兴期的结束日, 该项限制有望结束。且最近国家正陆续解决前两年未批先上的国企钢铁项目的合法身份问题, 据报道首钢迁安钢厂有望于今年获得特赦。另外, 根据《钢铁产业生产力布局和调整规划》, 整个“十二五”期间, 中国钢铁产业开始重新布局。首要目标是全国 39 家城市型钢厂, 按照沿海沿边的原则, 五年时间内, 搬离城市。其中, 首批纳入搬迁计划

的钢厂有五家，分别为重庆钢铁公司、青岛钢铁集团、杭州钢铁集团、石家庄钢铁公司、合肥钢铁公司五家钢厂。其中重钢已基本完成搬迁，因此我们预计振兴期（2011 年底）结束不久，重钢有望获得合法身份。

重钢搬迁项目当年在当地政府的大力支持下，虽未获得批准，但发改委默许建设，足见当地政府的支持力度。但由于没有“准生证”，重钢搬迁之前与国家开发银行签订的 200 亿的授信，无法放贷。无奈之下重钢只能通过其他的手段进行融资，导致新重钢尚未建成，就已经背上 72% 的资产负债率。除了贷款受限，新重钢还有很多优惠政策享受不到。新重钢被工信部授予循环经济示范区称号，但是由于没有得到国家发改委的核准，根本享受不到相关的奖励政策和资金。国家对循环经济示范区实行税收优惠政策，主要是通过减税、免税、抵税、税收返还等形式对发展循环经济的行业和项目给予优惠。如对循环经济示范区内的企业，自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税。

获得合法身份后，届时公司将可合法获得授信，借贷结构有望优化，我们估算可节约利息成本约 0.55 亿元；另外，至少 25% 法定企业所得税减半征收，我们预计约 0.2 亿元。两项合计节约成本约 0.75 亿元，折合 EPS0.04 元。

表 6：合法身份有望助公司节约财务成本 0.55 亿

| 都已折算成人民币                                                                            | 短期 千元 / 利息 %          | 长期 千元 / 利息 %          |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 信用借款 人民币                                                                            | 120,000 / 5.35-5.81   | 347,000 / 5.56        |
| 美元                                                                                  | -                     | 99,341 / libor+2.3    |
| 保证借款 人民币                                                                            | 2,760,000 / 5.58-6.33 | 1,921,000 / 5.73-5.85 |
| 美元                                                                                  | 259,509 / libor+1-2.5 | 331,135 / libor+2.5   |
| 取得准生证后，若长短贷款中保证借款均折成授信额度，则每年可节约利息成本：                                                |                       |                       |
| $2760000 * (5.955\% - 5.56\%) + 1921000 * (5.79\% - 5.56\%) \approx 0.55 \text{ 亿}$ |                       |                       |

资料来源：公司公告，公开资料，民生证券研究所

## 五、“区位优势+做精船板”，未来业绩的基石

公司所处西南地区，钢材需求保守估计存在 1800 万吨缺口。且钢材售价普遍高于华东等发达地区，以 3\*1500\*C 热卷为例，比华东地区至少高出 100 元/吨。根据统计，西南地区 2010 年 30% 以上的钢材是由其他地区流入，合计约 1050 万吨，因此公司未来替代流入钢材的空间广阔。

公司船板具备规模、品牌、规格齐备和运输优势，有望成为公司未来的主要盈利点。鉴于公司 4100 和 1780 为新建设备，故参照定位和设备投建日期相当的南钢船板和钢带盈利情况(南钢新建板材毛利 8.13%)，综合考虑公司历史情况，我们预计船板加权毛利能达 8.5%，2011-2013 年净利润分别达到 0.73 亿、2.37 亿和 3.64 亿元，对应 EPS 0.03

元、0.12 元和 0.18 元；热卷产品顺产后毛利有望由亏损升至 3.5%。

1) **品牌优势**：公司船板已获得了 9 家船级社认证，并荣获我国冶金行业最高奖项金杯奖和免检产品证书，标志公司产品处于国内顶尖水平。

2) **规模和规格齐备优势**：公司基于“4100+2700+1780”三套轧机，未来专注打造精品船板基地，产量将达到 350 万吨以上，实现装载量 30 万吨级以上船舶所需钢板全规格供货（国内目前仅少数几家钢厂可以做大）。且其中 2700mm 中厚板轧机已过折旧期，具备显著成本优势。

3) **订单稳定且运输便利**：公司已与沿江、沿海多地船厂建立了稳固的战略合作关系。其中上海、江苏、浙江三地造船总量已占到全国造船完工量的 70%，相当比例船板宽超过 3000mm，很难采用铁路运输，但重钢长寿新区凭借便利水运优势可方便将所有所需规格船板运送到长三角及长江沿岸所有的船厂。

图 4：公司板材和南钢钢带毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究所

## 六、重庆钢铁绝对估值

根据行业发展规律，3-5 年为一个发展周期，钢价呈现缓慢震荡上行态势。基于公司区位优势存在需求缺口的优势，公司产品毛利基本假设如下：

1) 新区二期项目（旧区长材搬迁）期间，型材和长材毛利不变，分别为 6.4% 和 8.7%；2012 年顺产后恢复至公司历史较好水平，分别达到 8% 和 8.7%。

2) 热连轧 2011 年顺产后毛利率由-4%增至 3.5%，伴随技术逐渐成熟，参考南钢相应产品毛利率水平，2012 年增至 5%，2013 增至 7%。

3) 4100mm 中板产线 2011 年上半年基本盈亏平衡，毛利率约 7.5%；下半年顺产后增至 8.2%。2012 年 2700mm 轧机和 4100mm 轧机顺产后，加权毛利率预计达到 8.5%；2013 年预计达到历史较好水平 8.9%。

4) 2012 年公司预计开始享受集团配给的折扣铁矿，采购成本会相应节省。

综上所述，对重庆钢铁毛利率做出如下假设：

**表 7: 重庆钢铁毛利率水平假设**

|         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| 营业毛利率   | 7.25% | 8.9%  | 9.2%  | 9.5%  | 8.4% | 8%   | 7.5% | 7%   | 7.5% | 8%   |
| 钢铁主业毛利率 | 7.25% | 7.96% | 8.55% | 8.46% | 8.4% | 8%   | 7.5% | 7%   | 7.5% | 8%   |

资料来源: 民生证券研究所

**表 8: 重庆钢铁绝对估值阶段模型的主要假设**

| 项目(百万元)          | 2011  | 2012   | 2013  | 2014   | 2015   | 2016  | 2017   | 2018   | 2019  | 2020  |
|------------------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入             | 28597 | 29376  | 35831 | 41369  | 44822  | 44150 | 43708  | 43708  | 44145 | 44807 |
| 增长率              | %     | 72.09% | 2.72% | 21.97% | 15.46% | 8.35% | -1.50% | -1.00% | 0.00% | 1.00% |
| 营业成本(请注意折旧和摊销成本) | 26524 | 26766  | 32542 | 37434  | 41057  | 40618 | 40430  | 40649  | 40834 | 41223 |
| 增长率              | %     | 73.0%  | 0.91% | 21.6%  | 15%    | 9.68% | -1.07% | -0.46% | 0.54% | 0.46% |
| 营业税金及附加/营业收入     | %     | 0.00%  | 0.00% | 0.00%  | 0.00%  | 0.00% | 0.00%  | 0.00%  | 0.00% | 0.00% |
| 销售费用/营业收入        | %     | 2.47%  | 2.47% | 2.47%  | 2.47%  | 2.00% | 2.00%  | 2.00%  | 2.00% | 2.00% |
| 管理费用/营业收入        | %     | 3.39%  | 3.39% | 3.39%  | 3.39%  | 3.39% | 3.39%  | 3.39%  | 3.39% | 3.39% |
| 资产减值损失           | 绝对值   | 25.60  | 25.60 | 25.60  | 25.60  | 25.60 | 25.60  | 25.60  | 25.60 | 25.60 |
| 投资收益             | 绝对值   | 1.00   | 1.00  | 1.00   | 1.00   | 1.00  | 1.00   | 1.00   | 1.00  | 1.00  |
| 营业外收支净额          | 绝对值   | 187.00 | 30.00 | 30.00  | 30.00  | 30.00 | 30.00  | 30.00  | 30.00 | 30.00 |
| 所得税/利润总额         | %     | 29%    | 15%   | 15%    | 15%    | 15%   | 15%    | 15%    | 15%   | 15%   |

资料来源: 民生证券研究所

**表 9: 重庆钢铁 WACC 估值敏感性分析表**

| WACC(%) | 永续增长率  |       |       |       |       |       |       |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | -0.50% | 0.00% | 0.50% | 1.00% | 1.50% | 2.00% | 2.50% |
| 5.61    |        |       |       |       |       |       |       |
| 9.78%   | 1.85   | 2.25  | 2.71  | 3.25  | 3.88  | 4.63  | 5.54  |
| 9.28%   | 2.21   | 2.63  | 3.12  | 3.68  | 4.34  | 5.13  | 6.07  |
| 8.78%   | 2.59   | 3.03  | 3.54  | 4.13  | 4.82  | 5.64  | 6.64  |
| 8.28%   | 2.99   | 3.45  | 3.98  | 4.60  | 5.32  | 6.18  | 7.23  |
| 7.78%   | 3.41   | 3.89  | 4.45  | 5.09  | 5.85  | 6.75  | 7.84  |
| 7.28%   | 3.84   | 4.35  | 4.94  | 5.61  | 6.41  | 7.35  | 8.49  |
| 6.78%   | 4.30   | 4.84  | 5.45  | 6.16  | 6.99  | 7.98  | 9.17  |
| 6.28%   | 4.79   | 5.34  | 5.98  | 6.73  | 7.60  | 8.64  | 9.89  |
| 5.78%   | 5.29   | 5.88  | 6.55  | 7.33  | 8.24  | 9.33  | 10.64 |
| 5.28%   | 5.82   | 6.44  | 7.14  | 7.96  | 8.92  | 10.06 | 11.44 |
| 4.78%   | 6.38   | 7.03  | 7.76  | 8.62  | 9.63  | 10.82 | 12.27 |

资料来源: 民生证券研究所

**表 10: 公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表          |         |         |         |        |
|--------------|---------|---------|---------|--------|
| 项目 (百万元)     | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E  |
| 一、营业总收入      | 16,618  | 28,597  | 29,376  | 35,831 |
| 减: 营业成本      | 15,329  | 26,524  | 26,766  | 32,542 |
| 营业税金及附加      | 14      | 0       | 0       | 0      |
| 销售费用         | 411     | 706     | 726     | 885    |
| 管理费用         | 563     | 969     | 996     | 1,215  |
| 财务费用         | 430     | 422     | 573     | 767    |
| 资产减值损失       | 36      | 26      | 26      | 26     |
| 加: 投资收益      | 1       | 1       | 1       | 1      |
| 二、营业利润       | (171)   | (49)    | 291     | 397    |
| 加: 营业外收支净额   | 186     | 187     | 30      | 30     |
| 三、利润总额       | 14      | 138     | 321     | 427    |
| 减: 所得税费用     | 4       | 40      | 48      | 64     |
| 四、净利润        | 10      | 98      | 273     | 363    |
| 归属于母公司的利润    | 10      | 98      | 273     | 363    |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.01    | 0.06    | 0.16    | 0.21   |
| 主要财务指标       |         |         |         |        |
| 项目 (百万元)     | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E  |
| EV/EBITDA    | 83.92   | 25.20   | 16.00   | 14.96  |
| 成长能力:        |         |         |         |        |
| 营业收入同比       | 55.98%  | 72.09%  | 2.72%   | 21.97% |
| 营业利润同比       | -336.0% | -71.2%  | -689.1% | 36.5%  |
| 净利润同比        | -88.09% | 876.22% | 179.17% | 33.1%  |
| 营运能力:        |         |         |         |        |
| 应收账款周转率      | 50.19   | 50.84   | 44.06   | 47.78  |
| 存货周转率        | 3.07    | 3.10    | 2.51    | 2.75   |
| 总资产周转率       | 0.86    | 1.18    | 1.05    | 1.12   |
| 盈利能力与收益质量:   |         |         |         |        |
| 毛利率          | 7.8%    | 7.3%    | 8.9%    | 9.2%   |
| 净利率          | 0.1%    | 0.3%    | 0.9%    | 1.0%   |
| 总资产净利率 ROA   | 0.1%    | 0.4%    | 1.0%    | 1.1%   |
| 净资产收益率 ROE   | 0.2%    | 1.7%    | 4.6%    | 5.8%   |
| 资本结构与偿债能力:   |         |         |         |        |
| 流动比率         | 1.18    | 1.54    | 1.28    | 1.23   |
| 资产负债率        | 74.7%   | 57.2%   | 61.3%   | 65.5%  |
| 长期借款/总负债     | 16.1%   | 25.6%   | 26.3%   | 25.3%  |
| 每股指标:        |         |         |         |        |
| 每股收益         | 0.01    | 0.06    | 0.16    | 0.21   |
| 每股经营现金流量     | (1.21)  | (1.53)  | 0.83    | (0.04) |
| 每股净资产        | 3.29    | 3.35    | 3.50    | 3.71   |

资料来源: 民生证券研究所

| 资产负债表     |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 项目 (百万元)  | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
| 货币资金      | 1,753   | 0       | 0       | 0       |
| 应收票据      | 1,532   | 2,637   | 2,708   | 3,304   |
| 应收账款      | 467     | 658     | 676     | 824     |
| 预付账款      | 822     | 1,401   | 1,381   | 1,612   |
| 其他应收款     | 89      | 86      | 88      | 107     |
| 存货        | 6,753   | 11,670  | 11,777  | 14,319  |
| 其他流动资产    | 546     | 0       | 0       | 0       |
| 流动资产合计    | 11,962  | 16,452  | 16,630  | 20,166  |
| 长期股权投资    | 20      | 35      | 50      | 65      |
| 固定资产      | 8,950   | 8,502   | 11,855  | 13,107  |
| 在建工程      | 799     | 799     | 799     | 799     |
| 无形资产      | 333     | 300     | 267     | 233     |
| 其他非流动资产   | 37      | 37      | 37      | 37      |
| 非流动资产合计   | 10,530  | 9,673   | 13,007  | 14,241  |
| 资产总计      | 22,492  | 26,125  | 29,637  | 34,407  |
| 短期借款      | 3,140   | 3,345   | 5,556   | 7,463   |
| 应付票据      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 应付账款      | 2,807   | 4,403   | 4,443   | 5,402   |
| 预收账款      | 1,617   | 2,652   | 2,677   | 3,254   |
| 其他应付款     | 269     | 210     | 210     | 210     |
| 应交税费      | 91      | 80      | 80      | 80      |
| 其他流动负债    | 9       | 9       | 9       | 9       |
| 流动负债合计    | 10,123  | 10,699  | 12,975  | 16,419  |
| 长期借款      | 2,698   | 3,833   | 4,771   | 5,709   |
| 其他非流动负债   | 421     | 421     | 421     | 421     |
| 非流动负债合计   | 3,119   | 4,254   | 5,192   | 6,130   |
| 负债合计      | 16,791  | 14,953  | 18,167  | 22,549  |
| 股本        | 1,733   | 1,733   | 1,733   | 1,733   |
| 资本公积      | 1,142   | 1,142   | 1,142   | 1,142   |
| 留存收益      | 2,679   | 2,777   | 3,049   | 3,412   |
| 少数股东权益    | 147     | 147     | 147     | 147     |
| 所有者权益合计   | 5,702   | 5,798   | 6,071   | 6,434   |
| 负债和股东权益合计 | 22,492  | 20,751  | 24,238  | 28,983  |
| 现金流量表     |         |         |         |         |
| 项目 (百万元)  | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
| 经营活动现金流量  | (2,101) | (2,657) | 1,438   | (64)    |
| 投资活动现金流量  | (1,542) | (14)    | (4,014) | (2,014) |
| 筹资活动现金流量  | 3,771   | 918     | 2,576   | 2,078   |
| 现金及等价物净增加 | 128     | (1,753) | 0       | 0       |

## 插图目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 公司“成本+费用”拐点隐现 .....       | 3  |
| 图 2: 公司产能释放 规模效应渐显 .....       | 3  |
| 图 3: 公司 2011 Q3 产量预计年内最高 ..... | 4  |
| 图 4: 公司板材和南钢钢带毛利率 .....        | 10 |

## 表格目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 老区产能 2011 年剩余 170 万吨 .....   | 4  |
| 表 2: 新区产能 2011 年达到 650 万吨 .....   | 4  |
| 表 3: 新区产能 2013 年达到 1230 万吨 .....  | 5  |
| 表 4: 集团铁矿资源规划情况 .....             | 6  |
| 表 5: 2010 年重钢钢材产量集中度尽显垄断地位 .....  | 8  |
| 表 6: 合法身份有望助公司节约财务成本 0.55 亿 ..... | 9  |
| 表 7: 重庆钢铁毛利率水平假设 .....            | 11 |
| 表 8: 重庆钢铁绝对估值阶段模型的主要假设 .....      | 11 |
| 表 9: 重庆钢铁 WACC 估值敏感性分析表 .....     | 11 |
| 表 10: 公司财务报表数据预测汇总 .....          | 12 |

## 分析师与联系人简介

**巨国贤**，有色金属行业高级分析师，硕士，拥有4年有色金属及新材料科研经验，4年有色金属及新材料行业项目投资经验，4年证券公司有色金属行业研究经验，2010年“水晶球”有色金属行业最佳分析师第六名。

**李斌**，荷兰莱顿大学工科硕士，曾就职首钢和国际知名大宗商品研究咨询机构CRU（英国商品研究所），拥有6年钢铁行业从业和咨询经验，以及1年小金属行业分析咨询经验。作为核心成员参与了多个钢铁项目规划、并购和IPO，长期跟踪行业及重点企业发展动态，在协会和行业内拥有较为广泛的人脉。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

| 销售  | 负责区域 | 电话            | 手机          | 邮箱                       |
|-----|------|---------------|-------------|--------------------------|
| 尹璠  | 北京   | 010-85127761  | 18611738655 | yintang@mszq.com         |
| 郭明  | 北京   | 010-85127762  | 18601357268 | guoming@mszq.com         |
| 郭楠  | 北京   | 010-85127835  | 15801209146 | guonan@mszq.com          |
| 杜婵媛 | 北京   | 010-85127761  | 13811313398 | duchanyuan@mszq.com      |
| 杨平平 | 北京   | 010-85127761  | 15210830789 | yangpingping@mszq.com    |
| 李珊珊 | 北京   | 010-85127506  | 18616891195 | lishanshan@mszq.com      |
| 平珂  | 上海   | 021-68885772  | 13818133101 | pingke@mszq.com          |
| 张瑜鑫 | 上海   | 021-68885790  | 13810338213 | zhangyuxin_jgxs@mszq.com |
| 陈康菲 | 上海   | 021-68885792  | 13917175055 | chenkangfei@mszq.com     |
| 朱光宇 | 上海   | 021-68885773  | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com      |
| 汪萍  | 上海   | 021-68885167  | 13402036996 | wangping@mszq.com        |
| 钟玲  | 上海   | 021-68885797  | 15900782242 | zhongling@mszq.com       |
| 郑敏  | 上海   | 021-68885159  | 18701944310 | zhengmin@mszq.com        |
| 王溪  | 上海   | 021-68885793  | 13585785630 | wangxi_sh@mszq.com       |
| 万小山 | 广深   | 0755-22662056 | 13902959014 | wanxiaoshan@mszq.com     |
| 许立平 | 广深   | 020-84228173  | 18601368846 | xuliping@mszq.com        |
| 韦珂嘉 | 广深   | 0755-22667772 | 13701050353 | weikejia@mszq.com        |
| 李潇  | 广深   | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com          |
| 马炜炎 | 广深   | 0755-22662089 | 18665855545 | maweiyan@mszq.com        |
| 王仪枫 | 广深   | 0755-22662093 | 13682556787 | wangyifeng@mszq.com      |

## 民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 评级说明

| 公司评级标准                                   | 投资评级 | 说明                      |
|------------------------------------------|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上        |
|                                          | 谨慎推荐 | 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 |
|                                          | 回避   | 相对沪深300指数下跌10%以上        |
| 行业评级标准                                   |      |                         |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深300指数涨幅5%以上         |
|                                          | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|                                          | 回避   | 相对沪深300指数下跌5%以上         |

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。