



Research and
Development Center

产品结构调整，带来公司重生

—— 重庆钢铁（601005.sh）深度报告

2019年07月26日

范海波 行业分析师

吴漪 行业分析师

丁士涛 行业分析师

王伟 行业分析师

产品结构调整，带来公司重生

深度报告

2019年07月26日

本期内容提要：

- ◆ **基础设施建设与环保常态化限产共同作用于钢材价格。**2019 年下半年，钢铁行业超低排放标准的实施与“常态化”环保限产政策的执行，将使得钢材市场长期处于“弱供给”的供需结构。同时，城投公司发债、IPO 的全面放开以及地方政府专项债发行政策的落实将有效刺激地方基础设施建设投资，从而增大对于钢铁的需求。我们预计，供需端的不平衡将使得 2019 年钢材价格维持相对稳定。
- ◆ **公司区位优势明显，未来下游需求可期。**重庆及四川地区为钢材净流入省份，年钢材缺口在 2100 万吨左右。随着未来西部地区基础设施投资力度的不断加大，用于基础设施建设领域的建筑用材，属于适销对路、高度符合下游需求的优质产品。公司 2018 年通过产品结构调整，有效提高了棒材、线材等建筑用材占比，切中重庆及四川地区基础设施建设用钢的需求缺口。
- ◆ **公司吨钢材成本低于行业平均。**重庆钢铁吨钢材完全成本约 2973.81 元。其中，以铁矿石为主的原材料占比约 60%，能源、人工及加工费用占比达到 35%左右。我们选取了 A 股普钢行业上市公司吨钢材平均成本进行比较，2018 年普钢行业吨钢材成本平均值为 3827.65 元/吨，重庆钢铁吨钢材成本低于行业均值 853 元。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**重庆及周边四川地区为钢材净流入省份，年均钢材缺口 2100 万吨左右。重庆钢铁作为西部地区沿长江主要钢铁产能，公司区位优势明显。同时，公司 2018 年经过产品结构调整后，建筑用材产量提升，受益“西部地区开发”及“一带一路”建设政策，产品适销对路，下游需求可期。此外，从同业可比公司成本排名来看，重庆钢铁吨钢完全成本低于行业平均水平。我们预计公司 2019-21 年摊薄 EPS 分别为 0.17、0.22、0.29 元。我们选取 A 股普钢行业上市公司进行比较，考虑到公司所处的西南地区区位优势以及公司成本在行业中处于第一梯队，目前估值低于行业平均，给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**西部地区开发及“一带一路”建设政策拉动重庆及周边地区基础设施建设；铁矿石原材料价格回落。
- ◆ **风险因素：**中美贸易摩擦带来国内宏观经济走势、钢材产品出口、能源价格及汇率的不确定性；全社会固定资产投资增速继续下降；地条钢等落后产能复产；钢材价格进一步下行；重庆地区未来环保限产力度加大。

证券研究报告

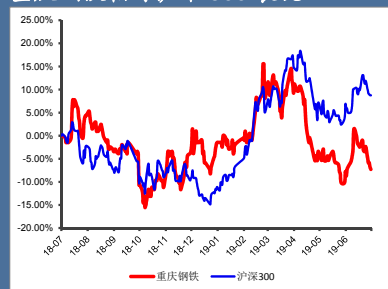
公司研究——首次覆盖

重庆钢铁 (601005.SH)



首次评级

重庆钢铁相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2019.7.25)

收盘价(元)	1.91
52周内股价波动区间(元)	0.73
最近一月涨跌幅(%)	-7.28
总股本(亿股)	89.19
流通A股比例(%)	94
总市值(亿元)	165

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

范海波 行业分析师
 执业编号：S1500510120021
 联系电话：+86 10 83326800
 邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
 执业编号：S1500512110003
 联系电话：+86 10 83326720
 邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
 执业编号：S1500514080001
 联系电话：+86 10 83326718
 邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师
 执业编号：S1500515070001
 联系电话：+86 10 83326719
 邮箱：wangwei2@cindasc.com

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	13,236.84	22,638.96	24,031.79	26,403.35	28,301.78
增长率 YoY %	199.82%	71.03%	6.15%	9.87%	7.19%
归属母公司净利润(百万元)	320.09	1,787.91	1,474.85	1,966.05	2,579.38
增长率 YoY%	-106.83%	458.57%	-17.51%	33.31%	31.20%
毛利率%	3.22%	13.06%	14.20%	14.13%	15.36%
净资产收益率 ROE%	3.87%	10.14%	8.49%	11.43%	13.24%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.20	0.17	0.22	0.29
市盈率 P/E(倍)	53	10	12	9	7
市净率 P/B(倍)	1.02	0.92	1.05	0.94	0.82

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 07 月 25 日

目 录

投资聚焦	2
公司简介	3
公司基本情况	3
公司股权结构	3
钢铁行业整体情况分析	4
宏观经济对于钢铁行业的影响	4
“史上最严”钢铁行业环保政策出台	6
铁矿石价格、供给结构分析	7
中国钢铁生产环节现状分析	8
行业内企业生存情况分析	10
A 股上市钢铁企业情况分析	10
公司生产经营情况分析	12
产能分布与产品板块	12
吨产品成本拆解	13
公司产品销售情况	14
盈利预测与估值	14
基本假设	14
盈利预测	15
相对估值与投资评级	15
风险因素	16

表 目 录

表 1: 《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》内容摘要	6
表 2: A 股普钢上市公司吨钢成本 (2018 年)	13
表 3: 公司各业务板块盈利预测	14
表 4: 同业可比公司估值	16

图 目 录

图 1: 重庆钢铁股权结构图 (截至 2019 年 5 月)	3
图 2: 2009-2019.3 GDP 增速对比	5
图 3: 2018-2019.5 国内制造业 PMI 指数	5
图 4: 2014-2019.4 房地产开发投资完成额	5
图 5: 2014-2019.6 主要铁矿石产品价格及港口铁矿石总库存量变化情况	7
图 6: 2019 全球铁矿石供给端成本、结构预测图	8
图 7: 2012-2019.6 粗钢、生铁、钢材产量累计同比	9
图 8: 2012-2019.6 主要钢材产品价格走势	9
图 9: 2012-2019.6 全社会钢厂库存量	9
图 10: 2012-2019.6 钢铁行业工业增加值累计增长率	10
图 11: 2012-2019.6 钢铁全行业亏损企业家数	10
图 12: 2012-2019.3 A 股钢铁行业上市公司平均资产负债率	11
图 13: 2012-2018 A 股钢铁行业上市公司平均 ROE	11
图 14: 2012-2019.3 A 股钢铁行业上市公司平均销售毛利率、净利率	11
图 15: 四川省年钢材产量与消费量	12
图 16: 四川省固定资产投资完成额	12
图 17: 公司各产品板块营收占比情况 (2018 年)	12

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

2019 下半年，钢铁行业超低排放标准的实施与“常态化”环保限产政策的执行，将使得钢材市场长期处于“弱供给”的供需结构。同时，城投公司发债、IPO 的全面放开以及地方政府专项债发行政策的落实将有效刺激地方基础设施建设投资，从而增大对于钢铁的需求。我们预计，供需端的不平衡将使得 2019 年钢材价格维持相对稳定。重庆及周边四川地区为钢材净流入省份，年均钢材缺口 2100 万吨左右。重庆钢铁作为西部地区沿长江主要钢铁产能，公司区位优势明显。同时，公司 2018 年经过产品结构调整后，建筑用材产量提升，受益“西部地区开发”及“一带一路”建设政策，产品适销对路，下游需求可期。此外，从同业可比公司成本排名来看，重庆钢铁吨钢完全成本低于行业平均水平。

与市场不同之处

- 重庆钢铁作为西部地区沿长江主要钢铁产能，公司区位优势明显。
- 公司 2018 年经过产品结构调整后，建筑用材产量提升，产品适销对路，下游需求可期。
- 从同业可比公司成本排名来看，重庆钢铁吨钢完全成本低于行业平均水平。

股价催化剂

“西部地区开发”及“一带一路”建设政策拉动重庆及周边地区基础设施建设；铁矿石原材料价格回落；

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-21 年摊薄 EPS 分别为 0.17、0.22、0.29 元。我们选取 A 股普钢行业上市公司进行比较，考虑到公司所处的西南地区区位优势以及公司成本在行业中处于第一梯队，目前估值低于行业平均，给予公司“增持”评级。

风险因素

中美贸易摩擦带来国内宏观经济走势、钢材产品出口、能源价格及汇率的不确定性；全社会固定资产投资增速继续下降；地条钢等落后产能复产；钢材价格进一步下行；重庆地区未来环保限产力度加大。

公司简介

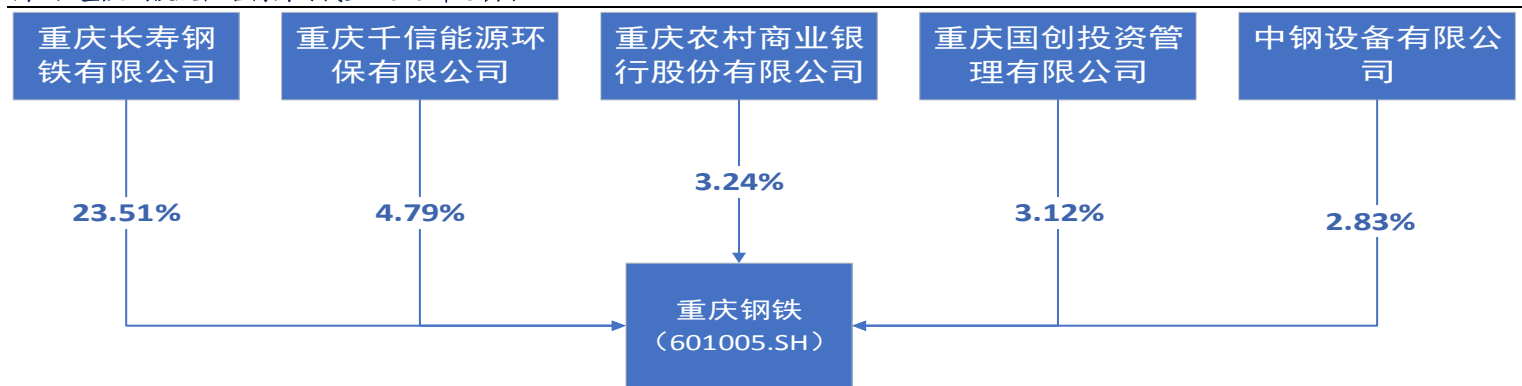
公司基本情况

重庆钢铁股份有限公司成立于 1997 年 8 月，2007 年在上海证券交易所发行上市。目前，公司拥有钢铁产能 840 万吨，其中主要产品包括：宽厚板、中厚板、热轧板、高速线材、棒材及型材等。2018 全年，公司分别实现铁、钢、材产量 567.77 万吨、638.15 万吨、611.07 万吨。

公司股权结构

截至 2019 年 5 月，重庆钢铁前五大股东分别为：重庆长寿钢铁有限公司、重庆千信能源环保有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆国创投资管理有限公司、中钢设备有限公司。其中，重庆长寿钢铁有限公司持有重庆钢铁 23.51% 股份。四源合股权投资管理有限公司通过持有重庆长寿钢铁有限公司 75% 股份，为重庆钢铁实际控制人。

图 1：重庆钢铁股权结构图（截至 2019 年 5 月）



资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

钢铁行业整体情况分析

宏观经济对于钢铁行业的影响

2019 年一季度国内 GDP 增速继续维持低位，宏观经济的整体性改善对于钢铁行业拉动能力有限。通过比较过去 10 年间中国 GDP 增长速度可以明显看出，目前中国在“稳增长，调结构”的经济软着陆情况下，经济维持低速增长。根据国家统计局数据，截至 2019 年一季度，中国 GDP 增速仍维持在 6.4% 的历史相对低位。2019 年国家宏观经济对于钢铁行业拉动能力有限。

截至 2019 年 5 月国内制造业采购经理指数低于 50%，制造业未来拉动钢铁需求能力或将不足。2019 年 5 月，国内制造业采购经理指数下降至 49.4%，环比下降 0.7 个百分点，处于枯荣线下方。由于中美贸易摩擦所带来的不确定性，国内目前制造业 PMI 指数相对较低。我们认为，未来制造业增速的放缓，将导致制造业对于钢铁需求的下滑。

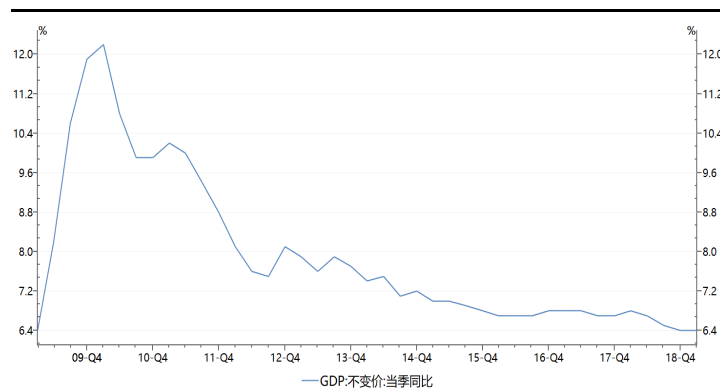
沪深交易所放松城投债申报条件，未来地方政府基础设施投资有望拉动钢铁需求。沪深交易所 2019 年 3 月起开始放宽城投公司发债申报条件。主要调整内容为：对于面临债券对付到期 6 个月内的债务，城投公司以借新还旧为目的发行公司债时，放开政府收入占比 50%（单 50%）的上限限制。我们认为，交易所对于城投债申报条件的放松，将有效降低地方政府城投公司债券集中到期压力，同时创造更多地方政府基础设施投资机遇，从而有效拉动钢铁需求。

国务院开放城投公司 IPO，直接融资渠道加速地方基础设施建设投资。2019 年 5 月 29 日，国务院印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》。其中，明确提出积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体（城投公司）申请首次公开发行股票并上市。我们认为，地方政府投资平台直接融资渠道的开放，将有效降低地方政府的财务杠杆。同时，开放股权融资将加速地方基础设施建设投资的速度，从而有效拉动钢铁需求。

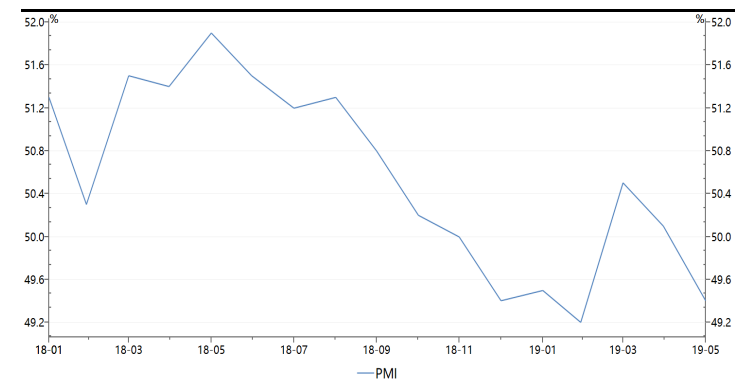
中办、国办发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，加大地方重大项目建设投资力度。2019 年 6 月 11 日中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。其中，首次允许将专项债作为符合条件的铁路、高速公路等重大项目资本金，此举进一步加大了地方重大项目投资建设力度。

重点城市汽车限购政策有望放松，汽车制造行业未来对于钢材需求或将增大。国家发改委 2019 年 4 月 17 日发布《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》。其中，提出对于北、上、广等汽车限购城市增加燃油车、电动车牌配额等一系列解禁措施。我们认为，汽车限购政策的松动短期内将拉动汽车消费，从而刺激汽车制造企业提高产能利用率。未来汽车制造行业或将成为拉动钢材需求的又一动力。

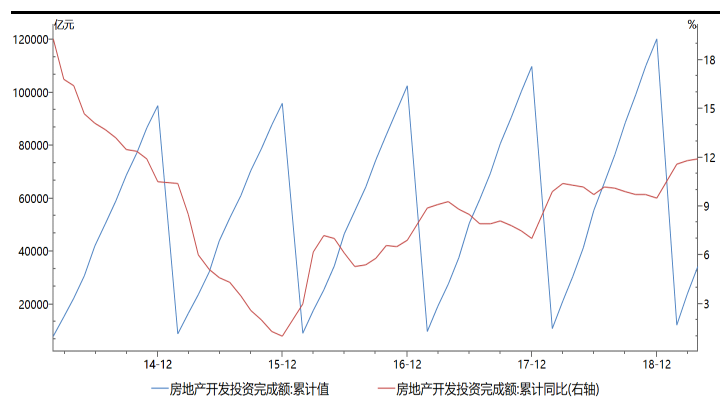
房地产投资增速回暖，有望带来钢材需求的进一步提升。2019 年 1-4 月，我国房地产开发投资完成额达到 34,217 亿元，同比增长 11.85%，超出 2018 年全年增速 2.32 个百分点。房地产投资增速的回暖预计将进一步拉动以螺纹钢、高线等产品为代表的建筑用钢材需求。

图 2: 2009-2019.3 GDP 增速对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 3: 2018-2019.5 国内制造业 PMI 指数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 4: 2014-2019.4 房地产开发投资完成额


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

“史上最严”钢铁行业环保政策出台

钢铁行业超低排放标准正式落地，预计 2025 年完成全国 80% 产能改造。2019 年 4 月 29 日，生态环境部等五部委联合发布了《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》。其中，对于京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域未来 5 年钢铁产能超低排放的改造进度提出了具体目标。预计 2020 年底前，对上述重点区域完成 60% 产能改造。2025 年底前，对上述重点区域钢铁企业超低排放改造全部完成，全国范围内完成 80% 的产能改造。

表 1: 《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》内容摘要

政策名称	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》
发布机构	生态环境部、国家发改委、工信部、财政部、交通运输部
基本目标	预计 2020 年底前，重点区域完成 60% 产能改造； 预计 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造全部完成，全国范围内完成 80% 的产能改造。
具体排放指标要求	烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值分别不高于 10、35、50 毫克/立方米； 其他主要污染源颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值原则上分别不高于 10、50、200 毫克/立方米； 达到超低排放的钢铁企业每月至少 95% 以上时段小时均值排放浓度满足上述要求。
奖惩机制	应税大气污染物排放浓度低于污染物排放标准百分之三十的，按百分之七十五征收环境保护税； 应税大气污染物排放浓度低于百分之五十的，按百分之五十征收环境保护税； 地方可根据实际情况，对完成超低排放改造的钢铁企业给予奖励； 企业通过超低排放改造形成的富余排污权，可用于市场交易； 有条件的地区应研究建立基于钢铁企业污染物排放绩效的差别化电价政策； 在重污染天气预警期间，对钢铁企业实施差别化应急减排措施。

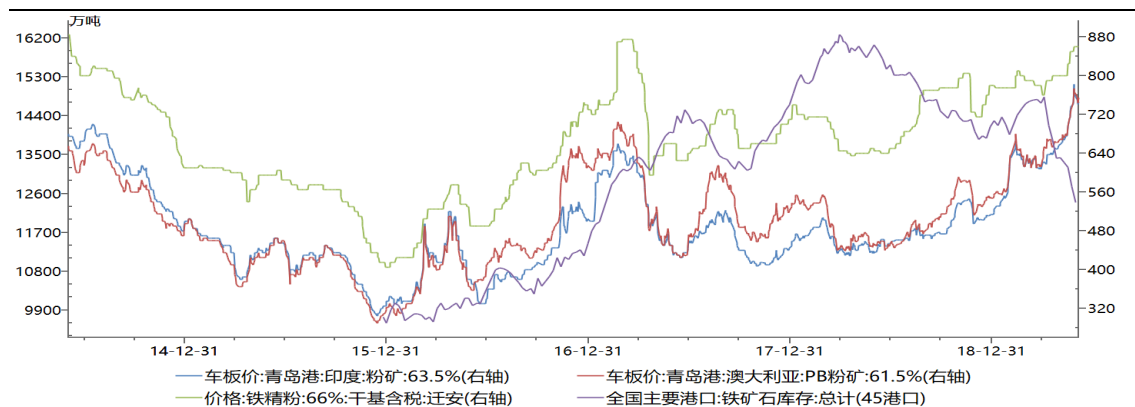
资料来源：生态环境部，信达证券研发中心整理

铁矿石价格、供给结构分析

淡水河谷减产带来全球铁矿石价格上涨，国内港口铁矿石库存量创三年内新低。2019年1月25日，全球最大的铁矿石生产商淡水河谷（Vale）位于巴西米纳斯吉拉斯州布鲁马迪纽市的一处尾矿坝发生溃坝事故，导致百人死亡。此事件引发了巴西当地政府及环保机构对于淡水河谷旗下多处主力矿山的安全及环保核查。淡水河谷新任首席执行官 Eduardo Bartolomeo 2019年4月29日表示，矿难事件对于淡水河谷2019年全年铁矿石产量的影响约5000-8000万吨。由于全球整体供给端的紧张，2019年3-6月主要进口矿品种价格涨幅已接近25%。同时，国内港口整体铁矿石库存量出现明显下降，仅维持在1.2亿吨水平，创三年内新低。

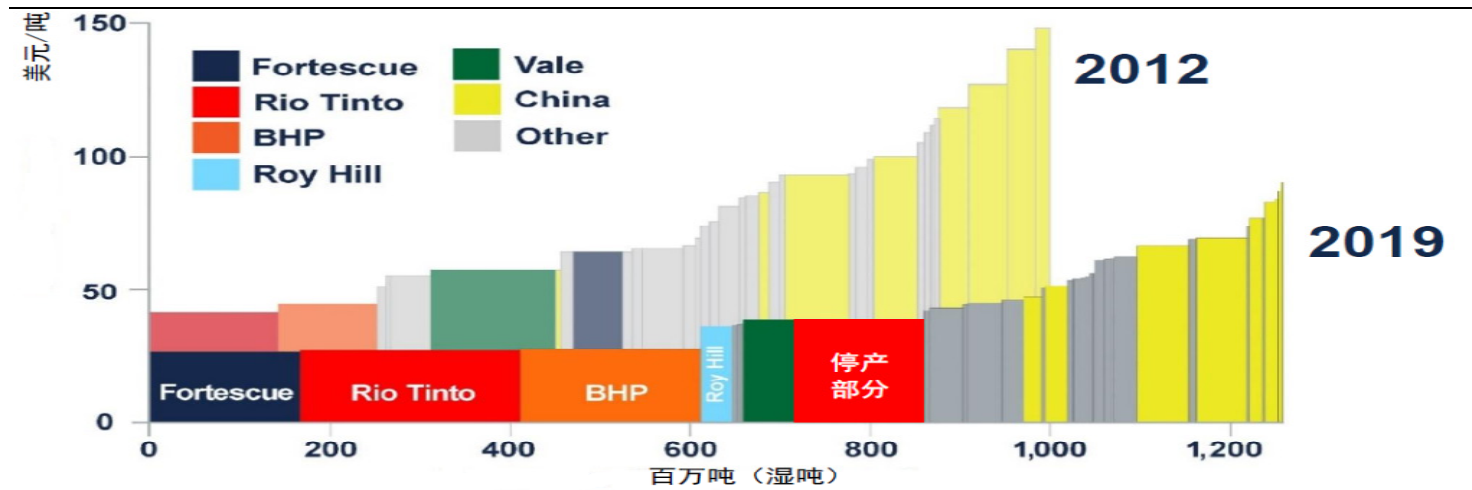
全球铁矿石供给出现结构性缺口，产品价格上涨或将利好国内低成本矿企复产。由于淡水河谷主力矿山的全面停产，2019年全球铁矿石供给总量或将由BHP此前预计的12亿吨下降至11亿吨。由于供给端结构性缺口的出现，我们预计2019年进口铁矿石平均价格将维持在100美元/吨左右。目前，国内低成本铁矿石企业综合生产成本在90-100美元/吨。若综合考虑运费、环保等成本因素，部分国内矿企将迎来复产。

图5：2014-2019.6 主要铁矿石产品价格及港口铁矿石总库存量变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 6: 2019 全球铁矿石供给端成本、结构预测图

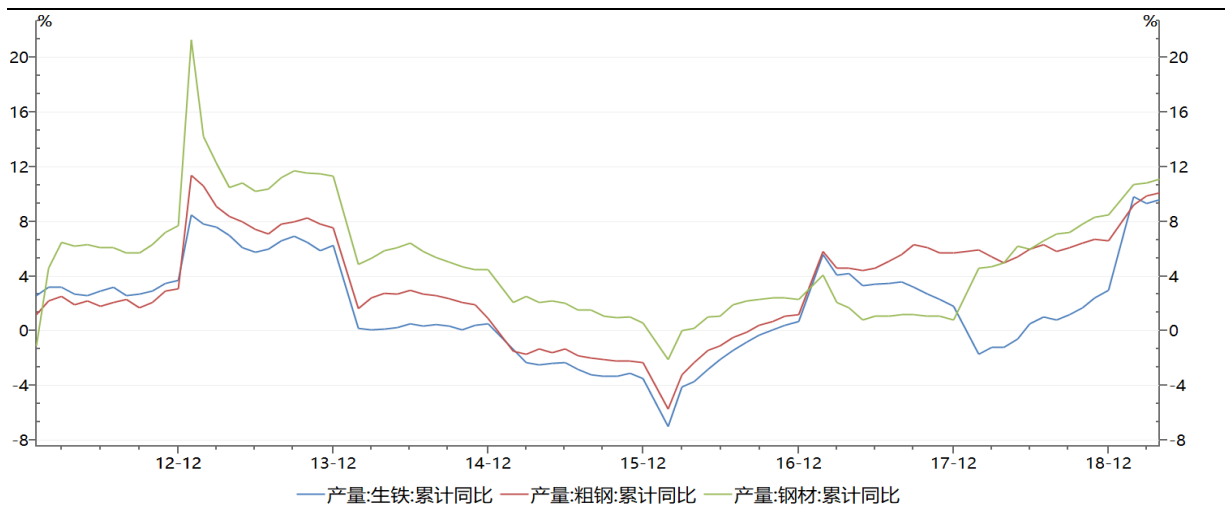


资料来源: BHP, 信达证券研发中心整理

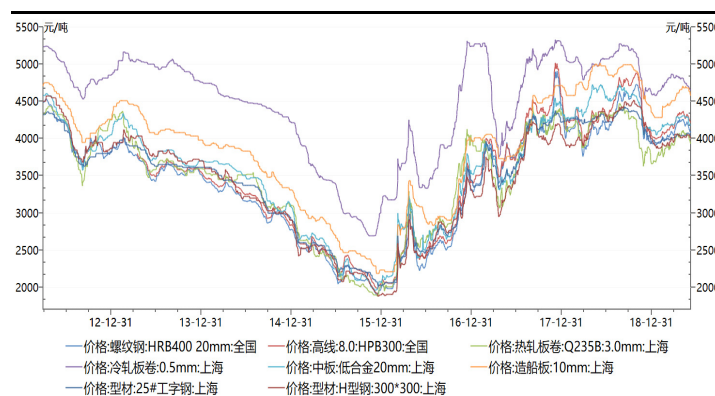
中国钢铁生产环节现状分析

截至 2019 年 6 月, 国内生铁、粗钢、钢材产量继续维持低速增长, 行业整体产能得到抑制。2018 年以来, 随着钢铁行业供给侧改革中产能削减目标的完成以及“常态化”环保限产政策的不断严格, 钢铁行业整体产量维持在较低增长水平。行业整体产量增速的降低, 使得钢材市场供需呈现“弱供给”结构。

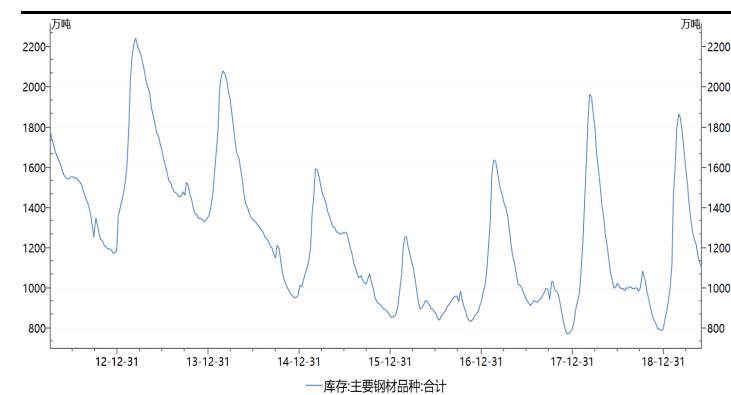
2019 上半年钢材市场继续呈现“弱供给”态势, 全社会库存量继续走低。2019 年随着钢铁行业产能削减目标的逐步完成以及环保常态化限产措施的执行到位, 钢材市场整体呈现“弱供给”态势。从普钢标准品价格方面看, 虽然 2018-2019 年供暖季环保限产的“一刀切”政策有所放宽, 使得普钢标准品价格在 2019 年以来出现下滑, 但以螺纹钢、高线、冷、热轧卷板为代表的产品价格仍维持在 2012 年左右的相对高位。我们预计, 2019 年钢材市场仍将受到环保超低排放政策、限产政策以及行业产能削减的多重作用, 呈现“弱供给”的供需结构, 从而继续支撑产品价格相对高位波动。

图 7：2012-2019.6 粗钢、生铁、钢材产量累计同比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 8：2012-2019.6 主要钢材产品价格走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 9：2012-2019.6 全社会钢厂库存量


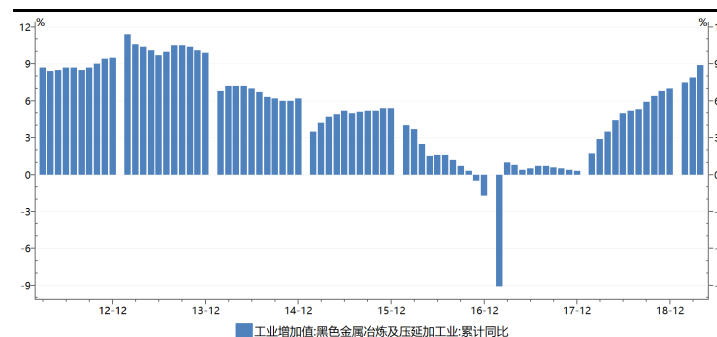
资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

行业内企业生存情况分析

受益产能削减与钢材价格上涨，2019年上半年钢铁企业工业增加值增速回升明显。截至2019年6月，以高线钢、热轧卷板为代表的普钢标准品平均价格相较年初上涨接近5%，为了弥补市场供给缺口，大部分规模以上钢铁企业提高了产能利用率，这使得2019年上半年钢铁行业工业增加值增速回升至9%左右。

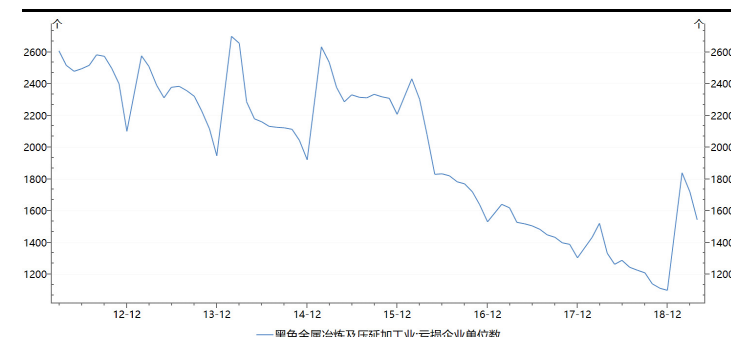
2019年上半年全行业亏损企业家数出现小幅反弹。2019年1-6月，由于上游铁矿石原材料价格上涨过快，原材料成本向产品价格传导不及时，使得部分企业出现阶段性亏损，全行业亏损企业家数出现小幅回升。企业在经过一段时间的原材料采购策略及产品市场价格调整后，亏损企业家数有所减少，目前全行业亏损企业维持在1600家左右。

图 10：2012-2019.6 钢铁行业工业增加值累计增长率



资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 11：2012-2019.6 钢铁全行业亏损企业家数



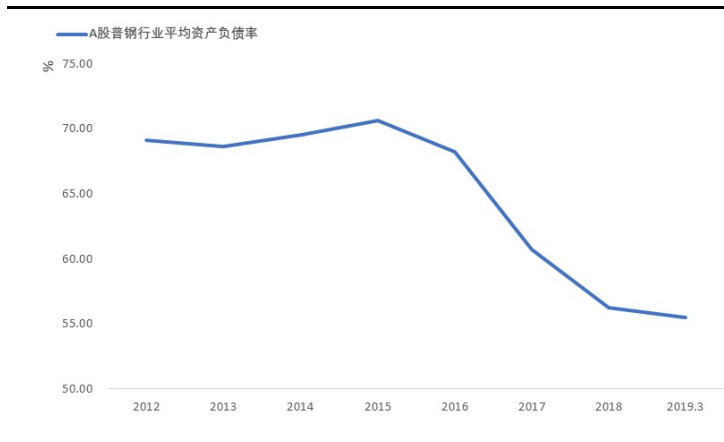
资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

A 股上市钢铁企业情况分析

钢铁行业上市公司平均资产负债率继续下降。截至2019年一季度，A股上市钢铁企业平均资产负债率已由前期接近71%的高点下降至55%左右。企业资产负债率下降的主要原因是2018年以来钢材产品价格上涨所带来的企业利润及现金流层面的改善。

钢铁行业上市公司2019平均销售利润率预计相较2018年有所下降。截至2019年一季度，A股钢铁行业平均销售毛利率10.08%、销售净利率3.77%，相比2018年分别下降4.93、3.66个百分点。我们认为，行业平均销售毛利率、净利率下降的主要原因是上游铁矿石原材料价格的上涨以及2018-2019年供暖季期间环保限产对于企业一季度整体开工率的影响。

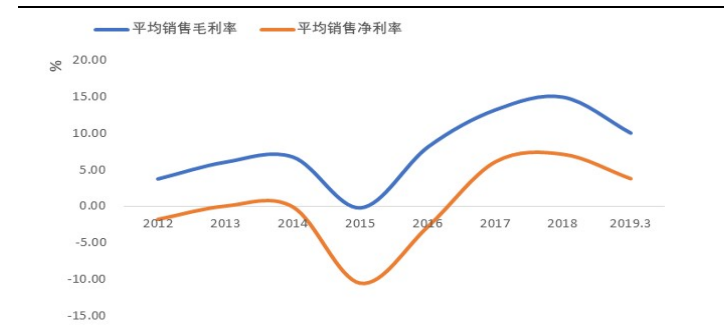
2019年下半年钢材产品价格仍将在环保限产与基础设施投资拉动的共同作用下，呈现“高位波动”的趋势。但是，由于上游铁矿石价格上涨过快，以及环保超低排放政策所带来的企业环保成本增加，2019年A股钢铁行业上市公司平均利润率水平将较2018年有所下降。

图 12: 2012-2019.3 A 股钢铁行业上市公司平均资产负债率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 13: 2012-2018 A 股钢铁行业上市公司平均 ROE


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 14: 2012-2019.3 A 股钢铁行业上市公司平均销售毛利率、净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

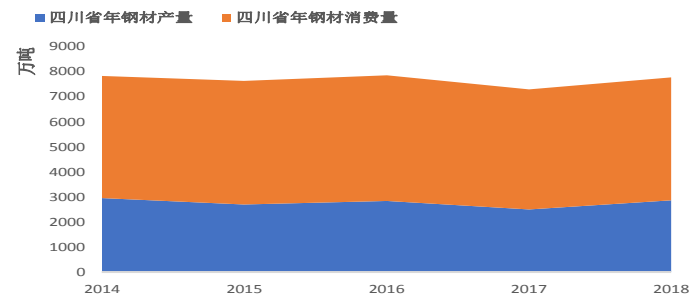
公司生产经营情况分析

产能分布与产品板块

公司着眼西部地区基建开发调整产能分布，产品适销对路。重庆钢铁目前拥有钢铁产能 840 万吨。其中，主要产品包括：板材、型材、线材、棒材、钢坯及薄板等。公司产品主要对应建筑工程、机械、造船等下游领域。过去五年，重庆及四川省年平均钢材消耗量 4897 万吨，而平均产量仅 2869 万吨，年平均缺口在 2100 万吨左右，为钢材净流入地区。因此，重庆及四川地区用于基础设施建设领域的建筑用材，属于适销对路、高度符合下游需求的产品。

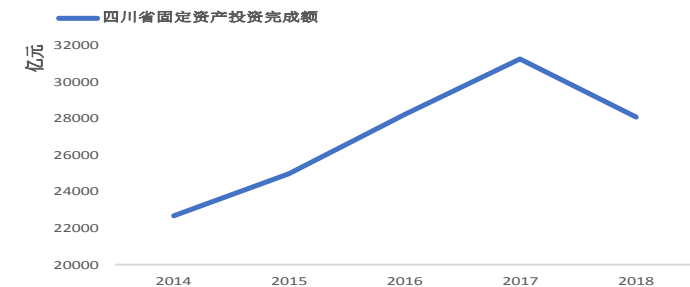
公司 2018 年通过产品结构调整，有效提高了棒材、线材等建筑用钢占比（产量同比分别增长 85.72%、272.15%）。公司产品结构的调整，切中重庆及四川地区基础设施建设的需要。我们预计，重钢目前以建筑用材为主的产品结构未来将为公司带来更多业绩增长。

图 15: 四川省年钢材产量与消费量



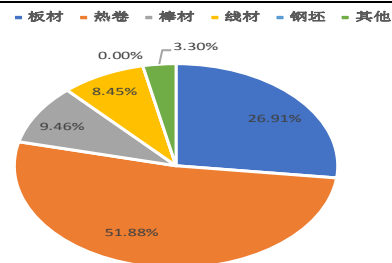
资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

图 16: 四川省固定资产投资完成额



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

图 17: 公司各产品板块营收占比情况 (2018 年)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

吨产品成本拆解

低成本优势为公司带来更强抵抗力。目前,重庆钢铁吨钢材完全成本约 2973.81 元。其中,以铁矿石为主的原材料占比约 60%,能源、人工及加工费用占比达到 35%左右。我们选取了 A 股普钢行业上市公司吨钢材平均成本进行比较,2018 年普钢行业吨钢材成本平均值为 3827.65 元/吨,重庆钢铁吨钢材成本低于行业均值 853 元。

我们认为,2019 年下半年,钢铁行业超低排放标准的实施与“常态化”环保限产政策的执行,或将使得钢材市场长期处于“弱供给”的供需结构。同时,城投公司发债、IPO 的全面放开以及地方政府专项债发行政策的落实将有效刺激地方基础设施建设投资,从而增大对于钢铁的需求。供需端的不平衡,预计将使得 2019 年钢材价格维持相对稳定。但是,随着钢铁超低排放的进一步落实以及上游铁矿石价格的单边上涨,2019 年钢铁行业企业的利润率将明显下降。这种环境下,低成本优势将为公司带来更大的利润空间。

表 2: A 股普钢上市公司吨钢成本 (2018 年)

证券代码	证券简称	吨钢成本(元/吨)
600126.SH	杭钢股份	2876.00
600808.SH	马钢股份	3012.30
600231.SH	凌钢股份	3090.00
600569.SH	安阳钢铁	3357.99
000709.SZ	河钢股份	3508.06
600782.SH	新钢股份	3538.00
600010.SH	包钢股份	3714.00
601003.SH	柳钢股份	3742.86
600019.SH	宝钢股份	3758.00
000959.SZ	首钢股份	3758.00
600307.SH	酒钢宏兴	3835.00
000932.SZ	华菱钢铁	3853.00
002075.SZ	沙钢股份	4005.15
600581.SH	八一钢铁	4078.21
000761.SZ	本钢板材	4079.69
600282.SH	南钢股份	4190.94
002110.SZ	三钢闽光	4382.53
000717.SZ	韶钢松山	4428.72

000898.SZ	鞍钢股份	4655.36
600022.SH	山东钢铁	4689.26
601005.SH	重庆钢铁	2973.81
行业平均		3827.65

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

公司产品销售情况

借力“一带一路”及西部地区开发战略，公司区位优势明显。作为“一带一路”及西部大开发的重点区域，重庆及四川地区未来基础设施投资力度将持续加大。2019年6月17日，四川省委书记彭清华在国务院新闻办公室新闻发布会上表示，未来将加大四川省内铁路、公路等一系列投资建设力度。由于重庆市场及西部诸省均为钢材净流入地区，公司靠近长江、产品销售聚焦重庆、四川等西部地区的区位优势将得以显现。

公司建立直供、直销、直发体系，不断优化渠道结构。重庆钢铁通过深入分析区域市场和客户需求，形成了压延加工、高层建筑及桥梁工程、钢结构、压力容器等系列产品的稳定用户群体。在重庆、成都、昆明和贵阳设立社会库房和市场直销点，以求贴近市场、挖掘需求、发现价格。同时，通过整合物流资源，提升产成品流转效率，降低运费。

盈利预测与估值

基本假设

- 2019、2020、2021年公司产能利用率分别为75%、80%、83%；
- 2019、2020、2021年公司板材、热卷、线材价格年均增长率分别为3%、5%、7%；
- 2019-2020年，随着环保超低排放标准的不断推进，环保固定资产投资使得吨钢折旧摊销增加约150元/吨；

表 3: 公司各业务板块盈利预测

产量(万吨)	2019年	2020年	2021年
板材	166.51	177.62	184.28

热卷	348.19	371.41	385.34
棒材	60.71	64.76	67.19
线材	54.43	58.06	60.23
钢坯	0.00	0.00	0.00
合计	629.84	671.84	697.04

产品价格 (元/吨)	2019 年	2020 年	2021 年
板材	3916.06	4033.54	4033.54
热卷	3680.25	3790.66	3980.19
棒材	3919.41	4036.99	4158.10
线材	3907.64	4024.87	4306.61

营业收入 (万元)	2019 年	2020 年	2021 年
板材	652,071.68	716,420.80	743,292.98
热卷	1,281,430.61	1,407,887.45	1,533,730.59
棒材	237,943.37	261,424.60	279,367.26
线材	212,683.70	233,672.20	259,407.58
钢坯	0.00	0.00	0.00
合计	2,384,129.36	2,619,405.05	2,815,798.42

资料来源: 信达证券研发中心预测

盈利预测

根据重庆钢铁目前经营情况及未来发展规划, 我们预计, 公司 2019-2021 年营业收入分别为 240、264 和 283 亿元。根据公司最新股本计算, 我们预计重庆钢铁 2019-2021 年摊薄 EPS 分别为 0.17 元、0.22 元和 0.29 元。以 2019 年 7 月 25 日收盘价 1.91 元, 对应的 19-21 年 PE 分别为 12 倍、9 倍和 7 倍。

相对估值与投资评级

我们预计公司 2019-21 年摊薄 EPS 分别为 0.17、0.22、0.29 元。我们选取 A 股普钢行业上市公司进行比较, 考虑到公司所处的西南地区区位优势以及公司成本在行业中处于第一梯队, 目前估值低于行业平均, 给予公司“增持”评级。

表 4: 同业可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (2019-07-25)	EPS			PE			市净率	
			2019	2020	2021	PE(TTM)	2019E	2020E	2021E	PB
600010.SH	包钢股份	1.6	0.0	0.0	0.0	23	35	35	33	1.4
600581.SH	八一钢铁	3.5	0.3	0.3	0.4	15	16	12	10	1.4
000761.SZ	本钢板材	4.4	0.3	0.3	0.3	18	16	16	16	0.9
002478.SZ	常宝股份	6.5	0.7	0.8	0.9	11	9	8	7	1.5
600126.SH	杭钢股份	4.5	0.4	0.4	0.5	8	12	10	9	0.8
000709.SZ	河钢股份	2.8	0.2	0.2	0.2	8	14	13	12	0.6
002443.SZ	金洲管道	7.2	0.5	0.6	0.8	17	15	11	9	1.6
002318.SZ	久立特材	7.7	0.5	0.5	0.6	20	17	16	15	2.1
600231.SH	凌钢股份	3.0	0.2	0.3	0.3	8	10	8	7	1.1
002075.SZ	沙钢股份	7.2	0.5	0.6	0.6	15	13	12	12	3.5
600022.SH	山东钢铁	1.6	0.2	0.2	0.2	11	11	10	9	0.9
000959.SZ	首钢股份	3.4	0.3	0.4	0.4	9	11	9	8	0.7
000825.SZ	太钢不锈	4.1	0.4	0.5	0.6	6	10	8	7	0.8
002756.SZ	永兴特钢	14.4	1.3	1.5	1.7	13	11	9	8	1.5
行业平均						11	12	10	9	1.4

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: EPS 及 PE 取自 Wind 一致预期。

风险因素

1. 中美贸易摩擦带来国内宏观经济走势、钢材产品出口、能源价格及汇率的不确定性;
2. 全社会固定资产投资增速继续下降;
3. 地条钢等落后产能复产;
4. 钢材价格进一步下行;
5. 重庆地区未来环保限产力度加大;

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,757.17	7,501.75	7,684.03	10,824.80	13,472.76
货币资金	2,050.54	2,764.63	2,749.88	5,459.24	7,837.66
应收票据	123.10	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	44.04	30.34	32.21	35.38	37.93
预付账款	70.02	908.65	951.89	1,046.77	1,105.94
存货	1,330.47	3,192.20	3,344.12	3,677.47	3,885.31
其他	1,139.01	605.93	605.93	605.93	605.93
非流动资产	20,255.29	19,421.10	17,087.50	16,219.48	16,338.97
长期股权投资	124.16	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	17,595.70	16,914.11	13,388.25	12,170.65	12,112.84
无形资产	2,521.73	2,454.33	2,388.25	2,257.99	2,130.88
其他	13.70	52.66	1,311.00	1,790.84	2,095.25
资产总计	25,012.46	26,922.85	24,771.53	27,044.28	29,811.74
流动负债	4,810.95	5,245.08	5,387.49	5,698.91	5,893.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	80.70	1,199.15	1,256.22	1,381.44	1,459.51
应付账款	2,074.59	1,747.17	1,830.32	2,012.77	2,126.52
其他	2,655.65	2,298.76	2,300.96	2,304.70	2,307.70
非流动负债	3,397.55	3,156.61	3,156.61	3,156.61	3,156.61
长期借款	700.00	300.00	300.00	300.00	300.00
其他	2,697.55	2,856.61	2,856.61	2,856.61	2,856.61
负债合计	8,208.50	8,401.69	8,544.10	8,855.52	9,050.34
少数股东权益	73.85	0.00	0.10	0.24	0.43
归属母公司股东权益	16,730.12	18,521.16	16,227.32	18,188.52	20,760.97
负债和股东权益	25,012.46	26,922.85	24,771.53	27,044.28	29,811.74

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,236.84	22,638.96	24,031.79	26,403.35	28,301.78
同比(%)	199.82%	71.03%	6.15%	9.87%	7.19%
归属母公司净利润	320.09	1,787.91	1,474.85	1,966.05	2,579.38
同比(%)	-106.83%	458.57%	-17.51%	33.31%	31.20%
毛利率(%)	3.22%	13.06%	14.20%	14.13%	15.36%
ROE%	3.87%	10.14%	8.49%	11.43%	13.24%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.20	0.17	0.22	0.29
P/E	53	10	12	9	7
P/B	1.02	0.92	1.05	0.94	0.82
EV/EBITDA	8.71	6.42	6.14	5.20	4.37

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,236.84	22,638.96	24,031.79	26,403.35	28,301.78
营业成本	12,811.16	19,681.85	20,618.52	22,673.81	23,955.25
营业税金及附加	82.36	127.68	135.53	148.90	159.61
销售费用	60.63	88.06	93.47	102.70	110.08
管理费用	1,294.95	795.39	844.33	927.65	994.35
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	512.28	183.07	-10.70	7.64	-27.60
减值损失合计	292.60	39.48	927.59	626.03	596.11
投资净收益	2.26	5.46	2.77	3.49	3.91
其他	-4,962.29	17.55	24.96	13.85	19.40
营业利润	-6,777.17	1,746.44	1,450.78	1,933.97	2,537.29
营业外收支	7,096.98	12.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	319.81	1,758.73	1,450.78	1,933.97	2,537.29
所得税	0.00	-29.30	-24.17	-32.22	-42.27
净利润	319.81	1,788.03	1,474.95	1,966.19	2,579.56
少数股东损益	-0.28	0.13	0.10	0.14	0.18
归属母公司净利润	320.09	1,787.91	1,474.85	1,966.05	2,579.38
EBITDA	2,083.21	2,765.84	2,888.33	3,414.02	4,057.75
EPS(当年)(元)	0.04	0.20	0.17	0.22	0.29

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	505.82	1,338.20	2,867.21	3,328.25	4,024.28
净利润	319.81	1,788.03	1,474.95	1,966.19	2,579.56
折旧摊销	1,279.47	761.18	1,438.83	1,464.65	1,503.92
财务费用	483.93	245.93	-1.28	15.40	16.54
投资损失	-2.26	-5.46	-2.77	-3.49	-3.91
营运资金变动	-6,877.22	-1,456.06	-982.20	-746.03	-670.82
其它	5,302.08	4.58	939.67	631.52	598.99
投资活动现金流	6,246.14	630.61	-2,092.52	-603.49	-1,629.32
资本支出	6,887.02	1.95	-2,095.29	-606.98	-1,633.23
长期投资	9.11	1,248.66	2.77	3.49	3.91
其他	-650.00	-620.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-6,625.24	-868.22	-790.71	-17.10	-16.50
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-4,704.17	-214.50	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	172.26	247.85	790.71	17.10	16.50
现金流净增加额	123.52	1,100.58	-14.75	2,709.36	2,378.42

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

冯孟乾，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。