

2010年2月2日

重庆钢铁

盈利下滑，下调评级
A 卖出 (持有)

601005.SS - 人民币 5.28

目标价格: 人民币 4.73 (▼6.40)

H 卖出 (持有)

1053.HK - 港币 2.52

目标价格: 港币 2.21 (▼4.00)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

重庆钢铁预警09年净利润将同比下滑80%以上至不到1.2亿人民币，下滑幅度大于我们的预期。考虑到产量下降，我们将09年盈利预测下调71%。今年，公司计划搬迁厂房，我们认为此举可能导致产量进一步下降，另外，今年的钢价可能也低于我们预期，因此，我们将2010-11年盈利预测分别下调了80%和78%。下调盈利预测后，我们将H股目标价由4.00港币下调至2.21港币，将A股目标价由6.40人民币下调至4.73人民币。我们将其A股和H股的评级均由持有下调至卖出。

股价相对指数表现 (A股)


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(10)	(10)	(1)	24
相对新华富时A50指数(%)	4	4	6	(20)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A股)

发行股数(百万)	1,733
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	2,841
3个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%)	67
主要股东(%)	
重钢集团	49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*陈蓓蓓为本报告重要贡献者

支撑评级的要点

- 内地钢价有下调风险;
- 公司保持目前国内购买和进口铁矿石的比例。

评级面临的主要风险

- 钢铁需求恢复快于预期;
- 货币政策宽松。

估值

- 我们的H股目标价是基于0.6倍远期市净率(该股的历史平均水平), A股目标价是基于1.5倍远期市净率(该股的历史平均水平)。

图表 1. 投资摘要 (A股)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	12,058	16,517	10,742	12,078	13,319
变动(%)	25	37	(35)	12	10
净利润(人民币 百万)	449	599	58	108	166
全面摊薄每股收益(人民币)	0.259	0.345	0.033	0.063	0.096
变动(%)	16.9	33.2	(90.4)	88.0	52.9
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.113	0.242	0.323
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.113	0.319	0.422
调整幅度(%)	-	-	(70.6)	(80.4)	(77.3)
全面摊薄市盈率(倍)	20.4	15.3	158.8	84.5	55.3
每股现金流量(人民币)	0.29	1.10	0.54	(0.02)	1.56
价格/每股现金流量(倍)	18.5	4.8	9.7	(231.7)	3.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	10.1	14.9	12.8	10.9
每股股息(人民币)	0.100	0.103	0.012	0.022	0.033
股息率(%)	1.9	1.9	0.2	0.4	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(13)	(13)	(13)	23
相对恒生中国内地综合指数 (%)	(6)	(6)	(8)	(33)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数(百万)	1,733
流通股 (%)	31
流通股市值(港币 百万)	1,356
3 个月日均交易额(港币 百万)	13
净负债比率 (%)	67

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	12,021	11,482	10,742	12,078	13,340
变动 (%)	25	37	(35)	12	10
净利润(人民币 百万)	449	599	58	108	164
全面摊薄每股收益(人民币)	0.288	0.346	0.033	0.062	0.094
变动 (%)	16.5	20.1	(90.4)	87.9	51.1
市场预测每股收益(人民币)	-	-	-	0.339	0.390
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.113	0.319	0.421
调整幅度 (%)	-	-	(70.6)	(80.4)	(77.6)
全面摊薄市盈率(倍)	7.7	6.4	66.6	35.5	23.5
每股现金流量(人民币)	0.28	1.26	0.40	0.54	1.55
价格/每股现金流量(倍)	7.9	1.8	5.5	4.1	1.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	5.8	8.7	7.5	6.2
每股股息(人民币)	0.100	0.103	0.012	0.022	0.033
股息率 (%)	4.5	4.6	0.5	1.0	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

预警 09 年净利润将同比下滑 80% 以上

重庆钢铁宣布, 由于产品价格下降、燃料及原材料成本上升以及销量的小幅下滑, 公司 09 年中国会计准则下净利润将同比下滑 80% 以上。根据其 08 年净利润 5.99 亿人民币来计算, 同比下滑 80% 以上意味着 09 年净利润不到 1.2 亿人民币。

下调 2009-11 年盈利预测

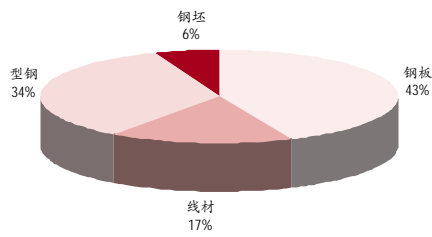
我们认为, 盈利低于预测主要是由于钢价下跌以及成本高于预期 (其原因是一项一次性税费导致有效税率上升以及 09 年 4 季度铁矿石成本上升)。4 季度, 进口铁矿石价格环比上涨了 3.9% 至 755 人民币/吨, 国内铁矿石现货价格环比上涨了 9.3% 至 843 人民币/吨。此外, 4 季度, 公司的中厚板材生产车间正在进行维修保养, 导致销量下降。考虑到钢价下滑、有效税率的上升、铁矿石成本的上升以及 4 季度产量下滑, 我们将 09 年盈利预测下调了 70.6%。我们预计, 09 年公司不同产品的价格将分别同比下降 21.4%-33.7%, 总销量将同比下降 8.4% 至 290 万吨, 其中 43% 用于造船和重工业, 51% 用于建筑和基础设施建设。

图表 2. 内地钢价变动

钢材产品	现货价格		今年截至目前	
	2010 年 1 月 29 日	09 年均价	09 年均价 / 08 年均价	均价 / 09 年均价
	(人民币/吨)	(人民币/吨)	(%)	(%)
普通钢板	3,925	3,615	(33.7)	9.6
线材	3,842	3,650	(25.2)	1.3
冷轧钢	5,626	4,767	(21.4)	19.8

资料来源: 中国物流信息中心、中银国际研究预测

出于环保考虑, 政府要求重钢将主要生产场地由重庆市大渡口区搬迁至长寿新区江南镇。目前, 公司的生产车间和炼钢炉都位于市区, 必须搬出, 新的厂区距离目前的厂区 100 公里左右。我们认为, 搬迁将干扰生产并给公司盈利带来下行风险。因此, 我们下调了 2010 年和 2011 年的产量假设。

图表 3. 2010 年收入构成预测


资料来源：中银国际研究预测

图表 4. 销量假设调整

(千吨)	2009E	2010E	2011E
原预测	3,297	3,991	4,247
新预测	2,897	2,897	2,921

资料来源：中银国际研究预测

预计成本上升

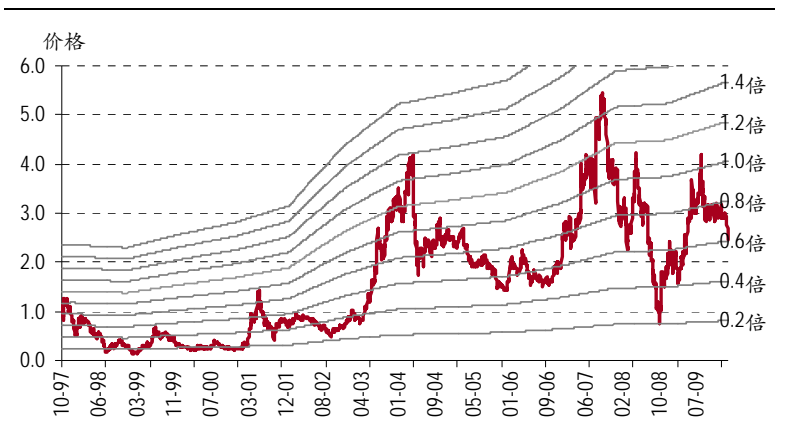
目前，公司铁矿石需求的 50% 从国内购买，另 50% 依靠进口。国内购买铁矿石的价格是基于市场价。09 年 4 季度，国内铁矿石现货价格环比上涨 9.3% 至 860 人民币/吨(唐山铁矿石)，而同期，进口铁矿石价格环比上涨 3.9% 至 740 人民币/吨。展望未来，我们预计今年 4 月起铁矿石合同价格将上涨 20%。炼焦煤方面，公司大部分炼焦煤都是从国内煤炭企业手中购买。

内地钢价逐步上升

尽管存在对中国信贷紧缩的担忧，但我们仍然认为内地钢价将逐步上扬，原因是内地钢价已接近国内钢铁企业的盈亏平衡点。目前国内的长材价格为 3,842 元/吨，而现金生产成本为 3,400 元/吨。

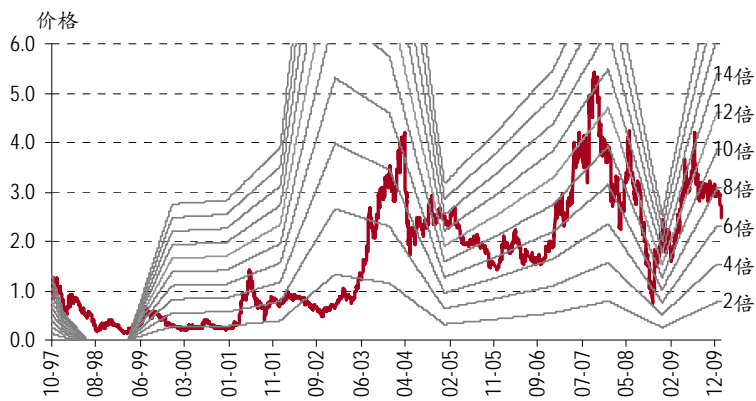
估值

目前，重钢 A 股 2010 年预测市盈率和市净率分别为 84.5 倍和 1.6 倍。基于其 A 股 1.5 倍远期市净率历史平均水平，我们将 A 股目标价由 6.40 人民币下调至 4.73 人民币。目前 H 股 2010 年预测市盈率为 35.5 倍，市净率为 0.7 倍。基于 0.6 倍远期市净率(该股的历史平均水平)，我们将 H 股目标价由 4.00 港币下调至 2.21 港币。

图表 5. 重庆钢铁 H 股远期市净率图


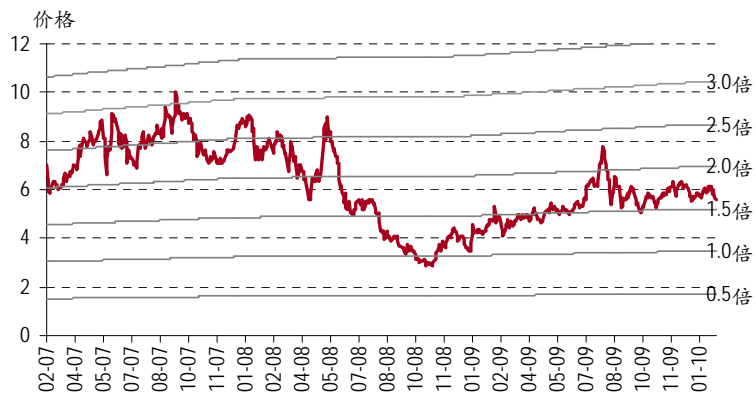
资料来源：彭博、中银国际研究预测

图表 6. 重庆钢铁 H 股远期市盈率图



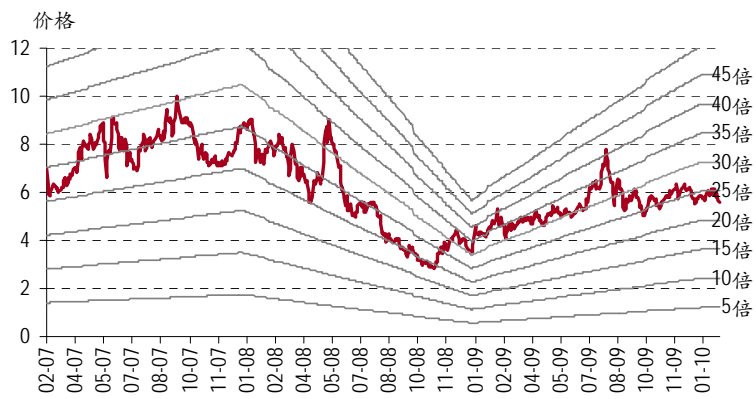
资料来源：彭博、中银国际研究预测

图表 7. 重庆钢铁 A 股远期市净率图



资料来源：彭博、中银国际研究预测

图表 8. 重庆钢铁 A 股远期市盈率图



资料来源：彭博、中银国际研究预测

损益表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	12,058	16,517	10,742	12,078	13,319
销售成本	(10,418)	(13,865)	(9,464)	(10,651)	(11,677)
经营费用	(626)	(1,412)	(410)	(425)	(469)
经营利润(息税前利润)	701	864	389	423	481
折旧及摊销	(314)	(376)	(478)	(579)	(692)
息税折旧前利润	1,014	1,240	867	1,002	1,172
净利息收入(费用)	(207)	(255)	(260)	(277)	(261)
其他收益/(损失)	(24)	(3)	(3)	(2)	0
税前利润	470	606	126	144	220
所得税	(21)	(7)	(69)	(36)	(54)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	449	599	58	108	166
核心净利润	449	599	58	108	166
每股收益(人民币)	0.259	0.345	0.033	0.063	0.096
核心每股收益(人民币)	0.259	0.345	0.033	0.063	0.096
每股股息(人民币)	0.100	0.103	0.012	0.022	0.033
收入增长(%)	25	37	(35)	12	10
息税前利润增长(%)	45	23	(55)	9	14
息税折旧前利润增长(%)	36	22	(30)	16	17
每股收益增长(%)	17	33	(90)	88	53
核心每股收益增长(%)	17	33	(90)	88	53

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

资产负债表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1,094	1,204	134	210	314
应收帐款	147	210	131	147	162
库存	2,660	3,058	2,417	2,720	2,982
其他流动资产	1,569	821	1,074	1,085	1,096
流动资产总计	5,470	5,293	3,756	4,162	4,554
固定资产	5,397	6,704	8,544	9,965	11,673
无形资产	26	251	26	26	26
其他长期资产	66	184	61	61	61
长期资产总计	5,489	7,140	8,631	10,052	11,760
总资产	10,959	12,432	12,386	14,213	16,314
应付帐款	1,412	602	1,283	1,444	1,583
短期债务	2,007	2,238	2,007	2,007	2,007
其他流动负债	1,019	1,159	1,318	514	2,230
流动负债总计	4,438	3,999	4,607	3,964	5,820
长期借款	1,189	2,324	1,878	1,878	1,878
其他长期负债	112	457	313	2,712	2,850
股本	1,733	1,733	1,733	1,733	1,733
储备	3,487	3,912	3,855	3,926	4,033
股东权益	5,220	5,645	5,588	5,659	5,767
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	10,959	12,425	12,386	14,213	16,314
每股帐面价值(人民币)	3.01	3.26	3.22	3.27	3.33
每股有形资产(人民币)	3.00	3.11	3.21	3.25	3.31
每股净负债/(现金)(人民币)	1.21	1.94	2.16	2.12	2.06

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

现金流量表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	470	606	126	144	220
折旧与摊销	314	376	478	579	692
净利息费用	207	255	260	277	261
运营资本变动	(520)	680	244	(973)	1,567
税金	0	(21)	(170)	(69)	(36)
其他经营现金流	337	379	481	581	692
经营活动产生的现金流	495	1,898	941	(40)	2,703
购买固定资产净值	(984)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,400)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(984)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,400)
净增权益	977	0	0	0	0
净增债务	555	0	0	0	0
支付股息	(173)	(173)	(178)	(20)	(38)
其他融资现金流	(154)	385	52	2,136	(161)
融资活动产生的现金流	1,205	212	(126)	2,116	(199)
现金变动	716	110	(1,185)	76	104
期初现金	378	1,094	1,319	134	210
公司自由现金流	(480)	(86)	(1,049)	(2,037)	307
权益自由现金流	(130)	(313)	(1,319)	(2,317)	43

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—A股

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	8.4	7.5	8.1	8.3	8.8
息税前利润率	5.8	5.2	3.6	3.5	3.6
税前利润率	3.9	3.7	1.2	1.2	1.6
净利率	3.7	3.6	0.5	0.9	1.2
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.3	0.8	1.0	0.8
利息覆盖率	3.2	3.4	1.4	1.5	1.8
净权益负债率(%)	40.3	59.5	67.1	64.9	61.9
速动比率	0.6	0.6	0.3	0.4	0.3
估值(倍)					
市盈率	20.4	15.3	158.8	84.5	55.3
核心业务市盈率	20.4	15.3	158.8	84.5	55.3
目标价对应核心业务市盈率	18.3	13.7	142.4	75.7	49.5
市净率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
价格/现金流	18.5	4.8	9.7	(231.7)	3.4
企业价值/息税折旧前利润	11.1	10.1	14.9	12.8	10.9
周转率					
存货周转天数	84.2	75.3	105.6	88.0	89.1
应收帐款周转天数	4.9	3.9	5.8	4.2	4.2
应付帐款周转天数	37.6	22.3	32.0	41.2	41.5
回报率(%)					
股息支付率	38.6	29.8	35.0	35.0	35.0
净资产收益率	9.8	11.0	1.0	1.9	2.9
资产收益率	6.8	7.3	1.4	2.4	2.4
已运用资本收益率	9.4	9.3	4.1	4.5	5.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371