

短期业绩不佳，长期成长可期

——重庆钢铁（601005）2010年中报点评——

中性

内容摘要:

- 重庆钢铁（601005）2010年上半年业绩公告显示公司实现营业收入69.48亿元，实现营业收入-687万元，归属于上市公司母公司净利润96.8万元；每股收益0.001元，同比下降95%。
- 公司上半年铁、钢、材产量分别同比增长47.08%、41.48%和27.36%，主要由于长寿新区4100mm宽厚板生产线主体工程投产后正在逐步实现达产。未来一到两年将是公司产能的高速扩张期，随着4100mm宽厚板生产线的达产，1780mm热轧生产线的投产，以及冷轧二期工程的建设，2011年总生产能力可达到650万吨。
- 公司未来发展战略定位为专业船舶用钢生产基地，以船板、船用球扁钢、锚链钢等作为重点品种。长寿新区新建生产线达产后，公司专用钢板生产比例将占到中厚板总产量的90%以上，精品船板产量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。在成本上涨与下游需求疲软的两方面挤压下，公司毛利水平降低，10年上半年中厚板品种毛利率为8.86%。
- 公司地处西南，是我国西部地区工业发展重镇，同时受益于国家西部大开发与两江新区的双重推动。长寿新区1780mm热轧生产线及此前投产的冷轧I期及计划扩产的冷轧II期主要瞄准中档汽车用钢市场，主要为轿车、乘用车、轻型卡车、摩托车等，市场潜力巨大。
- 集团近年来不断加大周边地区及海外铁矿石资源的控制力度，随着现有项目的建设和投产逐步完成，未来集团铁矿石自给率将超过70%。这对生产原料来源和数量的相对稳定，进而提升设备生产效率都将形成正面影响。
- 公司期间费用相对行业平均水平较高，侵蚀了大部分营业利润。
- 长期来看，公司正处于快速升级的阶段，未来业绩增长可期。但受制于产品结构特征及生产线投产初期产能释放能力的限制，公司近期业绩难尽人意，预期10-12年EPS分别为0.002元、0.018元和0.234元，维持“中性”评级。

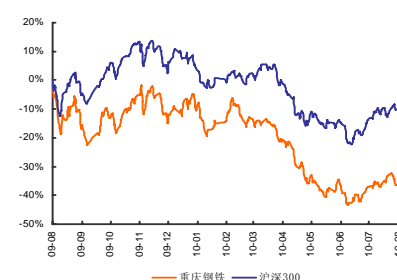
研究员

刘喆
执业证号：S1250210080003
电话：010-57631181
邮箱：liuzhe@swsc.com.cn

市场数据

总市值（百万元）	7,157.82
流通市值（百万元）	4,935.35
总股本（百万股）	1733
流通股本（百万股）	1195
52周最高价/最低价（元）	6.58/3.59
十大流通股股东（%）	79.85
股东户数	103,288

最近52周相对市场表现



资料来源：西南证券研发中心

2010年上半年公司实现营业收入69.48亿元,同比增长32.54%;实现营业利润-687万元,同比下降119.41%;归属于上市公司股东净利润96.8万元,同比下降96.94%;每股收益0.001元,同比下降95%。

报告期内公司生产焦炭100.64万吨、生铁212.48万吨、粗钢226.34万吨、钢材(坯)190.32万吨,同比增长51.34%、47.08%、41.48%和27.36%。

一、搬迁进展顺利,产能高速扩张

公司上半年铁、钢、材产量分别同比增长47.08%、41.48%和27.36%,主要由于长寿新区4100mm宽厚板生产线主体工程投产后正在逐步实现达产。未来一到两年将是公司产能的高速扩张期,随着4100mm宽厚板生产线的达产,1780mm热轧生产线的投产,以及冷轧二期工程的建设,2011年总生产能力可达到650万吨。

(一) 搬迁完成后股份公司产能将达650万吨

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。按照此前计划,整体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。

截至8月,新区4100mm宽厚板线及1780热轧生产线均已建成:中厚板线于09年9月24日建成投产,年设计产能180万吨,6月单月剪切量突破10万吨大关,达产工作正在快速推进中;7月12日,热轧生产线全线热试成功,已进入正式生产阶段。

2010年公司老区、新区两线同时生产,按照工程进度,公司将于2011年3月4100mm新线达产后,启动现有大渡口2700mm中厚板线的搬迁工作,并于年底之前将老区现有的型材、高线生产线全部迁移至长寿新区,大渡口厂区实现完全关停。届时重钢集团累计产能将达到650万吨,其中中厚板产能300万吨,主要用于船板、压力容器板、锅炉板等;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。以上搬迁工作完成后,公司年生产能力将由目前的350万吨提升至650万吨;同时,公司承诺在项目或资产建成后,目前集团所持有前端冶炼系统将以公允价格转让或注入公司,在此之前由股份公司无偿使用相应设备。

表1: 公司主要生产设备

大渡口老厂区				长寿新区			
	设备	产能(万吨)	所有权	设备	产能	所有权	
铁	1350立方米高炉	320	股份公司	3×2500立方米高炉(两座已投产,一座在建)	650	集团公司	
	1200立方米高炉						
	750立方米高炉(已关停)						
钢	4×80t转炉	350	股份公司	3×180t转炉	650	集团公司	
材	中厚板	2700mm轧机	120	中厚板	4100mm轧机	180万吨	股份公司
	型材	大型轧机Φ800	30		热轧	1780mm轧机	
		中型轧机Φ650	40	冷轧	1700mm单机架四辊可逆式冷轧机	25万吨(扩产后达到45万吨)	
		棒材轧机Φ350	45				
	高线	Φ5.5-16mm光盘条, Φ8-14mm螺盘条	55				

数据来源: 公司公告

（二）集团发展目标年产千万吨

按照公司长期规划，“十二五”期间集团公司计划再增加 350 万吨产能，最终形成 7 条生产线，1000 万吨的总产能，产品涉及中厚板、热轧、冷轧、型材、高线等多个品种。按照重庆市经济整体发展规划，不排除在未来合适时机集团钢铁经营资产陆续注入到上市公司的可能性。

二、中厚板是公司重点发展品种

（一）成本及行业需求压缩公司毛利

公司上半年产品综合毛利率为 8.63%，相比 09 年同期下降 1.54%，主要源于生产成本的上涨：一是铁矿石、煤炭、合金及生铁等原燃材料价格的上涨；二是电价上涨带来电力成本的增加；三是 4100mm 宽厚板项目主体工程投产后仍处于设备磨合、逐步顺行时期，达产达效钱生产成本必然相对较高。

现阶段公司主导产品仍为中厚板，上半年中厚板主营业务收入贡献占比 50.53%，毛利贡献占比 52.40%。公司中厚板生产技术在国内处于领先地位，特别是造船板品质较高。从已披露上市公司半年报来看，公司中厚板品种毛利率为 8.86%，与 09 年同比下降 4.03%；虽然在行业内仍属较高水平，但受品种所限（近年来国内中厚板产能扩张速度过快，主要下游需求——造船行业则受经济周期影响预期并不乐观），市场价格处于历史低位，相对建筑用钢、冷轧板等其他品种，中厚板行业平均毛利率普遍偏低。

表 2：主要上市公司中厚板品种毛利率

名称	2010 年上半年毛利率	2009 年上半年毛利率
000898.SZ 鞍钢股份	3.36	
600282.SH 南钢股份	3.19	3.04
600022.SH 济南钢铁	9.27	-2.81
601005.SH 重庆钢铁	8.86	12.89

数据来源：公司公告

（二）未来发展战略定位船舶用钢生产基地

中厚板是公司目前主要产品，其技术和品牌在行业内都具有领先地位。2009 年，公司生产中厚板 121.17 万吨，占主营业务收入的 40.46%；其中造船板 94 万吨，位列全国第五位，高强度船板占船板总量的 37.8%，高于 28% 的全行业平均水平。随着 4100mm 宽厚板生产线的投产，2010 年公司有望进入全行业前三，2011 年有望成为全行业第一。

长期以来公司船板具有明显的品种技术优势，一直是国内船用钢及行业标准的主要起草和修订单位，拥有 330 项专利技术和技术机密。老区 2700mm 中厚板线所生产的普通船板、高强度船板和船用球扁钢系列产品通过了中国、美国、英国、德国等九国船级社的质量认证；新区 4100mm 宽厚板线已开发出 13 个钢种 42 个牌号炼钢品种，获得 8 国船级社认证，新品开发和认证工作仍在正在加速推进中。

2009 年，工信部在《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》中将重钢定位为“长江上游精品钢材生产基地”。公司在世界造船业向国内转移趋势逐渐加强的趋势下，进一步发挥自身传统优势，将公司未来发展战略定位为专业船舶用钢生产基地，以船板、船用球扁钢、锚链钢等作为重点品种之一。

长寿新区新建生产线达产后，公司专用钢板生产比例将占到中厚板总产量的 90% 以上，精品船板产量 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，最终在“十二五”期间建成国内最大船舶用钢生产基地。

（三）长江水运提供船板运输便利条件

长寿距离重庆主城区 65 公里，公路、铁路、水运三位一体，交通便利。新厂区紧邻长江，厂区内已建成 6 个码头，还有 4 个预留的泊位以供未来产能扩张，公司 70% 的产品均可通过水运直接运输到我国最重要的造船业中心之一的长三角地区。从而在根本上解决了铁路无法运输 3 米以上宽厚板的制约，为今后加大高附加值宽板比例的生产提供了基础。

三峡大坝建好后，重庆地区水运能力得到大幅提升，5000 吨级单船和万吨级船队均可由重庆直达下游；千吨货物每公里平均水运能耗由成库前的 7.6 千克下降到 2.9 千克，运输成本降低 62%。长寿距离上海水运距离 2400 公里，集装箱每吨公里运价 0.035 元，散货每吨公里运价 0.02 元，考虑到周转及其他相关费用，由于铁矿砂运入及钢材运出，平均每吨钢材增加成本 200 元左右。

三、充分利用区域优势，加大汽摩用钢生产力度

公司地处西南，是我国西部地区工业发展重镇，亦是国家未来战略定位中的重要部署。2009 年重庆城镇固定资产投资 4855 万亿元，按全国固定资产投资钢材平均消费强度计算钢材需求量为 1420 万吨，重庆地区粗钢产量仅为 334 万吨，自给率为 23.5%，其中重钢集团产量为 322 万吨。此前，重庆市政府宣布将推 1 万亿元投资，推进实施重点建设项目 323 个，包括成渝高速复线、西部国际会展中心、长安试车场等重点项目，计划完成年度投资 2000 亿元。6 月 18 日，继浦东新区、滨海新区后全国第三个副省级新区——重庆两江新区的宣告成立，将加大外部投资吸引力度，进一步加快城市化建设进程。作为重庆地区唯一一家大型钢铁企业，公司将作为区域大规模基础设施建设投资的直接受益者。

重庆市是我国重要的汽车、摩托车生产基地，汽摩用钢在全国位居第三位，拥有长安、力帆、嘉陵、宗申、建设等多个国内外知名的轿车、摩托车品牌，但由于此前重钢产品不能满足市场需求，90% 的汽摩用钢市场份额均由外地钢企占据。粗略统计，重庆市每年外购汽摩用钢 500 万吨以上。长寿新区 1780mm 热轧生产线及此前投产的冷轧 I 期及计划扩产的冷轧 II 期主要瞄准中档汽车用钢市场，主要为轿车、乘用车、轻型卡车、摩托车等，市场潜力巨大。

四、集团加大资源控制力度

公司身处内陆，目前铁矿石 60% 来自于进口，30% 来自于周边采购，仅有 10% 来自于集团自有矿山配比。近年来，国际铁矿石价格的不断上涨使得资源的重要地位愈发明显，集团公司也在通过合作开采、收购资产、股权等方式加大对资源控制力度。

公司现阶段每年需要铁矿石原料 800 万吨，在产能扩张至 650 万吨后，铁矿石年需求量将超过 1700 万吨。为保证主要原材料供应能够得到稳定供应，集团近年来在川、陕、渝三省市斥资 50 亿元开发扩建，包括西昌太和铁矿钒钛磁铁矿、陕西旬阳小金河、巫山抱龙桃花铁矿、巴南接龙铁矿，綦江篆塘铁矿等多座周边矿山；09 年 11 月，集团再次投资 2.8 亿澳元，获得亚洲钢铁控股有限公司 60% 的股权，从而间接取得旗下所拥有的磁铁矿和煤矿等资源开采权，项目建成后，磁铁矿年产量可达到 1000 万吨。随着现有项目的建设和投产逐步完成，集团铁矿石自给率将超过 70%。

股份公司向集团采购原材料和配件价格参照该关联方与其他第三方进行相似交易的价格或成本加利润溢价，或供应商的投标价格确定。短期来看，集团铁矿石控制量的增加难以对公司业绩形成直接正面影响；长期来看，则有利于公司生产原材料的稳定。（1）近年来国际铁矿石价格波动幅度较大，集团提供铁矿石比例的提高有利于保持原材料来源和数量的相对稳定；（2）股份公司向集团采购铁矿石在定价时具有一定优势；（3）在未来合适时机，集团铁矿石资产存在部分或全部注入股份公司的可能性。

表 3：集团主要铁矿石开发资源

矿山	矿种	集团持股比例	规划产能	品位	储量	备注
西昌太和铁矿	钒钛磁铁矿	100%	一期 250 万吨铁精粉，二期 630 万吨铁精粉	30.54%	工业储量 2.36 亿吨，远景储量 9.5 亿吨	由于矿种为钒钛磁铁矿，重钢现阶段只能作为配矿使用，不能作为主要生产原材料，预期其中 100 多万吨供集团生产需要，其余部分对外出售
陕西旬阳小金河磁铁矿	磁铁矿		一期 200 万吨原矿	30%	0.81 亿吨	一期计划投资 10 亿元，建成年产 200 万吨矿山，预计 2010 年建成投产；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	33%	160 万吨球团矿	42%	1 亿吨	预计 2012 年建成投产
巴南接龙铁矿	菱铁矿	100%	原矿 40 万吨，精矿 20 万吨	35.89%	0.33 亿吨	
綦江篆塘铁矿	赤菱铁矿		60 万吨铁精粉	32.59%	0.48 亿吨	
亚洲钢铁	磁铁矿	60%	1000 万吨	68%	30 亿吨	

数据来源：公司公告，公开资料

五、高费用降低公司净利增长

在不考虑包含资源业务的西宁特钢、凌钢股份，产品结构有其特殊性的大冶特钢、方大特钢后，公司在新区 4100mm 宽厚板生产线尚未达产达效的情况下，吨钢毛利在行业中仍位于平均水平（2010 年上半年吨钢毛利 266 元/吨），但由于三项费用较高，使得公司营业利润出现亏损。

（1）销售费用：公司地处西南，产品主要销往长三角及珠三角，运输费用较高。随着公司长寿新区搬迁工作完成，主要外销产品将由水路运出，吨钢销售费用有望得到改善；

（2）财务费用：公司近年来固定资产投资项目较多，资产负债率 70.57%，短期负债占负债总额的 37%，财务负担较重。

表 4：已披露业绩主要上市公司财务指标比较

证券代码	证券简称	10 年一季度 EPS	10 年上半年 EPS	吨钢毛利	吨钢销售费用	吨钢管理费用	吨钢财务费用	吨钢净利
000708.SZ	大冶特钢	0.321	0.650	743	100	120	11	513
000898.SZ	鞍钢股份	0.159	0.380	649	73	159	54	364
000959.SZ	首钢股份	0.016	0.019	249	74	64	67	44
600005.SH	武钢股份	0.037	0.123	418	40	128	55	196
600022.SH	济南钢铁	0.027	0.066	222	34	48	65	74
600102.SH	莱钢股份	0.143	0.295	348	23	167	62	95
600117.SH	西宁特钢	0.041	0.104	853	124	209	243	278
600126.SH	杭钢股份	0.120	0.200	256	2	81	30	143
600231.SH	凌钢股份	0.060	0.340	428	39	114	24	251
600282.SH	南钢股份	0.028	0.059	181	26	43	28	84
600307.SH	酒钢宏兴	0.080	0.199	288	89	103	12	85
600507.SH	方大特钢	0.092	0.170	383	28	134	42	178
600569.SH	安阳钢铁	0.006	0.020	253	43	110	74	26
600808.SH	马钢股份	0.068	0.135	334	15	70	56	194
600894.SH	广钢股份	0.008	0.061	170	30	59	93	-13
601003.SH	柳钢股份	0.019	0.147	242	6	89	47	101
601005.SH	重庆钢铁	0.017	0.001	266	76	117	75	-3

数据来源：公司公告

六、风险提示

1、公司产品结构相对集中，短期内仍以中厚板品种为主。虽然公司生产技术在国内位于领先地位，但下游需求放缓，特别是造船业的弱势预期很有可能使中厚板在较长一段时间内维持在历史低价；

2、公司近年来正处于产能扩张的高速时期，4100mm 宽厚板生产线预计下半年达产达效，1780mm 热轧生产线预计 11 年上半年达产达效，11 年将由大渡口搬迁至长寿新区的型材、高线、2700mm 中厚板线在搬迁后预计也将需要 3-6 个月的调试达产期。在这一过程中，由于产能释放不足，盈利能力毕竟有所下降。

3、公司历史产品主要为中厚板、型材和高线，虽然重庆区域对汽摩用冷热轧需求量较大，但限于生产技术经验和市场客户基础，新建产能短期内毛利水平可能低于预期；

4、股份公司仅承建了长寿新区连铸、中厚板、热轧和冷轧的项目，前道工序所有权则属于集团所有。公司此前公告集团承诺在项目或资产建成后以公允价格转让或注入公司，资产注入时间存在不确定性；

5、公司执行西部大开发 15% 的优惠所得税税率，时间为 2001 年 1 月 1 日起至 2010 年 12 月 31 日止，如果到期不能延续，对公司业绩将产生负面影响。

七、盈利预测及评级

作为西南地区大中型钢厂之一，公司区域优势突出，明显受益于成渝地区及两江新区的快速发展。公司中厚板技术积累雄厚，未来发展战略以建立国内最大的船舶用钢生产基地为目标，同时充分发挥当地汽摩制造基地的优势，扩大汽摩用钢生产能力。随着由大渡口厂区向长寿新区搬迁工作的完成，公司年生产能力将由目前的 300 万吨扩张至 650 万吨，增加 115%。长期来看，公司正处于快速升级的阶段，未来业绩增长可期。但受制于产品结构特征及生产线投产初期产能释放能力的限制，公司近期业绩难尽人意，预期 10-12 年 EPS 分别为 0.002 元、0.018 元和 0.234 元，维持“中性”评级。

表 5：盈利预测简表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	1,651,744.30	1,065,411.50	1,595,539.13	2,432,716.95	2,922,900.34
增长(YOY)	36.98%	-35.50%	49.76%	52.47%	20.15%
营业利润（万元）	60,910.60	7,265.70	-1,227.55	2,548.06	52,522.08
增长(YOY)	23.30%	-88.07%	-116.90%	-307.57%	1961.26%
归属于母公司所有者的净利润（万元）	59,829.80	8,402.90	359.09	3,148.54	40,629.06
增长(YOY)	33.2%	-86.0%	-95.7%	776.8%	1190.4%
毛利率	16.1%	11.0%	8.2%	8.1%	9.8%
净利率	3.62%	0.79%	0.02%	0.13%	1.39%
每股收益（元）	0.345	0.048	0.002	0.018	0.234

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>