

百年重钢，蜕变新生 买入（首次）

2021 年 06 月 01 日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	24,490	36,980	40,678	43,118
同比（%）	4.3%	51.0%	10.0%	6.0%
归母净利润（百万元）	638	4,794	5,467	6,003
同比（%）	-31.0%	650.9%	14.0%	9.8%
每股收益（元/股）	0.07	0.54	0.61	0.67
P/E（倍）	40.37	5.38	4.71	4.29

投资要点

- **重庆钢铁：西南板材龙头，融入宝武。**重庆钢铁是一家有着百年历史的大型钢铁联合企业，主要从事生产、加工、销售板材，线棒材、钢坯、薄板带。2020 年，公司实现钢产量为 712 万吨，同比增长 5.83%；其中，板材占比超过 88%。2020 年 9 月公司加入宝武集团后管理改善明显。
- **加入宝武集团，管理改善显著。**宝武集团在 2017 年参与公司破产重组，并在 2020 年 9 月成为公司实控人，已实质入驻公司日常管理，通过五大措施提高公司生产管理水平，降本增收效果明显，2020 年钢产量同比增 5.83%。公司享受宝武集团协同优势，并改善融资环境。2020 年公司期间费用率降至 3.34%，营收增速与盈利能力均好于破产前。
- **区域板材龙头，受益制造业周期上行。**板材直接下游为制造业，2020 年下半年起景气度逐步上升且超越长材。2020 年国内热轧产量同比仅 0.41%，增长缓慢，去除淘汰产能后板材整体产能利用率高达 90%。制造业库存已进入上升周期，且融资利率下降促使制造业投资底部回升。政策与周期性因素等共同作用下，下游汽车、家电、工程机械、造船等行业景气上行，拉动板材需求。公司作为西南地区板材巨头，高板材比例（88%）与优良品质极大受益于制造业回暖。
- **重庆钢铁：增产 40%带来业绩增长弹性。**公司的四座高炉在 9 个多月改造后目前均处于满负荷状态，三大高炉日均铁水产量均超 7000 吨，我们预计 2021 年钢产量增 40%。公司充分利用重庆码头物流优势，得益于区域内良好需求，我们预计新增产量将得到有效消化。2021 年 1-2 月西南地区固定资产投资增速全国领先；重庆市 2021 年总投资同比增 2.9%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021/2022/2023 年营收分别为 370/407/431 亿元，同比增速分别为 51%/10%/6%；归母净利润为 48/55/60 亿元，同比增速分别为 651%/14%/10%；对应 PE 分别为 5.4/4.7/4.3x，低于可比公司估值。考虑公司 2021 年降本增效逐步推进，下游需求复苏保障钢价，产量有望增长超 40%，故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求回暖不及预期；原材料铁矿石上涨超预期；公司复产不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	2.89
一年最低/最高价	1.29/3.28
市净率(倍)	1.22
流通 A 股市值(百万元)	24219.57

基础数据

每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	49.84
总股本(百万股)	8918.60
流通 A 股(百万股)	8380.48

相关研究

内容目录

1. 重庆钢铁：西南板材龙头，融入宝武	4
1.1. 百年重钢，蜕变新生	4
1.2. 宝武实际控制，协同支撑优势	4
1.3. 板材业务为主，收入稳步上升	5
2. 加入宝武集团，管理明显改善	6
2.1. 宝武整合两步走：从参与破产重整到实控	6
2.2. 宝武实质入驻公司管理，提高生产水平	8
2.3. 改善信用享受协同，增收降本成效显著	10
3. 区域板材龙头，受益制造业周期上行	12
3.1. 板材：供给增长缓慢，产能利用率居高	12
3.2. 制造业周期上行，下游全面复苏	12
3.3. 板材行业景气上行	16
3.4. 产品优势：板材比例高，品质优良	16
4. 重庆钢铁：增产 40%带来业绩增长弹性	19
4.1. 4 座高炉同时满产，2021 年产量增长 40%	19
4.2. 区位优势：固定资产投资增速全国领先	20
4.3. 降本增效继续深化	21
5. 盈利预测、估值与投资建议	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 重庆钢铁的发展历程.....	4
图 2: 公司实控人为中国宝武 (2021 年 6 月 1 日)	4
图 3: 重庆钢铁主要控股参股公司 (2021 年 6 月 1 日)	5
图 4: 公司热卷、板材产量占比超过 80%	6
图 5: 2020 年公司收入结构.....	6
图 6: 板材为主要钢铁业务.....	6
图 7: 钢铁业务毛利率总体呈上升趋势.....	6
图 8: 2017 年宝武参与公司破产重组.....	7
图 9: 权益变动后, 宝武集团成为重庆钢铁实际控制人.....	8
图 10: 2011-2020 年公司期间费用率	11
图 11: 2012-2020 公司营业收入同比	11
图 12: 公司盈利能力提升.....	11
图 13: 制造业存货上升趋势明显 (百亿元)	13
图 14: 制造业投资收益、完成额两旺.....	13
图 15: 2019 年主要国家千人汽车保有量 (辆)	13
图 16: 汽车库存预警指数: 市场总需求指数.....	14
图 17: 汽车产销数据触底回升.....	14
图 18: 各家电累计产量同比大幅回升.....	14
图 19: 房屋销售、新开工增长良好.....	14
图 20: 挖掘机及载货汽车月产量累计同比.....	15
图 21: 我国造船完工量以及新订单量情况.....	15
图 22: 主要钢铁品种价格 (元)	16
图 23: 主要钢铁品种吨毛利 (元)	16
图 24: 公司“金牌产品”造船钢板获得九国船级社质量认证.....	18
图 25: 公司主营产品产量 (万吨)	20
表 1: 公司并入宝武集团历程.....	7
表 2: 公司现任主要高管均来自于宝钢股份.....	8
表 3: 宝武五大举措改善公司生产、管理水平.....	9
表 4: 2021Q1 公司多生产指标均创新纪录.....	9
表 5: 公司部分融资情况 (千元)	10
表 6: 板材产能利用率高于螺纹钢.....	12
表 7: 公司主要生产线 (2021 年)	16
表 8: 2020 年公司多个技术经济指标显著提高.....	19
表 9: 公司四座高炉目前已全负荷生产.....	19
表 10: 西南地区固定资产投资以及房屋竣工情况.....	20
表 11: 重庆市 2021 年市级重大建设项目	21
表 12: 2020 年公司多个技术指标显著提高.....	22
表 13: 公司分业务营收毛利拆分 (单位: 百万元)	22
表 14: 公司可比公司估值 (2021 年 6 月 1 日)	23

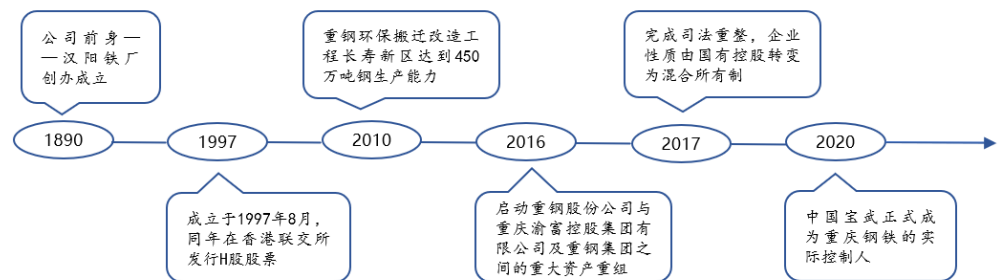
1. 重庆钢铁：西南板材龙头，融入宝武

1.1. 百年重钢，蜕变新生

重庆钢铁（601005）全称重庆钢铁（集团）有限责任公司，成立于1997年8月，2007年2月28日在上海证券交易所上市，是一家有着百年历史的大型钢铁联合企业。公司主要从事生产、加工、销售板材、线材、棒材、钢坯、薄板带；生产、销售煤化工制品及水渣等。

重庆钢铁于1997在香港联交所发行H股股票，2007年在上海证券交易所发行A股股票。2017年底，重庆钢铁完成司法重整，企业性质由国有控股转变为混合所有制。

图 1：重庆钢铁的发展历程



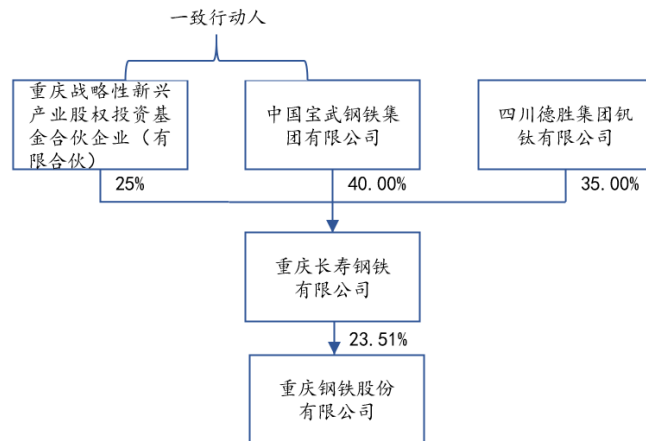
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2020年，公司实现铁、钢、商品坯材产量分别为637.84万吨、711.55万吨、677.75万吨，同比分别增长4.39%、5.83%、5.45%。

1.2. 宝武实际控制，协同支撑优势

公司前五大股东分别为：重庆长寿钢铁有限公司、香港中央结算（代理人）有限公司、重庆千信集团有限公司、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。其中，中国宝武因分配获得长寿钢铁40%股权并与战新基金达成一致行动协议取得长寿钢铁的控制权，从而间接控制重庆钢铁总股本23.51%的股份。2020年12月2日，中国宝武正式成为重庆钢铁的实际控制人。

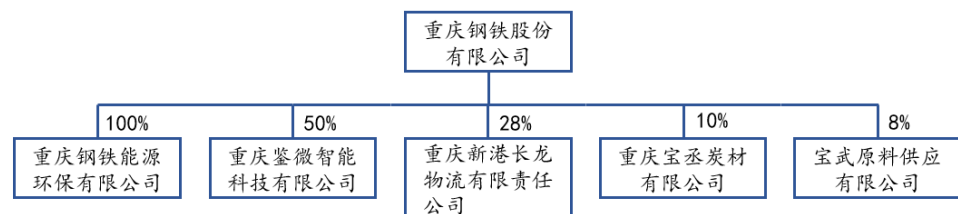
图 2：公司实控人为中国宝武（2021年6月1日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司融入中国宝武，启动新一轮发展规划，致力打造超千万吨高质量绿色智造钢铁企业。重钢集团现有子公司 19 家，其中全资子公司 11 家、控股子公司 8 家。主要子公司及参股公司业务涵盖电力生产及销售、软件和信息技术服务业、交通运输、仓储业等。

图 3：重庆钢铁主要控股参股公司（2021 年 6 月 1 日）



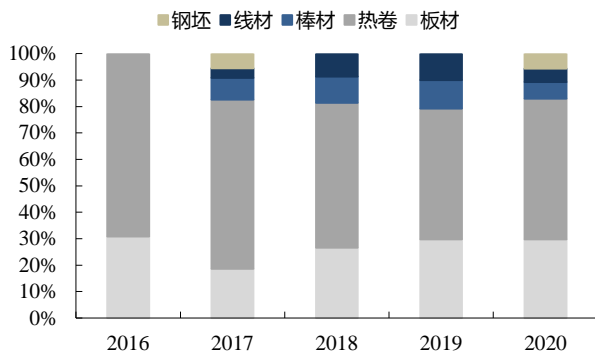
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 板材业务为主，收入稳步上升

公司主要从事生产、加工、销售板材、线材、棒材、钢坯、薄板带；生产、销售煤化工制品及水渣等。公司主要生产线有：4100mm 宽厚板生产线、2700mm 中厚板生产线、1780mm 热轧薄板生产线、高速线材、棒材生产线。公司产品应用于机械、建筑、工程、汽车、摩托车、造船、海洋石油、气瓶、锅炉、输油及输气管道等行业。

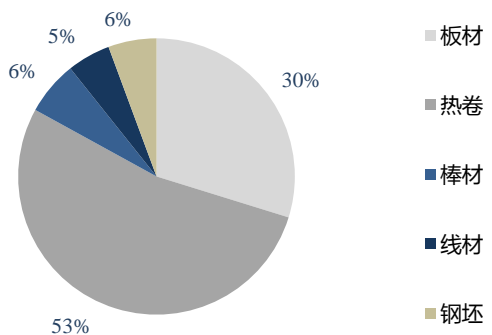
公司产品结构以热卷、板材为主。2020 年公司商品坯材产量共计 677.75 万吨，其中，板材、热卷产量分别为 201.9 万吨、360.6 万吨，占比超过 80%，棒材、线材和钢坯产量分别为 42.7、34.3 和 38.2 万吨，占比分别为 6%、5%和 6%。

图 4：公司热卷、板材产量占比超过 80%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

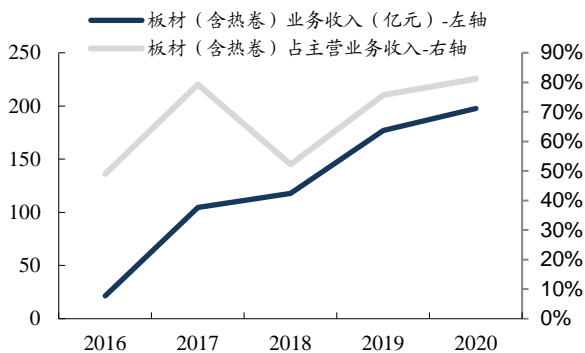
图 5：2020 年公司收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

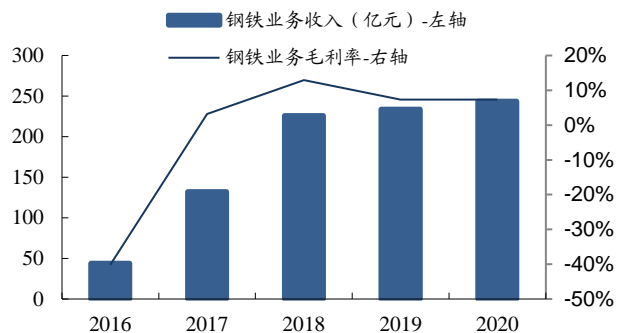
收入结构来看，钢铁板块以板材为主体，收入和毛利率呈上升趋势。2020 年钢铁板块中，板材（含热卷）业务贡献超 80% 收入。2020 年公司开展的股权投资项目，助推公司富余煤气高效、环保利用，用电成本显著降低；共享宝武集团采购协同优势，公司产业协同能力有效提升，成本进一步降低。2020 年钢铁业务的毛利率为 7.37%，总体呈上升趋势。

图 6：板材为主要钢铁业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：钢铁业务毛利率总体呈上升趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

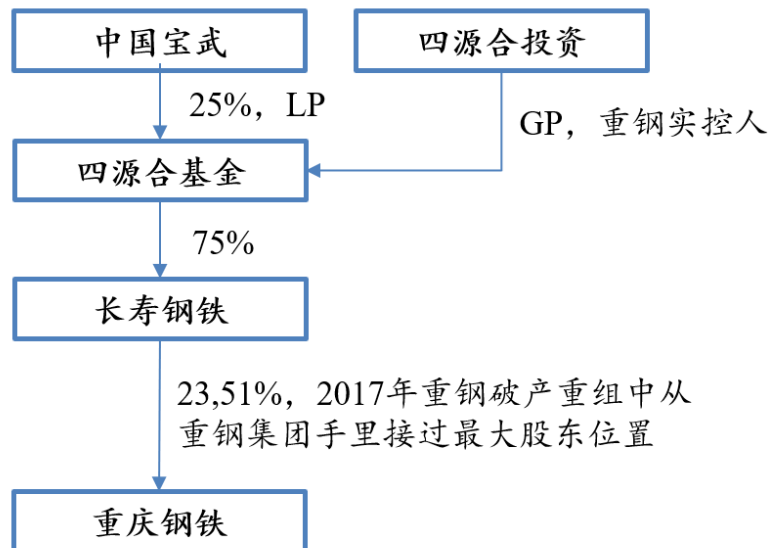
2. 加入宝武集团，管理明显改善

2.1. 宝武整合两步走：从参与破产重整到实控

首先，宝武通过四源合基金参与公司破产重整。2017 年 4 月 5 日，因连续两年亏损，重庆钢铁股票被上交所实施退市风险警示，后申请破产重整。宝武作为有限合伙人

加入四源合投资作为普通合伙人设立的四源合基金，并在其中持股 25%，由四源合基金控股 75%与重庆战新基金成立长寿钢铁，参与公司的破产重组，接受公司原大股东重钢集团所持有的 23.51%的股份。

图 8：2017 年宝武参与公司破产重组



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

四源合基金入主后,通过采取混合所有制改革、引入职业经理人等措施,彻底打破重庆钢铁原有的体制机制,建立起精简高效的运营方式和完全市场化的薪酬激励制度,充分发挥出混合所有制所具有的活力,扭转重钢颓势。

表 1：公司并入宝武集团历程

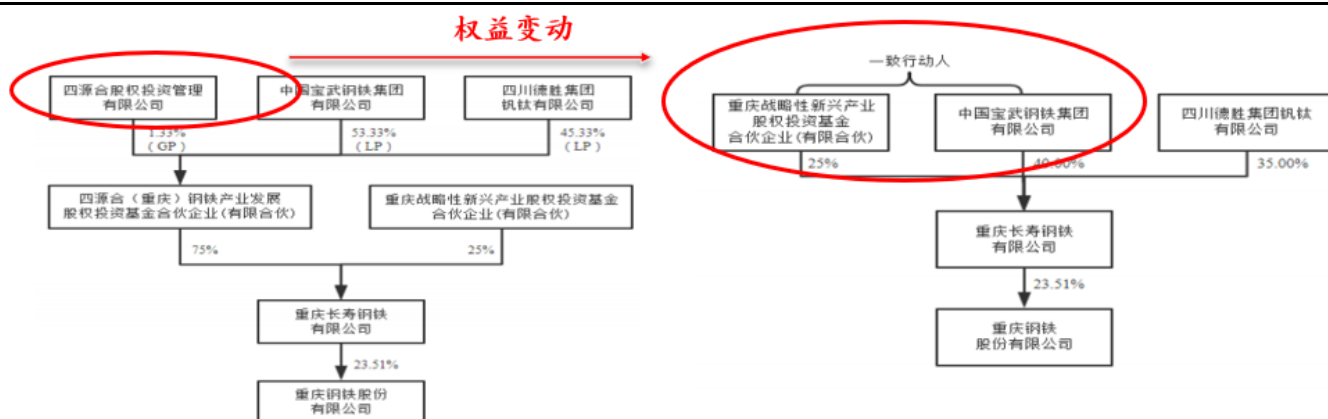
时间	参与方	协议或公告	实际控制人是否变更
2018 年 11 月	四源合基金、产业发展基金	四源合基金拟将持有的长寿钢铁 75% 的股权转让给四源合产业发展基金	否
2019 年 12 月	宝武集团、四源合投资	四源合投资（公司当时实际控制人）与中国宝武签署了《意向书》，中国宝武有意向成为公司的实际控制人	否
2020 年 9 月	四源合投资、德胜集团	四源合投资向德胜集团（产业发展基金有限合伙人）转让所持产业发展基金合伙权益	是

产业发展基金、宝武集团、德胜集团	产业发展基金所持有的长寿钢铁（公司控股股东）75%股权向中国宝武、德胜集团按持股比例进行非现金分配，完成后宝武持股长寿钢铁 40%，德胜持股 35%，战新基金持股 25%
宝武集团、战新基金	战新基金作为长寿钢铁的股东，按照《一致行动协议》约定与中国宝武保持一致行动

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在 2019 年宝武开始整合第二步，成为公司的实控人。公司于 2019 年 12 月 27 日收到公司实际控制人四源合投资的通知，宝武集团有意向成为公司的实际控制人；2020 年 9 月 16 日，宝武集团得到四源合产业基金的股权分配，并与重庆战略性新兴产业股权投资基金签署《一致行动协议》，通过长寿钢铁间接控制公司。中国宝武正式成为公司的实际控制人，控股比例为 23.15%，间接持股公司 9.4%。

图 9：权益变动后，宝武集团成为重庆钢铁实际控制人



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 宝武实质入驻公司管理，提高生产水平

历经 2020 年 9 月权益变动后，公司主要高管已重新选举，宝武集团已实质入驻公司日常管理。现任主要高管均曾任职于宝钢股份。

表 2：公司现任主要高管均来自于宝钢股份

高管	现任	背景
总经理（2020.12-）、董事	张文学	宝山钢铁股份有限公司热轧厂厂长、总经理助理兼运营改善部部长

总经理(2019-2020)、董事会秘书(2021-)	刘建荣	宝钢特钢副总经理兼宝钢特钢长材有限公司董事长
副总经理(2020.12-)	张永忠	宝山钢铁股份有限公司炼铁厂副厂长
副总经理(2019.12-)	谢超	
首席财务官(2020.3-)	邹安	宝钢发展经营财务部长、总裁助理(代理)、副总裁兼经营财务部部长
总会计师(2006-)	涂德令	
总经理(2017-2019)	李永祥	宝山钢铁股份有限公司副总经理

数据来源: choice, 东吴证券研究所

宝武入驻后, 对公司采取多样措施改善生产以及管理水平。包括与兄弟单位进行工序对标; 对高炉进行改造, 提高高炉利用系数, 强化高炉日常维护; 推动原料端配煤配矿、降低燃料比; 添加废钢, 实现增产; 以及在轧钢环节, 根据下游需求调整产品结构。

表 3: 宝武五大举措改善公司生产、管理水平

举措	具体内容
与兄弟单位进行工序对标	参加中国宝武“全工序对标提升效率创一流”专项劳动竞赛, 设定高目标以应对竞争。2019 年 2 月, 中国宝武以嵌入式支撑和项目化运作的方式, 对公司开展了协同支撑工作。2020 年 4 月, 中国宝武再次通过韶关钢铁体系化精准支撑。
对高炉进行改造, 提高高炉利用系数, 强化高炉日常维护	2020 年上半年, 公司针对高炉炉壁温度升高状况, 快速对一号高炉进行停产改造, 短时间内实现了达产达效, 高炉利用系数达到行业先进水平, 并强化其余两座高炉日常维护, 累计产铁 286 万吨。
推动原料端配煤配矿、降低燃料比	采取适度精料方针, 优化配煤配矿方案, 有效降低燃料比, 单 2021 年一季度下降了每吨铁 16KG 的燃料量。
添加废钢, 实现增产	炼钢采取节铁增钢、多用废钢措施增产, 2020 年 6 月份铁钢比达到历史新高。
轧钢环节, 根据下游需求调整产品结构	根据市场需求和产线效益, 优化结构努力增产, 实现产销平衡。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在宝武与公司的努力下, 公司的多项生产指标都创下了纪录, 其中 2021 年第一季度公司炼铁产量较去年同期提高 50%, 高炉利用系数较去年年末提高 21.39%。

表 4: 2021Q1 公司多生产指标均创新纪录

生产指标	最新成绩 (2021Q1)	提升力度	较 2020 年变化比例
炼铁产量	226.49 万吨	较去年一季度同比提高 50%	提高 50%
高炉利用系数	3.014t/m ³ ·d	较 2020 年提高 0.531t/m ³ ·d	提高 21.39%
燃料比	503kg/t·Fe	较 2020 年下降 16kg/t·Fe	下降 3.08%
干焦比	333kg/t·Fe	较 2020 年下降 32kg/t·Fe	下降 8.77%
喷煤比	170kg/t·Fe	较 2020 年提高 16kg/t·Fe	提高 10.39%

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

2.3. 改善信用享受协同，增收降本成效显著

公司加入宝武后，信用得到改善，融资更加便利。融资渠道加宽：2020 年公司新增融资 54 亿元，包括发行第一期中期票据 10 亿元，并已取得第二期 20 亿元中期票据的批复，新增融资租赁 17 亿元，银行金融机构等授信 27 亿元；融资成本下降：公司通过调整融资结构，增加较多长期限类融资，降低整体融资成本。

表 5：公司部分融资情况（千元）

科目	融资类别	2019	2020
短期借款	保证及抵押借款	194,528	200,211
	信用借款		500,577
	质押借款	190,000	
长期借款	抵押及保证借款	300,297	115,625
	质押借款	-	500,646
应付债券	中期票据	-	1,033,561

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

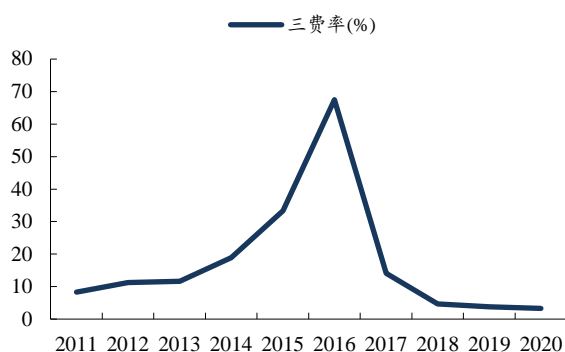
优化购销渠道，发挥协同优势。公司借助中国宝武品牌、规模、平台等优势，并与中国宝武及其子公司共同组建合资公司，加强业务关联、强化生产协同、优化产业链，充分发挥协同效应优势，为公司持续高质量发展夯实基础。

2020 年公司投资宝武原料持股 8%，参与统一采购，共享宝武集团采购协同优势；2021 年 2 月公司与宝武水务展开合作，利用其专业能力帮助公司未来实现“废水零排放，废气超低排”等环保指标；2021 年 1 月公司与宝武智维（宝武全资子公司）合作，帮助公司获得稳定高效的设备运维服务，做好设备保障，提升制造能力。

中国宝武入主后，重庆钢铁就与中国宝武签订《服务和供应协议》，2020 年 4 月再

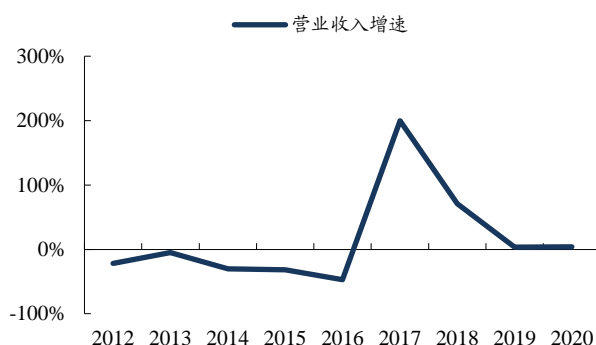
续签，2021 年 4 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日期间重庆钢铁提供给中国宝武及其附属公司的产品总额不超过 497.41 亿元，中国宝武提供给重庆钢铁的产品、物料及服务总额不超过 879.90 亿元。2020 年重庆钢铁原料成本 173.94 亿元，商品坯材销售 217.50 亿元；2021 年我们预计公司收入为 370 亿元，成本 320 亿元（详细分析见下文）。我们认为重庆钢铁的原材料问题有望中国宝武内部解决。宝武集团通过联合重组、产业基金等多种方式，实现总量规模的扩张，2021 年产能已超过 1 亿吨，随着行业集中度提高，有望降低原材料成本。

图 10: 2011-2020 年公司期间费用率



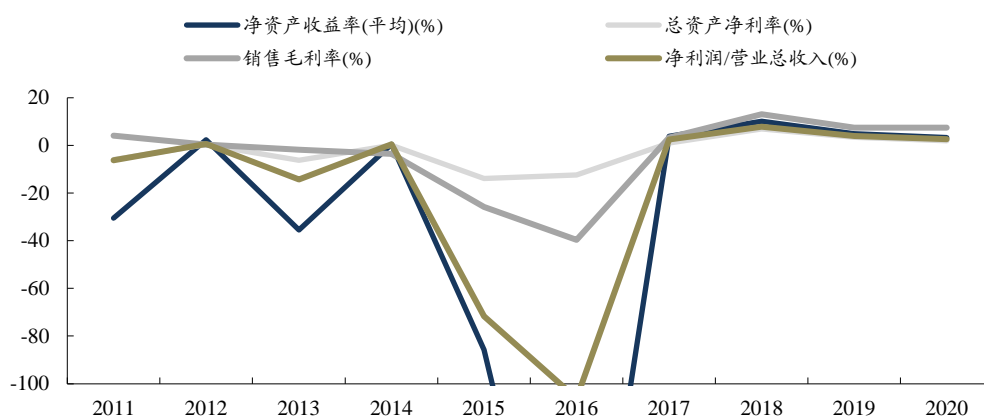
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11: 2012-2020 公司营业收入同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 公司盈利能力提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年宝武开始整合后，增收降本有明显成效。 2020 年实现铁、钢、商品坯材产量同比分别增长 4.39%、5.83%、5.45%；公司的期间费用率均明显下降，2020 年为 3.34%，显著低于破产前 2012 年的 11.64%；营收同比增速在 2019 年起回归正常，2020 年同比增长 4.31%，破产前公司营收处于负增长状态；盈利能力均大幅好于破产前水平，2020

年 ROE 为 3.24%，净利率为 2.61%。

3. 区域板材龙头，受益制造业周期上行

3.1. 板材:供给增长缓慢，产能利用率居高

板材与制造业紧密相关，目前供给增长缓慢，产能利用率居于高位。根据 mysteel，2020 年国内热轧、冷轧和中厚板产量分别为 16857、4205 和 6924 万吨，同比增加 0.41%、6.50%和 10.64%。板材整体产能利用率高达 82%；螺纹钢产量为 18510 万吨，产能利用率下滑至 76.7%。根据 mysteel 调研，剔除淘汰产能后，板材整体产能利用率超过 90%。

表 6: 板材产能利用率高于螺纹钢

	2017	2018	2019	2020
螺纹钢产能（万吨）	23264	23335	23147	24124
螺纹钢产能利用率	67.22%	69.42%	77.26%	76.73%
螺纹钢产量（万吨）	15637	16199	17882	18510
YOY		3.59%	10.39%	3.51%
热轧产能（万吨）	19629	19962	19925	20352
热轧产能利用率	82.28%	82.93%	84.25%	82.83%
热轧产量（万吨）	16152	16554	16788	16857
YOY		2.49%	1.41%	0.41%
冷轧产能（万吨）	5162	5161	5162	5376
冷轧产能利用率	80.70%	80.94%	76.47%	78.21%
冷轧产量（万吨）	4166	4178	3948	4205
YOY		0.28%	-5.51%	6.50%
中厚板产能（万吨）	8293	8293	8293	8618
产能利用率	68.20%	73.88%	75.46%	80.34%
中厚板产量（万吨）	5656	6126	6258	6924
YOY		8.32%	2.15%	10.64%

数据来源：mysteel，东吴证券研究所

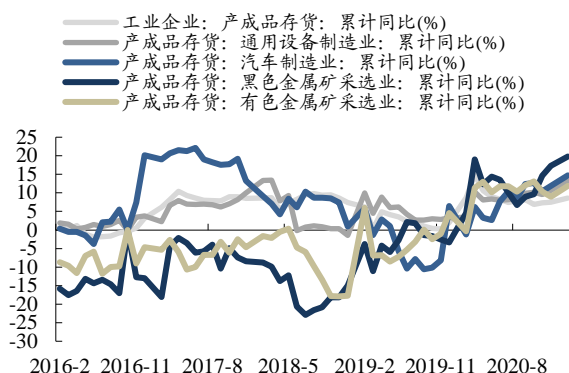
3.2. 制造业周期上行，下游全面复苏

制造业进入主动补库存周期。固定资产投资是存货周期转折点的一个决定因素，随着人工智能和 5G 技术的发展，生产技术改造升级，环保要求和更新需求提高，2020-2021 年全球的固定资产投资正处在新一轮的起点，加速了库存的主动供给。海外国家的逐步复产，也使工业企业产成品库存、原材料库存均在 2020 年上半年二次探底，并进入上

升周期，企业进入主动补库存阶段。

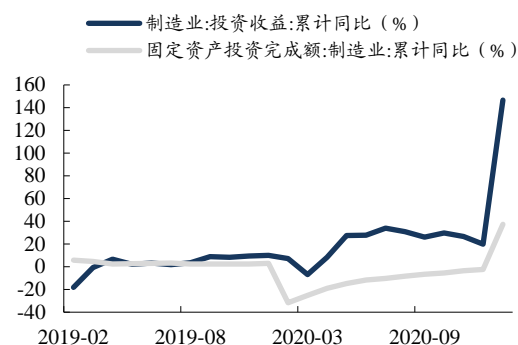
制造业投资底部回升。投资在 2020 年三季度普遍回暖，制造业起到支撑作用。2020 年 8 月投资开始大幅回升，部分周期性行业投资加快，预示 2021 年制造业景气显著回升。2021 年处于信用周期扩张阶段，实体经济融资利率的下降有利于增强制造业投资信心，制造业将具备更多的上行周期特征，投资空间潜力较大。2021 年 2 月制造业投资完成额、投资收益分别累计同比增长 37.3%、146.7%。

图 13: 制造业存货上升趋势明显 (百亿元)



数据来源：choice，东吴证券研究所

图 14: 制造业投资收益、完成额两旺

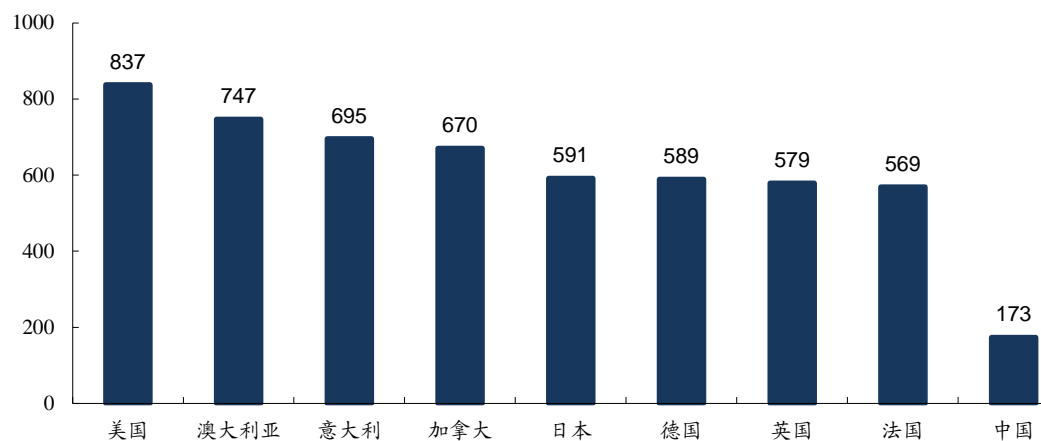


数据来源：wind，东吴证券研究所

下游工程机械、汽车、家电、造船等行业全面复苏。

汽车行业产销两旺有望持续较长时间。2019 年中国每千人汽车保有量仅为 173 辆，美国为 837 辆、澳大利亚为 747 辆、日本 591 辆，世界中等发达国家千人保有量为 283 辆。因此，对标世界中等发达国家水平，我国汽车保有量仍存较大增长空间。

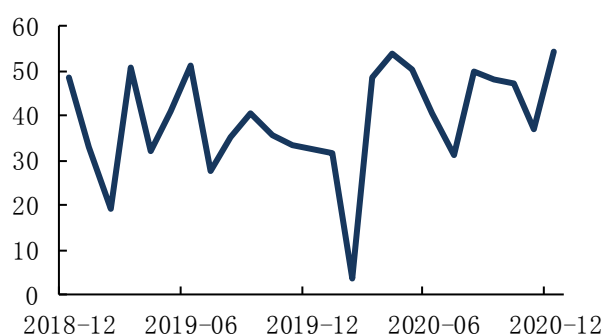
图 15: 2019 年主要国家千人汽车保有量 (辆)



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

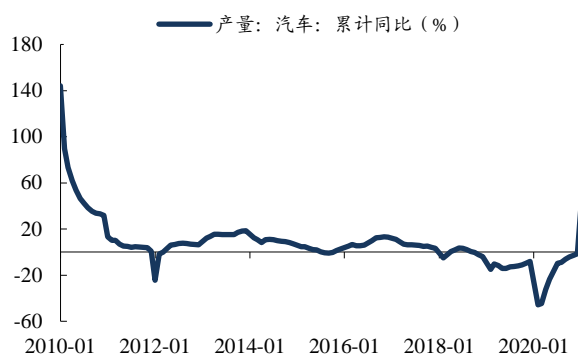
我国汽车行业自 2020 年 6 月进入补库存的阶段，但是汽车行业的存货仍然处于低位水平，补库存还将继续。随着中央新一轮刺激政策的开始，国务院常务会议提出要扩大汽车消费，中央与地方两级政府出台“汽车下乡”政策，汽车产销迎来两旺。2020 年下半年以来汽车产销量降幅逐步收窄，我们预计 21 年同比增速大幅转正。

图 16: 汽车库存预警指数: 市场总需求指数



数据来源: choice, 东吴证券研究所

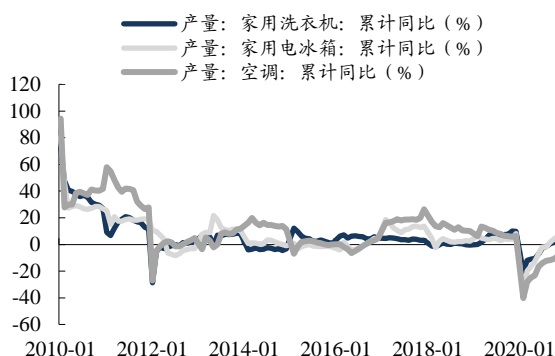
图 17: 汽车产销数据触底回升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

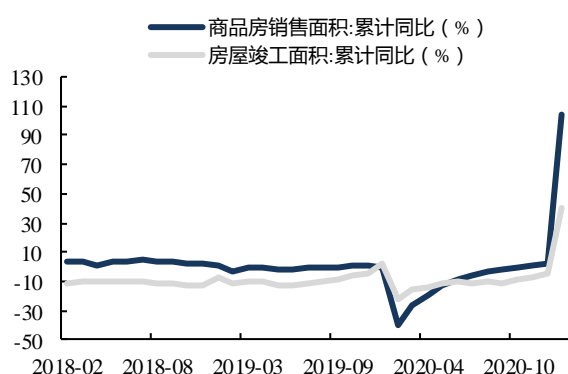
家电行业内销外需齐发力，回暖趋势明显。产量方面，6 月以来，家电产量逐步回暖，2021 年 1-3 月我国主要家电产量累计同比均在 50% 左右。全球经济复苏、中国家电下乡等带来家电消费上升，我们预计 21 年维持高速增长态势。家电与地产有良好的相关性，近期来看，房屋竣工降幅收窄，房屋交付节奏有望得到恢复。家电行业有望内销继续回暖，带动板材需求不断上升。2021 年 1-2 月，空调、冰箱、洗衣机出口量同比 2019 年分别增长 13%、48%、20%，出口需求良好。

图 18: 各家电累计产量同比大幅回升



数据来源: choice, 东吴证券研究所

图 19: 房屋销售、新开工增长良好



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

工程机械将迎来周期性上涨。2021 年，工程机械受周期与非周期因素共同作用将触底反弹，带动板材需求增长。从周期方面来看，制造业的库存周期与投资周期都为 3.5 年，目前在库存周期与投资周期都到底反弹的情况下，工程机械行业将迎来一波周期性上涨。从非周期因素来看：更新换代已经成为了工程机械的一大部分需求。目前随着农业机械机械化不断覆盖，新的增长需求将集中在小型器械的更新换代以及自动化覆盖上。2021 年 1-3 月工程机械产量累计同比超 80%，需求上升。

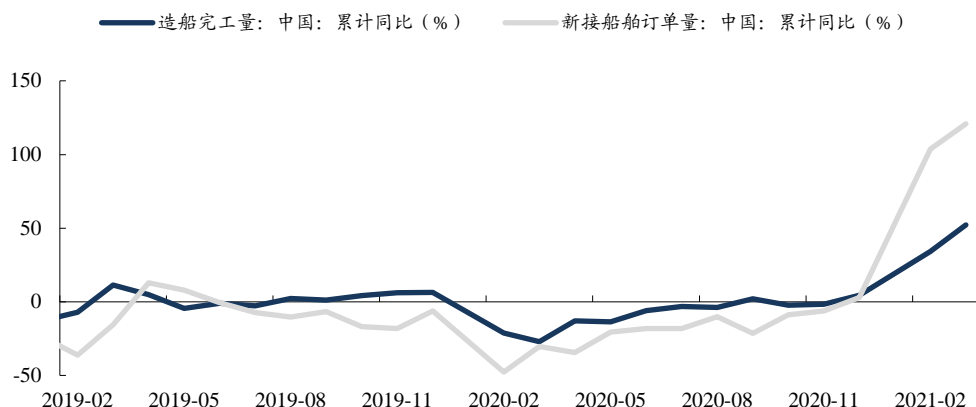
图 20：挖掘机及载货汽车月产量累计同比



数据来源：choice，东吴证券研究所

造船景气度高增。2021 年 1-2 月份全国造船完成量同比增长 155%、新接订单量增长 205%，增速大幅抬升。全球经济复苏前景看好，部分船东抓住船价处于三年来低位，开展逆周期操作；同时下游航运业景气，BDI 指数处于上升趋势，拉动造船业需求。

图 21：我国造船完工量以及新订单量情况

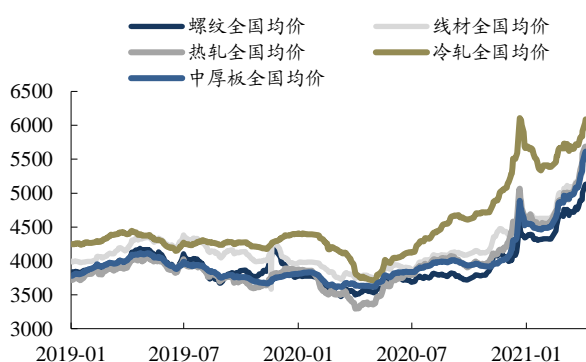


数据来源：choice，东吴证券研究所

3.3. 板材行业景气上行

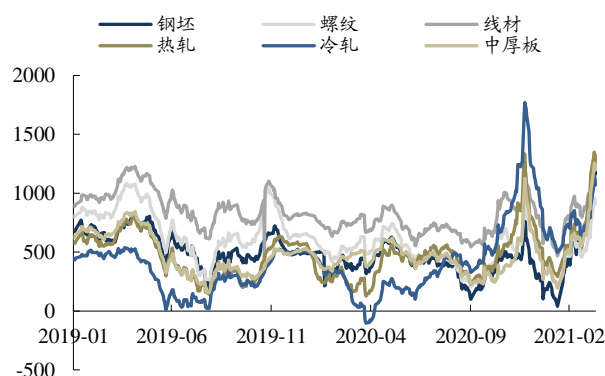
板材供需共同作用下，冷轧、热轧以及中厚板全国均价均有上涨，带动板材毛利大幅回升，接近历史新高。据 wind，2021 年 4 月 9 日，冷轧、热轧以及中厚板全国均价同比分别达到 61%、69%、54%，高于螺纹钢的 45%及线材的 47%；由此我们测算得到，冷轧、热轧以及中厚板吨毛利均超 1000 元，同比分别为 2612%、474%、142%，远高于螺纹钢的 60%与线材的 66%。

图 22: 主要钢铁品种价格（元）



数据来源：mysteel，东吴证券研究所

图 23: 主要钢铁品种吨毛利（元）



数据来源：mysteel，东吴证券研究所

3.4. 产品优势：板材比例高，品质优良

公司是我国大型钢铁企业和最大的中厚钢板生产商之一，产品约 60%在重庆市及西南地区销售，据公司公告，公司主导产品中厚板材在同行业中占据比较重要地位，占国内总产量 4.6%，其中容器板占全国的 11.15%，锅炉板全国的 9.17%，船板占全国的 13.19%，在中国的西南地区，公司中厚板的市场份额约为 30%，大中型型材的市场份额约为 40%。公司的主营产品中，板材的产量以及收入占比均超过 80%。高板材比例使公司极大受益于制造业回暖。公司目前主要由四条产线，其中宽厚板与热轧产能总计 500 万吨。

表 7: 公司主要生产线（2021 年）

生产线	主要产品品种	产品规格厚 x 宽 (mm)	代表钢号	简介
-----	--------	----------------	------	----

4100mm 宽厚板 生产线	普通碳素结构 钢板、低合金高 强度结构钢板	8 100×2000 3600	~ ~ ~	Q235A/B/C/D 、 Q275A/B/C/D SA- 283MGrA/GrB/GrC/GrD、 Q460C/D、Q355MB/C/D/E 等	产能：150 万吨； 整条生产线集合了目前国内同类 轧机的优势，拥有完备的热处理 生产线，是目前国内装备完善、 技术先进的现代化宽厚板生产线 之一。
	桥梁用结构钢 板、建筑结构用 钢、船舶及海洋 工程用钢等	10 ~ 80×2000 3600	~ ~	10、15、20、25、30、 35、40、45、20Mn、 25Mn、Q345qC/D/E、 SA- 662MGrA/GrB/GrC、 09MnNiDR、12CrMo、 15CrMo、14MnMoVg 等	
	汽车结构用钢 板	10 ~ 20×2000 3600	~ ~	510L、CG490CL、 DQK510、DQK550	
	石油天然气输 送管用钢板	10 ~ 18.5×2000 3600	~ ~	72MnA(72B-B)、SAE 10B06、SAE 10B08、 SAE 10B18	
	工程机械用高 强度耐磨钢板	10 ~ 40×2000 3600	~ ~	Q295NHA/B/C 、 Q355NHA/B/C 、 NM360、NM400	
	热轧毛边钢板	14 ~ 120×2000 3600	~ ~	Q235B、Q345B、45、 HB	
1780mm 热连轧 板带生 产线	汽车结构用钢 带	3 ~ 18×1000 1600	~ ~	CG380CL、CG590CL、 SAPH400、370L、 420L、510L、600L、 Q340G、CG380CX、 CG490CX	产能：350 万吨； 该产线以生产“高品质、高档次、高 附加值”的热轧板带为基本定位，集 成了国内和国外成熟先进可靠的热 连轧技术。
	优质碳素结构 钢板	10 ~ 80×2000 3600	~ ~	10、15、20、25、30、 35、40、45、20Mn、 25Mn	
	热连轧低碳钢 板及钢带	2.3 ~ 16×1000 1600	~ ~	SPHC、SPHD、SPHE、 P11B、P21B、P22B 等	
	热连轧花纹钢 带	2.0 ~ 16×1000 1600	~ ~	H-Q235B	

棒材生产线	热轧带肋钢筋	12 ~ 40, 12 ~ 32	HRB400、HRB400E、HRB500、HRB500E	产能：60 万吨； 该产线所有主、辅设备全部国产化，自动化程度高。
	热轧带肋钢筋	8 ~ 12	HRB400、HRB400E	
高速线材生产线	盘条			产能：50 万吨；该产线是全国 产化连轧生产线，整个流程为连续 自动化生产
	热轧光圆钢筋			
	盘条	Φ6.5 ~ Φ12	HPB300	
	低碳钢热轧圆		Q215、Q235	
	盘条、优质碳素	Φ6.5 ~ Φ10	45、60、65、70、75、	
	钢热轧盘条		80、65C、70C、75C	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司产品应用于机械、建筑、工程、汽车、摩托车、造船、海洋石油、气瓶、锅炉、输油及输气管道等行业。公司生产的船体结构用钢、锅炉及压力容器用钢荣获“中国名牌产品”称号，另有 4 个产品荣获“重庆名牌”称号。公司先后获得全国五一劳动奖状、全国实施卓越绩效模式先进企业、重庆市著名商标、重庆市质量效益型企业、重庆市重合同守信用企业等荣誉称号。

图 24：公司“金牌产品”造船钢板获得九国船级社质量认证



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2020 年，公司开展全面对标找差，持续推进降本增效工作，主要技术经济指标指标

屡创新高。

表 8: 2020 年公司多个技术经济指标显著提高

日期	具体内容
7 月	炼钢铁钢比 795.7kg/t, 实现“破八进七”, 创历史最好纪录
9 月 1 日	高炉利用系数 3.005 t/m ³ ·d, 位列全国同类型高炉第三名
12 月 2 日	高炉开炉达产后, 日均产量 8000t, 利用系数突破 3.2t/m ³ ·d, 位列全国同类型高炉第二名, 燃料比降至 487 kg/t, 位列全国同类型高炉第一名
12 月 4 日	高炉利用系数突破 3.213t/m ³ ·d, 燃料比 505kg/t, 指标进入全国同类型高炉前五名

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

科技创新方面, 公司拥有铁钢界面一罐制、干式真空冶金技术、分布式余热发电技术等一批具有自主知识产权的技术创新成果。创新平台、创新机制不断健全, 产学研用深度推进。产品结构不断改善, 高附加值产品的市场开拓、生产研发取得进展, 同时高效推进智慧制造, 为高质量发展提供支撑。

4. 重庆钢铁: 增产 40%带来业绩增长弹性

4.1. 4 座高炉同时满产, 2021 年产量增长 40%

重庆钢铁具备“三大一小”四座高炉, 历经 9 个多月, 先后完成 4 座高炉升级改造, 且迅速达产达效, 目前均处于满负荷状态。2020 年 3 月 30 日, 一号高炉率先进行升级改造, 5 月 18 日顺利投产; 5 月 28 日, 四号高炉开始实施升级改造, 9 月 27 日投产成功; 二号高炉于 9 月 29 日停炉实施升级改造, 11 月 30 日顺利投产; 三号高炉于 2020 年 12 月 6 日停炉实施升级改造, 历时 58 天, 现具备日产铁水 7000 吨以上的生产能力。

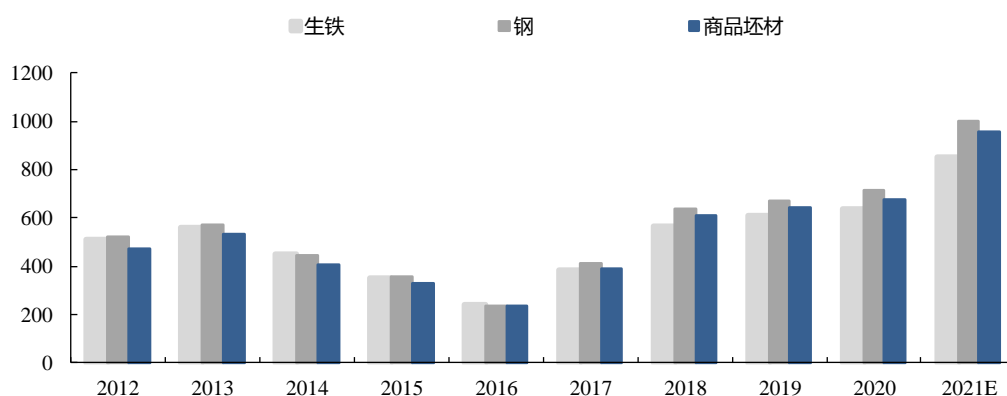
表 9: 公司四座高炉目前已全负荷生产

	停产时间	复产时间	改造后铁水产量 (吨/日)
一号高炉	2020 年 3 月 20 日	2020 年 5 月 18 日	7750
二号高炉	2020 年 9 月 29 日	2020 年 11 月 30 日	7700
三号高炉	2020 年 12 月 6 日	2021 年 2 月 2 日	7000
四号高炉	2020 年 5 月 25 日	2020 年 9 月 27 日	5670

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2021 年，公司围绕年产钢 1000 万吨目标，按照“提规模、调结构、降成本”生产经营方针，坚持“全面对标找差、狠抓降本增效，推进规划落地、实现规模效益”工作主基调，聚焦“规模+成本”，追求“极致+高效”，充分挖掘体制机制优势，依靠精准激励引燃全员活力，打造“超千万吨高质量绿色智造钢企”。2021 年度，公司计划实现产量：生铁 850 万吨、钢 1000 万吨、商品坯材 958 万吨，产钢量较 2020 年的 700 万吨预计增长 40%，带来高业绩增长弹性。

图 25：公司主营产品产量（万吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 区位优势：固定资产投资增速全国领先

享优越码头物流条件。公司是重庆地区唯一符合国家产业政策的钢铁联合企业，紧靠长江，码头物流条件优越，降低运输成本，产品主要在西南地区及长江沿线销售，具有较强的区位优势。

西南地区固定资产投资增速全国领先。2021 年 1-2 月西南地区房屋竣工面积以及固定资产投资完成额累计同比远高于全国平均水平，拉动区域板材需求。

表 10：西南地区固定投资以及房屋竣工情况

西南省份	2021 年 1-2 月房屋竣工面积累计同比 (%)	2021 年 1-2 月固定资产投资完成额累计同比 (%)
云南	227.20	50.20
重庆	138.10	52.40
四川	126.20	22.70
贵州	-13.30	53.80
全国	40.40	35.00

数据来源：wind，东吴证券研究所

市级重大建设项目逐步增多，带来旺盛钢铁需求。经重庆市政府同意，市发改委下达 2021 年市级重大建设项目计划，共安排 894 个项目，总投资达 2.8 万亿元（同比增长 2.9%），年度计划投资 3532 亿元（同比增长 2.5%）。

区域内优势地位加上旺盛的区域需求，为公司的产品产销增长提供了强劲的保障力。

表 11：重庆市 2021 年市级重大建设项目

类别	数量(个)	明细
重大乡村振兴项目	45	巴南现代农业产业园、潼南市级现代农业产业园等
重大基础设施项目	367	重庆西站铁路综合交通枢纽、渝万高铁、渝黔高速公路扩能重庆段等
重大产业项目	233	两江新区重庆亚欧汽车零部件厂、三一重庆智能装备产业园、重庆钢铁产线效能提升改造等
重大民生项目	125	长江生态环境学院、重庆市公共卫生医疗救治中心应急医院等
重大区域协调发展项目	124	渝中化龙桥商务集聚区、高新区科学园等
合计	894	

数据来源：重庆发改委官网，东吴证券研究所

西南地区投资高增速拉动板材需求，公司作为地区板材巨头，增加产量预计得到合理消化，为公司业绩增长带来高弹性。

4.3. 降本增效继续深化

1) 提升产量规模、工艺装备，丰富产品结构。

公司审时度势，研判市场变化，按板、卷、长材并驾齐驱的布局，实施全流程进行升级改造。新建 4 号连铸机、双高棒、5 万立方米制氧机组、富余煤气发电项目，恢复中板产线。改造完成后，公司产量规模、工艺装备都将迈上更高台阶，产品结构更加丰富、合理。

2) 开展进一步对标找差。公司持续推进降本增效工作，2020 年公司多个技术经济指标显著提高。

表 12: 2020 年公司多个技术指标显著提高

日期	具体内容
7 月	炼钢铁钢比 795.7kg/t, 实现“破八进七”, 创历史最好纪录
9 月 1 日	高炉利用系数 3.005 t/m ³ ·d, 位列全国同类型高炉第三名
12 月 2 日	高炉开炉达产后, 日均产量 8000t, 利用系数突破 3.2t/m ³ ·d, 位列全国同类型高炉第二名, 燃料比降至 487 kg/t, 位列全国同类型高炉第一名
12 月 4 日	高炉利用系数突破 3.213t/m ³ ·d, 燃料比 505kg/t, 指标进入全国同类型高炉前五名

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设:

- 1) 宝武集团入主公司, 加大管理改善步伐, 降本增效有序推进;
- 2) 制造业需求旺盛, 公司作为高比例板材企业, 有望充分受益制造业上行;
- 3) 公司复产顺利, 下游需求旺盛, 2021 年实现满产。公司 2020 年钢产量仅为 712 万吨, 原因在于公司 4 号高炉进行检修、升级改造。我们认为公司 2021 年实现年产钢 1000 万吨的目标, 产量预计增长超 40%。

表 13: 公司分业务营收毛利拆分 (单位: 百万元)

		2020A	2021E	2022E	2023E
钢材坯	收入	23568.7	35664.1	39241.2	41631.0
	YOY	4.8%	51.3%	10.0%	6.1%
	毛利率	7.7%	12.9%	14.2%	15.0%
	毛利	1818.8	4582.8	5576.2	6248.8
	YOY	6.8%	152.0%	21.7%	12.1%
其他主营业务	收入	780.5	1155.1	1259.1	1298.1
	YOY	-10.9%	48.0%	9.0%	3.1%
	毛利率	-3.1%	2.3%	2.9%	2.8%
	毛利	-24.2	26.7	36.5	36.6
	YOY	-225.9%	-210.4%	36.8%	0.3%
其他业务	收入	140.8	160.6	177.5	189.3
	YOY	30.4%	14.1%	10.5%	6.7%

合计	毛利率	26.3%	26.5%	34.9%	46.2%
	毛利	37.0	42.5	61.9	87.5
	YOY	-0.2%	14.9%	45.4%	41.4%
	收入	24489.9	36979.8	40677.8	43118.4
	YOY	4.3%	51.0%	10.0%	6.0%
	毛利率	7.5%	12.6%	14.0%	14.8%
	毛利	1831.6	4652.1	5674.6	6372.9
	YOY	4.2%	154.0%	22.0%	12.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

我们预计公司 2021/2022/2023 年营收分别为 370/407/431 亿元，同比增速分别为 51%/10%/6%；归母净利润为 48/55/60 亿元，同比增速分别为 651%/14%/10%；对应 PE 分别为 5.4/4.7/4.3x，低于可比公司估值。考虑公司降本增效逐步推进，下游需求复苏保障钢材价格，2021 年产量预计增长超 40%，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 14：公司可比公司估值（2021 年 6 月 1 日）

		最新收盘价	PE			EPS（元）		
		（元）	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
宝钢股份	600019.SH	7.95	8.8	8.0	7.2	0.9	1.0	1.1
新钢股份	600782.SH	5.83	5.3	4.5	3.9	1.1	1.3	1.5
华菱钢铁	000932.SZ	6.86	4.6	4.3	0.6	1.5	1.6	11.8
南钢股份	600282.SH	3.64	5.2	4.6	4.0	0.7	0.8	0.9
均值			6.0	5.3	3.9			
重庆钢铁	601005.SH	2.89	5.4	4.7	4.3	0.5	0.6	0.7

数据来源：wind，东吴证券研究所；非加粗部分来自 wind 一致预期，其余为东吴证券研究所预测

6. 风险提示

1) 下游汽车、家电回暖不及预期。

- ✓ 汽车方面，根据中汽协数据，汽车价格仍未企稳，超过四成汽车为降价销售，涨价销售比例不到两成，说明目前增长原因为经销商以价换量。因此整体需求处于底部回升状态，但不排除后续需求低于预期。
- ✓ 家电方面，地产新增需求仍为家电主要需求。若后续地产调控政策收紧，商品房销售下滑，中期竣工低于预期，对应家电购置需求将受影响；海外疫情反复，

海外订单下滑将对家电出口造成较大影响。

- 2) **原材料铁矿石价格上涨超预期。**铁矿石为炼钢最重要成本来源, 占比 40%-50%; 铁矿石价格自 2020 年 8 月有所下滑, 但整体处于高位运行, 不排除后续铁矿石价格上涨, 压缩公司利润空间。
- 3) **公司复产进度不及预期。**本文对公司盈利预测的一大重要假设便是公司产量有望实现 2021 年突破产钢 1000 万吨。如果产量增长不及预期将对公司收入产生较大影响。

重庆钢铁三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13,048	15,707	18,327	23,809	营业收入	24,490	36,980	40,678	43,118
现金	4,943	6,657	7,791	9,794	减:营业成本	22,658	32,328	35,003	36,746
应收账款	35	39	63	48	营业税金及附加	172	288	159	155
存货	5,055	4,816	6,852	9,480	营业费用	92	152	102	142
其他流动资产	3,015	4,194	3,622	4,487	管理费用	592	1,146	569	905
非流动资产	26,901	28,053	30,370	30,637	研发费用	0	0	0	0
长期股权投资	79	117	162	204	财务费用	133	241	68	15
固定资产	16,631	18,403	21,068	21,696	资产减值损失	-0	0	0	0
在建工程	2,845	2,313	1,993	1,667	加:投资净收益	7	8	9	10
无形资产	2,395	2,269	2,144	2,031	其他收益	196	98	110	137
其他非流动资产	4,952	4,951	5,004	5,040	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	39,950	43,759	48,697	54,446	营业利润	681	2,930	4,896	5,302
流动负债	13,429	11,885	11,986	11,836	加:营业外净收支	-57	1,771	439	546
短期借款	701	820	820	820	利润总额	624	4,701	5,335	5,847
应付账款	3,925	3,592	4,897	3,827	减:所得税费用	-14	-93	-131	-156
其他流动负债	8,803	7,473	6,269	7,189	少数股东损益	0	-1	-0	-0
非流动负债	6,482	7,043	6,413	6,308	归属母公司净利润	638	4,794	5,467	6,003
长期借款	1,445	1,189	968	659	EBIT	614	4,616	5,204	5,660
其他非流动负债	5,037	5,853	5,445	5,649	EBITDA	1,386	5,387	6,093	6,651
负债合计	19,911	18,928	18,399	18,145	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	-1	-1	-1	每股收益(元)	0.07	0.54	0.61	0.67
归属母公司股东权益	20,038	24,833	30,300	36,303	每股净资产(元)	2.25	2.78	3.40	4.07
负债和股东权益	39,950	43,759	48,697	54,446	发行在外股份(百万股)	8919	8919	8919	8919
					ROIC(%)	2.8%	21.4%	20.8%	19.7%
					ROE(%)	3.2%	19.3%	18.0%	16.5%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	7.5%	12.6%	14.0%	14.8%
经营活动现金流	1,338	6,981	4,994	3,377	销售净利率(%)	2.6%	13.0%	13.4%	13.9%
投资活动现金流	-711	-1,946	-3,182	-1,256	资产负债率(%)	49.8%	43.3%	37.8%	33.3%
筹资活动现金流	2,476	-3,320	-678	-118	收入增长率(%)	4.3%	51.0%	10.0%	6.0%
现金净增加额	3,103	1,714	1,134	2,003	净利润增长率(%)	-31.0%	650.7%	14.0%	9.8%
折旧和摊销	772	771	889	991	P/E	40.37	5.38	4.71	4.29
资本开支	223	1,145	2,257	233	P/B	1.29	1.04	0.85	0.71
营运资本变动	-708	1,152	-1,405	-3,630	EV/EBITDA	23.14	5.06	4.19	3.52

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>