

张士宝
0755-83734778
zhangsb@cmschina.com.cn

2009年7月01日

八一钢铁(600581.SH)/11.83元

快速成长的西北地区“钢铁明珠”

原材料·钢铁

目标估值: 15元

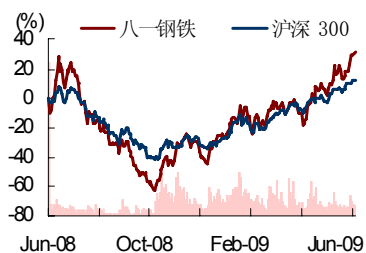
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3003
总股本(万股)	76645
已上市流通股(万股)	76645
总市值(亿元)	91
流通市值(亿元)	91
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	-4.2
资产负债率	77.8%
主要股东	宝钢集团新疆八一钢
主要股东持股比例	53.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	28	117	23
相对表现	13	49	18



相关报告

- 1、《钢铁行业 2009 年中期投资策略——供求缺口有望缩窄，超配钢铁》2009/06/15
- 2、《八一钢铁(600581)——减值准备吞噬利润 未来成长可期》2009/3/25
- 3、《八一钢铁——业绩超预期，公司已进入高速成长期》2008/3/19
- 4、《八一钢铁——西北地区钢铁“明珠”，业绩将“爆发式”增长》2007/9/6

本文指出八一钢铁在新疆地区的绝对主导地位，详细分析了公司的工序特点和各轧钢生产线的情况，以及公司的成本优势。预估 09-11 年 EPS 分别为 0.32 元、0.77 元和 0.92 元，业绩成长性突出，维持“强烈推荐-B”投资评级，6 个月目标估值 15 元。

投资要点:

- **全国市场及新疆市场本轮价格上涨有较好支撑、较强持续性。**4 月份以来的钢材价格上涨和 09 年 1-2 月之间价格上涨有本质性不同，本轮上涨是需求旺季来临，在钢厂、中间流通商库存均较低情况下的上涨，有真实的需求支撑；而 1-2 月间上涨是钢厂强行提价，中间流通商补库造成价格虚高，钢厂库存转移到流通商手中。
- **地理优势显著，产品需求广阔。**中央投资、新疆本地的城镇化建设以及外地人口的涌入以及新疆境内石油、煤炭、天然气大量开采和“西气东输二线”建设，对八一钢铁产品形成巨大新增需求，八一钢依托区域市场及欧亚大陆桥的天然优势及 60% 左右的市场占有率，产品结构逐步优化，产品相对有溢价，盈利快速提升。公司产品价格一度高于全国 250-300 元/吨。
- **公司钢产量具备 700 万吨产能，在 2010-2011 年的未来两年是国内钢铁公司内生性规模增长潜力最大的公司。**在 2009-2011 年国家严控新增产能淘汰落后产能情况下，八一钢通过内生性增长显得弥足珍贵。
- **八一钢集团新高炉、八一钢铁新转炉逐步达产达标达效，令八一钢铁成本领先于同行。**集团供应股份公司铁水价格随行就市，弹性较大，公司采购焦煤和废钢价格均低于同行，成本优势显现。
- **我们维持公司“强烈推荐-B”的投资评级。**保守预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.32 元、0.77 元和 0.92 元，由于公司对钢价敏感性较大，且集团供应公司铁水成本有下降空间，公司内生性增长显著，给予八一钢 2010 年 20 倍 PE，6 个月目标价 15 元，长期目标价 20 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	12791	20036	17472	20745	22355
同比增长	44%	57%	-13%	19%	8%
营业利润(百万元)	438	66	287	670	796
同比增长	150%	-85%	336%	133%	19%
净利润(百万元)	399	104	243	590	704
同比增长	160%	-74%	134%	142%	19%
每股收益(元)	0.68	0.14	0.32	0.77	0.92
PE	17.4	87.1	37.2	15.3	12.8
PB	2.5	3.2	3.0	2.7	2.3

资料来源: 招商证券

正文目录

报告导读:	3
一、八一钢铁在新疆市场占据绝对主导地位	4
二、公司生产线国内领先, 具备内生性增长潜力	8
1、八一钢铁工序特点	8
2、生产线国内领先	11
(1) 炼钢厂(二炼钢)	11
(2) 热轧生产线(热轧薄板厂)	11
(3) 高线	12
(4) 棒线材新线	12
3、八一钢铁 2009 年产量计划调整	13
三、成本优势进一步加强	14
1、集团供应公司铁水价格随行就市, 弹性较大	14
2、公司焦煤采购价较国内现货均价低	14
3、公司废钢到厂价低于国内同行	14
四、业绩预测	15

图表目录

图 1: 八钢地理位置优越(兰新线与“欧亚大陆桥”相连)	5
图 2: 2006-2009 年 1-5 月份新疆市场产量、进出口量和表观消费量在全国占比	5
图 3: 今年 1-5 月八钢生铁产量占新疆总产量的 73%	6
图 4: 今年 1-5 月新疆地区生铁产量占全国 1.23%	6
图 5: 今年 1-5 月八钢粗钢产量占据新疆总产量的 86%	6
图 6: 今年 1-5 月新疆地区粗钢产量占全国 1.03%	6
图 7: 1-5 月份八钢钢材产量占新疆总产量的 74%	6
图 8: 今年 1-5 月份新疆钢才产量占全国 0.95%	6
图 9: 新疆、甘肃和全国城镇化率对比图	7
图 10: 八一钢铁 2007 年金属料平衡图	9
图 11: 八一钢铁最新金属料平衡图	10
图 12: 八一钢铁历史 PE Band	15
图 13: 八一钢铁历史 PB Band	15
图 14: 新疆地区和全国螺纹钢售价对比	17
图 15: 新疆地区和全国线材售价对比	17
表 1: 八一钢铁 2006~2009 年品种结构	3
表 2: 八一钢铁主要产品用途	4
表 3: 八一钢铁铁工序及产能和产量预测	8
表 4: 八一钢铁 2009 年调整前后预算	13
表 5: 八一钢铁 2005~2011 年销售毛利及预测	15
表 6: 八一钢铁 2003-2009 年生产经营指标实际及计划	16
表 7: 盈利预测简表	16
附: 财务预测表	18

报告导读：公司在新疆市场具有较高的市场占有率，且公司的板带比逐年提高

- 1. 产品在新疆市场的占有率较高：**其中建材 65%—70%；板材 08 年 50% 左右，09 年将提高到 60% 左右。此外，公司产品在新疆区外市场主要销往兰州、西安、银川、青海等省区。
- 2. 公司销售的重点客户市场未来前景广阔。**八钢集团内部的金属制品所需钢材主要是焊管、钢结构、焊丝、棉花打包丝，五矿集团及新疆生产石油、天然气公司所需的建筑用钢、板材、抽油杆等市场需求量巨大。冷轧板的主要下游客户为中石化和中石油的石油储罐、中粮屯河和新中基等。
- 3. 中央投资、新疆本地的城镇化建设以及外地人口的涌入新增的建筑用钢材不可小觑。**种种迹象表明，新疆市场的房地产开工及土地新购置面积数据均有较好表现，贷款增速明显增加。
- 4. 新疆的工业化和城镇化水平较低，仍有很大的提升空间，将拉动八一钢铁的板带比快速提高。**

表 1：八一钢铁2006~2009年品种结构

单位：万 t	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E
钢材产量	354.43	387	456	515
1、热轧板	30.79	86	178	168
热轧板占比	8.69%	22.22%	39%	32.62%
2、优钢	20.37	27	24	20
优钢占比	5.75%	6.98%	5.26%	3.88%
3、建筑用材	303.27	274	254.16	327
建筑用材占比	86%	71%	56%	63%

资料来源：上市公司

5、公司的工序成本处于行业领先水平

- 1. 铁钢成本处于行业最低水平：**目前铁→钢的成本在 650—750 元/吨
- 2. 轧钢成本行业领先：**钢→材的成本在 500 元/吨左右，螺纹钢的工序成本 180 元/吨，线材的工序成本 200 元/吨左右，热轧的加工成本比螺纹钢高出 150 元/吨。

6、公司产销两旺，创历史最高水平

- 1. 2009 年五月份销售钢材 51 万吨，创月度销量历史最高水平。**
- 2. 公司的建筑用钢满负荷生产，热轧板的产能利用率达到 80% 以上，公司的总体产能已经达到 90% 左右。**

7、未来 2-3 年资本支出规划

目前公司在建和续建项目可能推迟，另外公司无新投资项目计划，公司未来新增折旧及资本支出压力较小。

8、业绩预测

结合前期调研结果，我们调整了对公司的盈利预测，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.32 元、0.77 元和 0.92 元，给予 10 年 20 倍 PE，6 个月目标价 15 元，长期目标价 20 元，维持“强烈推荐-B”的投资评级。

一、八一钢铁在新疆市场占据绝对主导地位

公司是新疆唯一一家大型钢铁联合企业，是我国西北地区仅有的两个钢铁生产基地之一。公司主要从事钢铁冶炼、轧制、加工及销售，生产的钢种有普碳钢、螺纹钢、焊条钢、冷轧薄板、彩涂及镀锌板等品种，产品占据新疆市场份额的 70% 以上，近年来，公司产品在兰新铁路复线和青藏铁路线等多项国家重点工程中连续中标。公司钢铁产品曾多次荣获自治区名牌称号，其中“互力”牌螺纹钢荣获全国“冶金产品实物质量金杯奖”并通过了国家首批质量免检认定。经过股权划转，2007 年公司实际控制人变更为宝钢集团。

表 2：八一钢铁主要产品用途

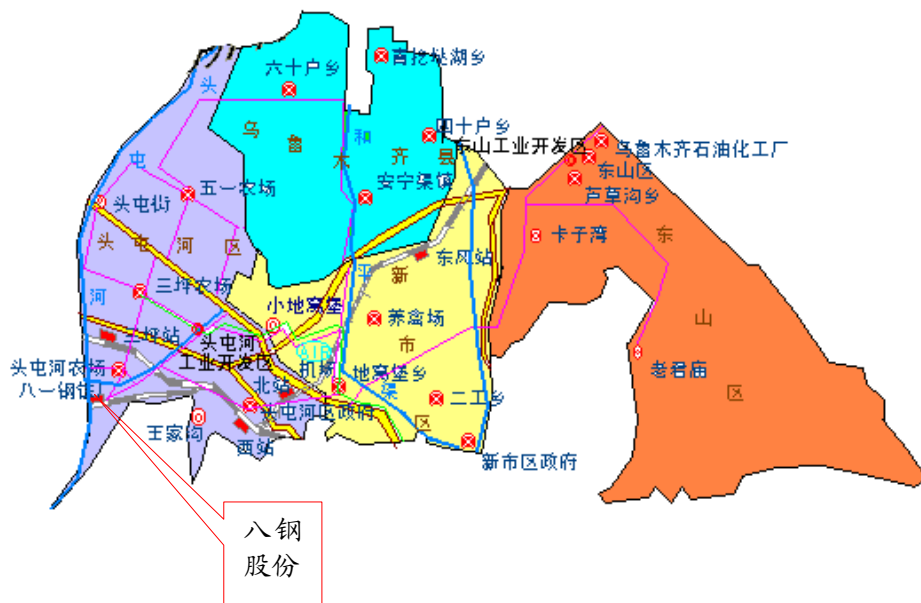
产品名称	主要用途
焊条钢	焊接用焊条
棉花打包丝	主要用于棉花打包镀锌铁丝以及拉杆、垫圈、铆钉和冷拔丝
弹簧圆钢	用于制造螺旋弹簧和受剧烈磨损的零件；制造负荷应力较大的螺旋弹簧以及制造承受负荷或耐冲击的弹簧
弹簧扁钢	用于制造汽车、拖拉机、铁路车辆的板簧和受剧烈磨损的零件
抽油杆钢	用于制造调质 D、K 级抽油杆
合金结构钢	用于制造受高负荷的主要结构和受冲击、振动、弯曲、扭转的机件；制造锅炉耐热锻件和化工用的高压管；用于套圈、曲柄销、轴承套；用于齿轮、轴、连杆、螺杆、进气阀等
优质碳素钢	用于渗碳零件、坚固件、冲模锻件；用于杠杆、螺钉、渗碳的轴、齿轮；用于制造螺母连杆；用于制造弹簧、工具、切削刀具、耐磨工具
低碳热轧盘圆	建筑用钢材
热轧圆钢	建筑用钢材
钢筋混凝土用热轧圆钢筋	建筑用钢材
钢筋混凝土用热轧带肋钢筋	建筑用钢材
扁钢	建筑用钢材
角钢	建筑用钢材
槽钢	建筑用钢材
冷轧带肋钢筋	建筑用钢材
冷拔丝	建筑用钢材

资料来源：上市公司，招商证券

新疆地区地区钢材需求较旺。从今年一至五月份数据来看，新疆地区生铁、粗钢和钢材产量分别达到了 259 万吨、224 万吨和 242 万吨；其中生铁占全国市场份额分别达到了 1.23% 较 08 全年的 1.06% 略有上升，而粗钢和钢材占全国市场份额分别为 1.03% 和 0.95%，较 08 年全年份额持平。

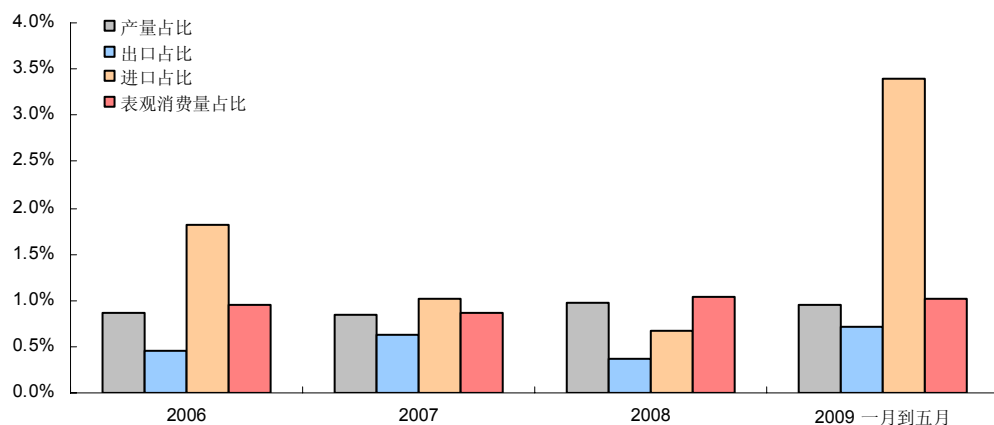
八一钢铁在新疆市场持续占据绝对主导地位。一至五月份，八一钢铁的生铁、粗钢和钢材产量分别为 189 万吨、193 万吨和 178 万吨，分别占据了整个新疆地区，73%、86% 和 74% 的市场份额。

图 1：八钢地理位置优越（兰新线与“欧亚大陆桥”相连）



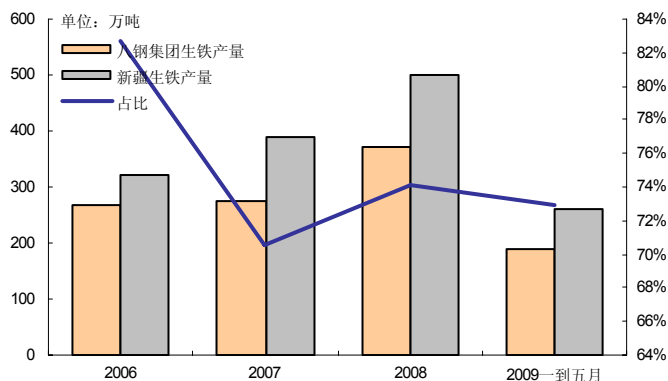
资料来源：公司网站

图 2：2006-2009年1-5月份新疆市场产量、进出口量和表观消费量在全国占比



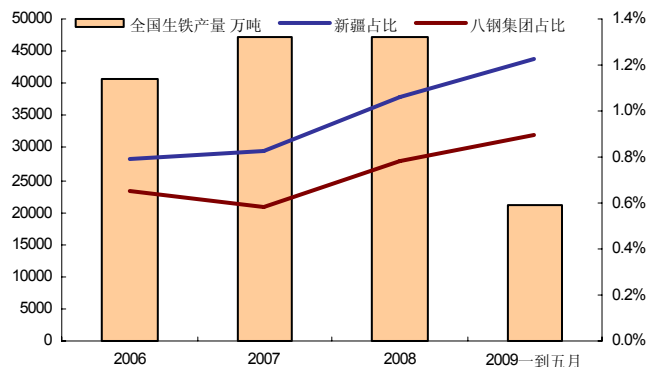
资料来源：招商证券

图 3: 今年 1-5 月八钢生铁产量占新疆总产量的 73%



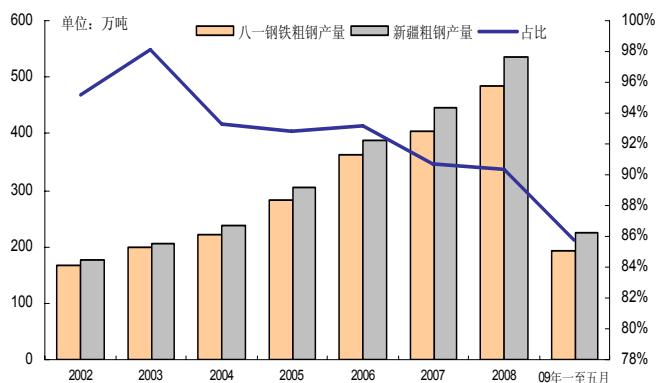
资料来源: 招商证券

图 4: 今年 1-5 月新疆地区生铁产量占全国 1.23%



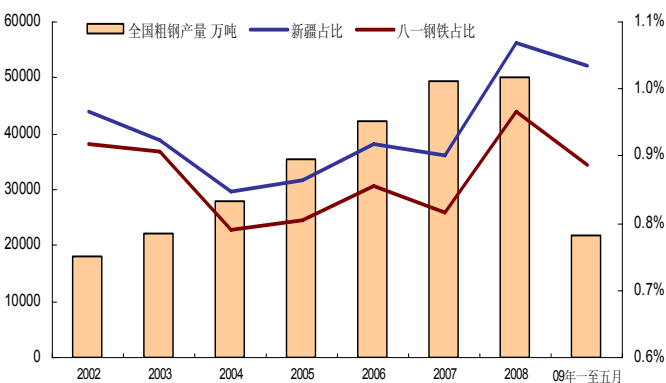
资料来源: 招商证券

图 5: 今年 1-5 月八钢粗钢产量占据新疆总产量的 86%



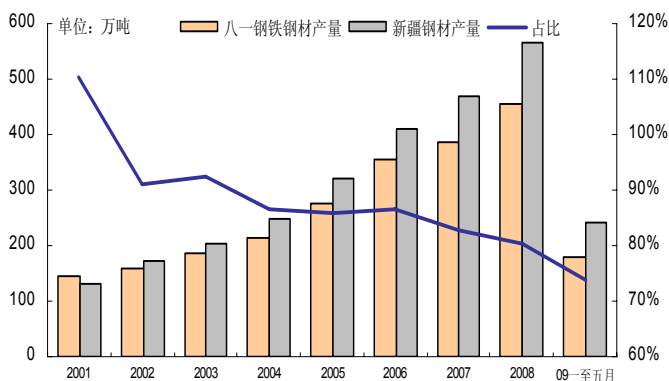
资料来源: 招商证券

图 6: 今年 1-5 月新疆地区粗钢产量占全国 1.03%



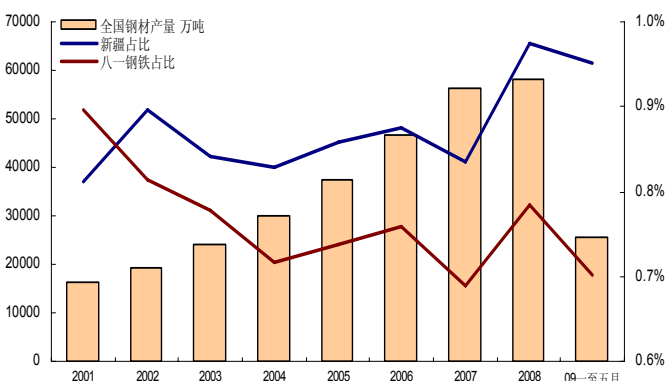
资料来源: 招商证券

图 7: 1-5 月份八钢钢材产量占新疆总产量的 74%



资料来源: 招商证券研发中心

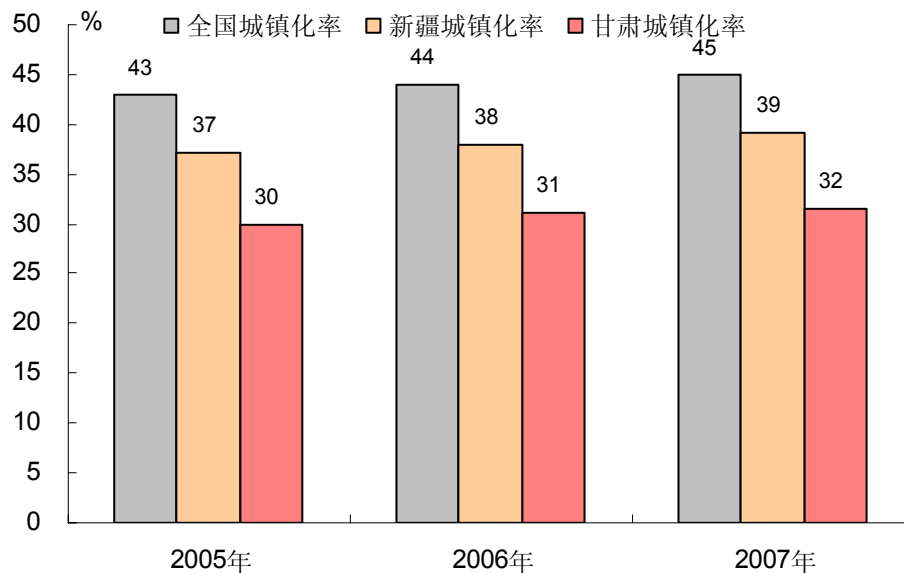
图 8: 今年 1-5 月份新疆钢才产量占全国 0.95%



资料来源: 招商证券研发中心

新疆地区城镇化率稳步提高。2005-2007 年新疆地区城镇化率从 37%提高到 38%，城镇化率年年上台阶；但相对于 2007 年全国平均 45%的城镇化率，新疆地区尚有很长路要走，对钢材需求快速增加，长材是工业化、城镇化过程中需求最大的品种，板材也会跟随增加，将拉动八钢板带比进一步提高。种种迹象表明，目前新疆市场的房地产开工及土地新购置面积数据均有较好表现，贷款增速明显增加。

图 9：新疆、甘肃和全国城镇化率对比图



资料来源：国家统计局，招商证券

长材在所有钢材品种中需求较好，八一钢铁产品结构中长材比例较大，是我们最为看好的长材类公司之一。

二、公司生产线国内领先，具备内生性增长潜力

1、八一钢铁工序特点

1. 炼铁：公司炼铁系统在公司大股东宝钢集团八钢公司，目前有 8 座高炉（2500m³×2、380m³×6），具备 540 万 t 生铁产能。

2. 炼钢：目前拥有 7 座转炉（一炼钢 25 吨×2、40 吨×2，二炼钢 120 吨×3）、2 座电炉（70 吨直流电弧炉、110 吨交流电弧炉各 1 座），具备 700 万吨左右炼钢生产能力（其中转炉钢 550 万吨、电炉钢 150 万吨）。目前转炉在开展周达产工作，电炉因成本偏高和需求相对不足而从 08 年 10 - 11 月停产至今。

目前，炼钢产量 45 万吨/月。

3. 轧钢：公司目前有普线（设计产能 45 万吨，复二轧机，租赁宝钢集团八钢公司）、高线（设计产能 70 万吨，1 - 18 号为国产轧机，19 - 30 号为达涅利轧机）、棒线材（设计产能 70 万吨，重庆院设计）、型材（设计产能 70 万吨）、特钢（设计产能 40 万吨）、1750mm 热轧薄板生产线（设计产能 300 万吨）、冷轧镀锌彩涂生产线（设计产能 60 万吨）、中厚板生产线（设计产能 60 万吨，4300mm/3500mm 中厚板轧机生产线）、新棒线材生产线（设计产能 120 万吨，其中棒材、线材各 60 万吨）

表 3：八一钢铁铁工序及产能和产量预测

工序	主要设备	设计年产能	07 年产量	08 年产量	09 年产量 E	备注
炼铁	高炉 6 座：380 m ³ ×6	240 万 t (实际 280 万吨)	275.45 万 t	370.27 万 t	370.27 万 t	属宝钢集团八钢公司。380 m ³ 高炉利用系数 3.0，2500 m ³ 在 1.9-2.0 之间。
	新建成高炉 2500 m ³ ×2	360 万 t				
	转炉 4 座：40t×2，25t×2	250 万 t			275 万 t	
炼钢	电炉 2 座：70 t、110 t	150 万 t	404.36 万 t	484.02 万 t	-	07 年 10 月至 09 年 7 月陆续投产
	新建成转炉 3 座：120t	300 万 t			255 万 t	
轧钢	普线：复二轧机（租赁八钢集团）	45 万 t			30 万 t	新棒线材生产线上马后，该普线即将淘汰，产量递减
			112.5542 万 t	111.118 万 t		
	高线：国产、达涅利轧机	70 万 t			85 万 t	
	棒材线：重庆院设计	70 万 t			95 万 t	棒材综合成材率（实重）超过 99%
	型材	70 万 t	130.3244 万 t	147.8012 万 t	70 万 t	
	特钢	40 万 t	30.3734 万 t	24.4712 万 t	20 万 t	
	1750mm 热轧带钢项目（一期）	120 万 t				
	1750mm 热轧带钢项目（二期）	174 万 t (平整 70 万吨)	86 万 t	178 万 t	168 万 t	普钢搬迁一期 60 万吨，预计 09 年下半年投产
	冷轧、镀锌、彩涂	60 万 t	14.3788 万 t	11.4787 万 t	20 万 t	
	4300mm/3500mm 中厚板	60 万 t		5.476 万 t	9 万 t	
	新棒线材工程	120 万 t				棒材、线材各 60 万 t, 09 年 6 月底 7 月初投产。

资料来源：招商证券、公司调研数据

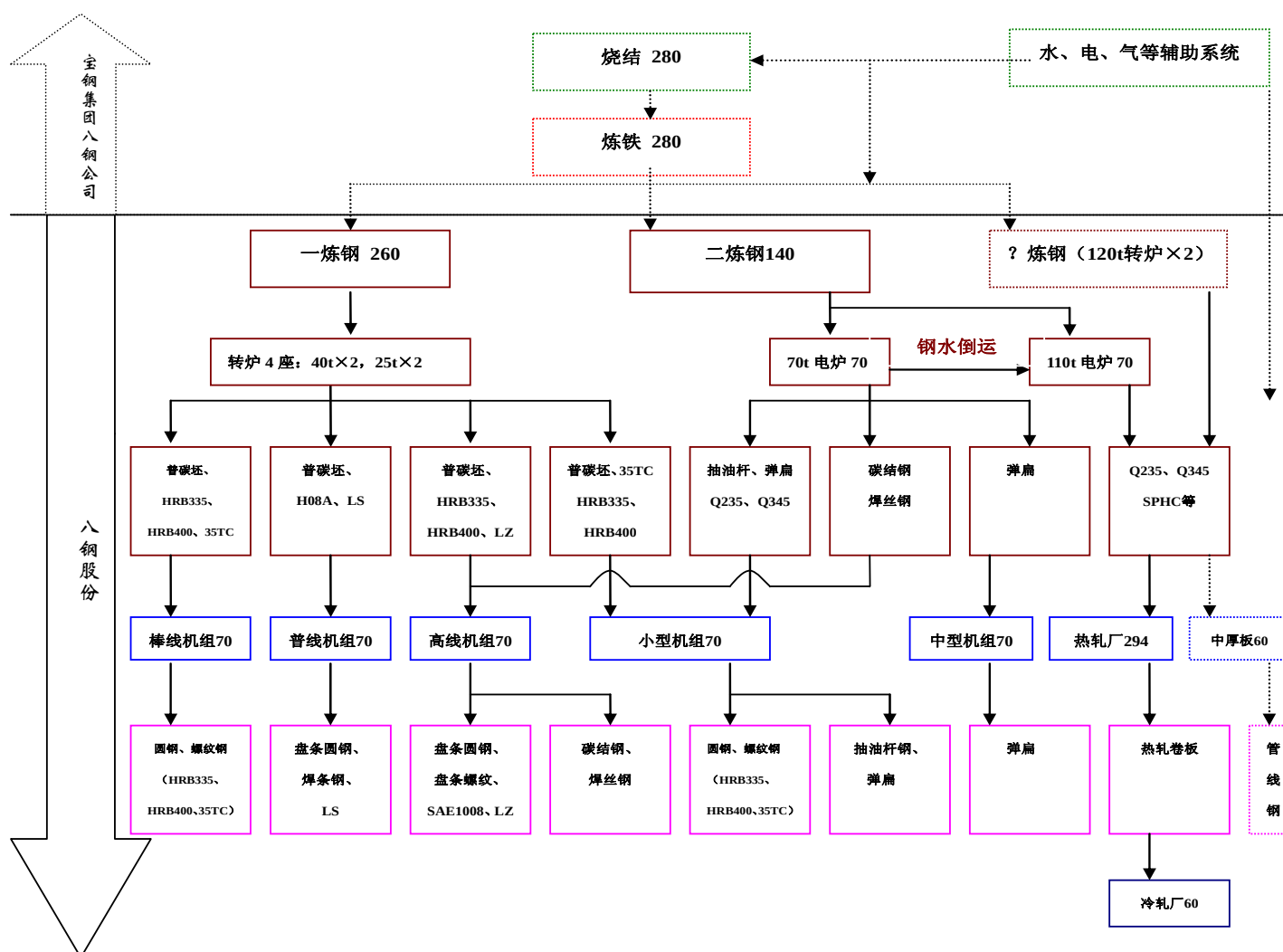
敬请阅读末页的重要说明

注：上表中斜体红字部分为公司控股股东八钢集团资产，从公司股改时承诺及避免同业竞争的角度，我们预计未来这些资产可能注入上市公司，E 为预计数

炼铁能力增长较快。我们对比了八钢 2007 年和最新的金属料平衡图(见图 10 和图 11)，宝钢集团八钢公司烧结能力从 280 万吨提高至 550 万吨，增长近一倍；炼铁能力从 280 万吨提高至 540 万吨，增长也近一倍，其他水电气等公辅配套设施也相应完善和提高。

从八一钢铁自身来看，**(1) 炼钢环节：**产能目前具备了 700 万吨产钢能力。炼钢新增了 3 个 120 万吨转炉，增加了约 300 万吨粗钢生产能力，产钢能力从 140 万吨提高至 420 万吨，新上转炉能够替代原有电炉，为热轧板坯、中厚板以及新建的棒线材提供成本低于电炉 500-600 元的钢水或钢坯，而且当市场需求低迷时，部分优钢可以通过转炉冶炼，节约了电炉的折旧和电耗，大幅降低了优特钢的生产成本；同时，当钢材市场转旺，钢价大涨时，也可用电炉为普碳钢等提供钢坯，产能扩张弹性较大；**(2) 轧钢环节：**新增了 60 万吨中厚板生产线、120 万吨新棒线材生产线，以及热轧板的生产能力由原来的 120 万吨增加到 300 万吨，热轧板增加了 180 万吨。随着新棒线材生产线的达产，公司将视市场需求淘汰老的生产线。

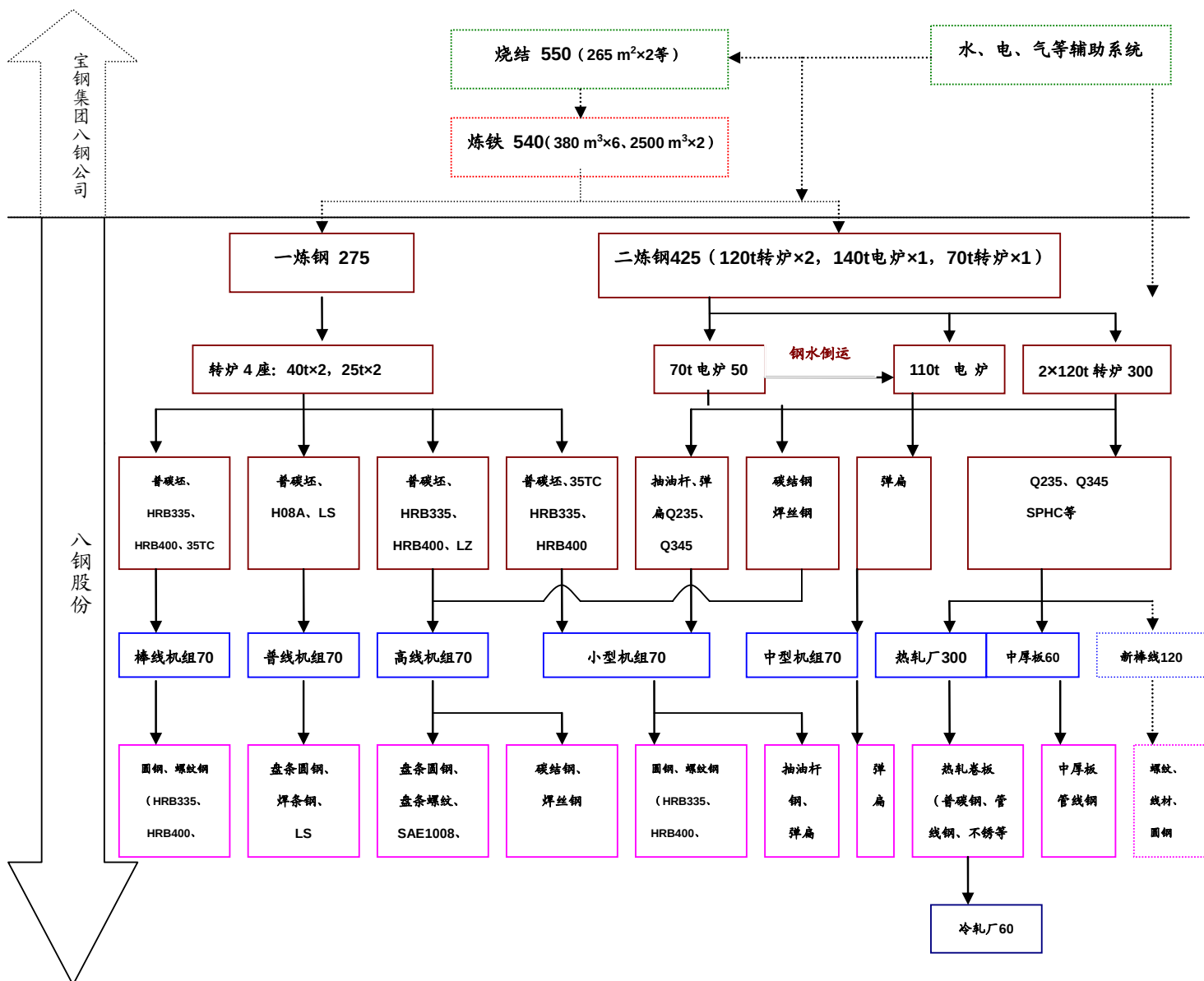
图 10：八一钢铁 2007 年金属料平衡图



备注：单位为万吨，虚框部分为 07 年时规划产能
资料来源：公司资料、招商研究

小结：从公司新旧金属料平衡图可以看出，公司生产成本降低明显，棒线材比重大为增加，迎合了新疆基建和西气东输等重大工程的需求，为未来产能扩张和盈利大幅增长奠定了坚实基础。

图 11：八一钢铁最新金属料平衡图



资料来源：上市公司，招商证券

备注：单位为万吨，我们调研时 120 万吨新棒线材尚未投产，故上图用虚框表示，预计该生产线 6 月底 7 月初投产，随着该线的逐步达产达效原老普线生产线将逐步淘汰。

2、生产线国内领先

(1) 炼钢厂（二炼钢）

八一钢铁前系宝钢集团八钢公司，具备年产生铁 540 万吨/年的产能。有 2 座 2500m³ 高炉（新高炉），6 座 380m³ 高炉（老高炉，成本低，利用系数高）。其中（1）新高炉 2 座 2500m³ 高炉满负荷生产产生铁 1 万吨/天，月产铁 30 万吨/月，年产铁 360 万吨/年。

（2）6 座老高炉月产铁 15 万吨/月，年年产铁 180 万吨/年。这 6 座高炉在 2011 年前不会淘汰。09 年前 5 月八钢集团与公司铁水关联交易平均价格 1950 元/t，比 08 年的 2503 元/吨下降 553 元/吨，而且八钢集团与股份铁水关联交易价格根据钢材销售价格变化相应调整，并非半年度或年度定价。

（1）炼钢工序产能：公司共有 2 个炼钢厂，由原来的一、二、三钢厂合并重组而成，目前除自 08 年 10—11 月开始两个电炉（70 吨和 110 吨电炉）因成本过高而一直停产外。

A、一炼钢：4 座小转炉：25 吨×2、40 吨×2，09 年炼钢产量计划 275 万吨。08 年炼钢产量 267 万吨。

B、二炼钢：有 3 座转炉、2 座电炉，09 年产钢计划 255 万吨。

3 座转炉：转炉 120 吨×3，目前在搞周达产，3 座转炉满负荷生产月度粗钢产量 25~26 万吨/月。目前日产钢最高 8000 吨，09 年 1~5 月钢产量约 100 万吨，6 月钢产量计划 23 万吨。在保证产品质量的情况下，原由电炉炼的焊丝钢、抽油杆钢等特钢产品因电炉炼钢成本偏高而转至转炉冶炼后然后入 LF 炉（精炼炉）冶炼，节省了电力成本。

据公司技术人员介绍，目前公司吨钢钢铁料消耗 1115kg/吨。120 吨转炉每炉装料 130 吨，出钢 115 吨，炼钢收得率 90%（即转炉炼钢吹损率 10%）。

转炉主要冶炼钢种是 Q235、SPHC 等。

炼钢先装废钢，然后将八钢集团铁水通过鱼雷罐铁水热装入炉。

2 座电炉：70 吨直流电弧炉、110 吨交流电弧炉各 1 座。70 吨电炉月产粗钢 5.5 万吨/月，110 吨电炉月产粗钢 6.8 万吨/月。这 2 座电炉因成本高和订单不足从 2008 年 11 月停炉至今，后期是否开要看钢价和订单情况。

（2）二炼钢人员 600 多人。

后面配套的中厚板生产线 09 年 5 月投产，已实现产销 1 万多吨。

(2) 热轧生产线(热轧薄板厂)

（1）热轧薄板厂工序产能：300 万吨。公司国内领先的 1750mm 热轧生产线分两期建设，一期上了 7# 加热炉具备 120 万吨/年热轧板生产能力（06 年 7 月）；二期上了 2# 加热炉增加了 180 万吨/年（原设计产能 174 万吨/年）热轧板生产能力，至此 1750mm 热轧线具备 300 万吨/年设计生产能力（原设计能力 294 万吨/年）。

该生产线 2004 年 4 月份启动，同年 9 月 1 日破土动工。2006 年 7 月 12 日热通板第一卷热试成功。厂房南北长 524 米，东西宽 214 米，建筑占地面积 60539 平方米，总投资 20 亿元。

主要装备有步进梁式加热炉 2 座，出炉、粗轧、精轧、水除鳞箱各 1 台，带立辊的四辊可逆轧机 1 架。

产品大纲主要包括：碳素结构钢、优质碳素结构钢、低合金高强度钢、管线钢、高耐候性结构钢、汽车大梁钢、气瓶钢、Cr-Ni300 系、200 系奥氏体不锈钢、Cr 系 400 铁素体和马氏体不锈钢。从公司产品结构看，除了将原来优特钢只能生产棒材扩大到板材，同时还拓展汽车、管线、气瓶钢及不锈钢，可以基本上完全覆盖新疆未来发展工业所需的各类钢材，有前瞻性。

产品规格：板坯厚度 180mm、200mm、220mm，宽度 750 ~ 1600mm，长度 7500~10500mm；重量 Max 28.8 吨，年设计产能 300 万吨/年。产品规格：厚度 1.2~19mm，宽度 750 ~ 1600mm，重 28.8t。

(2) 工艺流程：步进梁式加热炉 2 座→粗轧机 1 台→连铸机 1 台→高压水除鳞箱 1 台→精轧机 6 台→层流冷却→卷取机 2 台（二重产）。

(3) 产量及成材率：据了解 09 年 4 月热轧板带产量 12 万吨，5 月热轧板带产量 17 万吨，1~5 月热轧板产量 50 多万吨；6 月份产量计划 17 万吨，产能利用率达到 68%。目前热轧薄板生产线综合成材率 97% ~ 98%。

(4) 热轧薄板厂人员 200 多人

(3) 高线

(1) 高线工序产能：高线设计产能 40 万吨/年，实际产量约为 60~80 万吨/年，设计生产规格 $\Phi 5\sim 16\text{mm}$ 。09 年 5 月高线产量 6.2 万吨，1~5 月高线产量 30 万吨左右；6 月高线产量计划 6.4 万吨，预计可以达到 6.27 万吨，产能利用率达 96%。

(2) 高线特点：高线生产线共有 30 台轧机，具有典型的“中西结合、普特兼产、冷热通吃”。其中 1~18 号轧机是国产轧机，19~30 号轧机进口国外轧机（DANIELI MH）。高线普钢、特钢皆能生产。高线既能吃冷坯也能吃热坯（吃 10~12 米长的方坯）。该高线生产灵活，最大程度地适应了下游客户不同的产品工艺和品种需求。

(3) 成材率：普线 98%，品种钢高线 95%（主要规格 5.5mm、6.5 mm、7mm、8mm、9mm、10mm、12mm、12.5mm、14 mm、16mm）。

(4) 高线成品卷重：12mm 高线卷重 2 吨/卷，5.5mm 高线卷重 1.6 吨/卷。

(5) 高线厂生产人员 98 人，另加维护维修人员。

(4) 棒线材新线

棒线材新线在高线厂内一条马路之隔，该生产线已基本建设完成，预计 6 月底 7 月初投产。该线设计产能 120 万吨/年，其中左边是高线，设计产能 60 万吨/年；右边棒材，设计产能 60 万吨/年。随着新线的陆续投产，普线老线（设计产能 48 万 t/年）将淘汰。

3、八一钢铁 2009 年产量计划调整

公司调整 09 年原钢材 515 万吨的产量计划，调整后为 490-510 万吨，从 1-5 月份的情况看，我们预计 515 万吨的计划能够完成，做业绩预测时依然按原产量计划。

表 4：八一钢铁 2009 年调整前后预算

单位：万 t	09 年 原预算	09 年调整后 预算	备注
铁			
钢	550	510 ~ 530	
钢材	515	490 ~ 510	
其中：1.热轧板带	168	160	
2.建筑用材	300	304	
其中：螺纹	120	124	螺纹钢调增预算主要是市场需求较好和新棒线投产，建筑用钢 09 年疆内占有率提高至 60 %
线材	110	110	线材原预算包括高线 80 万 t 普线 30 万 t
型材	70	70	
3.优特钢	25	25	
4.中厚板	7	9	09 年 5 月投产，已产销超过 1 万 t
5.冷轧板	20	17	

资料来源：招商证券、公司调研

三、成本优势进一步加强

1、集团供应公司铁水价格随行就市，弹性较大

公司铁水主要由集团供应。预计 09 年 1-5 月份集团与公司铁水关联交易价格 1950 元/吨，稍低于行业铁水成本平均水平，从下半年看，低于行业铁水平均成本将仍能持续。按 09 年八钢集团所需铁精粉 850 万吨计算，铁矿石自给 200 多万吨，自给率 30% 左右。

铁矿自给率将有所提升。08 年底至 09 年八钢集团投资 12 亿中，有 7 亿元左右投资到铁矿，若项目建成后可产原矿 45 万吨/年，折合铁精粉 20 万吨/年。公司铁矿石目前库存 40 天左右，稍低于历史正常水平，再继续计提减值准备的可能性较小。

八钢集团铁矿开采成本较低，为向股份提供铁水关联交易价格下调留有较大空间。八钢集团自有铁矿山铁矿石原矿开采成本约 70 元/t，铁精粉成本 200 元/t。

高炉炼铁各项技术经济指标进步较快，处于行业领先水平。

①公司吨铁铁精粉消耗 1.76 吨铁精粉。公司烧结矿与球团矿搭配使用，八钢集团外购烧结矿含税 540 元/吨，63% 品位的球团矿含税价格 650 元/吨。入炉烧结矿品位 53-54%（而宝钢为 57%），铁精粉每个品位调节费为 25 元/吨，铁精粉→球团矿工序加工成本 100 元/t。同行业只有攀钢集团铁矿价格和铁水成本更低，据中钢协对标资料显示，铁精粉价格 200 元/t，烧结矿 390 元/t，铁水成本 1600 元/t，其中铁水成本全行业最低。

②入炉焦比新区 380kg/吨，老区是 430—440kg/吨，喷煤比为 135kg/吨（宝钢为 180kg/吨）。

2、公司焦煤采购价较国内现货均价低

八钢集团焦煤自给率在 47%—48%，焦煤到厂价 500 元/吨，远低于国内现货 900 元/吨左右。另外公司外购西宁特钢的江仓能源公司的焦煤到厂价约 1050 元/吨，也稍低于国内焦煤的现货平均价格。

3、公司废钢到厂价低于国内同行

公司的吨钢消耗废钢数量较多，且靠近阿拉山口，同品类的废钢价格稍低国内同行。公司吨钢消耗废钢 150kg/吨，目前的含税到厂价约 2300 元/吨，低于国内均价；公司吨钢消耗废钢水平较高，一方面反映公司特钢占比较高，另一方面反映公司产品的附加值较高。

四、业绩预测

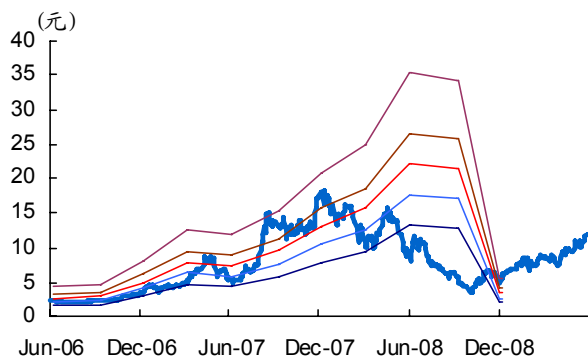
短期目标价 **15 元**。我们预计公司 2009 年-2011 年 EPS 分别为 0.32 元、0.77 元和 0.92 元，同比分别增长 134%、142%和 19%，内生性增长显著，地理优势突出，维持“强烈推荐-B”的投资评级，给予 2010 年业绩 20 倍 PE，6 个月目标价 15 元，长期 20 元。

表 5：八一钢铁 2005~2011 年销售毛利及预测

		2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
销量 (万吨)	长材及特钢	282	324	301	294	347	407	420
	板带	0	31	86	178	168	180	200
	合计	282	354	387	472	515	587	620
销售单价 (元/吨)	长材及特钢	2767	2405	3218	4484	3360	3498	3580
	板带	0	3100	3371	3649	3275	3410	3460
	合计	2767	2465	3252	4169	3332	3471	3541
单位成本 (元/吨)	长材及特钢	2469	2122	2661	3818	3055	3155	3200
	板带	0	3250	3576	3701	3201	3270	3350
	合计	2469	2220	2864	3774	3103	3190	3248
单位毛利 (元/吨)	长材及特钢	298	283	557	665	305	343	380
	板带	0	-150	-205	-52	74	140	110
	合计	298	245	388	395	229	281	293
毛利率	长材及特钢	10.8%	11.8%	17.3%	14.8%	9.1%	9.8%	10.6%
	板带		-4.8%	-6.1%	-1.4%	2.2%	4.1%	3.2%
	合计	10.8%	10.0%	11.9%	9.5%	6.9%	8.1%	8.3%
销售收入 (亿元)	长材及特钢	78	78	97	132	117	142	150
	板带	0	10	29	65	55	61	69
	合计	78	87	126	197	172	204	220
销售成本 (亿元)	长材及特钢	70	69	80	112	106	128	134
	板带	0	10	31	66	54	59	67
	合计	70	79	111	178	160	187	201
销售毛利 (元/吨)	长材及特钢	8.4	9.2	16.8	19.6	10.6	14.0	16.0
	板带	0.0	(0.5)	(1.8)	(0.9)	1.2	2.5	2.2
	合计	8.4	8.7	15.0	18.6	11.8	16.5	18.2

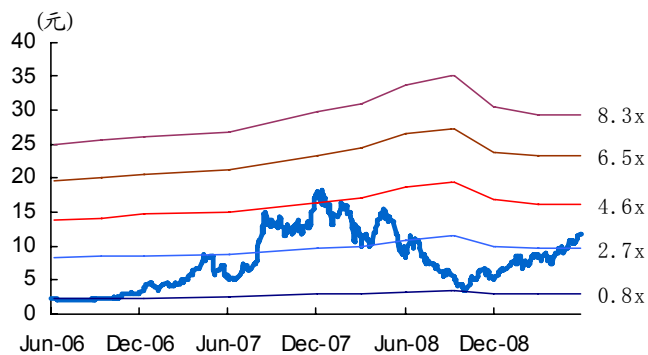
资料来源：公司调研，招商证券预测

图 12：八一钢铁历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 13：八一钢铁历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 6：八一钢铁 2003-2009 年生产经营指标实际及计划

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年计划	备注
商品坯材:万吨	201	218.1	282.37	354.43	387	472	515	09 年计划可能调整至 510~530 万 t。
钢产量: 万吨	200.27	221.75	283.89	362.09	404.36	484.02	550	09 年计划可能调整至 490~510 万 t。
钢材产量: 万吨	187.44	214.48	277.02	354.43	387.38	456	515	08 年宝钢集团八钢公司钢材产量 461.18 万 t。
营业收入: 亿元	47.57	65.38	78.13	87.37	127.91	200.36	180	
营业成本: 亿元	39.83	56.12	69.7	78.7	112.67	181.49		
营业利润: 亿元	4.22	5.41	2.87	1.71	4.38	6.6		
利润总额: 亿元	3.87	5.35	2.73	1.72	4.15	0.56		
净利润: 亿元	3.21	4.37	2.45	1.57	3.99	1.04		
每股收益	0.65	0.74	0.42	0.27	0.68	0.14		
净资产收益率	16.25%	18.87%	10.28%	6.50%	14.52%	3.73%		
总股本: 亿股	4.91	5.9	5.9	5.9	5.9	7.66		

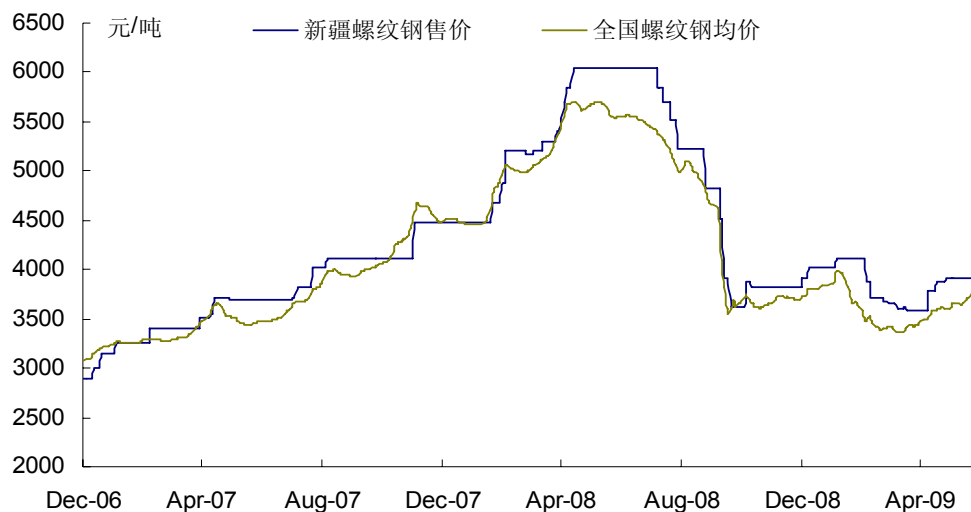
资料来源: 上市公司

表 7：盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12791	20036	17472	20745	22355
营业成本	11267	18149	16269	19067	20506
营业税金及附加	39	44	35	41	45
营业费用	574	748	524	622	671
管理费用	225	203	175	207	246
财务费用	256	399	190	141	94
资产减值损失	(1)	306	0	0	0
公允价值变动收益	0	(123)	5	1	0
投资收益	7	1	3	4	2
营业利润	438	66	287	670	796
营业外收入	2	1	1	1	2
营业外支出	26	11	15	8	6
利润总额	415	56	273	663	791
所得税	16	(48)	30	73	87
净利润	399	104	243	590	704
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	399	104	243	590	704
EPS (元)	0.68	0.14	0.32	0.77	0.92

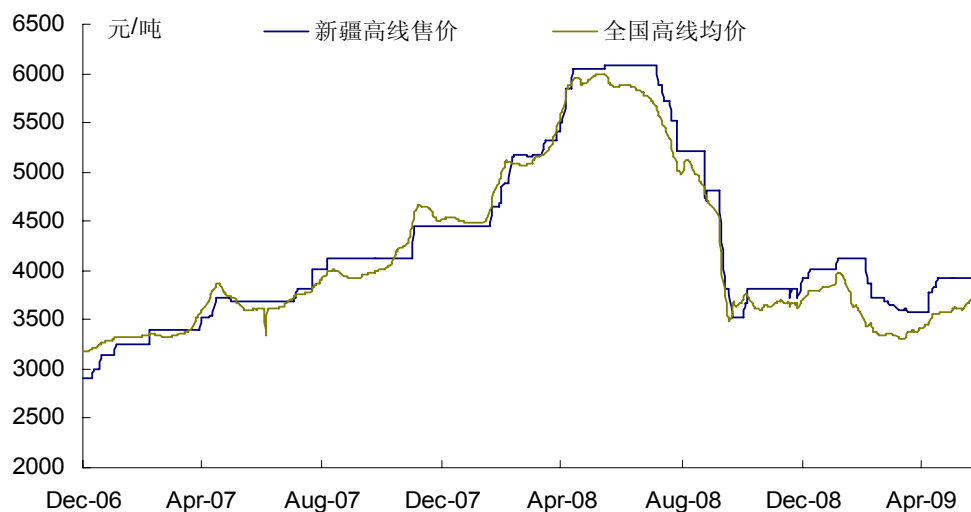
资料来源: 招商证券

图 14: 新疆地区 and 全国螺纹钢售价对比



资料来源: Mysteel, 招商证券

图 15: 新疆地区 and 全国线材售价对比



资料来源: Mysteel, 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4953	5217	4029	4657	5401
现金	463	476	200	200	844
交易性投资	7	8	8	8	8
应收票据	1903	1976	1538	1618	1341
应收款项	11	5	12	17	18
其它应收款	2	3	2	3	3
存货	1715	2110	1619	2087	2448
其他	852	640	651	725	738
非流动资产	5372	6927	6466	5987	5542
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5092	5049	6442	5971	5526
无形资产	10	10	9	8	7
其他	270	1868	15	8	9
资产总计	10324	12144	10495	10644	10943
流动负债	4873	7352	5817	5882	5919
短期借款	1998	3148	1648	1078	500
应付账款	1036	1769	1546	2097	2461
预收账款	955	1130	1383	1487	1394
其他	884	1306	1240	1219	1563
长期负债	2704	1970	1686	1356	1126
长期借款	2704	1970	1686	1356	1126
其他	0	0	0	0	0
负债合计	7577	9322	7503	7239	7045
股本	590	766	766	766	766
资本公积金	855	855	855	855	855
留存收益	1303	1201	1371	1784	2277
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2747	2822	2992	3405	3898
负债及权益合计	10324	12144	10495	10644	10943

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(1751)	(171)	1848	1342	1871
净利润			243	590	704
折旧摊销			461	497	461
财务费用			190	141	94
投资收益			(8)	(4)	(2)
营运资金变动			1235	106	617
其它			(274)	12	(3)
投资活动现金流	(619)	(222)	(35)	(25)	(15)
资本支出			(35)	(25)	(15)
其他投资			(0)	(0)	(0)
筹资活动现金流	2392	406	(2089)	(1317)	(1211)
借款变动			(1833)	(1004)	(908)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(73)	(177)	(211)
其他			(182)	(137)	(92)
现金净增加额	22	13	(276)	0	644

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12791	20036	17472	20745	22355
营业成本	11267	18149	16269	19067	20506
营业税金及附加	39	44	35	41	45
营业费用	574	748	524	622	671
管理费用	225	203	175	207	246
财务费用	256	399	190	141	94
资产减值损失	(1)	306	0	0	0
公允价值变动收益	0	(123)	5	1	0
投资收益	7	1	3	4	2
营业利润	438	66	287	670	796
营业外收入	2	1	1	1	2
营业外支出	26	11	15	8	6
利润总额	415	56	273	663	791
所得税	16	(48)	30	73	87
净利润	399	104	243	590	704
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	399	104	243	590	704
EPS (元)	0.68	0.14	0.32	0.77	0.92

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	44%	57%	-13%	19%	8%
营业利润	150%	-85%	336%	133%	19%
净利润	160%	-74%	134%	142%	19%
获利能力					
毛利率	11.9%	9.4%	6.9%	8.1%	8.3%
净利率	3.1%	0.5%	1.4%	2.8%	3.2%
ROE	14.5%	3.7%	8.1%	17.3%	18.1%
ROIC	8.5%	9.9%	6.0%	11.1%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	73.4%	76.8%	71.5%	68.0%	64.4%
净负债比率	49.4%	49.0%	39.2%	29.3%	20.2%
流动比率	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	1.2	1.6	1.7	1.9	2.0
存货周转率	7.8	9.5	8.7	10.3	9.0
应收帐款周转率	282.7	2531.3	2018.7	1422.9	1284.3
应付帐款周转率	8.1	12.9	9.8	10.5	9.0
每股资料(元)					
每股收益	0.68	0.14	0.32	0.77	0.92
每股经营现金	-2.97	-0.22	2.41	1.75	2.44
每股净资产	4.66	3.68	3.90	4.44	5.09
每股股利	0.05	0.05	0.10	0.23	0.28
估值比率					
PE	17.4	87.1	37.2	15.3	12.8
PB	2.5	3.2	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	49.0	62.9	59.6	42.8	41.4

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。07、08年两度入围新财富钢铁行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。