

八一钢铁 600581.SS

区域优势+资源属性+重组预期

我们看好八一钢铁主要基于以下几点：建筑钢材比例高、吨钢市值低，盈利改善弹性大；受益于新疆需求增长潜力，具备明显区域市场优势；间接受益于新疆丰富的矿石和焦煤资源；宝钢长期整合预期。

投资要点

- 区域市场优势。公司是新疆区域最大钢铁公司，将明显受益于西部大开发中新疆区域发展政策。从历史价格统计看，新疆地区建筑钢材价格比东部平均高出约 200 元/吨，随着更多经济发展政策的实施，新疆钢材价格将获得更大区域溢价。
- 八一钢铁建筑长材比例达 52%，在上市公司中比例较高，从未来 6 个月供需基本面分析，我们看好建筑长材价格相对于板材的表现，地产新开工的增强将为建材需求增加新动力。目前公司吨钢市值 1509 元，在行业处于最低水平，随行业回暖和钢价反弹，未来其盈利改善弹性很大。
- 公司间接受益于新疆区域丰富的矿石和焦煤资源。目前集团公司矿石自给率为 30%，焦煤自给率约 48%，从周边采购矿石和焦煤价格也低于行业平均，铁水综合生产成本在国内处于最低水平。股份公司铁水主要由集团供应，关联交易价格略低于行业铁水成本平均水平，从未来趋势看，集团提供铁水关联交易价格下调仍有较大空间。
- 从中长期看，公司存在与宝钢股份重组预期。目前宝钢集团已经控股八钢集团，但从消除关联交易和宝钢股份长期规划看，八钢被整合进宝钢股份的概率很大。

风险因素：

- 1、公司与集团公司间铁水关联交易价格存在不确定性，这将导致公司盈利难以预测和可能低于预期。
- 2、公司板材产品竞争力较弱，未来可能继续制约公司盈利表现。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

8621-63325888×6099

yangbf@orientsec.com.cn

徐卫

钢铁行业助理分析师

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2009 年 11 月 16 日) 14.18 元

目标价格 (6 个月) 16.2 元

总股本/A 股 (百万股) 766/766

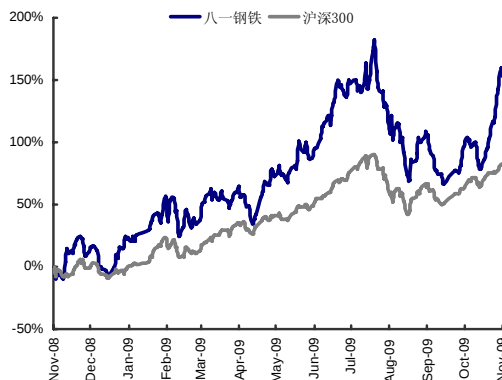
A 股市值 (百万元) 8094

国家/地区 中国

行业 钢铁

报告日期 2009 年 11 月 18 日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	45.9	13.3	186.2
相对表现 (%)	32.0	17.1	60.6

资料来源：WIND

主要财务数据

	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万)	20036	16726	21603
营业利润 (百万)	66	19	743
净利润 (百万)	104	10	623
EPS (元)	0.14	0.01	0.81
ROE (%)	4%	0%	19%
P/E(X)	104.6	1123.0	17.4
P/B(X)	3.9	3.8	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

区域优势

公司是新疆区域最大钢铁公司，将明显受益于西部大开发中新疆区域发展政策。其螺纹钢、热轧产量占新疆自治区产量的 90%左右，线材占比亦达 70%以上，由于今年螺纹钢等建筑长材的旺销，新疆地区以调坯轧材为主的小钢厂产量增加明显，公司产品市占率有所下降，不过公司计划投资新棒线材生产线，其中棒材、线材各 60 万吨，将提升公司在新疆的占有率。

从历史价格统计看，新疆地区建筑钢材价格比东部平均高出约 200 元/吨，随着更多经济发展政策的实施，新疆钢材价格将获得更大区域溢价。

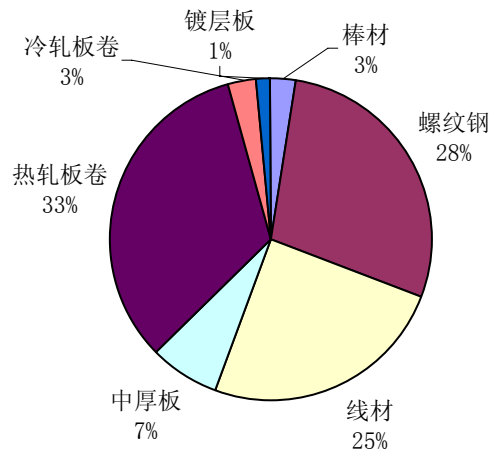
八一钢铁建筑长材比例达 52%，在上市公司中比例较高，从未来 6 个月供需基本面分析，我们看好建筑长材价格相对于板材的表现，地产新开工的增强将为建材需求增加新动力。目前公司吨钢市值 1509 元，在行业处于最低水平，随行业回暖和钢价反弹，未来其盈利改善弹性很大。

表 1：八一钢铁主要设备和生产线

炼铁（在集团）	设备型号	产能	投产时间
	380m ³ ×6	500	
	2500 m ³	175	2008 年 2 月
	2500 m ³	175	2009 年 2 月
	合计	850	
炼钢			
	转炉：25t×2、40t×2、120t×3	550	
	电炉：70t、110t	150	
	合计	700	
轧材	普线	45	
	高线	70	
	型材	70	
	特钢	40	
	1750mm 热轧薄板生产线	300	
	冷轧镀锌彩涂生产线	60	
	4300mm/3500mm 中厚板轧机生产线	60	
	棒材	70	
	新棒线材生产线（棒材、线材各 60 万吨）	120	2009 年 7 月
	合计	835	

资料来源：东方证券研究所

图 1：八一钢铁产品构成 2009 年 1-9 月份



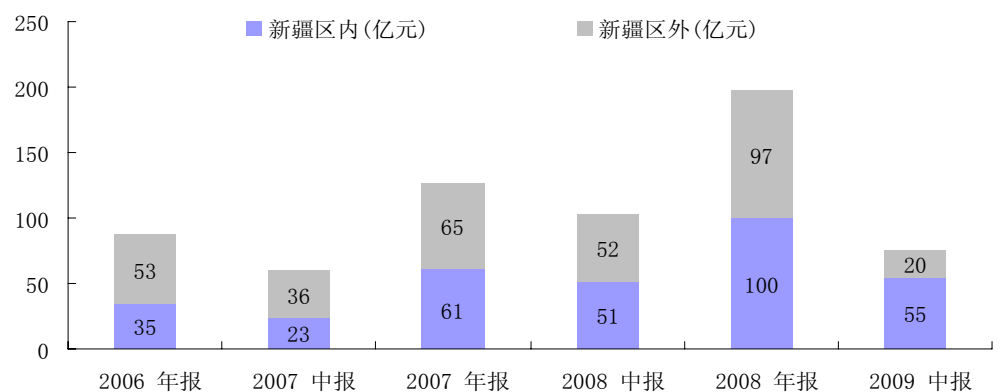
资料来源：东方证券研究所

表 2：八一钢铁分产品产量

	200909	200809	2007	2008	2009E	09E/08
钢材	46.7	44.0	387.4	461.2	508.7	10.3%
棒材	1.2	0.7	30.4	24.5	15.3	-37.5%
螺纹钢	13.0	13.6	130.3	147.8	153.4	3.8%
线材	11.5	9.6	112.6	111.1	124.1	11.7%
中厚板	3.2	1.0	0.0	5.5	24.1	339.7%
热轧板卷	15.4	18.3	99.8	160.8	168.8	4.9%
冷轧板卷	1.3	0.5	9.9	8.1	13.2	63.2%
镀层板	0.6	0.3	3.7	2.7	5.0	83.5%

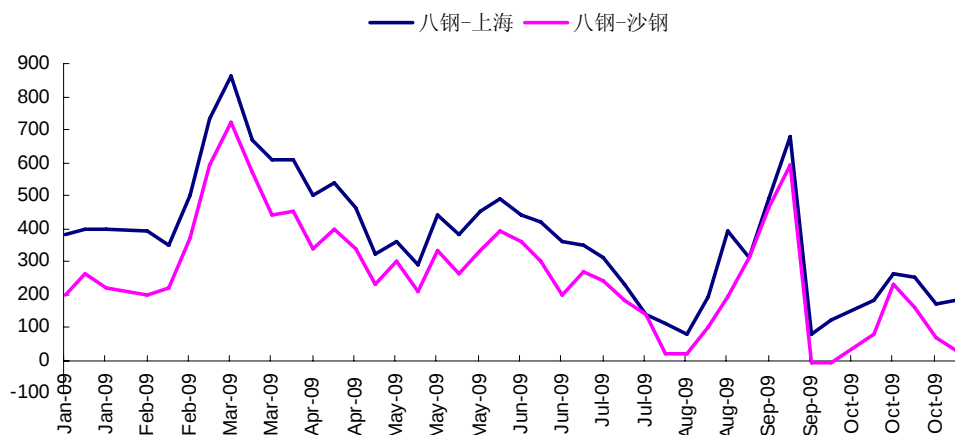
资料来源：东方证券研究所

图 2：八一钢铁销售区域构成



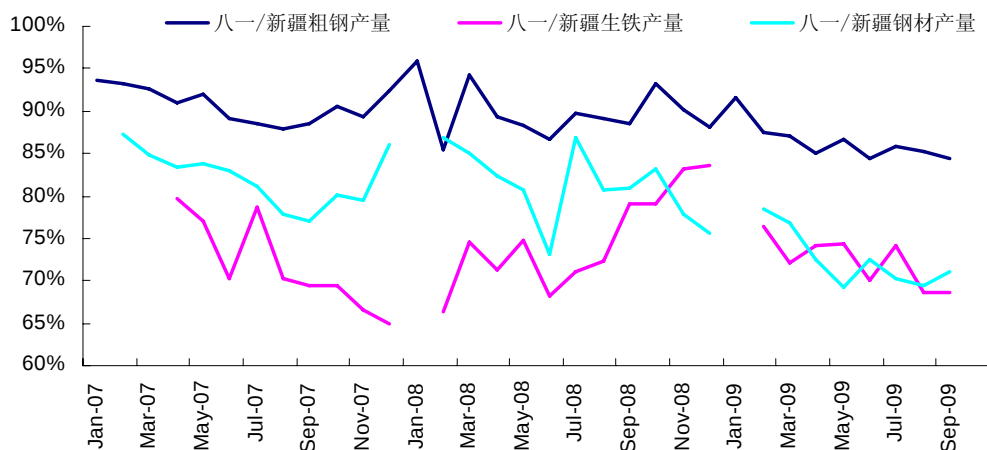
资料来源：东方证券研究所

图 3：新疆与上海螺纹钢价差



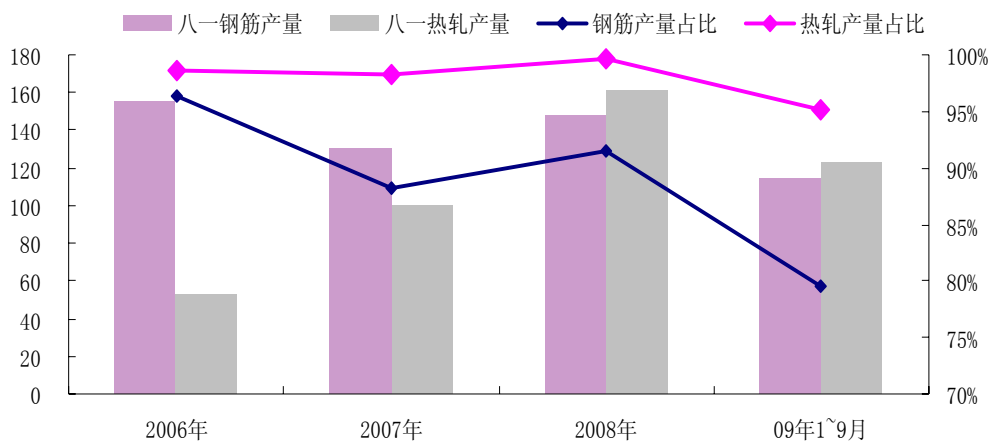
资料来源：东方证券研究所

图 4：八一钢铁新疆地区市场占有率（粗钢、生铁、钢材）



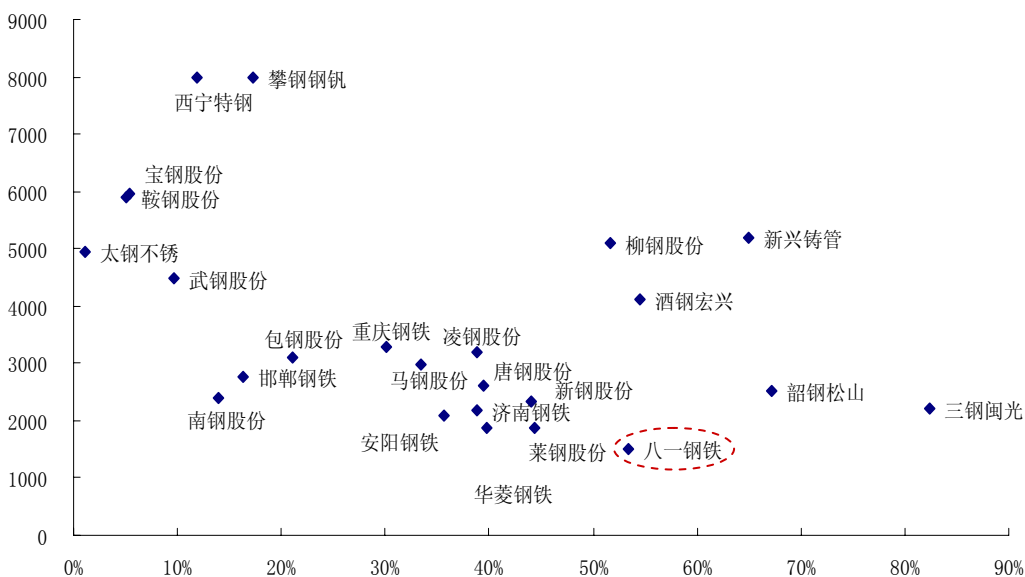
资料来源：东方证券研究所

图 5：八一钢铁新疆地区市场占有率（螺纹钢 热轧）



资料来源：东方证券研究所

图 6：国内钢铁公司建筑长材比例（X 轴）、吨钢市值排序（Y 轴）

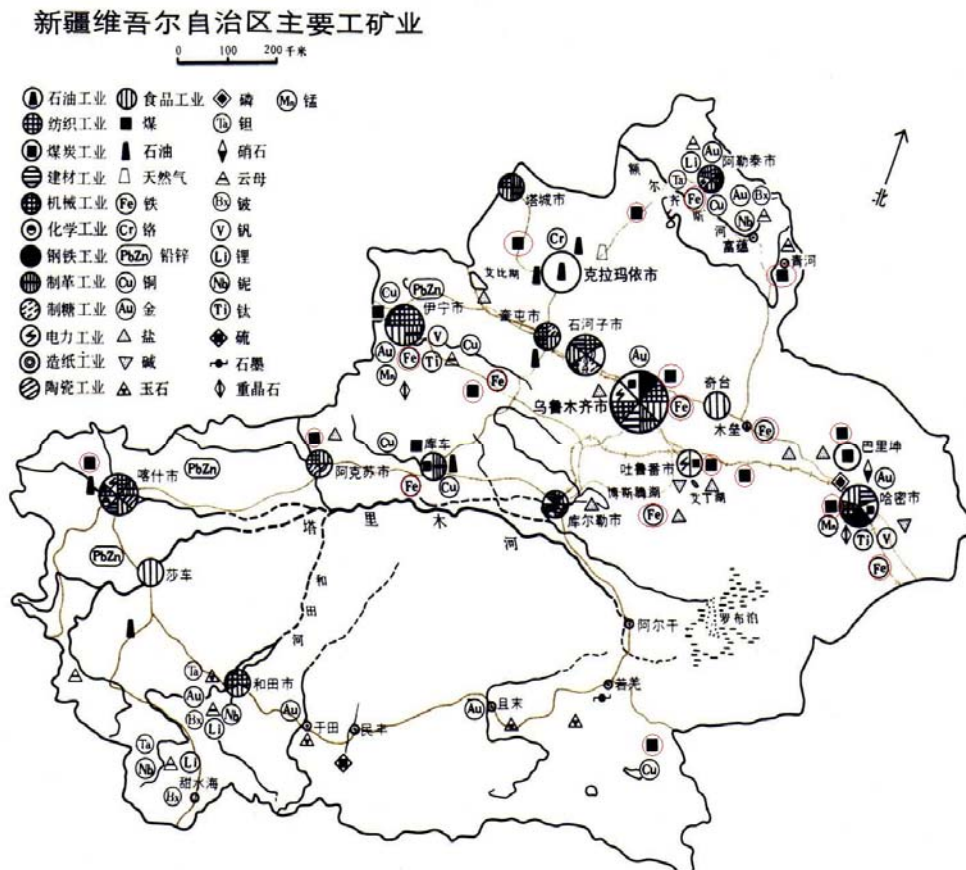


资料来源：东方证券研究所

资源优势

公司间接受受益于新疆区域丰富的矿石和煤炭资源。目前集团公司矿石自给率为 30%，焦煤自给率约 48%，从周边采购矿石和焦煤价格也低于行业平均，铁水综合生产成本在国内处于最低水平。股份公司铁水主要由集团供应，关联交易价格略低于行业铁水成本平均水平，从未来趋势看，集团提供铁水关联交易价格下调仍有较大空间。

图 7：新疆地区矿石和煤炭资源分布



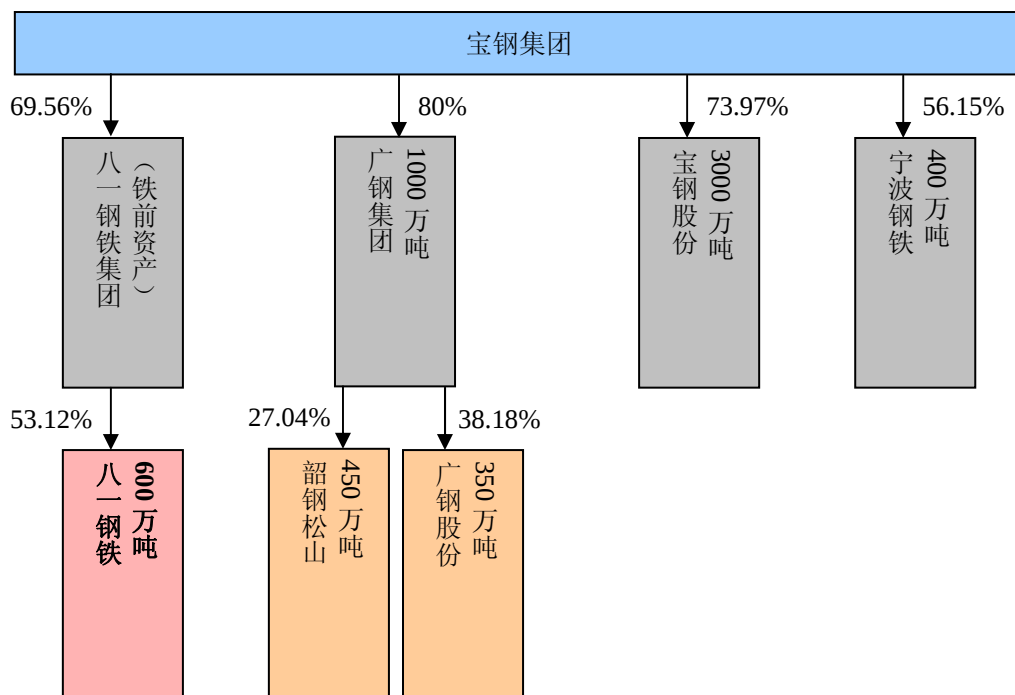
资料来源：东方证券研究所

重组预期

从中长期看，公司存在与宝钢股份重组预期。目前宝钢集团已经控股八钢集团，但从消除关联交易和宝钢股份长期规划看，八钢被整合进宝钢股份的概率很大。从政策层面看，预计年内出台的《钢铁行业准入条件》和《促进钢铁企业兼并重组指导意见》是原有淘汰落后产能和行业并购重组政策加强和延续，对推动国内并购重组影响正面。

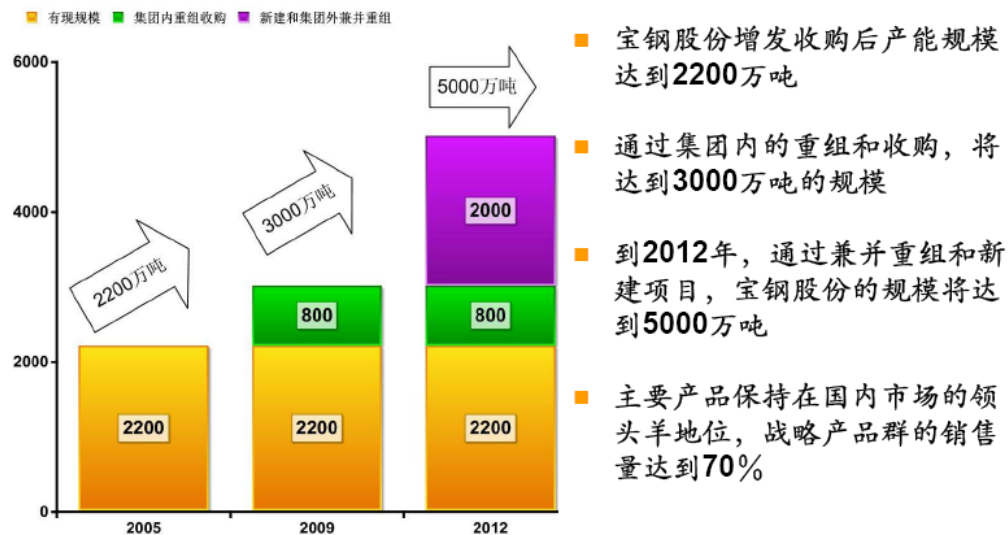
根据宝钢股份产能规划，计划在 2012 年产能达到 5000 万吨，其中包括八一钢铁集团的 600 万吨产能。目前八一钢铁铁水采购主要来自八钢集团，关联交易比例高达，从鼓励消除关联交易和实施整体上市的政策角度，未来八一钢铁集团铁前资产注入股份或者一起并入宝钢的概率较大。

图 8：宝钢集团钢铁资产股权关系



资料来源：东方证券研究所

图 9：宝钢股份的产能规划



资料来源：宝钢股份

附表：八一钢铁盈利预期和财务数据

	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	4953	5217	5455	6252	营业总收入	12791	20036	16726	21603
现金	463	476	1673	2160	营业总成本	12360	19848	16774	20968
应收票据	1903	1976	1650	1728	营业成本	11267	18149	15522	19551
应收账款	11	5	56	32	销售费用	574	748	636	713
预付账款	852	640	1221	1471	管理费用	225	203	169	219
存货	1715	2110	2084	2449	财务费用	256	399	401	432
非流动资产	5372	6927	7792	8345	其他经营收益	8	-121	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	1	0	0
固定资产	5092	5049	6135	7184	营业利润	438	66	-48	635
在建工程	263	1798	1649	1140	营业外收入减支出	-23	-10	59	76
无形资产	10	10	8	10	利润总额	415	56	11	710
资产合计	10324	12144	13247	14597	减：所得税	16	-48	2	107
					净利润	399	104	9	604
应付项目	2370	3167	2987	3587	少数股东损益	0	0	0	0
付息负债	5102	5952	7432	7755	归属母公司净利润	399	104	9	604
短期借款	1998	3148	6220	6362					
长期付息负债	3104	2804	1212	1393					
其他负债	105	204	0	4	成长能力				
负债合计	7577	9322	10419	11346	营业收入同比	44%	57%	-17%	29%
所有者权益	2747	2822	2828	3251	EBITA 同比	152%	-56%	33%	279%
实收资本	590	766	766	766	归属母公司净利润同比	160%	-74%	-91%	6633%
资本公积	855	855	855	855	利润水平				
留存收益	1303	1201	1207	1630	销售毛利率	12%	9%	7%	9%
少数股东权益	0	0	0	0	销售净利率	3%	1%	0%	3%
负债和权益合计	10324	12144	13247	14597	整体绩效				
					ROE	15%	4%	0%	19%
经营活动现金流	-896	1146	-212	1273	ROIC	5%	2%	3%	7%
净利润	399	104	9	604	运营效率				
折旧摊销	449	425	564	660	应收账款周转率	282.7	2531.7	546.8	490.3
营运资金变动	-1736	619	-785	9	存货周转率	8.9	10.5	8.0	9.5
投资活动现金流	-382	-1979	-1429	-1213	偿债能力				
资本支出	-390	-1917	-1499	-1203	流动比率	1.0	0.7	0.6	0.6
长期投资	7	1	0	0	速动比率	0.7	0.4	0.4	0.4
筹资活动现金流	1300	846	1601	67	EBITA / I			0.8	3.0
短期借款	428	1150	3072	142	资产负债率	73%	77%	79%	78%
长期借款	2314	-300	-1592	181	每股指标				
普通股增加	0	177	0	0	EPS	0.68	0.14	0.01	0.79
资本公积	0	0	0	0	每股净资产	4.66	3.68	3.69	4.24
其他	-1442	-181	120	-256	P/E	21.0	104.6	1212.0	18.0
现金净增加额	22	13	-41	127	p/B	3.0	3.9	3.8	3.3

资料来源：东方证券

分析师承诺

杨宝峰：钢铁行业首席分析师

徐 卫：钢铁行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn