

动态报告/公司快评

黑色金属

钢铁

八一钢铁 (600581)
推荐

调研快评

(上调评级)

2010年5月19日

新疆发展，八一受惠

分析师： 郑东 zhengdong@guosen.com.cn 010-82254160

证书编号：S0980209070367

联系人： 秦波 qinbo@guosen.com.cn 010-66026317

事项：

近日，我们对八一钢铁进行了实地调研走访。从调研的情况来看，八一钢铁具有明显的资源优势，公司大股东八钢集团铁矿石自给率，按现有铁矿石产量计算，大约为30%左右，但如按铁矿资源储量计算，满足率可超过100%，煤炭自给率在48%左右，铁水关联交易价格订价较低，因此八一钢铁具备较强的成本竞争能力。公司还具有较强的区域优势。新疆幅员辽阔，占我国国土面积的1/6，首府乌鲁木齐离最近的内陆省会城市-兰州-的距离也有近1900公里，运输成本高昂，市场比较独立，难以受到中东部市场的冲击。更难得的是，大力发展新疆已经是维护祖国统一、确保长治久安的国家战略，新疆钢铁需求必将大幅提高，八一钢铁将直接受益。

综合分析，我们预计公司2010/2011年EPS在0.7/1.0元左右，对应目前股价其PE分别为16/11.3倍，公司目前PB为2.7倍，钢铁行业平均水平为1.42倍，估值相对偏高，但考虑到公司2011年资源自给率、产能利用率的提高及优越的区域主题投资，将凸现八一钢铁的地域优势和资源优势。目前该股股价受地产调控政策对上下游行业产生短期负面影响，加之国家宏观经济政策的收紧预期的影响，股价跌幅已超过30%，属严重超跌，已具有较好的安全边际，未来受益于新疆发展，反弹空间很大，鉴于此，我们给予公司“推荐”评级。

调研要点：

■ 新疆最大的钢铁企业，未来计划实现粗钢产能规模1000万吨

八一钢铁是新疆地区最大的钢铁公司。目前八一钢铁铁水全部来自于母公司八钢集团，主要生产设备有2座265m烧结机、4座4.3米42孔焦炉、1座4.3米49孔捣固焦炉、4座6米55孔大型焦炉、2座2500m高炉、6座380m高炉。目前八钢集团铁水产能规模为590万吨。

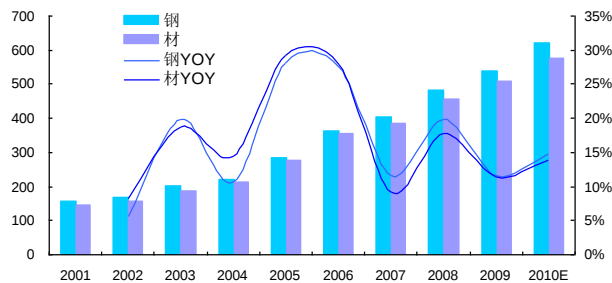
粗钢全部由股份公司生产，拥有2座25吨、2座40吨、3座120吨转炉、1座70吨电炉和1座110吨电炉，设计产能规模700万吨，实际产能可达800万吨。铁水不足部分通过市场采购废钢弥补。

轧钢生产线也全在上市公司，目前拥有小型材、中型材、高速线材、冷轧、镀锌彩涂机组、1750热轧机组、4200/3500mm中厚板轧机生产线，累计产能规模700万吨。由于铁水产能不足，公司钢、材生产线产能均受限制。

产品结构方面，公司主要品种为热轧、中厚和各类长材，产能分别为300、60、340万吨。公司中厚板产能只有60万吨，主要是一方面公司受制于上游铁水生产瓶颈、另一方面新疆中厚板需求相对不强，因此公司只配套了一套单轨道单机架，二期工程第二套机架装配完成后，设计产能可以达到120万吨。由于新疆板材需求复苏缓慢，公司热轧、中厚板开工率70%不到，而长材开工率在100%。2010年，公司计划钢、材产量分别为620、578万吨，其中长材类产品约340万吨，占比约60%，板材类产品340万吨，占比约40%。

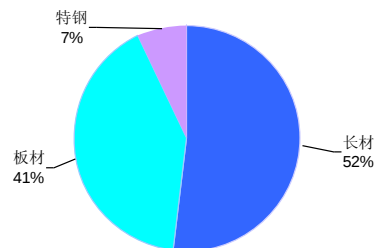
2007年4月底八钢加入宝钢集团后，原计划到2012年实现产钢1000万吨。虽然公司规划进度可能受国家宏观调控有些影响，但既定的方向没有变化，公司第三个2500m³高炉已经于今年3月开工建设。

图 1：八一钢铁钢、钢材产量走势（单位：万吨）



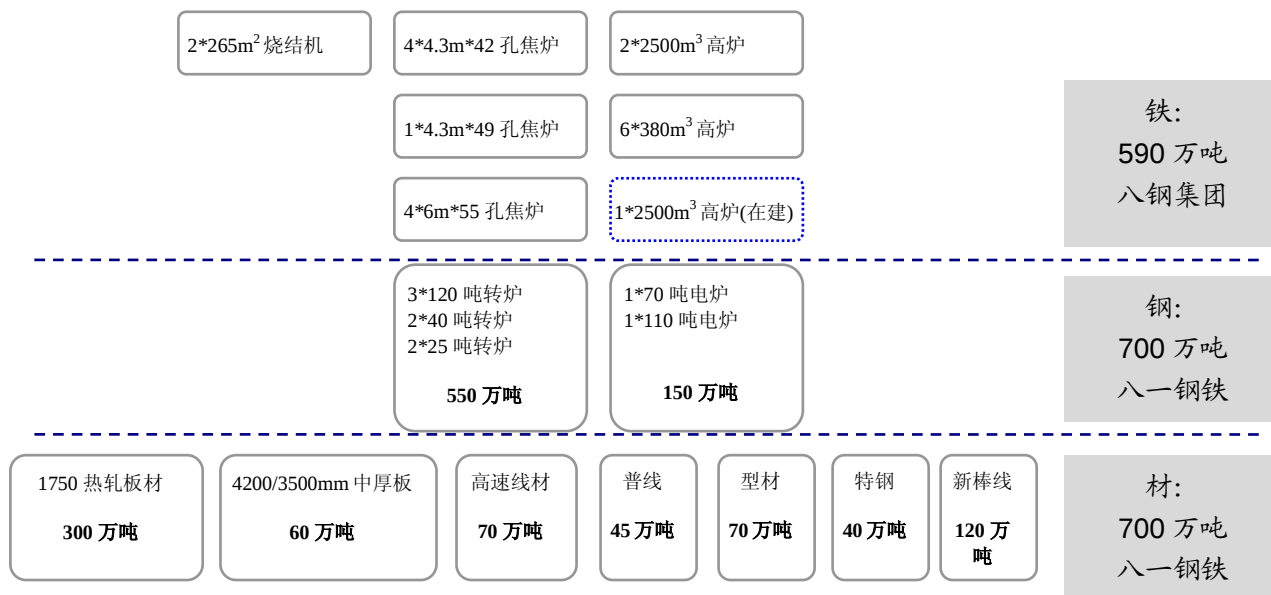
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

图 2：八一钢铁主要品种产量占比



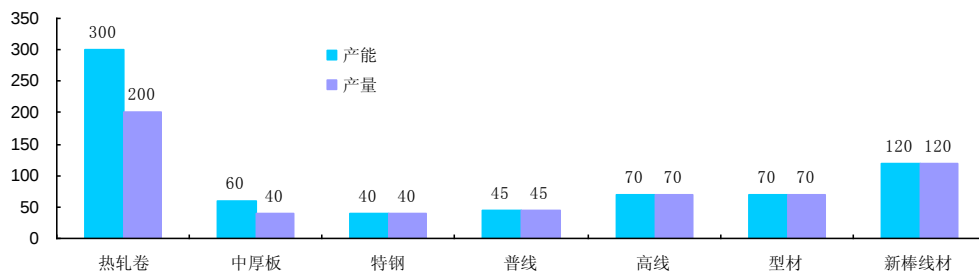
资料来源：调研信息，国信证券经济研究所

图 3：八一钢铁主要生产线及生产装备



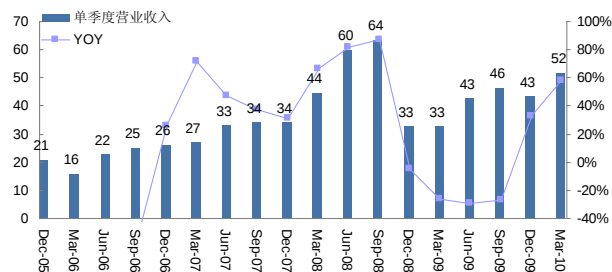
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

图 4：2010 年八一钢铁不同钢材品种产能及预测产量对比（单位：万吨）



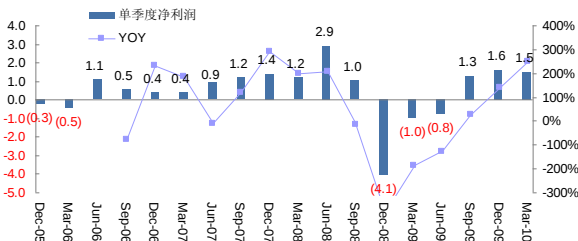
资料来源：调研数据，国信证券经济研究所

图 5：八一钢铁单季度营业收入走势（单位：亿元）



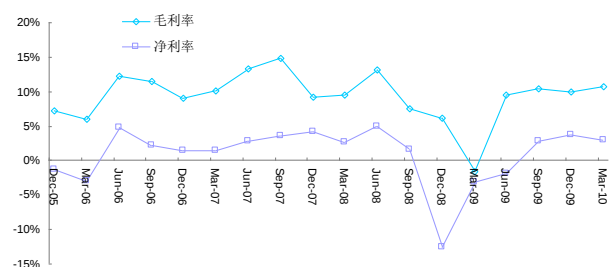
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

图 6：八一钢铁单季度营业利润走势（单位：亿元）



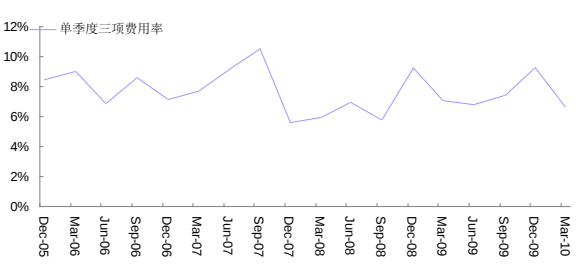
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

图 7：八一钢铁毛利率、净利率走势



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

图 8：八一钢铁三项费用率走势



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

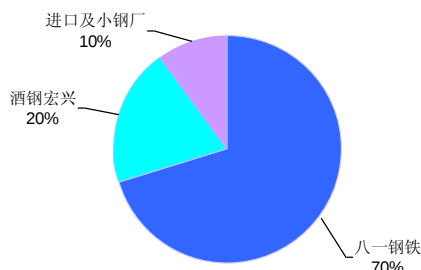
■ 公司具有较明显的区域优势和政策优势

新疆地处西北边陲，总面积 166 万平方公里，占全国陆地总面积的六分之一，周边与俄罗斯、哈萨克斯坦等 8 个国家接壤；是中国面积最大、毗邻国家最多的省区。新疆首府乌鲁木齐离最近的内陆省会城市-兰州-距离也有近 1900 公里，运输成本高昂，市场比较独立，难以受到中东部市场的冲击，同等型号的钢材品种有一定的区域溢价，新疆地区比其它地区高出 200 元/吨左右。

作为一个占我国国土面积六分之一的多民族的西北边境省份，新疆的长治久安已经成为维护我国领土完整、确保社会稳定的最重要的国家战略之一。去年 11 月以来，国家各部委、全国多个省领导都率团密集考察新疆，积极推进新疆跨越式发展和长治久安工作。预计在近日将召开新疆经济工作会议，或将在国务院原有文件的基础上，从加强基础设施建设、推进优势资源转化、财税政策改革、改善民生、推动兵团发展、制定各省对口援疆支持、面向中亚扩大对外开放等七个方面推出一系列振兴政策。我们需要从全局和战略的高度去理解新疆经济发展持续的力度和广度。

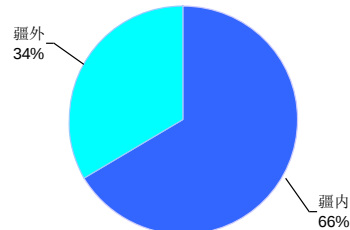
八一钢铁作为新疆最大的钢铁企业，在新疆市场占有率为 70%，而其产品也是约 70% 的产品在疆内销售，另外 30% 的产品在疆外销售。其中，建筑钢材基本全在疆内销售。目前，支援新疆的具体细节尚未公布，但加强基础设施建设，改善民生工程将是重点。八一钢铁作为新疆最大的钢铁企业，必将长期受益于新疆的跨越式发展。

图 9：新疆钢材市场占有率情况



资料来源：国信证券经济研究所

图 10：八一钢铁市场销售区域分布



资料来源：国信证券经济研究所

表 1：新疆钢材价格与全国钢材平均价格比较（单位：元/吨）

新疆地区	线材 (Q235Φ6.5-10mm)	螺纹钢 (HRB335Φ16-25mm)	热轧板卷 (Q235 3.75mm)	中厚板 (Q235 14-24mm)
20100511	4770	4550	4830	5330
20100420	4820	4820	4830	5330
20100413	4820	4820	4830	5130
全国平均	线材 (Q235Φ8mm)	螺纹钢 (HRB335Φ25mm)	热轧板卷 (Q235 2.75mm)	普中板
20100511	4456	4412	4744	4803
20100420	4594	4521	4794	4827
20100413	4605	4547	4800	4813
价格差额				
20100511	314	138	86	527
20100420	226	299	36	503
20100413	215	273	30	317

资料来源：Custeel，国信证券经纪研究所

■ 新疆丰富的铁矿石、煤炭资源可确保公司低成本，未来资源自给率可达到 100%

定价方式：目前公司所需铁水需向大股东八钢公司购买，铁水关联交易结算价格根据八钢铁水还原工艺成本，结合同类生铁市场交易价格及当年当月钢材市场平均销售价格（不含税价）的变化，加成不超过 5% 的利润率确定。

铁水采购价格：八钢集团在哈密地区和阿勒泰地区有雅满苏(包括磁海)、蒙库两座铁矿，目前铁矿石自给率为 30% 左右，另外 30% 左右在新疆当地采购，目前成本价格在 800 元/吨左右，余下 40% 左右从哈萨克斯坦进口，价格介于三大矿山的长协价格与现货价格之间，目前在 140-150 美元/吨左右。此外，八钢在乌鲁木齐艾维尔沟还有一座以生产焦煤为主的煤矿，煤炭自给率 48%，剩余在新疆当地购买，成本也低于内陆地区。因此，八钢铁水成本相对较低，2009 年八钢铁水成本在 1840 元/吨左右，因此八一钢铁从八钢公司采购的铁矿石关联交易价格为 1930 元/吨（不含税），而全国平均炼铁工艺成本在 2070 元/吨左右，八一钢铁的采购价格较全国平均价格低了 6.76%。

现有矿山介绍：雅满苏矿位于哈密市雅满苏镇，储量 2200 万吨，1958 年开采，至 2008 年露天矿接近枯竭，目前已经转入井下开采，原矿产量为 30 万吨/年。从雅满苏矿向南 110 公里是磁海铁矿，原矿产能为 80 万吨/年；与雅满苏、磁海配套的选矿厂选矿能力已达到年处理原矿 115 万吨，生产铁精粉 55 万吨，生产球团矿 40 万吨。新疆蒙库铁矿储量达 2.2 亿吨，平均品位 43%，是目前发现的西北地区第二大、新疆第一大铁矿床。该矿床以磁铁矿居多，具有埋藏浅、储量大、原矿品位高、易开采、易磨易选等特点。由于其矿石品位高，选矿比达 1.85: 1，

与国内选矿比平均水平 3: 1 相比选矿成本大大降低, 而且铁精粉品味 64%, 最高可达 68%。此外该矿还具有矿体集中、大型整装、交通便利等特点。目前蒙库铁矿已经形成 400 万吨采矿、400 万吨选矿、200 万吨精矿粉和 70 万吨球团矿生产能力。八钢公司在艾维尔沟煤矿年原煤产量 220 万吨, 精煤产量 180 万吨, 其中大部分为主焦煤, 自给率 48%。

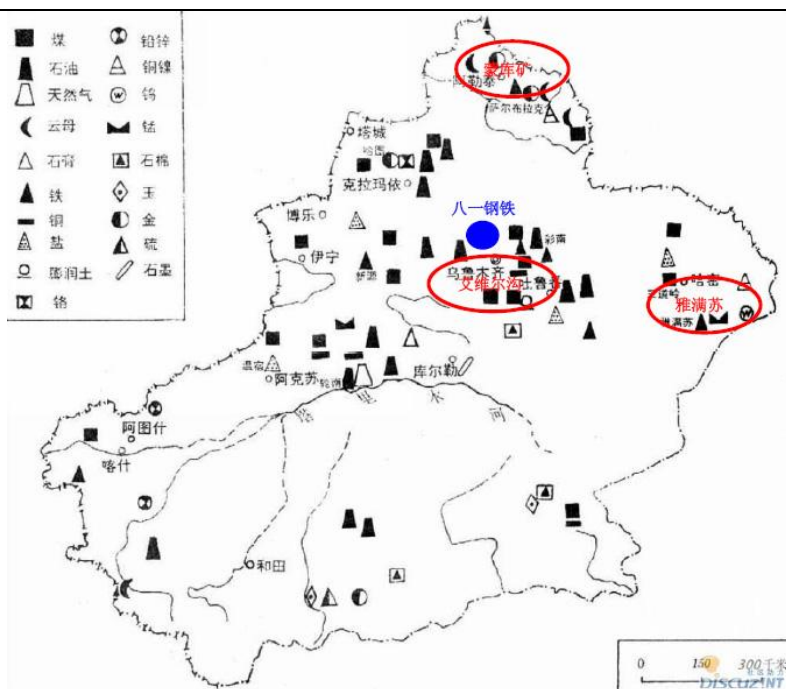
表 2: 八钢集团矿产资源情况

矿石名称	资源量/储量	品位	年产量
雅满苏铁矿/蒙库铁矿	0.8 亿吨	52%	40 万吨球团矿
蒙库铁矿	2.2	43%	200 万吨铁精粉
艾维尔沟煤矿	/	/	原煤产量 220 万吨, 精煤产量 180 万吨

资料来源: 公司网站, 国信证券经纪研究所

未来前景: 新疆地区铁矿分布广、类型全、富矿多。根据新疆地矿研究所 1986 年用德尔菲法预测, 新疆铁矿资源总量达 77.8 亿吨。目前已探明储量约 8 亿吨, 在西北地区居第二位, 其中富矿约占 25%, 远远超过全国富矿比例不到 5% 的水平, 显示了新疆铁矿质量的优势。新疆地区焦煤资源也很丰富, 储量达 87 亿吨, 煤炭预测资源量则达到 2.19 万亿吨, 占全国的 40%。目前八钢集团在南疆巴州、和田、喀什都在勘探开发, 但是原矿品味都较低, 而且以钒钛磁铁矿为主, 采选比 6:1, 最终产成品为球团矿品位为 56%。八钢公司将继续加大在新疆的开矿力度, 在 2012 年矿石自给率将达到 100%。

图 11: 新疆地区矿产资源分布图 及 八一钢铁与其主要矿产资源地理分布图



资料来源: 国信证券经济研究所

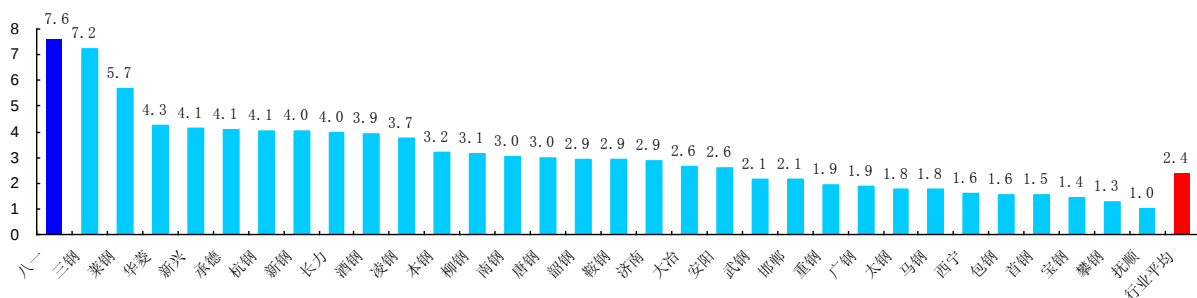
■ 整体上市解决关联交易是大势所趋, 但时间尚不确定

目前八一钢铁的铁水 100% 从上市公司购买, 加上其它关联交易项目, 采购环节累计关联交易总额占 80% 左右。从完善公司治理结构出发, 八钢公司铁水生产系统将择机注入上市公司, 实现钢铁资产整体上市, 但目前时间难以确定。

■ 股本较小钢材产量较高，业绩弹性大

由于八一钢铁股本较小钢材产量较高，EPS 随钢价波动较大。公司股本只有 7.66 亿股，对应其 580 万吨的钢材生产水平来看相当于每股 7.57 公斤的钢材产量，在钢铁行业里面最高。如果成本变化不大，则钢铁价格每上升 100 元/吨，则八一钢铁理论上可以增加每股收益 0.53 元，弹性处于钢铁行业最高。

图 12：国内钢铁行业上市公司每股钢材产量对比（单位：公斤/股）

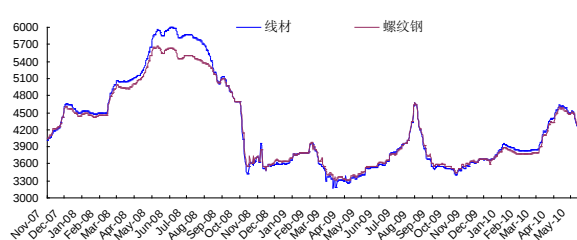


资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所

■ 政策的负面预期致钢价下跌，钢铁行业未来不确定性仍然较大

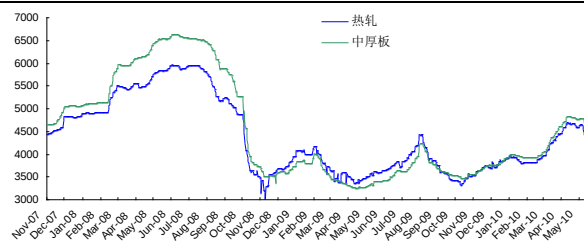
4 月中旬随着国家对房价调控措施的出台，金融市场进入调整期，前期受成本推动而大幅上涨的钢价也显出需求支撑力度不足的症状，钢材期货、现货价格均出现不同程度的下调。就后市来看，目前全球面临通货膨胀的压力，收缩流动性将是各国政府的主要任务，货币政策收紧的方向将不会改变。而就国内钢铁需求来看，地产新政虽然希望通过打压投机需求、扩大土地供给、增加各类房源来改变国内房市现况，但短期内严厉的调控政策对市场成交、开工预期等方面带来的负面影响仍占主要因素，钢铁需求面临冲击，不确定性仍然较大，钢铁价格仍难企稳。

图 13：全国螺纹钢、线材平均价格走势（单位：元/吨）



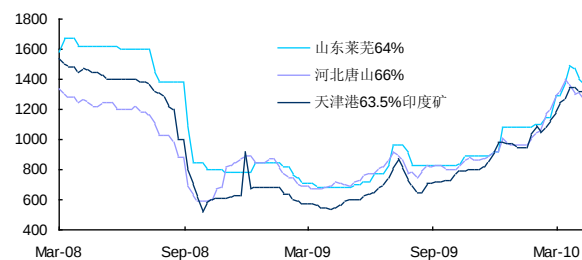
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 14：全国中厚板、热轧平均价格走势（单位：元/吨）



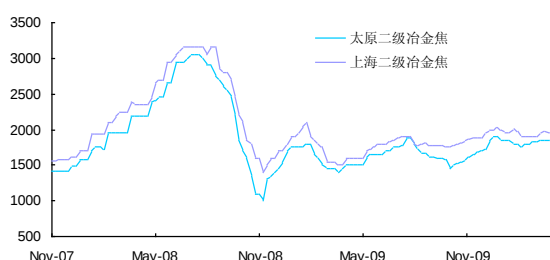
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 15：全国铁矿石平均价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 16：全国冶金焦平均价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

■ 业绩预测与投资建议：上调为“推荐”评级

2010 年第一季度，集团铁水还原工艺成本在 2100 元/吨左右，较 2009 年平均价格高出 250 元/吨左右，但由于公司 1 季度钢材销售超过了 150 万吨，其中 3 月份钢材销售量达到 66 万吨，创历史最高水平，同时钢材价格逐步回升，公司一季度实现每股收益 0.20 元。第二季度开始，公司成本也将有所上涨，新疆地区铁矿石现货均价从 560 元/吨上涨到 850 元/吨，进口哈萨克斯坦的球团矿价格也上涨到 140-150 美元/吨之间，今年第二到第四季度每季钢材销售量也在 150 万吨左右，而钢铁行业下半年盈利情况仍存在一定的不确定性，公司虽然有较高资源、区域优势，但仍难以避开行业影响。

2011 年，新疆跨越式发展将进入正式实施阶段，钢材需求料将较 2010 年有较大提高，公司板材产能利用率也将进一步提高，预计钢材产量规模同比将增加 15% 左右；另一方面，八钢集团也在加大铁矿石收购、开采力度，预计铁矿石自给率也将进一步提高，毛利率有望提升。

综合来看，我们预计公司 2010/2011 年 EPS 在 0.7/1.0 元左右，对应目前股价其 PE 分别为 16/11.3 倍，公司目前 PB 为 2.7 倍，钢铁行业平均水平为 1.42 倍，估值相对偏高，但考虑到公司 2011 年资源自给率、产能利用率的提高及优越的区域主题投资，将凸现八一钢铁的地域优势和资源优势。目前该股股价受地产调控政策对上下游行业产生短期负面影响，加之国家宏观经济政策的收紧预期的影响，股价跌幅已超过 30%，属严重超跌，已具有较好的安全边际，未来受益于新疆发展，反弹空间很大，鉴于此，我们给予公司“推荐”评级。

表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	487	341	1949	3076
应收款项	2080	2700	3099	3604
存货净额	2135	2722	3114	3616
其他流动资产	250	214	245	285
流动资产合计	4966	5990	8420	10595
固定资产	7522	6978	6670	6332
无形资产及其他	9	9	9	9
投资性房地产	102	102	102	102
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	12599	13078	15201	17037
短期借款及交易性金融负债	4632	3375	3934	3919
应付款项	1639	2089	2390	2775
其他流动负债	1662	2122	2422	2817
流动负债合计	7933	7587	8746	9510
长期借款及应付债券	1770	2270	2770	3270
其他长期负债	3	7	10	13
长期负债合计	1773	2277	2780	3283
负债合计	9706	9863	11526	12794
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2894	3215	3675	4244
负债和股东权益总计	12599	13078	15201	17037

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.14	0.70	1.00	1.24
每股红利	0.48	0.28	0.40	0.49
每股净资产	3.78	4.19	4.79	5.54
ROIC	5%	9%	12%	15%
ROE	4%	17%	21%	22%
毛利率	8%	10%	11%	11%
EBIT Margin	2%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	5%	7%	7%	7%
收入增长	-18%	30%	15%	16%
净利润增长率	6%	386%	43%	24%
资产负债率	77%	75%	76%	75%
息率	4.3%	2.5%	3.6%	4.4%
P/E	78.3	16.1	11.2	9.1
P/B	3.0	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	21.6	12.9	11.3	10.4

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16453	21355	24516	28512
营业成本	15189	19167	21908	25380
营业税金及附加	28	49	51	58
销售费用	671	875	973	1154
管理费用	214	290	300	369
财务费用	376	372	370	390
投资收益	0	61	0	0
资产减值及公允价值变动	107	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	82	662	915	1161
营业外净收支	(4)	(13)	(13)	(13)
利润总额	78	650	902	1149
所得税费用	(32)	114	135	201
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	110	536	767	948

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	110	536	767	948
资产减值准备	(610)	304	0	0
折旧摊销	497	456	495	515
公允价值变动损失	(107)	0	0	0
财务费用	376	372	370	390
营运资本变动	(440)	47	(220)	(263)
其它	610	(304)	0	0
经营活动现金流	60	1039	1042	1199
资本开支	(669)	(215)	(187)	(177)
其它投资现金流	(6)	0	0	0
投资活动现金流	(675)	(215)	(187)	(177)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(200)	500	500	500
支付股利、利息	(367)	(214)	(307)	(379)
其它融资现金流	1760	(1256)	559	(16)
融资活动现金流	626	(971)	752	105
现金净变动	12	(146)	1607	1128
货币资金的期初余额	476	487	341	1949
货币资金的期末余额	487	341	1949	3076
企业自由现金流	(261)	1091	1180	1355
权益自由现金流	1299	28	1925	1517

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。