

强烈推荐-B (维持)**八一钢铁 600581.SH**

目标估值: 17.40 元

当前股价: 12.52 元

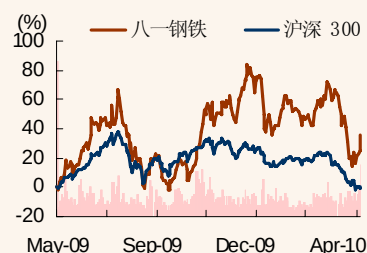
2010 年 5 月 23 日

近水楼台先得月，受益新疆大开发**基础数据**

上证综指	2584
总股本(万股)	76645
已上市流通股(万股)	76645
总市值(亿元)	96
流通市值(亿元)	96
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	11.8
资产负债率	77.0%
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	-18	-12	33
相对表现	-5	12	32

**相关报告**

- 1、《八一钢铁(600581)——新疆区域钢铁王者，一季度业绩将超市场预期》2010/4/6
- 2、《八一钢铁(600581)——四季度业绩超预期，提高盈利预测》2010/1/29
- 3、《八一钢铁(600581)——板材拖累业绩，成长仍可期待》2009/10/30

张士宝

0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn
 S1090208070227

林向涛

linxt@cmschina.com.cn
 S1090208030188

5月17日至19日，中共中央、国务院召开新疆工作座谈会。“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多，将带动疆内钢铁需求大幅增长，八一钢铁作为新疆地区最大的钢铁生产企业，将近水楼台先得月，尽享新疆大开发带来的受益，重申“强烈推荐-B”的投资评级，目标价 17.4 元。

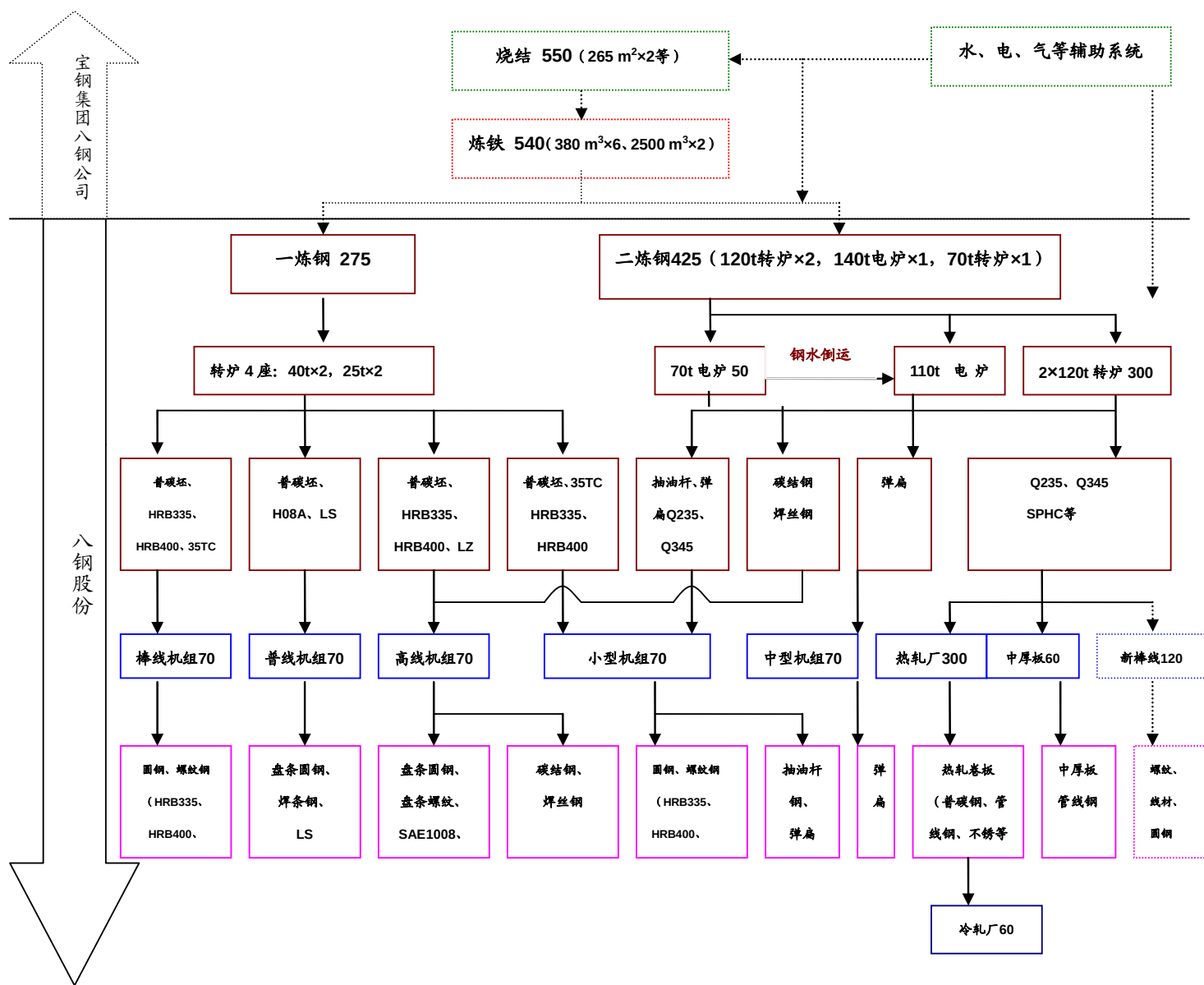
- **新疆大开发，十二五期间固定资产投资将翻番。**新疆地区 2009 年全社会固定资产投资 2419 亿元，同比增长 7.04%，远远落后全国 30.1% 的同比增速，预计 2010 年疆内固定资产投资达到 15% 的历史平均增长幅度，则十一五期间疆内固定资产投资合计达到 10878 亿元，粗略估计十二五期间翻番总额达到 21756 亿元，每年平均 4351 亿元。
- **固定资产投资大幅增长带动钢铁需求暴增。**按照历史平均新疆亿元固定资产投资带动粗钢产量 0.215 万吨算，每年疆内粗钢需求需要 928 万吨，较 2009 年年产量要增长 48%；若按全国 2009 年亿元固定资产投资带动粗钢产量 2.52 万吨（为历史最低数值），新疆每年粗钢需求量将达到一亿吨，新疆钢铁需求空间广阔。
- **八一钢铁近水楼台先得月，将尽享新疆大开发带来的需求增长。**八一钢铁是新疆地区最大的钢铁企业，建筑用钢疆内市场占有率 70% 以上，目前粗钢产能约 700 万吨，轧钢产能约 705 万吨，其中长材产能约 345 万吨，板材产能 360 万吨；钢材疆内销售约占 66%，疆外销售约占 34%。
- **八一钢铁与八一钢铁集团铁水关联交易价格仅提高 90 元/吨，在铁矿石售价翻番的情况下，低成本比较优势明显。**原材料成本方面，公司 2009 年集团供股份铁水价格约 1940 元/吨，今年已上调至 2030 元/吨，上调幅度为 4.64%；另公司焦炭 50% 自给，其余约有 40 万吨购自山西。
- **投资建议：**我们预计八一钢铁 2010 - 2012 年 EPS 分别为 0.87、1.04 和 1.12 元，给予 2010 年 20 倍市盈率，目标价 17.4 元，若资产注入启动且铁矿、煤矿同时注入，股价有望超越 20 元。维持强烈推荐-B 的投资评级。
- **风险因素：**铁水关联交易价格提高。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	20036	16453	19839	21003	22042
同比增长	57%	-18%	21%	6%	5%
营业利润(百万元)	66	82	755	896	968
同比增长	-85%	25%	817%	19%	8%
净利润(百万元)	104	110	670	795	860
同比增长	-74%	6%	508%	19%	8%
每股收益(元)	0.14	0.14	0.87	1.04	1.12
PE	92.4	87.1	14.3	12.1	11.2
PB	3.4	3.3	2.9	2.4	2.1

资料来源：招商证券

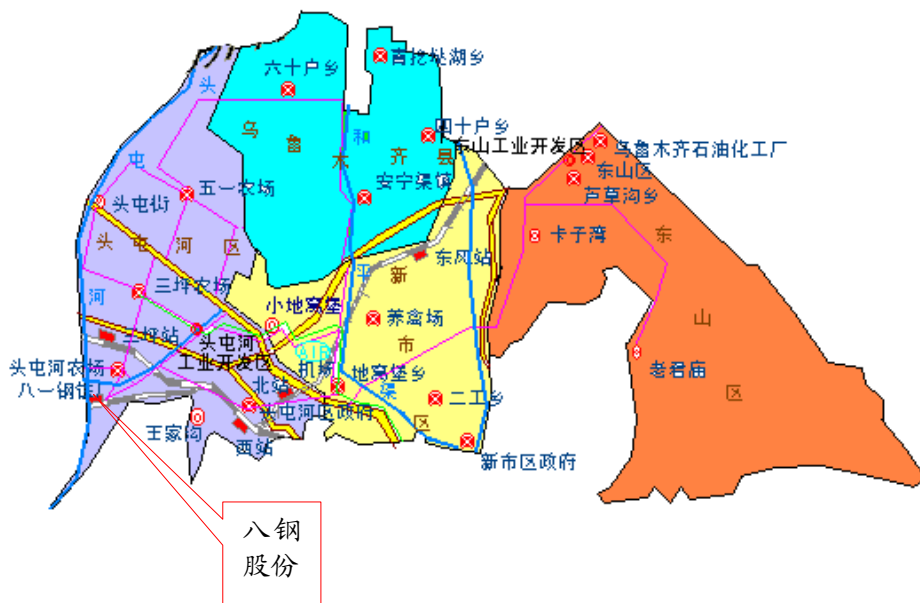
图 1：八一钢铁最新金属料平衡图



资料来源：上市公司，招商证券

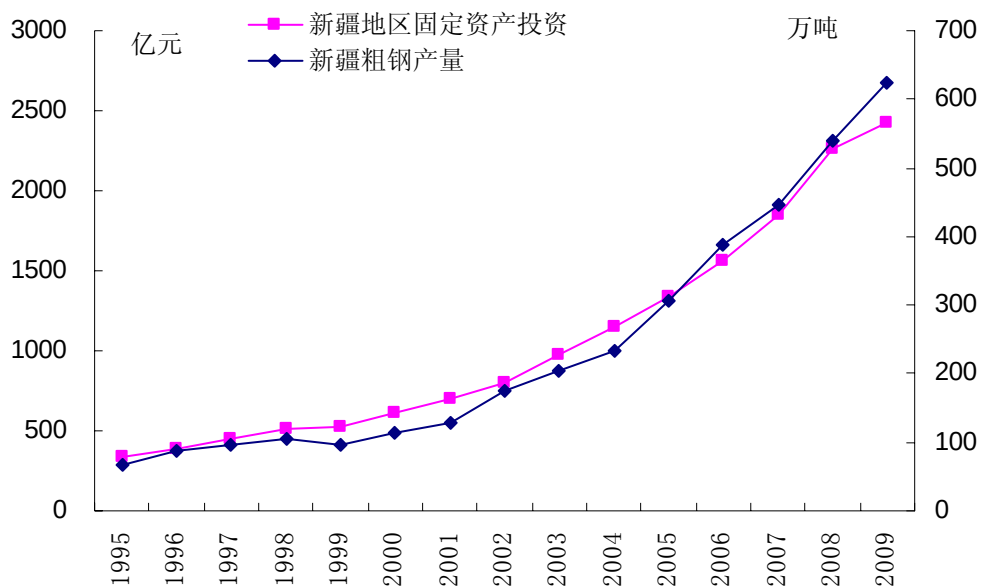
备注：单位为万吨，

图 2：八钢地理位置优越（兰新线与“欧亚大陆桥”相连）



资料来源：公司网站

图 3、新疆地区固定资产投资和疆内粗钢产量



资料来源：国家统计局，招商证券

表 1：八一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	
	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				普钢搬迁一期 60 万吨, 预计 09 年下半年投产 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

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5217	4966	5456	5913	6186
现金	476	487	400	400	400
交易性投资	8	14	15	15	15
应收票据	1976	2075	2381	2520	2645
应收款项	5	2	4	4	4
其它应收款	3	3	0	0	0
存货	2110	2135	2127	2415	2536
其他	640	250	530	558	586
非流动资产	6927	7634	8527	8838	8934
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5049	6751	8409	8721	8817
无形资产	10	9	9	8	7
其他	1868	873	110	110	110
资产总计	12144	12599	13984	14751	15120
流动负债	7352	7933	8838	9049	8816
短期借款	3148	4332	5289	5521	5158
应付账款	1769	1539	1643	1712	1759
预收账款	1130	1473	1590	1489	1564
其他	1306	589	317	326	335
长期负债	1970	1773	1783	1783	1783
长期借款	1970	1770	1770	1770	1770
其他	0	3	13	13	13
负债合计	9322	9706	10621	10832	10599
股本	766	766	766	766	766
资本公积金	855	855	855	855	855
留存收益	1201	1273	1742	2298	2900
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2822	2894	3363	3919	4521
负债及权益合计	12144	12599	13984	14751	15120

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(171)	56	1316	1389	1782
净利润			670	795	860
折旧摊销			609	688	704
财务费用			419	433	412
投资收益			(51)	(51)	(51)
营运资金变动			(310)	(490)	(144)
其它			(22)	13	1
投资活动现金流	(222)	(128)	(1501)	(1000)	(800)
资本支出			(1500)	(1000)	(800)
其他投资			(1)	0	0
筹资活动现金流	406	83	98	(389)	(982)
借款变动			657	232	(363)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(201)	(239)	(258)
其他			(358)	(382)	(361)
现金净增加额	13	12	(87)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20036	16453	19839	21003	22042
营业成本	18149	15189	17665	18612	19545
营业税金及附加	44	28	40	42	44
营业费用	748	671	655	693	727
管理费用	203	215	357	378	397
财务费用	399	376	419	433	412
资产减值损失	306	1	0	0	0
公允价值变动收益	(123)	109	50	50	50
投资收益	1	0	1	1	1
营业利润	66	82	755	896	968
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	11	4	3	3	3
利润总额	56	78	753	894	966
所得税	(48)	(32)	83	98	106
净利润	104	110	670	795	860
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	104	110	670	795	860
EPS (元)	0.14	0.14	0.87	1.04	1.12

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	57%	-18%	21%	6%	5%
营业利润	-85%	25%	817%	19%	8%
净利润	-74%	6%	508%	19%	8%
获利能力					
毛利率	9.4%	7.7%	11.0%	11.4%	11.3%
净利率	0.5%	0.7%	3.4%	3.8%	3.9%
ROE	3.7%	3.8%	19.9%	20.3%	19.0%
ROIC	9.9%	6.9%	10.0%	10.6%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	76.8%	77.0%	76.0%	73.4%	70.1%
净负债比率	49.0%	50.8%	50.5%	49.4%	45.8%
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	1.6	1.3	1.4	1.4	1.5
存货周转率	9.5	7.2	8.3	8.2	7.9
应收帐款周转率	2531.3	4741.4	6808.4	5142.5	5120.6
应付帐款周转率	12.9	9.2	11.1	11.1	11.3
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.14	0.87	1.04	1.12
每股经营现金	-0.22	0.07	1.72	1.81	2.32
每股净资产	3.68	3.78	4.39	5.11	5.90
每股股利	0.05	0.00	0.26	0.31	0.34
估值比率					
PE	92.4	87.1	14.3	12.1	11.2
PB	3.4	3.3	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA	31.2	29.1	15.6	13.8	13.3

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。

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师，研发中心钢铁行业研究副董事，新财富钢铁行业最佳分析师。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》。

林向涛：招商证券钢铁行业助理分析师，两年钢铁行业研究经验。清华大学金融学学士，MBA 在读。

黄星：经济学硕士，2009年加盟招商证券。

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。