

钢铁业景气向好后的首选投资标的

——八一钢铁(600581)投资价值分析

核心观点

1、未来三年新疆钢铁业供求关系将优于全国平均水平。八一钢铁2009年供应全疆73.98%的钢材产量和50.91%的钢材消费量，充分享受到了新疆地区“普钢原料价格长期低于中、东部地区，且钢铁产品价格长期高于中、东部地区”的资源 and 地缘优势。参考国务院新疆工作会谈精神，我们保守预计2011年以后新疆将成为钢材的净输入地，这会使得疆内钢铁供求环境好于全国平均水平，八一钢铁将会成为最大受益者。

2、高端板材业务尽管持续3年亏损，但2-3年内盈利好转值得期待。目前长材业务是公司的主要盈利来源，而冷轧板和彩板持续3年严重亏损，这主要与该类产品成材率和产能利用率较低有关，我们判断，随着生产经验的逐步积累和宝钢技术移植的深入，八一钢铁的板材成材率和质量都会显著提升，这有助于其摊薄单位成本、提升销售价格，而新疆大发展将会增加当地对板材的需求量，我们认为未来2-3年内八一钢铁板材业务有望扭亏为盈，未来5-6年内有可能成为盈利支柱。

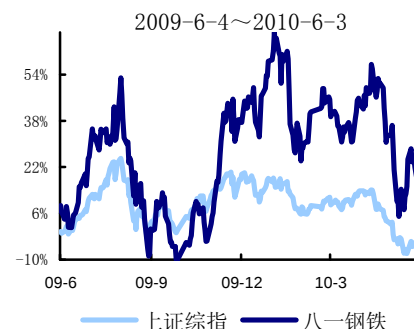
3、盈利对钢价、铁水关联交易价高度敏感。公司每股钢材产量位居上市钢企第二位，但由于公司成本弹性相对其他钢企而言较小，综合来看，公司盈利对钢价的敏感度在上市钢企中最高。粗略测算，在我们的价格假设基础上，钢价每波动1%，公司2010年EPS同向波动33%；向集团采购的铁水价每波动1%，公司2010年EPS反向波动20%。

4、盈利预测和投资建议。预计公司2010-2012年EPS分别为0.74元、0.85元和1.11元，以6月5日收盘价计算，公司2010-2012年PE分别为16倍、13倍和11倍，鉴于公司盈利对钢价的敏感度在上市钢企中最高，以及公司所在的行业区域市场供求环境将好于全国平均水平，我们首次给予“推荐A”的评级，建议投资者在预期钢铁业景气向上时给予重点关注。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	16453	21485	22562	23962
同比增速(%)	-17.88%	30.59%	5.01%	6.20%
净利润(百万)	110	518	649	720
同比增速(%)	6.05%	369.79%	25.33%	11.07%
EPS(元)	0.144	0.675	0.846	0.940
P/E	74.79	15.92	12.70	11.44

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	76644.89
流通A股(万股)	76644.89
52周内股价区间(元)	8.9-17.38
总市值(亿元)	82.39
总资产(亿元)	125.99
每股净资产(元)	3.78

相关报告

- 《钢铁行业的中期投资机会宜继续等待》——行业点评报告——2010年5月10日
- 《铁矿石长协价和现货价走势预计在三季度出现背离》——行业点评报告——2010年5月19日
- 《落后产能淘汰无碍行业景气提升》——行业点评报告——2010年5月31日

研究员：王招华

电话：010-84183230

Email: wangzhaohua@guodu.com

执业证书编号：S0940209080156

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

正文目录

1、公司盈利路线图	4
(1) 以成本加成价采购铁水，以市场价销售钢材	4
(2) 盈利靠长材，竞争力提升靠板材	5
2、综合竞争优势显著	6
(1) 资源优势：疆内钢原料市场价低、公司铁关联交易价更低.....	6
(2) 地理优势：新疆最大的钢厂，新疆大开发的最大受益者.....	8
(3) 股东优势：背靠宝钢，板材技经指标及质量好转值得期待.....	10
3、盈利预测、投资建议和风险提示	11
(1) 主要假设条件：成材率稳中有升，售价总体稳定	11
(2) 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.68 元、0.85 元、0.94 元.....	12
(3) 风险提示：盈利对钢价、铁水价高度敏感	13

图表目录

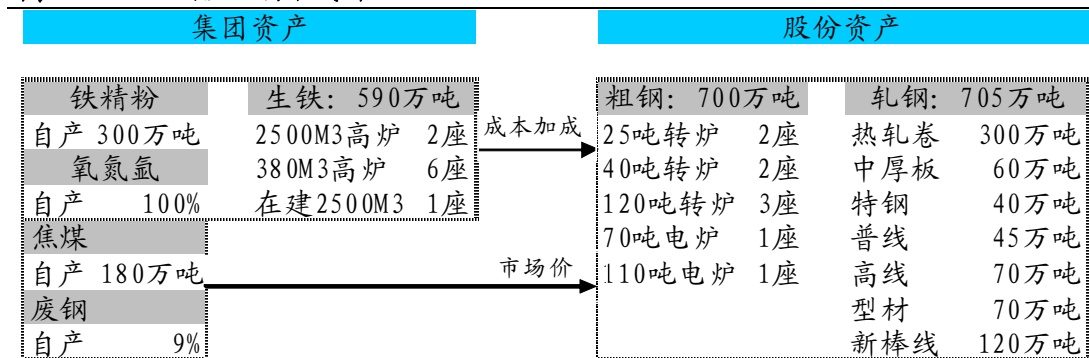
图表 1: 八一钢铁盈利路线图	4
图表 2: 2006-2009 年八钢集团及股份的钢铁产量	4
图表 3: 2009 年八钢 66%的收入和 80%的毛利来自疆内	4
图表 4: 2009 年八钢疆内业务毛利高出疆外业务 5 个百分点	4
图表 5: 2006-2009 年八一钢铁钢材分产品销量	5
图表 6: 近三年八一钢铁板材销售均价持续低于长材	5
图表 7: 但近三年全国板材售价均高于长材	5
图表 8: 2006-2009 年八一钢铁的收入和毛利结构	5
图表 9: 新疆钢铁及原燃料产量占全国的比重	6
图表 10: 西北铁精粉价远低于全国其他地区	8
图表 11: 新疆阿拉山口废钢价远低于中东部 8 省平均水平	6
图表 12: 西北焦炭价格远低于中东部地区	6
图表 13: 西北焦煤价格也远低于全国其他省市平均水平	6
图表 14: 八一钢铁向集团采购的铁水价低于西北市场价	7
图表 15: 八钢集团矿产资源情况	7
图表 16: 八钢集团是新疆最大的钢铁生产商	8
图表 17: 新疆各州县钢产量与固定资产投资分布不匹配	8
图表 18: 八钢的主要竞争者是甘肃酒钢及哈国卡钢	8
图表 19: 2009 年新疆地区钢材供求表	8
图表 20: 高运费阻碍了其他大部分市场的钢材涌入疆内	9
图表 21: 西北长材价格显著高于中东部平均水平	9
图表 22: 西北板材价格略高于中东部平均水平	9
图表 23: 预计 2011 年以后新疆将成为钢材净输入地	9
图表 24: 宝钢集团是八一钢铁的大股东	10
图表 25: 高技术含量的冷轧板和彩板造成八一钢铁板材盈利欠佳	10
图表 26: 八一钢铁铁钢比及综合成材率假设	11
图表 27: 八一钢铁销量及销售价格假设	11
图表 28: 八一钢铁成本假设	11
图表 29: 八一钢铁吨钢期间费用假设	11
图表 30: 八一钢铁财务报表预测	12
图表 31: 八一钢铁主要财务及估值指标预测	13
图表 32: 八一钢铁每股钢材产量位居上市钢企前列	13

1、公司盈利路线图

(1) 以成本加成价采购铁水，以市场价销售钢材

目前八一钢铁（股份公司）具备700万吨炼钢产能和705万吨轧钢产能，八钢集团（集团公司）具备590万吨炼铁产能，八一钢铁所需的生铁和氧氮氩等气体以成本加成价从集团公司购买，所需的焦煤、废钢等均以市场价从集团公司或外部购买。

图表 1：八一钢铁盈利路线图



资料来源：公司资料、国都证券

长期以来，集团公司的炼铁产能不能完全满足股份公司的炼钢所需，使得股份公司需要大量外购废钢。2010年3月，集团公司第三座2500m³高炉（生铁年产能150万吨左右）开工建设，我们预计2011年下半年以后，集团生铁供应能力将得到较大提升。

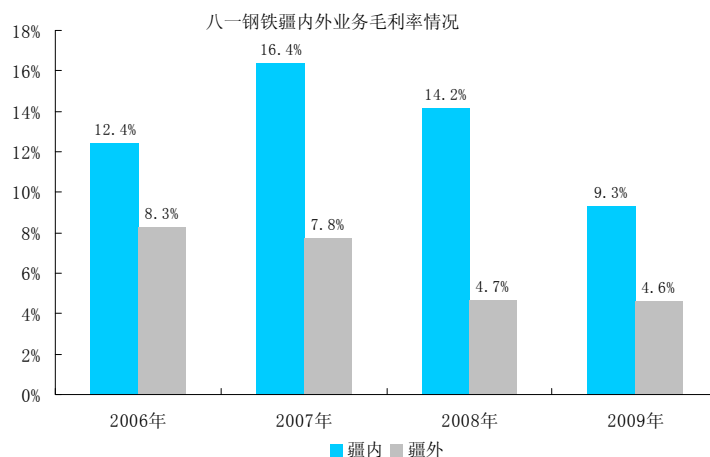
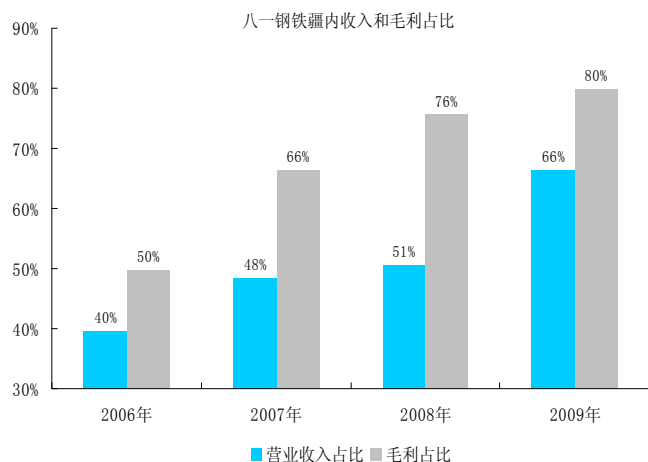
图表 2：2006-2009 年八钢集团及股份的钢铁产量

单位：万吨	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
生铁（集团）	267	275	370	525
粗钢（股份）	362	404	484	540
钢材（股份）	354	387	461	509
铁钢比	0.74	0.68	0.76	0.97
综合成材率	97.89%	95.80%	95.28%	94.09%

资料来源：中国钢铁工业协会、公司资料、国都证券

2009年集团公司产铁525万吨，股份公司产材509万吨，综合成材率为94.34%，产销率为98.43%；2009年八一钢铁66%的收入和80%的毛利均来自疆内，其中疆内业务毛利率为9.3%，高出疆外业务4.6个百分点。

图表 3：2009 年八一钢铁 66%的收入和 80%的毛利来自疆内 图表 4：2009 年八一钢铁疆内业务毛利高出疆外业务 5 个百分点



资料来源：公司年报、国都证券研究所

资料来源：公司年报、国都证券研究所

(2) 盈利靠长材，竞争力提升靠板材

2009年公司销售的501万吨钢材中，有315万吨是长材，186万吨是板材。其中长材的产能利用率和综合成材率均接近100%，但板材的这两个指标均较低：中厚板（60万吨产能）为开工率在70%左右、成材率仅为88%，普通板卷产能利用率仅在60%左右。

图表 5：2006-2009 年八一钢铁钢材分产品销量

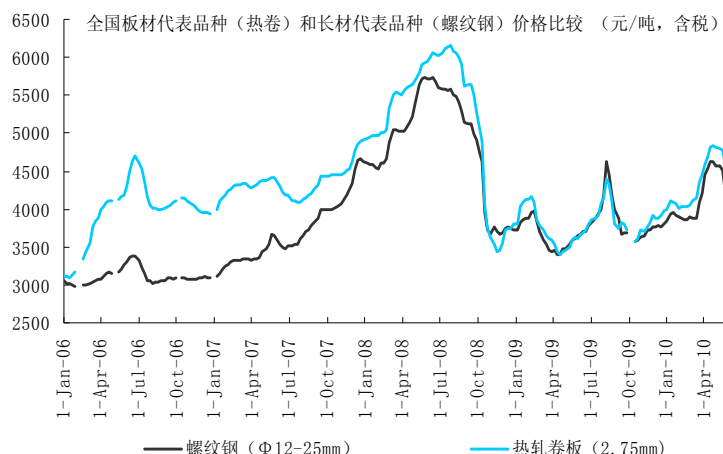
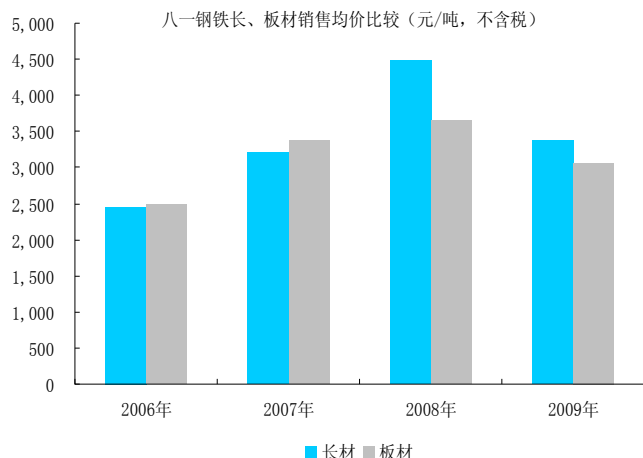
销量（吨）	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
长材	324	301	294	315
板材	31	86	178	186
钢材销量合计	355	387	472	501
YOY	NA	9.01%	21.96%	6.14%

注：上述长材中含特钢（弹簧材），下同

资料来源：公司资料、国都证券

此外，公司长材几乎全部在疆内销售，而板材则大部分在疆外销售。从销售均价来看，近三年来公司板材销售均价均低于长材，与全国的情况相违背，这表明公司的成品板材质量竞争力不够，只能以低价方式销售。

图表 6：近三年八一钢铁板材销售均价持续低于长材 图表 7：但近三年全国板材售价均高于长材



资料来源：公司年报、国都证券研究所

资料来源：中国钢铁工业协会、国都证券研究所

上述这些因素共同作用使得长材成为公司的盈利支柱，而板材业务则连续3年亏损。但是板材的技术壁垒和资金壁垒远高于长材，具备板材生产能力标志着公司具备一定的综合竞争力；从发展的角度看，随着板材产能利用率以及成材率的提升，公司的板材业务好转是值得期待的。

图表 8：2006-2009 年八一钢铁的收入和毛利结构

		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
收入占比	长材	89.60%	75.73%	65.79%	64.50%
	板材	8.66%	22.66%	32.42%	34.70%
	其他业务	1.74%	1.61%	1.79%	0.80%
毛利占比	长材	97.84%	110.05%	103.65%	102.34%
	板材	0.02%	-11.57%	-4.89%	-2.59%
	其他业务	2.14%	1.53%	1.24%	0.25%
毛利率	长材	10.89%	17.31%	14.84%	12.19%
	板材	0.03%	-6.08%	-1.42%	-0.57%
	其他业务	12.23%	11.32%	6.52%	2.38%

资料来源：公司年报、国都证券

2、综合竞争优势显著

(1) 资源优势：疆内钢原料市场价低、公司铁关联交易价更低

2009年新疆地区粗钢和生铁产量占全国的比重分别为1.10%和1.35%，而铁矿石、焦炭和原煤产量占全国的比重分别为1.90%、2.24%和2.22%，铁合金产量占全国的比重为0.35%，这意味着新疆地区的普钢原材料供求状况远好于全国平均水平，而特钢原材料（主要是铁合金）供求状况略紧张于全国平均水平。

图表 9：新疆钢铁及原燃料产量占全国的比重

2009年产量	铁合金	粗钢	生铁	发电量	铁矿石	焦炭	原煤
新疆/全国	0.35%	1.10%	1.35%	1.43%	1.90%	2.24%	2.27%

资料来源：Mysteel、中联钢、国都证券

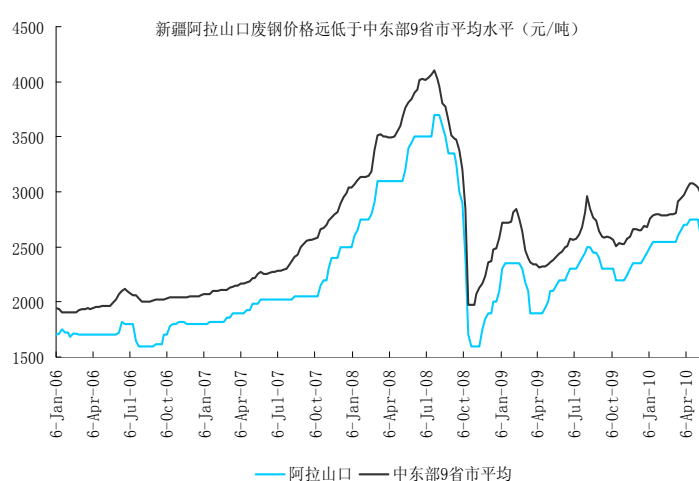
2010年以来新疆地区63%铁精粉价为648元/吨(假设新疆地区价等于甘肃嘉峪关地区)，较中东部8省市低369元/吨，或36%；新疆地区废钢价为2594元/吨，较中东部9省市低292元/吨，或10.11%，新疆地区焦炭价为1707元(假设新疆地区价等于贵州六盘水价格)，较中东部8省市价格低197元/吨，或10.35%。可见新疆市场普钢原料价格优势较为明显。

图表 10：西北铁精粉价远低于全国其他地区



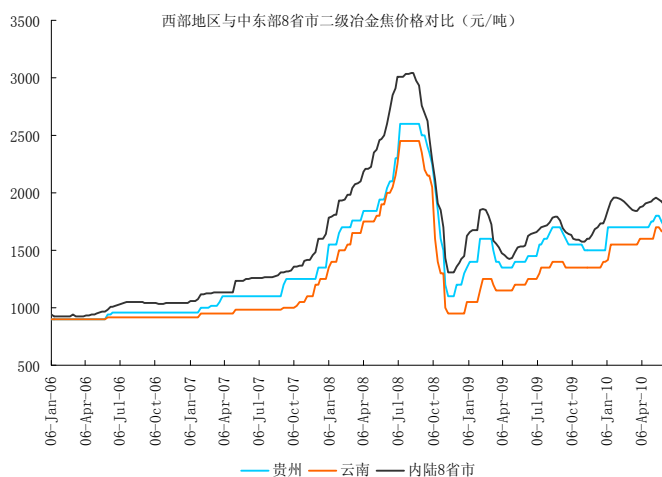
资料来源：钢之家、Mysteel、国都证券研究所

图表 11：新疆阿拉山口废钢价远低于中东部8省平均水平



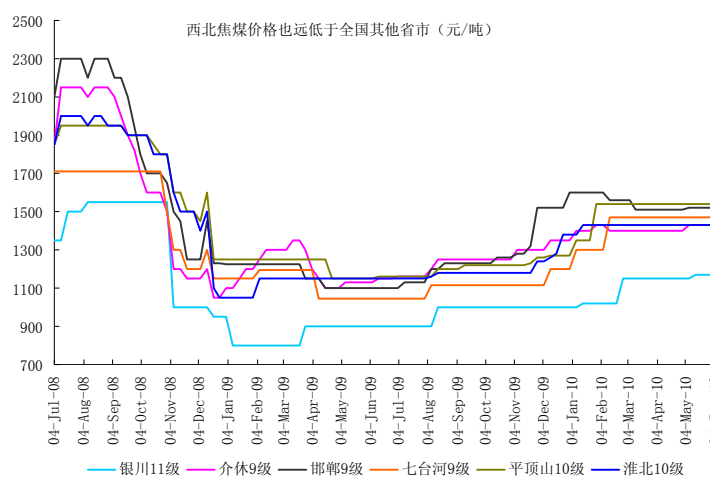
资料来源：钢之家、Mysteel、国都证券研究所

图表 12：西北焦炭价格远低于中东部地区



资料来源：钢之家、Mysteel、国都证券研究所

图表 13：西北焦煤价格也远低于全国其他省市平均水平

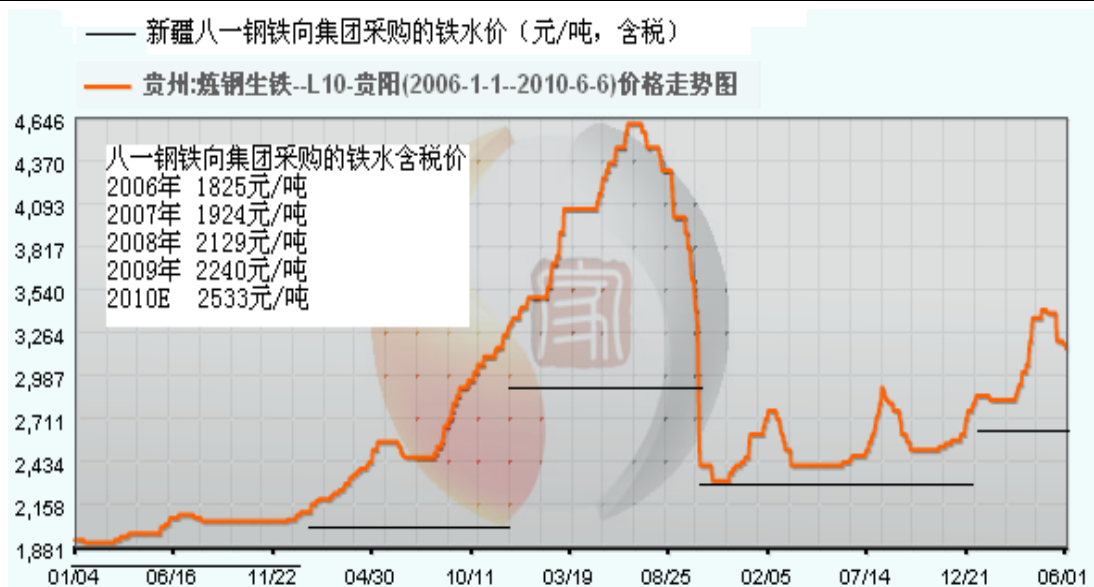


资料来源：钢之家、Mysteel、国都证券研究所

2006年以来，八一钢铁炼钢所需要的铁元素中的68%-97%左右均以铁水的形势向集团

公司采购，采购价采用成本加成。而该铁水采购含税价远低于市场价（疆内生铁价格统计数据缺乏，以贵阳生铁价替代）；2009年八一钢铁向集团采购的铁水不含税为1915元/吨，低出全国平均炼铁工艺成本155元/吨。这些均表明八一钢铁具备极强的铁前成本优势。

图表 14：八一钢铁向集团采购的铁水价低于西北市场价



资料来源：钢之家、国都证券

八一钢铁显著的铁前成本优势除与新疆地区铁矿石、焦煤的供求关系相对较好以及采用成本加成价购买以外，还与集团具备280万吨/年铁精粉（自给率约30%）和180万吨/年焦煤的生产能力有关。该铁精粉到厂价不到350元/吨（不含税），明显低于中东部地区的铁精粉价格，也明显低于疆内市场价；该焦煤到厂价约为500元/吨（不含税）。也远低于当地市场价。

八钢集团另有两座在建矿山，随着其铁矿石产能的逐渐增长，未来铁精粉自给率将进一步提升，预计2015年将可实现铁精粉完全自给，因此如果向集团采购的铁水价格原则不变，八一钢铁显著的铁前成本优势在长时间内都将得以维系。

图表 15：八钢集团矿产资源情况

矿山名称	投产时间	矿石类型	资源量/储量	品位	年产量
雅满铁矿	1958 年	——	0.8 亿吨	52%	40 万吨球团矿
蒙库铁矿	1997 年	主要为磁铁矿	2.2 亿吨	平均 43%	200 万吨铁精粉
磁海铁况	2001 年	——	储量近亿吨	——	50 万吨原矿
艾维尔沟 煤矿	——	——	——	——	原煤 220 万吨，精 煤 180 万吨

资料来源：公司资料、国都证券研究所

由于铁水生产在集团，目前八一钢铁采购关键交易占比为83%，销售关联交易占比为26%，从长期来看，公司减少关联交易，收购集团铁前资产将是必然，但从中短期来看，其必要性较低，我们认为可能性也较低。

(2) 地理优势：新疆最大的钢厂，新疆大开发的最大受益者

八一钢铁是新疆最大的钢材生产商，2009年钢材产量占全疆总量的73.95%，板带材产量占全疆总量的96.20%（其中中厚板、薄板产量占100%，窄带钢产量占90.83%）。

图表 16：八钢集团是新疆最大的钢铁生产商

产量	生铁	粗钢	钢材	长材	板带材	管材
新疆（万吨）	732	625	687	399	222	61
八钢/新疆	71.80%	86.47%	73.98%	73.95%	96.20%	0
八钢/乌鲁木齐	100.00%	98.00%	88.00%	NA	NA	NA

注：新疆、八钢/新疆数据取 2009 年，八钢/乌鲁木齐数据取 2008 年

资料来源：Mysteel、中联钢、新疆统计年鉴、国都证券研究所

由于新疆区内各州县固定资产投资和钢产能的分布并不匹配、辖区内整体的钢产品结构需求和需求结构也不匹配，使得新疆需要对外输出部分板材，同时购进部分长材及板材。

新疆八一钢铁在疆内的主要竞争对手是酒钢。我们估算2009年八一钢铁在疆内的市场占有率为50.9%，酒钢在疆内的市场占有率为18.3%，剩余市场被疆内小钢厂以及哈萨克斯坦卡钢等分享。

图表 17：新疆各州县钢产量与固定资产投资分布不匹配 图表 18：八钢的主要竞争者是甘肃酒钢及哈国卡钢

08年新疆各辖区占比	全社会PAI	生铁	粗钢	钢材	水泥
乌鲁木齐市	16.82%	73.30%	91.69%	90.56%	21.82%
克拉玛依市	10.57%	0	0	0	0
吐鲁番地区	3.61%	10.85%	0	0	3.21%
哈密地区	2.79%	0.72%	0	0	2.89%
昌吉回族自治州	6.28%	1.58%	0	0.01%	9.36%
伊犁哈萨克自治州	11.90%	9.60%	0.86%	2.46%	22.14%
伊犁州直属县(市)	5.74%	8.35%	0.00%	0.29%	9.49%
塔城地区	3.71%	0	0.86%	2.13%	10.04%
阿勒泰地区	2.44%	1.25%	0	0.04%	2.61%
博尔塔拉蒙古自治州	1.33%	0.54%	0	0	2.38%
巴音郭楞蒙古自治州	11.03%	1.76%	7.46%	6.49%	6.65%
阿克苏地区	4.73%	0	0	0	15.44%
克孜勒苏柯尔克孜州	0.70%	0	0	0	0.04%
喀什地区	6.53%	1.64%	0	0.23%	7.29%
和田地区	2.52%	0	0	0.00%	4.49%
石河子市	2.68%	0	0	0.25%	4.17%
阿拉尔市	1.16%	0	0	0	0%
图木舒克市	0.34%	0	0	0	0.10%
五家渠市	0.32%	0	0	0	0

资料来源：新疆统计年鉴、国都证券研究所



资料来源：Google、Mysteel、国都证券研究所

图表 19：2009 年新疆地区钢材供求表

新疆钢材供求表	消费量	占比	产量	占比	备注
新疆地区	657	100%	687	100%	疆内钢材总体过剩
产销来源：八钢	334	50.9%	509	74.1%	长材全部疆内销售，板材 81%外销
新疆其	178	27.1%	178	25.9%	全部为长材及管材
他	25	3.8%	0	0	主要来自哈萨克斯坦卡钢
净进口	120	18.3%	0	0	部分为板材

资料来源：国都证券研究所

由于新疆地理位置特殊，且周边钢厂较少，使得疆内钢价总体高于中东部地区。2010

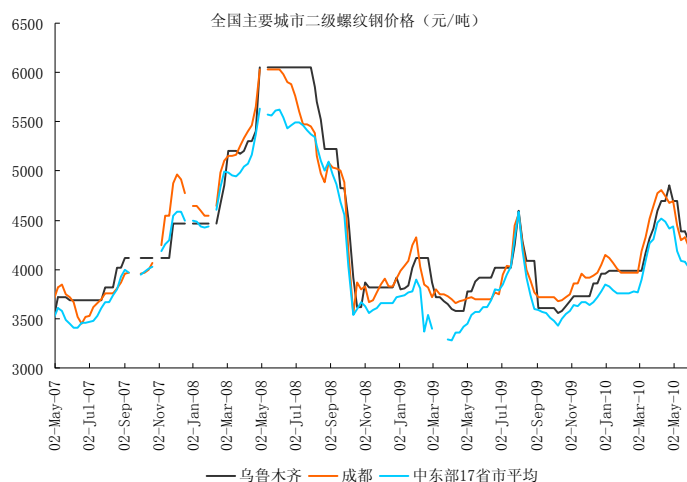
年至今，新疆乌鲁木齐二级20mm螺纹钢平均含税价为4263元/吨，高出中东部17省市均价216元/吨，1.0mm热轧板平均含税价为4320元/吨，高出中东部17省市均价12元/吨。

图表 20: 高运费阻碍了其他大部分市场的钢材涌入疆内

	运距 (公里)	运费 (元/吨)
乌鲁木齐至酒泉 (酒钢)	1144	137
乌鲁木齐至西宁 (西钢)	1623	195
乌鲁木齐至兰州	1892	227
乌鲁木齐至西安	2568	308
乌鲁木齐至包头 (包钢)	2871	345

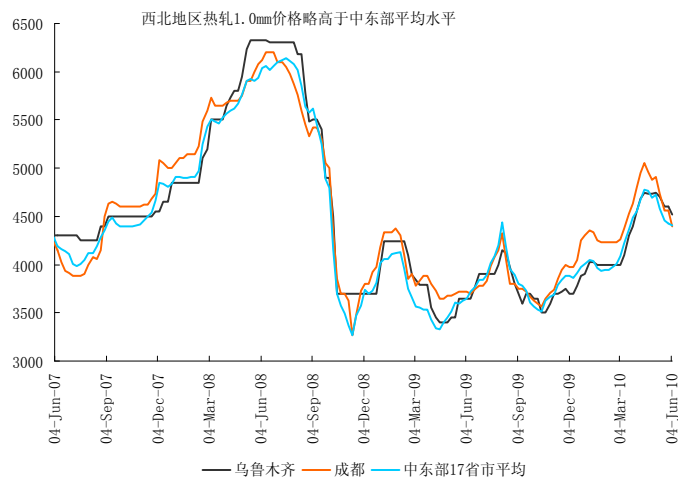
资料来源: 国都证券研究所

图表 21: 西北长材价格显著高于中东部平均水平



资料来源: Mysteel、国都证券研究所

图表 22: 西北板材价格略高于中东部平均水平



资料来源: Mysteel、国都证券研究所

2010年5月中旬，新疆工作座谈会在北京举行，会议要求：（1）到2015年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平；（2）基础设施条件明显改善；（3）城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平。2009年全国人均GDP是2.52万元，高出新疆人均水平25.73%，不考虑人口增长因素，如果要达到中央的规划，意味着未来5年新疆的GDP复合增长率要超出全国平均水平4.69个百分点。

保守预计，2011年以后新疆将成为钢材的净输入地，这将会使得新疆的钢铁供求环境要好于全国平均水平，作为疆内最大的钢铁生产商和市场占有率者，八一钢铁的受益程度将最深。

图表 23: 预计 2011 年以后新疆将成为钢材净输入地

新疆	总人口数	YOY	全社会固定资产投资	YOY	单位固定资产投资耗钢量	钢材消费量	人均钢材消费量	全疆钢材产量	八钢钢材产量	疆内其他钢材产量
单位	万人	(%)	亿元	(%)	万吨/亿元	万吨	KG	万吨	万吨	万吨
2009 年	2131	1.7%	2827	25%	0.23	657	309	687	509	179
2010 年	2169	1.8%	3732	32%	0.21	784	361	812	580	232
2011 年	2208	1.8%	4852	30%	0.20	970	439	912	610	302
2012 年	2248	1.8%	6210	28%	0.19	1180	525	1043	650	393

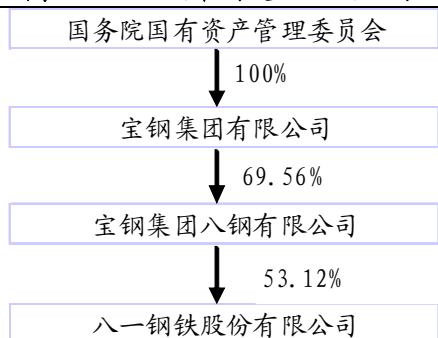
注: 2009 年新疆全社会固定资产投资数据来自新疆统计局

资料来源: 新疆统计年鉴、国都证券研究所

(3) 股东优势：背靠宝钢，板材技经指标及质量好转值得期待

2007年1月，宝钢集团成功入主八一钢铁，开创钢铁业跨省市并购的先河。至此，八钢的产品也借此得以分享宝钢集团华中公司、西部公司的营销服务平台，拓疆外市场，2007年八钢借助此平台实现钢材销售量7.2万吨钢材，2008年在30万吨左右。

图表 24：宝钢集团是八一钢铁的大股东



资料来源：公开资料、国都证券

2009年八一钢铁疆外钢材销售量达174万吨，占全国钢材产量的比重为34.18%。可以认为，借助宝钢的销售体系，八一钢铁拓展疆外市场已初显成效。

目前八一钢铁的劣势在于板材产品的成材率较低、产品质量欠佳：正如我们在前文所指出：八钢中厚板成材率仅为88%，板材产品销售均价持续三年低于长材。八钢板材产品在新疆市场上的竞争力尚不及酒钢宏兴，这在近四年来八钢和酒钢板材业务毛利率上也有充分体现。

八一钢铁高技术含量的冷轧板、彩板等业务毛利率尤其偏低。这是产品结构升级很正常的阵痛现象，也符合学习曲线的理论。武钢股份的冷轧板近几年也一直在拖累该公司整体盈利。

宝钢具备全球领先的高端板材生产技术，随着八钢经验的逐步积累和宝钢技术移植的深入，八一钢铁的板材成材率和质量都会提升，这一方面会摊薄其单位成本，另一方面会提升其销售价格，此外，随着新疆大开发的深入，当地对板材的需求量也将会有所增强，我们认为未来2-3年内八一钢铁板材业务有望扭亏为盈，未来5-6年内有可能成为盈利支柱。

图表 25：高技术含量的冷轧板和彩板造成八一钢铁板材盈利欠佳

板材业务毛利率	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
宝钢股份普版	25.91%	24.24%	17.42%	12.95%
酒钢宏兴板材	17.33%	21.80%	8.35%	8.02%
八一钢铁板材	0.03%	-6.08%	-1.42%	-0.57%
其中：热轧板	0.03%	-4.37%	0.52%	2.58%
冷轧板	0.00%	-13.20%	-19.49%	-15.96%
中厚板	NA	NA	NA	2.57%
彩板	1.28%	-19.62%	-28.81%	-18.51%

注：2006 年八钢板材产量较小，仅为 31 吨

资料来源：公司公告、国都证券

3、盈利预测、投资建议和风险提示

(1) 主要假设条件：成材率稳中有升，售价总体稳定

我们假设未来三年内八一钢铁综合成材率稳中有升，产品售价2010年上涨12%-14%，保守假设2011年、2012年保持不变，铁水、废钢的成本在2011年、2012年也保持不变。

图表 26：八一钢铁铁钢比及综合成材率假设

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
铁钢比	68.12%	76.50%	97.20%	97.20%	97.20%	93.77%
综合成材率	95.80%	95.28%	94.09%	94.34%	95.06%	95.24%

资料来源：公司资料、国都证券

图表 27：八一钢铁销量及销售价格假设

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
销量 (吨)						
长材	301	294	315	380	390	390
板材	86	178	186	200	220	260
钢材销量合计	387	472	501	580	610	650
销售单价 (元/吨)						
长材	3,218	4,484	3,369	3,773	3,773	3,773
板材	3,371	3,649	3,069	3,499	3,499	3,499

资料来源：公司资料、国都证券

图表 28：八一钢铁成本假设

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
铁水成本 (元/吨)	1,645	2,503	1,915	2,165	2,165	2,165
废钢 (元/吨)	1,868	2,545	2,084	2,384	2,384	2,384
水电汽 (元/吨钢材)	154	145	128	140	140	140
辅助材料 (元/吨钢材)	139	339	116	140	140	140
氧氮氩 (元/吨钢材)	45	46	55	60	60	60
煤气 (元/吨钢材)	60	59	62	68	68	68
直接人工 (元/吨钢材)	71	62	68	71	71	71
折旧 (元/吨钢材)	116	90	99	92	91	89
其他成本 (元/吨)	475	392	461	440	420	400
吨钢材成本 (元/吨)	2,864	3,774	3,006	3,297	3,266	3,257

资料来源：公司资料、国都证券

假设未来三年内八一钢铁吨钢材期间费用总体也保持不变。

图表 29：八一钢铁吨钢期间费用假设

元/吨	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
管理费用	58	43	43	48	48	48
销售费用	148	158	134	151	151	150
财务费用	66	84	75	72	79	72

资料来源：公司资料、国都证券

(2) 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.68 元、0.85 元、0.94 元

通过上述假设，我们计算出八一钢铁2010-2012年EPS分别为0.74元、0.85元和1.11元，以6月5日收盘价计算，对应的2010-2012年PE分别为16倍、13倍和11倍，我们首次给予公司“推荐A”的评级。

图表 30：八一钢铁财务报表预测

利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12790.76	20035.53	16452.57	21484.90	22561.99	23961.50
减：营业成本	11267.27	18148.62	15188.63	19263.89	20062.97	21314.65
营业税金及附加	39.15	44.06	27.86	36.38	38.21	40.58
营业费用	573.69	747.68	670.56	875.66	919.56	976.60
管理费用	225.41	202.68	214.50	280.11	294.15	312.40
财务费用	255.60	398.62	376.15	419.97	483.95	469.67
资产减值损失	-0.93	306.43	1.33	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	7.39	1.09	0.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.24	-122.56	108.69	0.00	0.00	0.00
营业利润	438.21	65.98	82.30	608.89	763.15	847.60
加：其他非经营损益	-23.46	-10.14	-3.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	414.74	55.84	78.34	608.89	763.15	847.60
减：所得税	15.82	-48.04	-31.83	91.33	114.47	127.14
净利润	398.92	103.88	110.17	517.55	648.67	720.46
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利	398.92	103.88	110.17	517.55	648.67	720.46
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	380.15	476.55	555.05	5371.22	5640.50	5990.38
应收和预付款项	2767.56	2623.49	2329.32	3649.85	2616.54	4039.09
存货	1714.91	2110.37	2135.44	2593.38	2331.59	2900.64
其他流动资产	6.81	7.55	13.74	13.74	13.74	13.74
固定资产和在建工程	5355.02	6847.54	7522.23	7566.36	7510.50	7334.63
无形资产和开发支出	9.94	9.68	9.45	8.27	7.09	5.91
资产总计	10234.40	12075.17	12565.24	19202.83	18119.95	20284.37
短期借款	1998.00	3148.00	4331.60	9662.13	8813.70	9382.24
应付和预收款项	2385.48	3185.21	3256.35	4236.29	3578.82	4704.85
长期借款	2703.60	1970.00	1770.00	1770.00	1770.00	1770.00
其他负债	400.00	950.25	313.73	303.33	303.33	303.33
负债合计	7487.08	9253.46	9671.68	15971.74	14465.84	16160.41
股本	589.58	766.45	766.45	766.45	766.45	766.45
资本公积	854.56	854.56	854.56	854.56	854.56	854.56
留存收益	1303.17	1200.70	1272.55	1610.07	2033.10	2502.95
归属母公司股东权益	2747.31	2821.71	2893.56	3231.08	3654.11	4123.96
股东权益合计	2747.31	2821.71	2893.56	3231.08	3654.11	4123.96
负债和股东权益合计	10234.40	12075.17	12565.24	19202.83	18119.95	20284.37
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-1748.77	-167.92	58.88	667.38	2323.45	897.53
投资性现金净流量	-618.92	-222.16	-127.84	-585.41	-500.00	-400.00
筹资性现金净流量	2392.00	406.08	83.28	4734.20	-1554.18	-147.65
现金流量净额	24.30	16.00	14.31	4816.17	269.27	349.88

资料来源：公司资料、国都证券

图表 31：八一钢铁主要财务及估值指标预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12791	20036	16453	21485	22562	23962
增长率 (%)	43.84%	56.64%	-17.88%	30.59%	5.01%	6.20%
归属母公司股东净利润	399	104	110	518	649	720
增长率 (%)	159.67%	-73.96%	6.05%	369.79%	25.33%	11.07%
每股收益 (EPS)	0.520	0.136	0.144	0.675	0.846	0.940
销售毛利率	11.91%	9.42%	7.68%	10.34%	11.08%	11.05%
销售净利率	3.12%	0.52%	0.67%	2.41%	2.88%	3.01%
净资产收益率 (ROE)	14.52%	3.68%	3.81%	16.02%	17.75%	17.47%
投入资本回报率 (ROIC)	15.52%	14.72%	12.15%	12.07%	7.21%	7.85%
市盈率 (P/E)	20.65	79.32	74.79	15.92	12.70	11.44
市净率 (P/B)	3.00	2.92	2.85	2.55	2.25	2.00

注：股价取 2010 年 6 月 5 日收盘价

资料来源：公司资料、国都证券

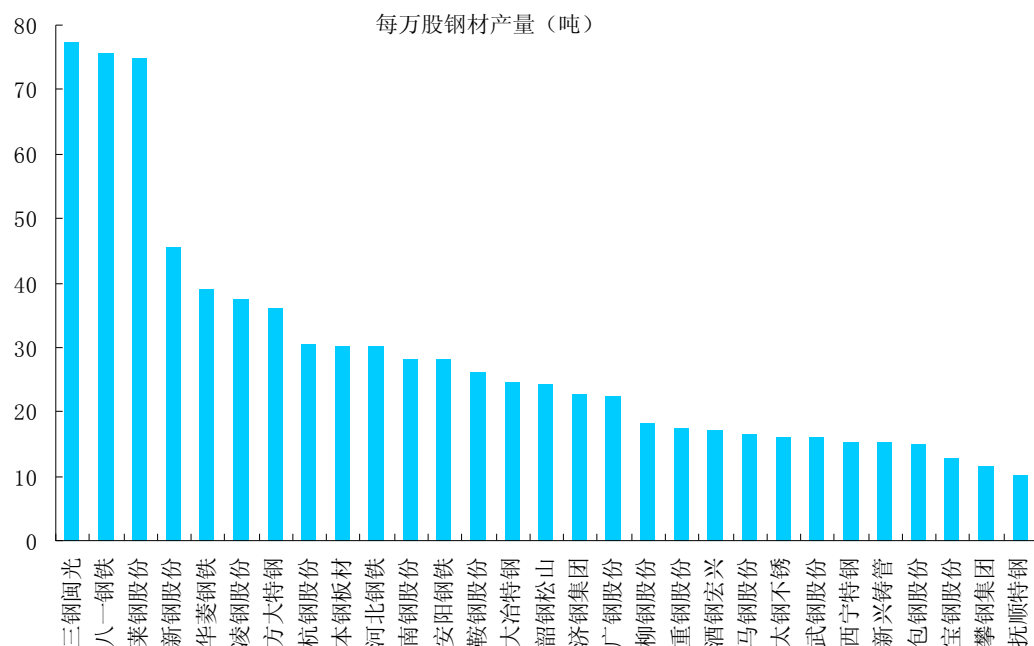
(3) 风险提示：盈利对钢价、铁水价高度敏感

八一钢铁每股钢材产量位居上市钢企前列，此外公司铁水以成本加成价向集团公司采购，成本弹性相对其他钢企而言较小，综合来看，公司盈利对钢价的敏感度非常高。粗略测算，在当前假设价格基础上，钢价每波动1%，公司2010年EPS同向波动33%；同样，如果钢价不变，公司向集团采购的铁水价每波动1%，公司2010年EPS反向波动20%。

此外，钢材综合成材率和产品质量也是制约公司盈利的重要因素，因为这两个指标直接影响到其板材的单位成本和销售价格，但影响程度较难精确量化。

鉴于公司对钢价的高度敏感性，以及其所在的行业区域市场供求环境将好于全国平均水平，我们建议投资者在预期钢铁业景气向上时给予重点关注。

图表 32：八一钢铁每股钢材产量位居上市钢企前列



资料来源：公开资料、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com