

普钢



兰杰 刘建刚

## 八一钢铁（600581）

钢铁行业研究员

## 多方角逐“大开发”

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

推荐

2010年9月26日

## 投资要点

事件：我们于9月21日调研了八一钢铁，与公司董秘和相关人员进行了详细交流。

## 主要结论：

- 新疆大开发对八一钢铁有利有弊：好的方面是大规模投资带来的粗钢表观需求高速增长；不利的一面是公司依靠地缘优势建立起来的区域垄断优势将被内地大型钢厂在新疆建厂打破，如同日本车厂60年代到美国就地建厂以规避贸易摩擦。长期来看，新疆钢铁行业一家独大的竞争格局将被打破。
- 目前八一南疆、首钢、新余钢厂、新兴铸管的新疆项目已实质性启动。
- 但在未来2-3年内，八一仍将充享下游需求高增长、区域龙头、以及资源优势（通过集团铁水采购享受），同时公司板材业务也有所好转，我们仍看好公司未来一段时期的成长性，这一阶段需求是主导因素。预计公司2010,2011,2012年EPS分别为0.78,1.12,1.33元，给与公司“推荐”评级。

## 1. 新疆钢铁“大跃进”？

新疆未来超大规模投资已成定局，但未来影响新疆钢材供需关系的最大变量在于目前在建和拟建钢铁项目，这也是我们此次调研的关注点之一。从我们调研和统计情况看：

- 2012年初之前，新疆钢铁行业供需关系良好，2011年粗钢产能估计在1050万吨左右，供给压力并不大。目前内陆钢厂在新疆项目第一阶段产能释放期集中在2012年，当年产能合计1550万吨（当年产能不完全释放），我们预计2012年疆内表观需求1023万吨，供给压力逐渐加大，疆外销售将成为缓解疆内供给的重要渠道但也是最大变量。到2015年，合计产能约在2700万吨左右，疆内本土需求在1887万吨。（我们在进行需求预测是假定城镇FAI yoy为20%，单位FAI耗钢强度逐年上升从0.45到0.7，具体预测我们在随后的调研报告中将提供）。
- 当前主要在建和拟建大型钢铁项目：
  - 八一钢铁南疆项目：**该项目由宝钢集团斥资81.1亿元在新疆阿克苏地区拜城县新建年产300万吨的钢铁生产基地，主要品种为建筑用材。项目于8月18日正式开工，整个工程项目四年内完成，但2012年中期就可形成年产150-200万吨钢铁生产能力，“十二五”期间形成年产300万吨钢铁生产能力。
  - 新余钢铁新疆项目：**江西新余钢铁集团有限公司与新疆当地民营资本合作创建的赣鑫钢铁有限公司。工程已于2010年9月正式动工，一期100万吨钢铁冶炼项目总投资25亿元，主要品种为建筑长材，该项目最终将形成300万吨高强度建筑用材基地。一期工程预计2012年初可投产。
  - 新兴铸管新疆项目：**新兴铸管新疆金特钢铁（原和静钢铁厂）38%股权，为第一大股东。2009年金

特产钢 71 万吨，现正进行二期技术改造，将形成 150 万吨的综合能力，预计明年初可完工。金特未来规划将达到 300 万吨产能，公司 300 万吨特钢生产线建设项目已经进入《2010 年新疆维吾尔自治区十项工程实施方案》。此外，新兴铸管在北疆的阿勒泰地区则将建 100 万吨不锈钢和 160 万吨无缝钢管项目。

- **首钢新疆项目：**首钢早在 2008 年 8 月兼并了原伊犁兴源实业有限公司，并成立了首钢伊犁钢铁有限公司。首钢将先后投资 200 亿元，分两期对原企业进行技术改造。一期改造已于 2010 年 8 月在伊犁州新源县开工，60 万吨高线工程主厂房有望于 10 月底完成封闭，一期工程将于 2011 年底结束，形成 200 万吨产能。二期工程随后启动，预计 2-3 年完工，最终形成年产 500 万吨钢材。
- **山东钢铁新疆项目：**2010 年 6 月，山东钢铁集团与喀什地区行署达成协议，将在喀什地区建设钢铁项目，项目共分两期完成，第一期 100 万吨，总投资约 30 亿元，但目前项目尚未动工。此外，山钢集团旗下的金岭矿业与塔什库尔干县金钢矿业有限公司达成收购 100% 股权并开发乔普卡铁矿资源项目协议，计划分两年投资 3 亿元，形成年产矿石 150 万吨、铁精粉 60 万吨规模。

## 2. 政府对在建和拟建钢铁项目的态度

- 尽管发改委和工信部强调新疆钢铁建设项目必须符合环保装备等多重规定，并不享受绿色通道，但地方政府对钢铁等大型建设项目的引进非常积极，不少项目可能依然会重复先上马、后报批的老路，地方利益仍是主导因素。
- 此外，从新疆各级地方政府积极引进钢铁项目的思路可以看出，地方政府并不希望一家独大，尤其是八钢的二级国资背景在宝钢入主后被弱化，因此多家引进、多方竞争符合各级政府利益。

## 3. 八一钢铁的竞争优势能否持续？

- 公司的核心竞争优势在于地理位置（长运距）构筑的区域垄断。具体表现在疆内市场占有率高，具备较强的议价能力。公司长材在新疆市场占有率为 74%（2009 年），板材市场占有率 80%。产品约 70% 的产品在疆内销售，另外 30% 的产品在疆外销售。
- 因此，尽管公司在疆内销售运距长，运输费高（例如乌鲁木齐到喀什 1600 公里），但由于喀什等南疆地区缺乏主流钢厂稳定供货，因此在疆内公司仍可以将运输费用转移到买家，整个新疆地区主流长材价格仍以乌鲁木齐价格为定价中枢（这不同于疆外销售的板材必须遵循销售地主流价格，从而导致长运距费用侵蚀疆外享受钢材毛利，具体表现在公司销售费用占比较高，2010 1H 公司营业费用率 4.22%，同样具有区域优势的三钢闽光同期营业费用率 0.31%）。
- 而随着内地大型钢厂在新疆建厂（已经实质性启动），八钢一家独大的局面将被打破（参考我们在上面的产能统计），当然这仍需要 2-3 年时间。对钢材大宗商品竞争，多方角斗的最终受益者只能是下游买家，尤其当竞争者的主战场并不在新疆，很可能导致下游需求趋弱时价格战恶化。同时，新疆地缘上的封闭性将使得供给一旦过剩后，竞争更加激烈。

## 4. 公司主要情况

### 铁水关联交易

- 公司是目前上市钢铁公司中唯一炼铁系统没在上市公司的，铁水从集团公司采购，因此涉及关联交易较大，2010 年上半年铁水关联交易额达 68.7 亿元，同期公司营业成本 102.2 亿元。

- 铁水定价原则和频率：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。2009年铁水交易价格为1916元/吨，中钢协统计的57家大中型钢铁企业的平均炼铁成本为2099元/吨（算数平均），上市公司的价格受益于集团的资源优势。2010年上半年铁水交易价格为2328元/吨。
- 在实际操作中，铁水成本采取按月变动的方式，且定价方式更多地采取参考钢材销售价格变化反推铁水成本变化的方式，而不是从铁矿石/焦炭等原材料推导铁水成本变化。

### 集团公司原材料优势

- 铁矿石采购结构：八钢集团目前铁矿石自给率在30%左右，30%左右在新疆当地采购，目前哈密地区到厂价63% Fe在710元/吨，余下40%左右从哈萨克斯坦进口。
- 集团自有矿：集团在哈密和阿勒泰地区有雅满苏、蒙库两座铁矿。雅满苏矿储量2200万吨，目前已从露天开采转入井下开采，原矿产量为30万吨/年；磁海铁矿原矿产能为80万吨/年；两矿共生产铁精粉55万吨，球团矿40万吨。蒙库铁矿储量达2.2亿吨，平均品位43%，是目前发现的新疆第一大铁矿床。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。
- 焦煤：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，拥有200万吨的主焦煤产量，精煤180万吨，煤炭自给率48%，剩余在新疆当地购买，成本低于内陆地区。

### 板材盈利能力有所好转

- 板材业务近年来一直拖累公司整体业绩，主要有两方面原因：1. 从目前下游需求结构看，新疆当地的板材需求量不大，目前公司约40%板材在疆外销售，主要集中在四川、甘肃、宁夏等省区，装运费用极大侵蚀了公司板材毛利（长运距，同时板材满载率小于长材）；同时由于疆内板材供给过剩，价格不如建筑长材有区域优势；2. 由于板材需求不旺，公司目前板材轧机产能利用率不高，吨钢折旧相对较高。
- 从公司公布的板材盈利情况看（公司仅对热轧板分产品公示，对中厚板、冷轧等没单列），热轧板2007, 2008, 2009, 2010 1H 毛利率分别为-6.09%, -1.42%, 2.58%, 9.15%，毛利率逐年提升。这一方面得益于板材价格的逐步回暖，同时公司热轧设备利用率逐渐提高。公司09年热轧板卷产量160万吨，而10年上半年实现104万吨产量，以2.3亿的轧机设备投资计算，10年吨板折旧可下降40元/吨左右。
- 热轧卷设计产能360万吨（其中60万吨作冷轧基板），当前主要品种包括汽车大梁板、管线钢（最高做到X70）、耐候钢等，热轧板卷上半年实现产量104万吨，成材率98%（但当前的成材率考虑了轧制尾板销售）。
- 中厚板轧机设计产能70万吨，今年计划产量50万吨，上半年实现25.4万吨，目前中厚板成材率89.3%，在行业内属中等略偏下水平。
- 冷轧板：设计产能60万吨，09年受退火设备能力影响，09年冷轧板卷产量仅为23.7万吨。10年上半年产量16.8万吨，当前产能利用率仅为56%。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部

### 上海地区销售经理

|     |                  |                                                                           |
|-----|------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 邓亚萍 | 电话: 021-38565916 | Email: <a href="mailto:dengyp@xyzq.com.cn">dengyp@xyzq.com.cn</a>         |
| 盛英君 | 电话: 021-38565938 | Email: <a href="mailto:shengyj@xyzq.com.cn">shengyj@xyzq.com.cn</a>       |
| 过 枫 | 电话: 021-38565966 | Email: <a href="mailto:guofeng120@hotmail.com">guofeng120@hotmail.com</a> |
| 姜 洋 | 电话: 021-38565910 | Email: <a href="mailto:jydadao@sina.com">jydadao@sina.com</a>             |

### 北京地区销售经理

|     |                  |                                                                 |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 韩吟华 | 电话: 021-38565933 | Email: <a href="mailto:hanyh@xyzq.com.cn">hanyh@xyzq.com.cn</a> |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------------------|

### 广东地区销售经理

|     |                  |                                                                 |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 朱元戥 | 电话: 021-38565941 | Email: <a href="mailto:zhuyy@xyzq.com.cn">zhuyy@xyzq.com.cn</a> |
|-----|------------------|-----------------------------------------------------------------|

## 重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。