

强烈推荐-B (维持)**八一钢铁** 600581.SH

目标估值: 20 元

当前股价: 12.05 元

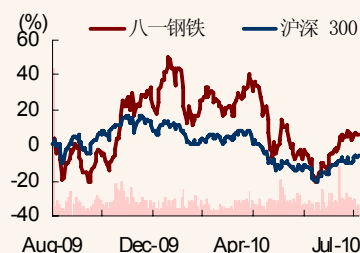
2010 年 9 月 27 日

中国钢铁版图：新疆“新势力”新崛起**基础数据**

上证综指	2588
总股本(万股)	76645
已上市流通股(万股)	76645
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	92
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	21	-15	
相对表现	10	-6	2

**相关报告**

1、《八一钢铁(600581)——中期业绩同比大增,高速增长在即》2010/8/27

张士宝

0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn
 S1090208070227

研究助理

黄星
 huangxing@cmschina.com.cn

八一钢铁区域优势突出,产能将随着新疆区域开发得到快速扩张。原材料资源保障率高,内生性增长显著。维持“强烈推荐-B”投资评级。预估 09-11 年 EPS 分别为 0.84 元、1.04 元和 1.12 元,业绩成长性突出,维持“强烈推荐-B”投资评级,目标估值 20 元。

- **区域优势突出。**中央投资、新疆本地的城镇化建设以及外地人口的涌入以及新疆境内石油、煤炭、天然气大量开采,对八一钢铁产品形成巨大新增需求,产品结构普钢特钢兼有,长材板材并举,产品相对有溢价,公司产品价格上半年高于全国均价约 200 元/吨。其中长材占有新疆市场 70% 左右市场份额。
- **产能扩张前景看好。**在国家严控新增产能情况下,八一钢铁产能将从目前的 700 万吨扩展至 2012 年的 1000 万吨,增幅 42.86%。且新增产能主要集中在新疆市场需求旺盛的长材产品。新高线机组于 2008 年 5 月 28 日正式破土动工、2009 年 7 月 14 日正式生产调试,设计年产量为 60 万吨(原普线生产线已关闭)。铁前系统方面,2 座 2500m³ 高炉已于 2009 年投产,目前,新上第三座 2500m³ 高炉今年已经开工建设,预计 2011 年底投产。
- **资源保障程度高。**自有矿山的铁矿石供应量已占到全年公司总需求量的 60% 左右,焦煤自给率达到 48%。作为新疆区域内唯一的大型钢铁联合企业,八一钢铁铁矿石、焦煤等原燃料资源将得到当地政府的优先保障。
- **维持“强烈推荐-B”投资评级:** 2010 年上半年 EPS 为 0.42 元,略超市场预期,预计 2010 年 EPS 0.84 元。因此我们维持对八一钢铁“强烈推荐-B”的投资评级,我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.84 元、1.04 元和 1.12 元。给予 2010 年业绩 20 倍 PE,年内目标价 20 元,若铁矿、焦煤等原燃料资源注入上市及铁水关联交易的解决,股价将超过 25 元。
- **风险提示:** 市场风险

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	20385	21003	22042
同比增长	57%	-18%	24%	3%	5%
营业利润(百万元)	66	82	725	895	967
同比增长	-85%	25%	781%	23%	8%
净利润(百万元)	104	110	643	794	859
同比增长	-74%	6%	484%	24%	8%
每股收益(元)	0.14	0.14	0.84	1.04	1.12
PE	108.5	102.3	17.5	14.2	13.1
PB	4.0	3.9	3.4	2.9	2.5

资料来源: 招商证券

正文目录

公司概况	3
公司竞争力分析	6
1、区域优势明显，市场空间广阔。	6
2、公司产品疆内占有率高，具有产品溢价优势	11
3、产能跨越式增长，资源保障率有望继续提高	15
投资策略	18

图表目录

图 1: 八钢股权结构图	4
图 2: 区域优势明显，辐射效应强	6
图 3: 完成工业化国家钢产量达到峰值年份的人均钢产量	7
图 4: 新疆&全国人均钢产量对比	7
图 5: 全国及新疆地区固定资产投资同比增速	8
图 6: 新疆地区新增固定资产投资（制造业）	8
图 7: 新疆地区粗钢年产量	9
图 8: 新疆粗钢表观消费量与固定资产投资	9
图 9: 新疆&全国城镇化率对比	10
图 10: 显著低于全国平均城镇化率的省份	10
图 11: 八一钢铁 2010 年 1-8 月铁、钢、材产量	11
图 12: 八一钢铁在新疆地区粗钢产量占比	11
图 13: 八一钢铁疆内&疆外营业收入对比	12
图 14: 酒钢与乌鲁木齐运输距离	12
图 15: 新疆地区固定资产投资和粗钢产量	13
图 16: 国内钢铁企业在新疆的布局	13
图 17: 八钢主导市场产品与全国均价对比	14
图 18: 八钢主导市场产品与全国均价对比	14
图 19: 八一钢铁主要产品出厂价格	14
图 20: 八一钢铁设备及工序	16
图 21: 八一钢铁产能情况	16
图 22: 八一钢铁历史 PE Band	19
图 23: 八一钢铁历史 PB Band	19
表 1: 公司股东构成（全部为无限售条件的流通股股东）	4
表 2: 八一钢铁主要产品用途	5
表 3: 公司上市历年送转情况表	5
表 4: 八一钢铁 2006~2009 年品种结构	10
表 5: 2007-2009 年中国炼钢产能与落后炼钢产能淘汰统计	15
表 6: 公司近年经营业绩情况	17
表 7: 2010 年 9 月 14 日八一钢铁与同类钢铁公司估值对比	18
表 8: 八一钢铁上市历年经营业绩情况表	18

公司概况

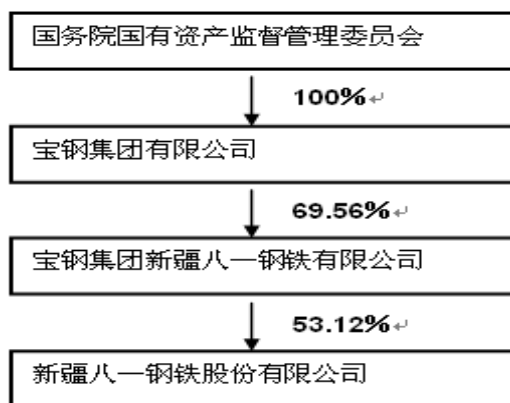
新疆八一钢铁股份有限公司（以下简称“公司”）是我国西北地区最大钢铁生产商之一，是新疆钢铁产销市场的主导者，公司地处欧亚大陆桥上，地理交通便利，产品结构普钢特钢兼有，长材板材并举，其中长材占有新疆市场 70% 左右市场份额。公司目前具备 700 万吨产钢的能力，正朝着 1000 万吨级钢产量目标迈进。公司目前铁前系统在八钢集团（即宝钢集团八一钢铁有限公司），向八钢集团购入铁水，炼钢、轧钢系统在股份公司。近年来，受益于西部大开发及新疆工业化、城镇化及中国能源走廊建设的进展。八钢在产能扩张，经营业绩提升，对股东回报方面居钢铁上市公司前茅，展望未来，同时，作为新疆地区最大的国有企业之一，八钢的发展将得到当地政府的高度重视和大力支持，同时公司将依托宝钢集团的优势平台和新疆地区原燃料资源优势成为西北地区耀眼的“钢铁明珠”。

公司系经新疆维吾尔自治区人民政府《关于同意设立新疆八一钢铁股份有限公司的批复》（新政函[2000]145 号）批准，由新疆八一钢铁集团有限责任公司、邯郸钢铁集团有限责任公司、新疆维吾尔自治区技术改造投资公司等五家公司共同发起设立，于 2000 年 7 月 27 日在新疆维吾尔自治区工商行政管理局登记注册，注册资本 27,942.785 万元。

2002 年 8 月 16 日，经中国证券监督管理委员会核准，公司采用 100% 向二级市场投资者上网定价配售的方式在上海证券交易所成功发行了 13,000 万股人民币普通股（A 股），发行价人民币 7.38 元/股，共募集资金 92,254.23 万元。

2006 年 1 月，经新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会以《关于新疆八一钢铁股份有限公司股权分置改革有关问题的批复》（新国资产权[2006]15 号）文的批准及公司股东大会决议通过，公司顺利实施了股权分置改革。

2007 年 1 月，新疆维吾尔自治区人民政府与宝钢集团有限公司（下称“宝钢集团”）签署《关于增资重组新疆八一钢铁集团有限责任公司协议》，宝钢集团以现金 30 亿元、自治区人民政府以土地使用权 3.09 亿元对八钢集团增资；增资重组后，新疆国有资产监督管理委员会持有八钢集团 15% 的股权，宝钢集团持有八钢集团 69.56% 的股权，成为八钢集团控股股东，进而成为本公司的实际控制人。

图 1：八钢股权结构图


资料来源：上市公司，招商证券整理

经过历年送、转股及实施股权分置改革，目前，公司股东全部为无限售条件的流通股东，如下表：

表 1：公司股东构成（全部为无限售条件的流通股东）

股东构成	股数(万股)	占比(%)
无限售条件的流通股东	76,644.89	100
其中：1. 宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	40,715.45	53.12
2. 其他无限售条件的流通股东	35,929.44	46.88
总股本	76,644.89	100

资料来源：上市公司，招商证券整理

目前，公司主要从事钢铁冶炼、轧制、加工及其延压产品的生产和销售，产品覆盖螺纹钢、线材、圆钢、板材、优钢等建筑和工业用钢，产品质量达到国际公认的高精度产品的标准，多次荣获自治区名牌称号，其中“互力”牌螺纹钢获全国“冶金产品实物质量金杯奖”并于 2001 年 3 月通过国家首批质量免检认定。

近年来，公司将产品品种的差异化生产作为年度工作重点，依托宝钢集团的技术支撑和产品移植，加大管线钢、汽车用钢、抽油杆钢、齿轮钢、风电用钢等新产品的研发投入，实现了上述新钢种的批量生产和销售。其中，油气输送管线钢和汽车大梁用钢产品，经专家技术鉴定已达到国内外同类产品的实物水平，不仅填补了自治区的产品空白，也得到市场的认可和肯定，核心竞争力的稳步提升为企业后续发展提供了强劲的动力。

表 2：八一钢铁主要产品用途

产品名称	主要用途
焊条钢	焊接用焊条
棉花打包丝	主要用于棉花打包镀锌铁丝以及拉杆、垫圈、铆钉和冷拔丝
弹簧圆钢	用于制造螺旋弹簧和受剧烈磨损的零件；制造负荷应力较大的螺旋弹簧以及制造承受负荷或耐冲击的弹簧
弹簧扁钢	用于制造汽车、拖拉机、铁路车辆的板簧和受剧烈磨损的零件
抽油杆钢	用于制造调质 D、K 级抽油杆
合金结构钢	用于制造受高负荷的主要结构和受冲击、振动、弯曲、扭转的机件；制造锅炉耐热锻件和化工用的高压管；用于套圈、曲柄销、轴承套；用于齿轮、轴、连杆、螺杆、进气阀等
优质碳素钢	用于渗碳零件、坚固作、冲模锻件；用于杠杆、螺钉、渗碳的轴、齿轮；用于制造螺母连杆；用于制造弹簧、工具、切削刀具、耐磨工具
低碳热轧盘圆	建筑用钢材
热轧圆钢	建筑用钢材
钢筋混凝土用热轧圆钢筋	建筑用钢材
钢筋混凝土用热轧带肋钢筋	建筑用钢材
扁钢	建筑用钢材
角钢	建筑用钢材
槽钢	建筑用钢材
冷轧带肋钢筋	建筑用钢材
冷拔丝	建筑用钢材

资料来源：上市公司，招商证券

八一钢铁是上市钢铁公司中分红比例最高的公司之一。公司认真倾听中小投资者的意见和建议，积极完善分配制度。在兼顾公司发展的前提下，实施了较为积极的利润分配政策，确保广大投资者充分享受公司的良好成长和持续回报，实现了公司长期发展目标与股东利益诉求的相互融合。

表 3：公司上市历年送转情况表

序号	年度	派发现金（元）	派送红股（股）	小计（元）	当年净利润（元）	占比 %	转增股本（股）
1	2002 年	81,885,570.00	81,885,570.00	163,771,140.00	160,222,184.75	102.22	0
2	2003 年	98,262,684.00	0	98,262,684.00	321,426,419.55	30.57	98,262,684
3	2004 年	176,872,831.20	0	176,872,831.20	437,051,526.97	40.47	0
4	2005 年	129,706,742.88	0	129,706,742.88	245,175,194.69	52.9	0
5	2006 年	82,540,654.56	0	82,540,654.56	157,423,601.25	52.43	0
6	2007 年	29,478,805.20	176,872,831.20	206,351,636.40	398,922,921.76	51.73	0
7	2008 年	38,322,446.75	0	38,322,447	103,880,657.81	36.89	0
8	2009 年	38,322,446.75	0	38,322,447	110,168,310.96	34.79	0
	合计	675,392,181.34	258,758,401.20	934,150,582.54	1,934,270,817.74	48.29	98,262,684

资料来源：上市公司，招商证券整理

公司竞争力分析

1、区域优势明显，市场空间广阔。

地缘优势突出，疆域辽阔。新疆维吾尔自治区（下称“新疆”），位于我国西北部，自古以来便是丝绸之路重要枢纽，如今，新疆在国家安全战略和政治经济版图上的地位更是越发重要。新疆是中亚次区域合作的重要节点区域，是我国向西开放的桥头堡，是连接上海合作组织其他成员国的重要通道和交通枢纽，因此新疆区域的经济发展对于我国西北各地区及中亚邻国具有强烈的带动及辐射作用，同时也对我国稳定西部边境安全起到积极的作用。

新疆东西最长处 2000 公里，南北最宽处 1650 公里，面积 160 多万平方公里，约占全国面积的 1/6，其中山地面积（包括丘陵和高原）约 80 万平方公里，平原面积（包括塔里木盆地、准噶尔盆地和山间盆地）约 80 万平方公里。是我国面积最大的一个省区。截至 2009 年末，新疆总人口为 2158.63 万。

图 2：区域优势明显，辐射效应强



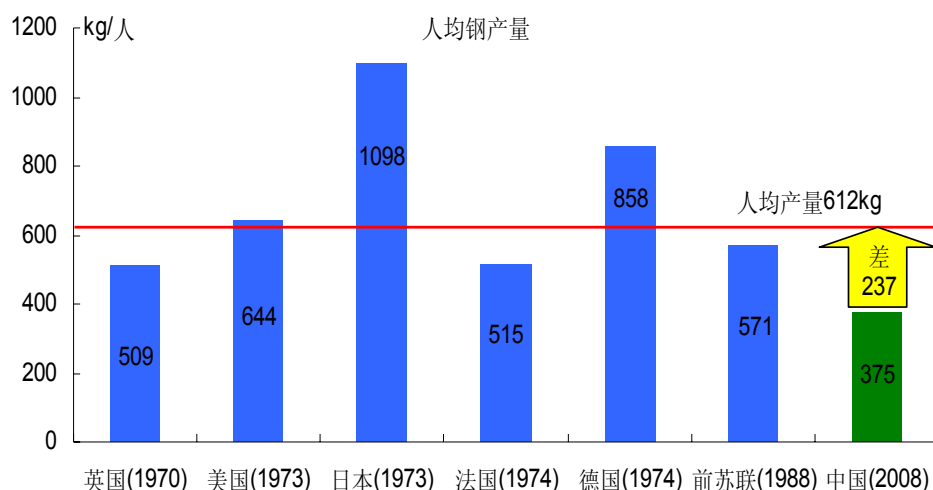
资料来源：招商证券整理

钢铁产品市场空间广阔。伴随着中国经济的企稳回升，政府推进城市化战略和实施建材下乡的举措将提振钢材市场景气度，为钢铁行业带来新的发展空间。从区域上看，作为我国能源资源战略基地，新疆地区正处于历史上从未有过的高速发展期，国家将在未来几年内大力扶持新疆实现跨越式发展，进一步扩大疆内固定资产投资规模，包括加大铁路、公路、机场、水利等基础设施建设和煤炭、石油、天然气等优势资源转

换行业的开发力度，增加城市保障性住房、抗震防灾工程、抗震安居工程等民生工程的建设投入，新疆经济增长速度明显加快，并将强劲拉动疆内钢材市场需求。八一钢铁是新疆钢铁市场的主导者，受益于西部大开发和新疆工业化和城镇化加速进展。

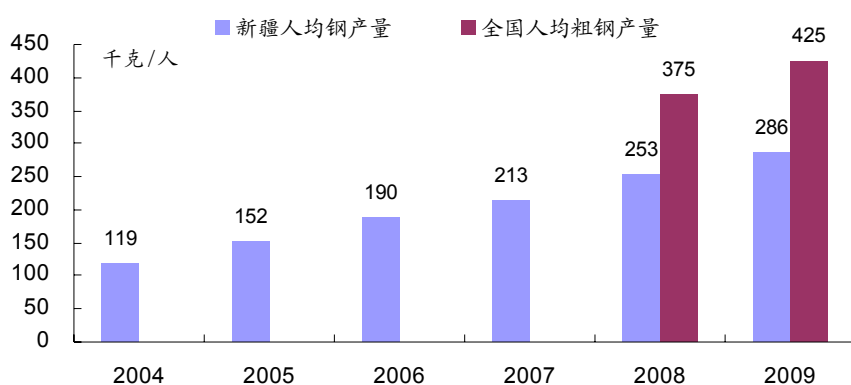
- **新疆人均粗钢产量长期低于全国均值，提升空间可观。**根据我们测算，2009 年新疆地区人均钢产量为 286kg，比全国人均钢产量 425kg 低 139kg 或 32.71%；较完成工业化国家峰值年份人均钢产量 612kg 低 30.56%。随着新疆区域建设计划的展开，新疆人均钢产量具有较大提升空间。以在过去三年年均复合增长率 22.69% 为基准，假设新疆区域人均粗钢产量年均增速保持不变，区域人口总量按照新疆人口计生委 2009 年初所提出的“人口自然增长率控制在千分之 11”增加，公司现有疆内市场占有率 70% 未来三年内基本不变，至 2012 年，新疆人均粗钢产量将达到 0.528 吨，粗钢总量 1200 万吨，较 2009 年增加 575 万吨或 91%，作为区域内领头羊，八一钢铁将在此过程中最大受益者。

图 3：完成工业化国家钢产量达到峰值年份的人均钢产量



资料来源：世界钢协，招商证券

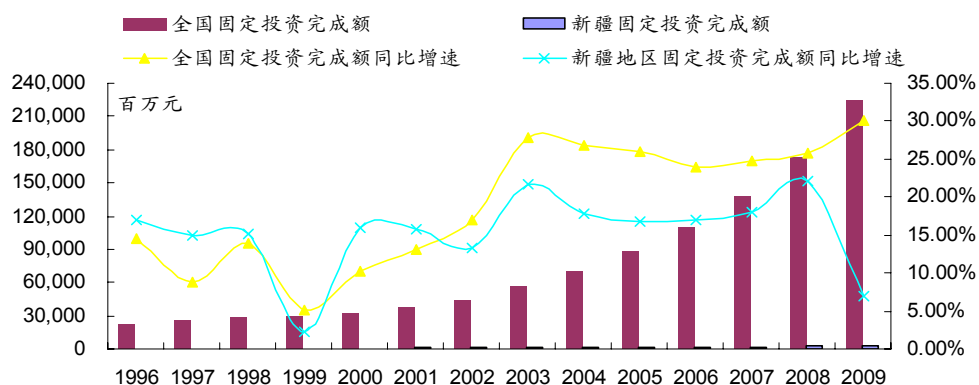
图 4：新疆&全国人均钢产量对比



数据来源：Wind，招商证券整理。注：2009 年新疆总人口数量参照自治区计生委于当年年初制定计划目标值

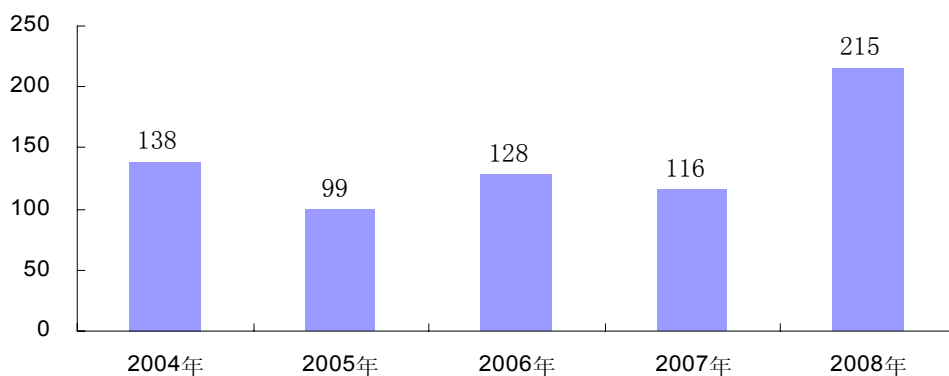
- **固定资产投资拉动钢材需求明显。**2009 年新疆社会固定资产投资完成额为 2419 亿元，同比增长率仅为 7%，远低于自 2001 年以来 18% 的历史均值，未来向上弹性空间较大。同时，2009 年新疆粗钢产量为 625 万吨，同比增速明显放缓，下降了 3.6pcts，为近十年来次低。今年 5 月举行的中央新疆工作座谈会提出，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番，据此估算，未来五年，新疆固定投资将超过 2 万亿元，年均超过 4000 亿元。2010 年上半年，新疆固定资产投资增速逐月回升，全社会固定资产投资 1128.39 亿元，同比增长 20.7%。预计随着固定资产增速止跌回升，对钢铁产品需求将有显著提升。

图 5：全国及新疆地区固定资产投资同比增速



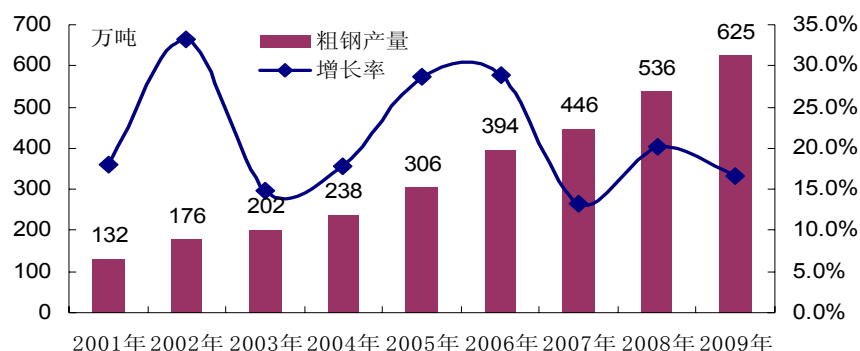
数据来源：Wind，招商证券整理

图 6：新疆地区新增固定资产投资（制造业）



数据来源：Wind，招商证券整理

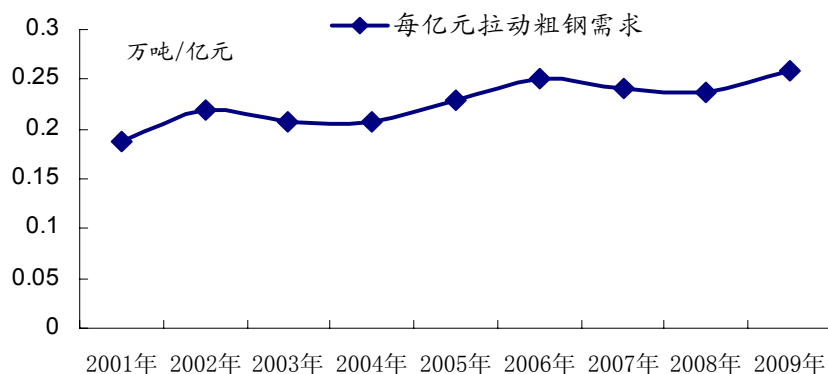
图 7: 新疆地区粗钢年产量



数据来源: Wind, 招商证券整理

从历史数据来看, 新疆地区亿元固定资产投资对应粗钢需求呈逐年递增态势, 2009 年亿元投资带动粗钢需求 0.26 万吨。保守估计“十二五”期间亿元投资拉动钢材表观消费量 0.25 万吨, 则对应的年均粗钢总需求将达到 1200 万吨。

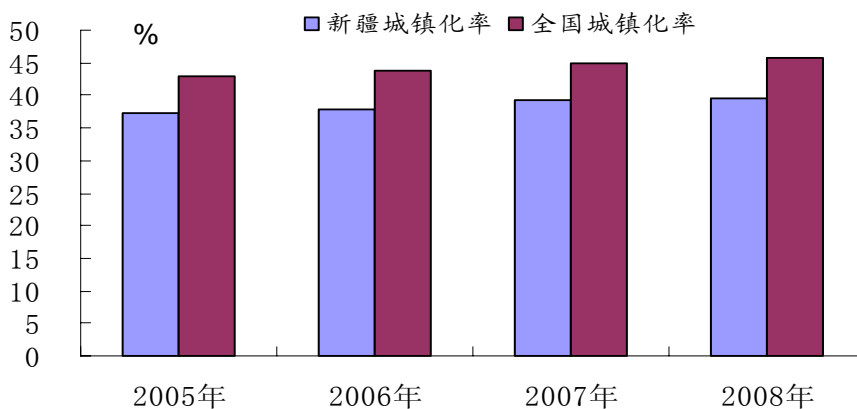
图 8: 新疆粗钢表观消费量与固定资产投资



数据来源: wind, 招商证券整理

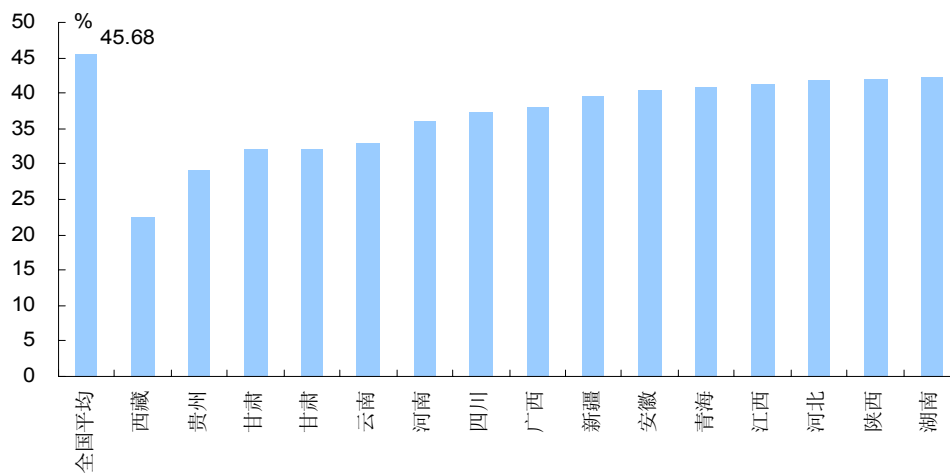
新疆地区城镇化率稳步提高。2005-2008 年新疆地区城镇化率从 37% 提高到 39%，城镇化率年年上台阶；但相对于 2009 年全国平均 47% 左右的城镇化率，新疆地区尚有很长路要走，在追赶全国均值的同时，钢材需求将快速增加，长材是工业化、城镇化过程中需求最大的品种，板材也会跟随增加，将拉动八钢板带比进一步提高。种种迹象表明，目前新疆市场的房地产开工及土地新购置面积数据均有较好表现，贷款增速明显增加。

图 9: 新疆&全国城镇化率对比



资料来源: Wind, 招商证券整理

图 10: 显著低于全国平均城镇化率的省份



资料来源: 国家统计局, 招商证券

表 4: 八一钢铁 2006~2009 年品种结构

单位: 万 t	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
钢材产量	354.43	387	456	515
1、热轧板	30.79	86	178	168
热轧板占比	8.69%	22.22%	39%	32.62%
2、优钢	20.37	27	24	20
优钢占比	5.75%	6.98%	5.26%	3.88%
3、建筑用材	303.27	274	254.16	327
建筑用材占比	86%	71%	56%	63%

资料来源: 上市公司

2、公司产品疆内占有率高，具有产品溢价优势

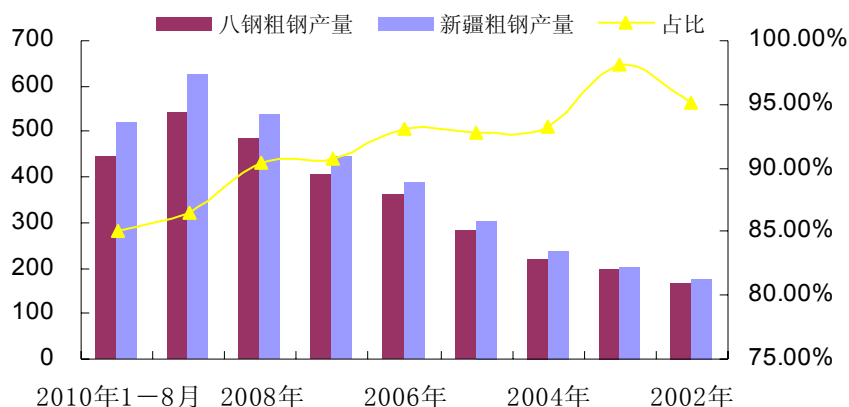
八一钢铁新疆地区建筑钢材占有率约为 70%。2009 年公司建筑钢材产量占比 63%，随着新上高线机组的达产，建筑用钢产量比例将进一步增加。2010 年 1-8 月，公司粗钢产量为 444 万吨，相当于 2009 年产量 82.22%，省内占比 85.05%，全国占比 1.04%，从历史情况来看，公司粗钢产量区域占比逐年下降，主要是因为新疆地区粗钢产能增速快于公司增速所致。

图 11：八一钢铁 2010 年 1-8 月铁、钢、材产量

单位：万 t	生铁	粗钢	钢材
2009 年 1 月	35.45	37.07	33.95
2009 年 2 月	33.8	34.67	35.21
2009 年 3 月	40.92	41.36	37.5
2009 年 4 月	39.4	39.49	35.7
2009 年 5 月	44.13	43.64	41.04
2009 年 6 月	45.78	44.97	43.36
2009 年 7 月	47.65	50.82	44.35
2009 年 8 月	48.24	53.16	50.74
2009 年 9 月	47.09	49.32	46.72
2009 年 10 月	49.41	50.26	47.91
2009 年 11 月	45.73	46.69	45.06
2009 年 12 月	47.71	49.98	46.96
2010 年 1 月	47.62	52.31	47.92
2010 年 2 月	45.84	50.80	42.68
2010 年 3 月	49.16	55.76	51.60
2010 年 4 月	50.02	55.48	53.00
2010 年 5 月	49.52	57.60	55.68
2010 年 6 月	51.01	54.82	51.96
2010 年 7 月	53.64	58.55	54.84
2010 年 8 月	51.72	58.25	57.38

资料来源：招商证券整理，因铁前系统是八钢集团所以用红字表示。备注：2009 年 5 月 - 2010 年 8 月数据为中钢协旬报统计数据，其他为 MYSTEEL

图 12：八一钢铁在新疆地区粗钢产量占比

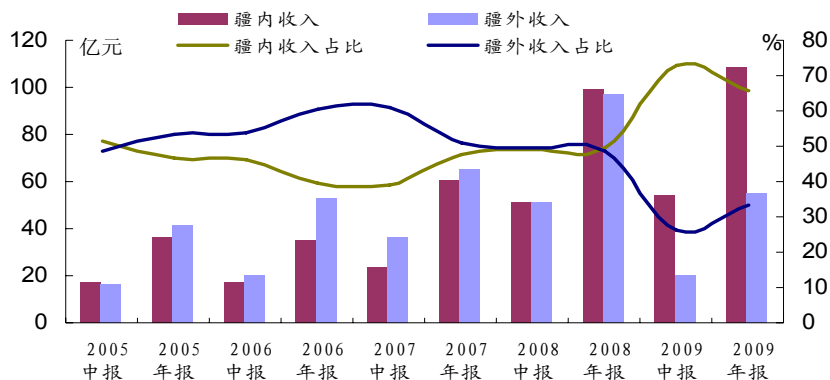


数据来源：Mysteel，招商证券整理

2010 年上半年公司新疆区域内销售收入为 68.95 亿元，占总收入比例 60.54%。从疆内

外营业收入变化趋势来看，新疆区外收入占比由 2006 年的 60.31% 降至 2009 年的 33.36%（公司产品在新疆区外市场主要销往兰州、西安、银川、青海等省区），未来销售半径弹性增大。随着疆内市场需求逐渐上升及公司产能扩张，新疆区内已成为公司营收主要来源。

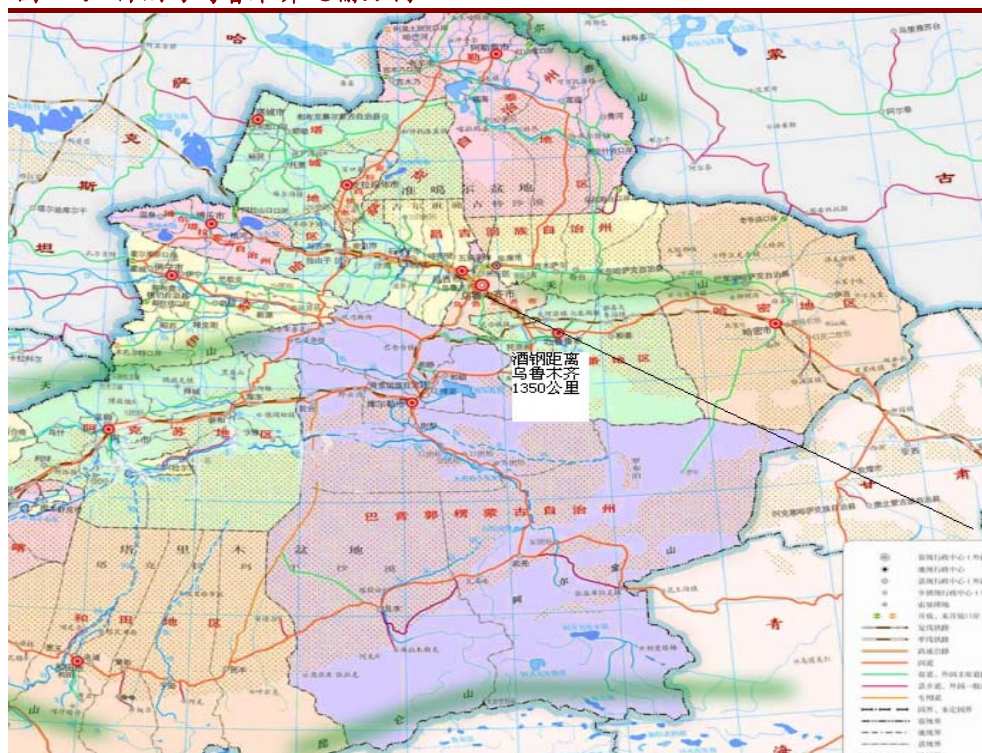
图 13：八一钢铁疆内&疆外营业收入对比



数据来源：上市公司，招商证券整理

公司在西北区域内的主要竞争对手酒钢宏兴距离乌鲁木齐 1350 公里，疆外产品进疆将无价格优势，高昂的吨钢进疆运费将成为八一钢铁保持疆内市场占有率的有力保障。

图 14：酒钢与乌鲁木齐运输距离

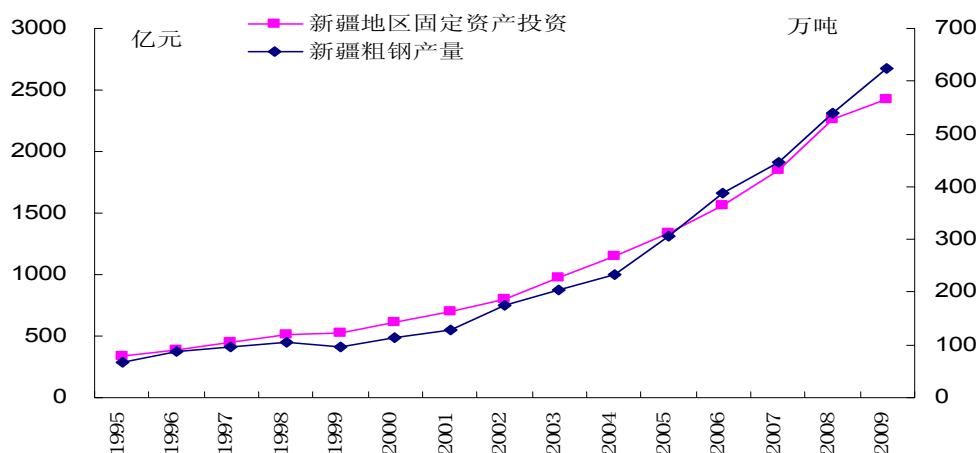


资料来源：招商证券整理

随着国家大力建设新疆计划的提出，国内钢铁企业将目光纷纷转向了资源丰富、市场巨大的新疆地区。近期山东钢铁集团就表示将在新疆喀什地区投资建设钢厂，另外，新兴铸管集团在阿勒泰地区的工程材料基地也破土动工，这些都标志着国内钢企投资新疆掀起新一轮热潮。在此之前，宝钢已重组了新疆最大的钢铁企业八一钢铁公司，首钢收购了伊犁兴源实业有限责任公司，并且两家公司都提出了扩产规划。至此，已有四家大型钢铁企业踏足新疆建厂。

根据统计，除八一钢铁的 700 万吨产能外，国内其他主要钢铁企业在新疆区域正在建设的产能达到 1700 万吨，新上产能建设过程需要 $2700 \times 0.13 = 351$ 万吨钢材，在运输成本制约下，建设钢材需求只能在疆内就地解决。虽然新上产能一旦达产，新疆区域内钢铁行业生态将由寡头垄断向充分竞争转变，但我们认为这个过程需要 3 年时间，而在此过程中，随着需求的急剧上升，八一钢铁寡头垄断态势将得到进一步加强。

图 15: 新疆地区固定资产投资和粗钢产量



资料来源: 国家统计局, 招商证券

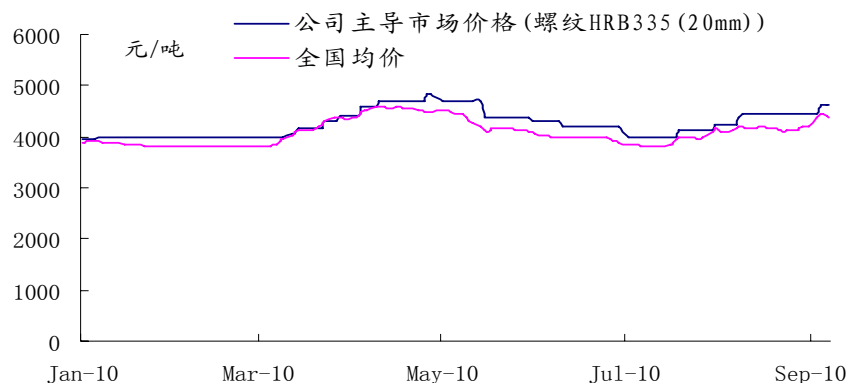
图 16: 国内钢铁企业在新疆的布局

实施主体	产能 (万 t)	所在地区	备注
宝钢八一钢铁	700	乌鲁木齐	已建成
宝钢	300	阿克苏地区	已获批
山钢	600	喀什	待批准
首钢	500	伊犁新源县	待批准
新兴铸管	300	阿勒泰富蕴县	待批准
小计	2400		

数据来源: 招商证券整理

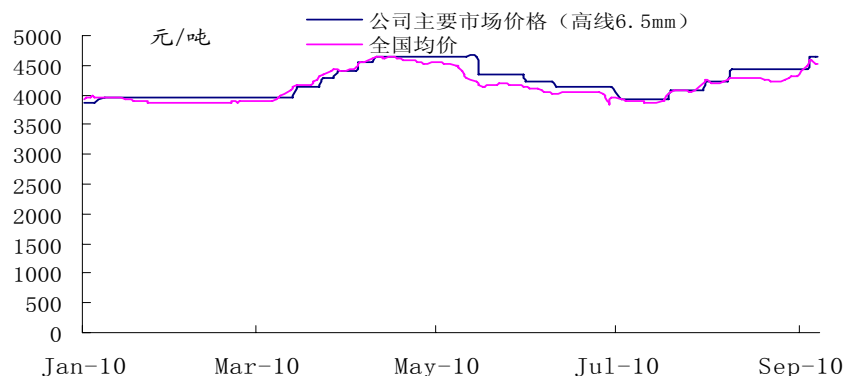
区域定价权导致产品价格相对溢价高。截至 2010 年 9 月 21 日，乌鲁木齐市场螺纹钢 HRB (20mm) 价格为 4640 元/吨，为全国主流市场最高，较全国均价高出 340 元/吨或 7.9%；高线 (6.5mm) 价格为 4640 元/吨，较全国均价高出 200 元/吨或 4.50%。公司产品价格抗周期性较强，较之其他市场，价格具有相对独立性，受全国趋势影响较小。自年初以来，公司产品主要市场价格始终处于全国高位，且在全国均价上方运行。

图 17: 八钢主导市场产品与全国均价对比



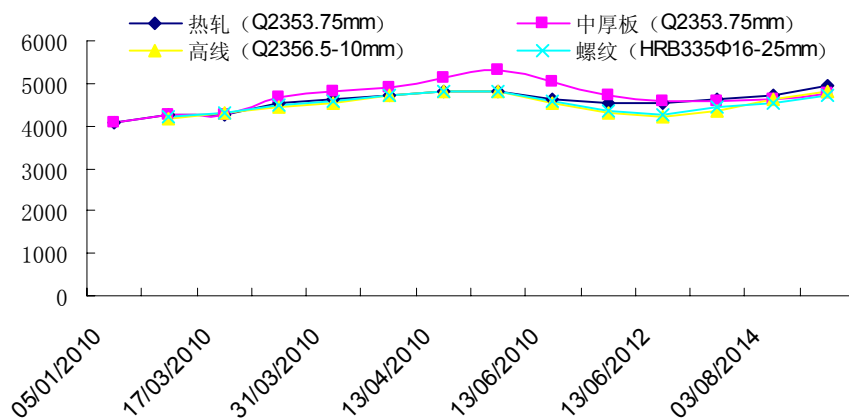
数据来源: Mysteel, 招商证券

图 18: 八钢主导市场产品与全国均价对比



数据来源: Mysteel, 招商证券

图 19: 八一钢铁主要产品出厂价格



数据来源: Mysteel, 招商证券整理

3、产能跨越式增长，资源保障率有望继续提高

产能跨越式增长。在国家严控钢铁行业新增产能，2009 年将淘汰 1691 万吨炼钢产能的大背景下，八一钢铁产能将从目前的 700 万吨扩展至 2012 年 1000 万吨，增幅 42.86%。且新增产能主要集中在新疆市场需求旺盛的长材产品。八月上旬宝钢与新疆维吾尔自治区政府签署战略合作协议，将八钢 2012 年打造成 1000 万吨钢厂，将在南疆建 300 万吨钢厂，主要生产长材产品。届时，公司将巩固其拳头产品在疆内的优势地位，同时，长材产能扩张结合区域建设带来的需求释放将对公司业绩增长产生叠加效应。

新高线机组于 2008 年 5 月 28 日正式破土动工、2009 年 7 月 14 日正式生产调试，设计年产量为 60 万吨（原普线生产线已关闭）。铁前系统方面，2 座 2500m³ 高炉已于 2009 年投产，目前，新上第三座 2500m³ 高炉今年已经开工建设，预计 2011 年底投产。

主要工艺设备特点：步进梁式加热炉 1 座，额定产量 120t/h（冷装）；轧线采用 28 架轧机，全线无扭轧制。其中粗轧 6 架，中轧 6 架，预精轧 2+4 架，精轧 10 架。轧机全部国产、全线设 3 台切头飞剪。

公司现阶段主要产品规格：为 ϕ 6.5-16 的圆钢盘条和 ϕ 8-12 螺纹钢盘条。钢种为碳素结构钢、优质碳素结构钢、低合金钢等钢种。八一钢铁 2008 年 8 月 20 日曾发布公告，八一钢铁于 2008 年 8 月 20 日董事会审议通过《关于公司新棒线工程项目的议案》，议案主要内容是，为了满足周边地区建筑用材市场日趋增长的消费需求，公司决定投入自有资金人民币 47,484.72 万元建设新棒线工程项目，项目建成后将年产圆钢、热轧带肋钢筋 60 万吨、高速线材 60 万吨。该项目的实施能够提升公司产品的产量及质量，为公司继续扩大建材市场占有率奠定良好的基础。

表 5:2007-2009 年中国炼钢产能与落后炼钢产能淘汰统计

万 t	2009 年	2008 年	备注
产能:			
2007 年底中国炼钢产能		58819	推算
2008 年新增炼钢产能		6229	
2008 年淘汰落后炼钢产能		648	
2008 年底中国炼钢产能		64400	
2009 年黑色金属冶炼及压延加工完成投资, 亿元	3206.12		
2009 年约新增炼钢产能	5500		
2009 年底中国炼钢产能（未考虑淘汰落实产能）	69900		
2009 年淘汰落后产能	1691		2010 年 1 月 27 日，工业和信息化部在新闻发布会上表示，2009 年中国淘汰落后的炼钢、炼铁产能分别达到 1691 万吨和 2113 万吨。
2009 年底中国炼钢产能（考虑淘汰落实产能）	68209		

资料来源：根据中钢协协会会长邓崎琳《加快结构调整 转变发展方式 促进钢铁工业可持续健康发展》讲话整理，招商证券

图 20: 八一钢铁设备及工序

工 序	主要设备	设计年 产能	2007 年产 量	2008 年产 量	09 年产 量 E	10 年 产 量 E	11 年 产 量 E	备注
炼 铁	高炉 6 座: 380 m ³ × 6 新建成高炉 2500 m ³ × 2	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。高炉利用系数 正常 3.1-3.2, 最高 达 3.6。
炼 钢	转炉 4 座: 40t × 2, 25t × 2 电炉 2 座: 70 t、 110 t 新建成转炉 3 座: 120t	250 万 t 150 万 t 300 万 t	404.36 万 t	484.02 万 t	275 万 t — 255 万 t			07 年 10 月至 09 年? 月陆续投产
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
高 线	国产及达 涅利轧机	70 万 t	112.5542 万 t	111.118 万 t	85 万 t			
棒 材	棒材线: 重庆院设 计	70 万 t			95 万 t			
型 材		70 万 t	130.3244 万 t	147.8012 万 t	70 万 t			棒材综合成材率 (实重) 在 99% 以上
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			普钢搬迁一期 60 万吨, 预计 09 年 下半年投产
新棒线材工程		120 万 t						棒材、线材各 60 万 t, 09 年? 月投 产。

数据来源: 上市公司调研, 招商证券整理

图 21: 八一钢铁产能情况



资料来源: 上市公司调研, 招商证券整理

敬请阅读末页的重要说明

八一钢铁具有显著资源优势，铁矿石自给率在 30% 左右，焦煤自给率达到了 48%。八一钢铁铁矿石、焦煤等原燃料资源将得到新疆维吾尔自治区的优先保障和政策倾斜。最近自治区政府与八一签署协议，对其所需铁矿、焦煤资源给予资源和政策倾斜。新疆矿产资源丰富，且成本较低，非常利于钢铁生产。新疆铁矿资源丰富，富矿比例高，根据最新勘探数据，新疆铁矿石资源量超过 100 亿 t。

预计新疆煤炭资源储量为 2.19 万亿 t，占全国总储量的 40%，主要是准东（7300 亿 t）、吐哈（7000 亿 t）、伊犁（6260 亿 t）和库拜（1370 亿 t）等煤田。未来新疆将成为我国重要的煤炭基地。八一集团焦煤自给率在 47% -48%。

八一在哈密地区和阿勒泰地区有雅满苏和磁海两座铁矿，年产 110 万 t，另外，蒙库铁矿年产 200 万 t 精粉，且开采成本较低。焦煤资源主要来自乌鲁木齐艾维尔沟煤矿，该矿年产量 180 万 t。八一正在加大探矿力度，不断提高原料自给率。

宝钢“协同效应”继续增强。宝钢 2007 年宝钢重组八一钢铁，掀开了国内钢企进军新疆的步伐。目前八一钢铁产能达到 700 万 t。宝钢集团新疆八一钢铁有限公司的“十二五”发展规划指出，2015 年生产规模达到 1000 万 t，销售收入达到 400 亿元。未来 5 年，宝钢将投资 300 亿元，使八一在“十二五”期间达到 1000 万 t 年产钢能力，成为中国西部和中亚地区最具竞争力的钢铁企业。2009 年八一钢铁的粗钢产量就达到 540 万 t，占新疆粗钢总产量的 86%，在新疆占有绝对的优势地位和市场占有率。

在宝钢集团入主八一钢铁后，积极调整八一钢铁的产品结构，利用自设技术优势，向八一钢铁进行产品移植，在延伸产业上已形成汽车板簧、螺旋焊管、钢结构制作、焊丝焊网等系列产品。

表 6：公司近年经营业绩情况

项目	总资产(亿元)	主营业务收入(亿元)	净利润(亿元)	每股收益(元)	每股净资产(元)
2002 年	30.28	31.83	1.6	0.39	4.05
2003 年	33.21	47.57	3.21	0.65	4.02
2004 年	45.82	65.38	4.37	0.74	3.93
2005 年	54.68	78.13	2.45	0.42	4.04
2006 年	78.81	88.92	1.54	0.26	4.12
2007 年	103.24	127.91	3.99	0.52	4.66
2008 年	121.44	200.36	1.04	0.14	3.68
2009 年	125.99	164.53	1.1	0.14	3.78

数据来源：上市公司，招商证券整理

投资策略

公司区域优势突出，公司产品主导市场钢铁需求快速增长，在是钢铁行业中新疆区域建设的最大受益者；产品相对溢价能力行业居前；炼钢产能有望提前在 2012 年达到 1000 万吨，资源保障率将在现有基础上继续提高；吨钢市值位于行业低位，业绩对钢价敏感性行业居前。2010 年上半年 EPS 为 0.42 元，略超市场预期。

因此我们维持对八一钢铁“强烈推荐-B”的投资评级，我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.84 元、1.04 元和 1.12 元。给予 2010 年业绩 20 倍 PE，年内目标价 20 元，若铁矿、焦煤等原燃料资源注入上市及铁水关联交易的解决，股价将超过 25 元。

表 7：2010 年 9 月 14 日八一钢铁与同类钢铁公司估值对比

	八一钢铁	宝钢股份	马钢股份	华菱管线	莱钢股份	杭钢股份	河北钢铁	韶钢松山	三钢闽光
股价（元）	13.17	6.80	3.70	4.43	9.28	5.39	4.03	4.37	12.47
股本（万股）	76645	1751205	770068	273765	92227	83894	687678	166952	53470
市值	1009415	11908194	2849252	1212779	855867	452189	2771342	729580	666771
产能（万吨）	700	2700	1600	1500	650	370	2505	500	410
吨钢市值(元/吨)	1442	4410	1781	809	1317	1222	1106	1459	1626
NET DEBT(万元)	485227	2224577	609567	2600444	264865	80365	2372166	880979	230539
EV(万元)	1494642	14132771	3458819	3813223	1120732	532553	5143509	1610559	897310
EV/产能	2135	5234	2162	2542	1724	1439	2053	3221	2189

备注：股价采用 2010 年 9 月 14 日收盘价，NET DEBT 采用 2010 年 6 月 30 日资产负债表数据计算。

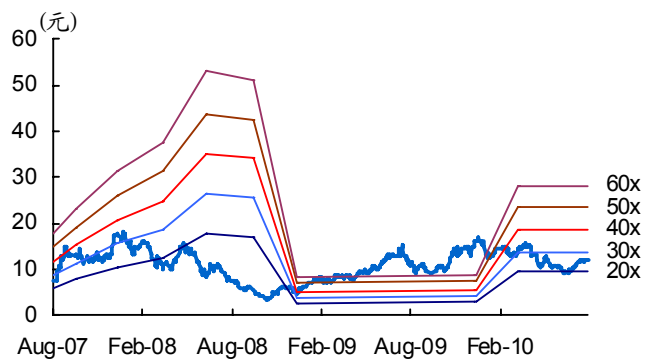
数据来源：招商证券整理

表 8：八一钢铁上市历年经营业绩情况表

项目	总资产(亿元)	主营业务收入(亿元)	净利润(亿元)	每股收益(元)	每股净资产(元)
2002 年	30.28	31.83	1.6	0.39	4.05
2003 年	33.21	47.57	3.21	0.65	4.02
2004 年	45.82	65.38	4.37	0.74	3.93
2005 年	54.68	78.13	2.45	0.42	4.04
2006 年	78.81	88.92	1.54	0.26	4.12
2007 年	103.24	127.91	3.99	0.52	4.66
2008 年	121.44	200.36	1.04	0.14	3.68
2009 年	125.99	164.53	1.1	0.14	3.78

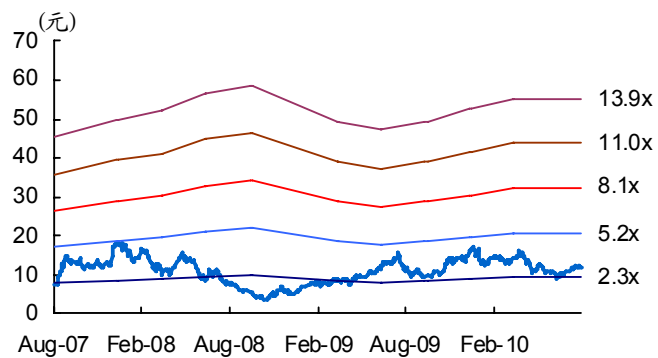
数据来源：上市公司，招商证券整理

图 22: 八一钢铁历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 23: 八一钢铁历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

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	5604	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	2446	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	2192	2415	2536
其他	640	250	546	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	14131	14751	15120
流动负债	7352	7933	9004	9068	8836
短期借款	3148	4332	5350	5541	5178
应付账款	1769	1539	1693	1712	1759
预收账款	1130	1473	1639	1489	1564
其他	1306	589	322	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	10787	10851	10619
股本	766	766	766	766	766
资本公积金	855	855	855	855	855
留存收益	1201	1273	1723	2279	2880
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2822	2894	3344	3900	4501
负债及权益合计	12144	12599	14131	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	1250	1431	1782
净利润			643	794	859
折旧摊销			609	688	704
财务费用			423	435	413
投资收益			(51)	(51)	(51)
营运资金变动			(352)	(448)	(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	163	(431)	(982)
借款变动			718	191	(363)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(193)	(238)	(258)
其他			(362)	(384)	(362)
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	20385	21003	22042
营业成本	18149	15189	18209	18612	19545
营业税金及附加	44	28	41	42	44
营业费用	748	671	673	693	727
管理费用	203	215	367	378	397
财务费用	399	376	423	435	413
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	725	895	967
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	723	893	965
所得税	(48)	(32)	79	98	106
净利润	104	110	643	794	859
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	104	110	643	794	859
EPS (元)	0.14	0.14	0.84	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%	24%	3%	5%
营业利润	-85%	25%	781%	23%	8%
净利润	-74%	6%	484%	24%	8%
获利能力					
毛利率	9.4%	7.7%	10.7%	11.4%	11.3%
净利率	0.5%	0.7%	3.2%	3.8%	3.9%
ROE	3.7%	3.8%	19.2%	20.4%	19.1%
ROIC	9.9%	6.9%	9.8%	10.6%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	76.8%	77.0%	76.3%	73.6%	70.2%
净负债比率	49.0%	50.8%	50.4%	49.6%	46.0%
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	8.4	8.1	7.9
应收帐款周转率	2531.3	4741.4	6867.2	5074.6	5120.6
应付帐款周转率	12.9	9.2	11.3	10.9	11.3
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.14	0.84	1.04	1.12
每股经营现金	-0.22	0.07	1.63	1.87	2.33
每股净资产	3.68	3.78	4.36	5.09	5.87
每股股利	0.05	0.00	0.25	0.31	0.34
估值比率					
PE	108.5	102.3	17.5	14.2	13.1
PB	4.0	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	31.3	29.1	15.8	13.8	13.4

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，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》。

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。