

强烈推荐-B (维持)

八一钢铁 600581.SH

目标估值: 18.00元

当前股价: 13.45元

2011年6月2日

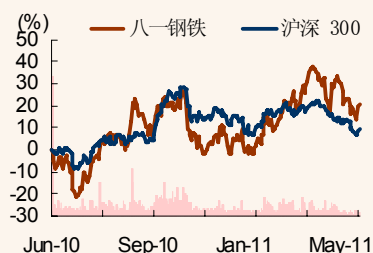
区域优势发力,钢铁股的B-52

基础数据

上证综指	2744
总股本(万股)	76645
已上市流通股(万股)	76645
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	103
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(吨吨M)	15.3
资产负债率	72.8%
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	4	22	18
相对表现	10	26	8



相关报告

1、《八一钢铁(600581)——盈利攀单季次高 后续产销继续向好》
2010/4/25

张士宝

0755-83734778
zhangsb@cmschina.com.cn
S1090511040020

研究助理

黄星

0755-82943245
huangxing@cmschina.com.cn

公司产品区域辐射能力强,市场占有率高,目前估值较低。我们认为公司在“新疆发展,铁工基先行”背景下,属于钢铁股中的 B-52。维持“强烈推荐-B”投资评级。

- **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。
- **产品区域溢价优势明显。**长材占有新疆市场 70%左右市场份额。一季度公司产品主导市场螺纹均价为 5040 元/吨,较全国均价高出 53 元/吨或 1.04%,热轧产品均价较全国高出 94 元/吨或 1.96%,进入 4 月后,在区域需求强劲支撑下溢价优势进一步扩大。
- **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。
- **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:**预计 2 季度八钢 EPS 约为 0.30 元,上半年 EPS 为 0.5 元左右。不考虑铁前系统注入,我们预计八一 2011、2012 年 EPS 分别为 0.99 元、1.35 元。基于八一所在新疆市场供求形势显著好于全国平均水平,八钢产品有显著溢价、成本远低于全国平均水平且有产量扩张和结构优化升级,我们给予 18~20 倍 PE,目标价 18 元,维持强烈推荐-B 的投资评级。若铁前系统注入,我们保守估计每股受益将提高 40%以上,目标估值 27 元。新疆上市公司中八钢属于最滞涨的股票,存在补涨可能,旺季到来、新高炉、新转炉投产及铁前资产注入均构成股价上涨催化剂。
- **风险提示:**全国钢材价格波动将拖累新疆钢材市场,因价差拉大至一定水平,外部资源涌入新疆;钢价若暴涨可能遭遇新疆政府部分的临时价格管制。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	16453	23666	22938	24072	26479
同比增长	-18%	44%	-3%	5%	10%
营业利润(百万元)	82	620	859	947	1041
同比增长	25%	653%	39%	10%	10%
净利润(百万元)	110	525	763	841	924
同比增长	6%	377%	45%	10%	10%
每股收益(元)	0.14	0.69	0.99	1.10	1.21
PE	199.7	41.9	28.8	26.2	23.8
PB	7.6	6.5	5.8	5.0	4.4

资料来源:招商证券

目录

公司简介	3
公司当前主要竞争优势	5
估值投资建议	12

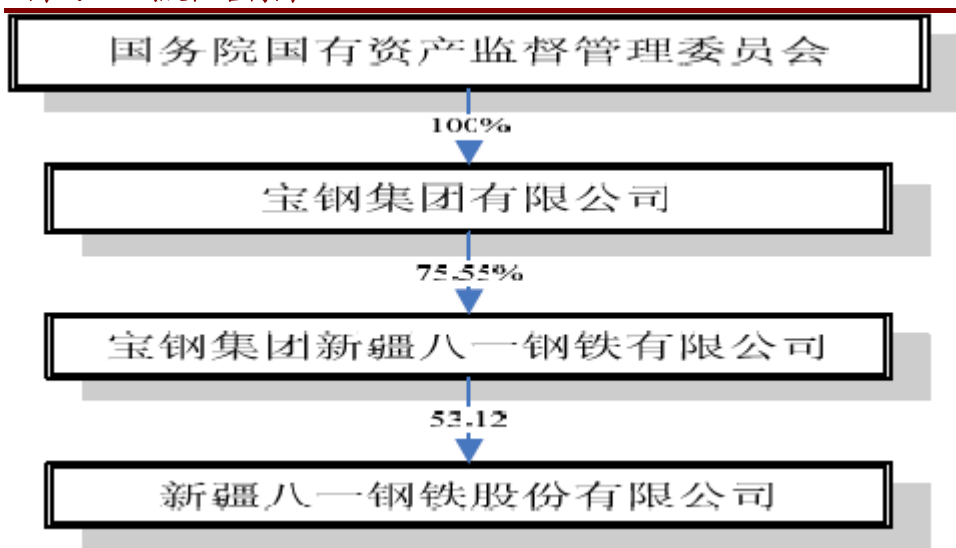
图表目录

图 1: 八钢股权结构图	3
图 2: 八钢集团生铁产量及八钢股份粗钢和钢材产量	8
图 3: 公司产品出厂价格	8
图 4: 公司产品主导市场价格与全国均价对比	9
图 5: 公司产品主导市场价格与全国均价对比	9
图 6: 酒钢与乌鲁木齐运输距离	11
表 7: 公司单季度历史业绩回顾	12
表 8: 八一钢铁与同类钢铁公司估值对比	13
图 9: 八一钢铁历史 PE Band	14
图 10: 八一钢铁历史 PB Band	14
表 1: 八一钢铁主要产品用途	4
表 2: 八一钢铁 2010 年产销实绩及 2011 年产销计划	6
表 3: 八钢集团生铁产量及八钢股份粗钢和钢材产量	7
表 4: 国内钢铁企业在新疆的布局	10

公司简介

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”。

图 1：八钢股权结构图



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 1：八一钢铁主要产品用途

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

公司当前主要竞争优势

工序产能最新变化。在 2011 年前，八钢公司工序工艺呈现工序不匹配，表现为各工序产能不平衡，轧材>炼钢>炼铁。

炼钢：700万吨产能，其中：

①一炼钢：250万吨

转炉：40吨×2

②二炼钢：450万吨

转炉：120吨×3

电炉：110吨×1、70吨×1

轧材

① 棒材：100万吨

② 高线：2×高速线材：130万吨

③ 小型材：60万吨

④ 中型材：35万吨

⑤ 1750热轧卷板：300万吨

⑥ 中厚板：65万吨

⑦ 冷轧、镀锌、彩涂：60万吨

经过我们前期的调研发现八钢集团新上 3# 高炉即将投产，炼钢也在升级改造，通过工序装备的“填平补齐”公司本部炼钢年产能 2011 年已具备 750 万吨，2012 年有望达到 900 万吨。

(1) 炼铁（属八钢集团）：7 月份 3# 2500m³ 高炉投产，炼铁产能年增加 180 万吨，为炼钢增产提供保障。八钢集团炼铁新上 3# 高炉目前处在最后封顶阶段，预计 2011 年 7 月份投产，达产后每月新增 15 万吨炼铁能力，高炉容积为 2500m³，设计年产生铁 180 万吨。原上 2 座 2500 m³ 高炉已于 2009 年投产，新上第 3 座 2500 m³ 高炉 2010 年开工，预计 2011 年年底投产，现在提前至 2011 年 7 月份投产。至此，八钢集团有 3 座 2500m³ 高炉，设计产能 540 万吨。随着新 3# 2500m³ 高炉 2011 年 7 月投产，公司有完成年度 750 万吨的炼铁能力。

根据中钢协对标挖潜数据测算，八钢集团供股份公司铁水成本 2009 年底为 2050 元/吨，2010 年上半年涨 200 元/吨至 2250~2300 元/吨，2011 年 1 季度 2800 元/吨（全国生铁售价约为 3450 元/吨）。

(2) 炼钢: 一炼钢将再上 1 座 150 吨转炉项目, 预计 2012 年底投产。公司一炼钢目前有 3 座转炉, 其中 40 吨×3 (1#、2#、3#)。2011 年炼钢计划产量 750 万吨, 因为 2011 年 1 季度因天气过低实际可能欠产一部分, 1 季度实际钢产量 150 万吨, 上半年调整后钢产量计划为 345 吨, 上半年只能完成年度计划 46%。

(3) 轧钢:

①2011 年新上的棒线材生产线均已满负荷运转, 2011 年产量计划 120 万吨, 据我们 2011 年 8 月份调研时, 普线已于 2009 年淘汰; 新上年设计产能 120 万吨棒线材 (棒材、线材各占 60 万吨), 其中高线已于 2009 年 7 月 14 日投产、棒材于 2010 年 5 月投产。新棒线材主要工艺设备特点: 步进梁式加热炉 1 座, 额定产量 120 吨/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。产品规格: 为 ϕ 6.5-16mm 的圆钢盘条和 ϕ 8-12mm 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。

③1750 机组满负荷生产, 热轧板、中厚板需求及价格均较好。

④冷轧(含冷轧、镀锌、彩涂, 下同)开工不足, 但从新疆未来几年产业结构调整方向看, 根据目前市场的公开消息来看, 海尔、吨 CL 新疆设生产基地, 陕西重汽、可能将要在新疆建厂, 未来 2~3 年新疆板材市场看好。冷轧精整退火作业区由罩式退火炉机组、平整机组、横切机组、重卷机组、四条线组成, 主要生产的钢种为 CQ、DQ、HSLA 类, 平整机可生产厚度为 0.25-3.2mm 产品, 横切线可生产厚度为 0.4-2.5mm, 宽度为 500~1270mm, 长度为 915~3600mm 的产品。冷轧机组 2003 年开始建设, 2004 年投产。因美国对中国禁止先进装备技术出口, 冷轧机组 DANIELI UNI 吨 ED SHERMAN CISDI MACCE 轧机通过台湾引进, 处于国内领先, 世界一流水平。

⑤新小型轧钢厂满负荷运转。2000 年投产轧机, 主要生产工字、角、钢。

表 2: 八一钢铁 2010 年产销实绩及 2011 年产销计划

单位: 万吨	生铁 (八钢集团)			粗钢			钢材			钢材同比增长
	2010 年计划	2010 年实际	2011E	2010 年计划	2010 年实际	2011E	2010 年计划	2010 年实际	2011E	
八一钢铁	600.00	598.93	660	620	671	750	578	633	690	9.0%

资料来源: 上市公司, 招商证券整理

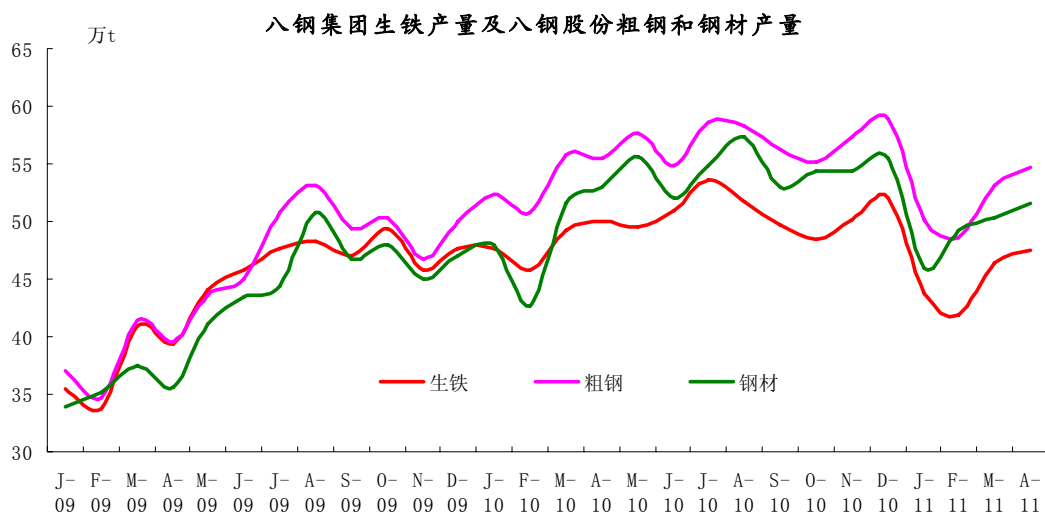
表 3：八钢集团生铁产量及八钢股份粗钢和钢材产量

单位：万吨	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
2009 年合计	525.32	541.43	508.50
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
2010 年 9 月	49.72	56.31	52.96
2010 年 10 月	48.41	55.22	54.34
2010 年 11 月	50.21	57.32	54.37
2010 年 12 月	52.07	58.92	55.54
2010 年合计	598.93	671.33	632.26
2011 年 1 月	43.67	50.23	45.86
2011 年 2 月	41.95	48.54	49.27
2011 年 3 月	46.35	53.14	50.34
2011 年 1 季度合计	131.97	151.91	145.47
2011 年 4 月	47.55	54.74	51.49
2011 年 1-4 月份合计	179.52	206.65	196.96

资料来源：中钢协、招商证券

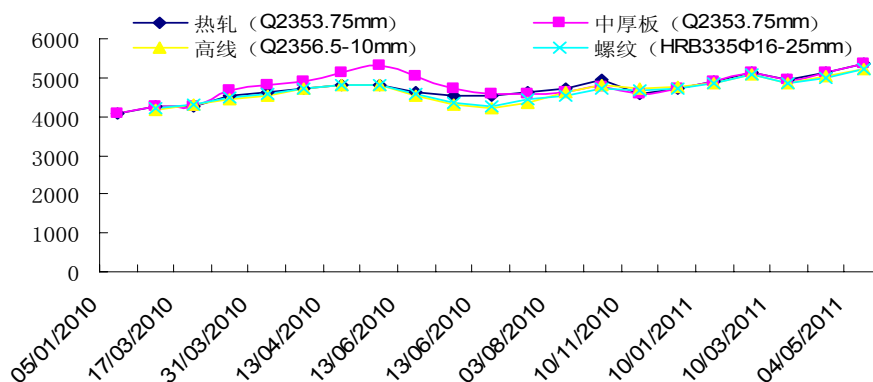
2011 年上半年产销预计。按照公司 2011 年产钢 750 万吨的年度经营计划，1 季度钢产量 150 万吨未能达到进度目标。因一季度天气较冷，最低低至-30℃，铁矿及焦煤等原料结成冰块，要用挖掘机从火车上卸货，高炉及转炉等装备不能够顺行，预计上半年钢产量 345 万吨。4 月实现钢材销量 56.8 万吨，5 月销售量计划 60 万吨。2011 年 1 季度八钢实现吨钢净利约 100 元/吨，EPS 为 0.22 元。低于市场预期主要原因是：1、钢厂实际结算价格比市场挂牌价要低，因为大户结算价格有一定优惠；2、且一季度钢材部分欠产，平均钢价 4106 元/吨（不含税）。

图 2：八钢集团生铁产量及八钢股份粗钢和钢材产量



资料来源：中钢协、招商证券

图 3：公司产品出厂价格

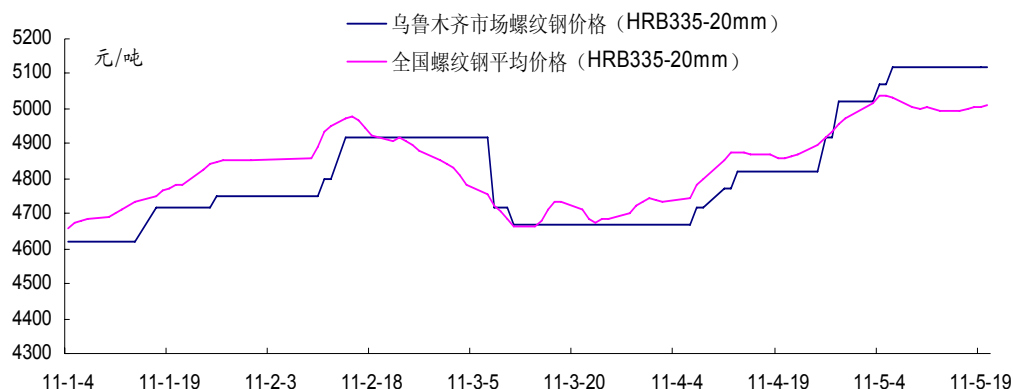


数据来源：Mysteel，招商证券整理

当前八钢分工序成本全国领先。新疆市场铁水含税价 3450 元/吨，全国平均价格 3900 元/吨，全国从铁水到粗钢成本约为 900 元/吨；而八一工序成本较低：铁水→大转炉成本 700 元/吨，铁水→小转炉成本 570 元/吨。

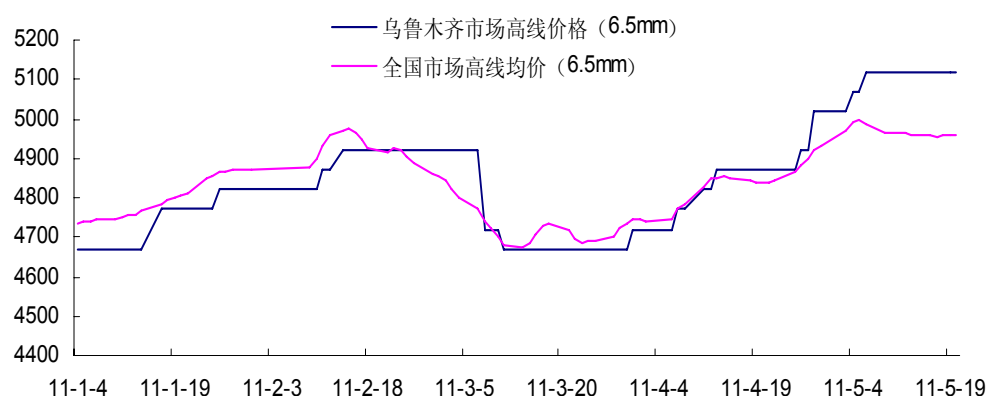
下游需求强劲，产品供不应求局面将至少持续到 2013 年初，目前市场销售形势火爆。新疆“十二五”期间计划完成社会固定资产投资 3.6 万亿元，相当于“十一五”实际完成量的近 3 倍，其中工业和能源投资将占据四成以上。一季度全社会投资总额为 207.16 亿元，比上年同期增长 14.9%，增速同比提高 10.4pc 吨，较全国水平高 2pc 吨。进入 4 月后，公司主导产品市场价格明显高于全国均价。

图 4: 公司产品主导市场价格与全国均价对比



数据来源: Mysteel, 招商证券整理

图 5: 公司产品主导市场价格与全国均价对比



数据来源: Mysteel, 招商证券整理

新疆 70% 建筑用钢需求集中在乌鲁木齐, 乌鲁木齐方圆 500 公里只有八钢一家钢厂。2011 ~ 2012 年是新疆基础设施、保障房和城镇化加速推进的高峰期, 如乌鲁木齐 2011 年投资同比上年增长 1 倍多, 在这两年间新疆建筑用钢供不应求, 之后进入板材需求的高峰期, 八钢地处新疆未来钢材需求的腹地, 产品定位恰好契合新疆钢材市场需求时间和结构的变化。根据目前的规划来看, 就在八一钢铁所在的头屯河区计划修建 5 所大学、数家钢结构公司、大型钢材物流园区以及其他相关机械加工, 乌鲁木齐市现在全市就是大工地, “大干快上”正当时。

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。目前, 首钢伊犁钢铁公司(下称“伊钢”)钢铁项目一期技改工程已举行开工奠基仪式。这是国家对新疆实施大开发后, 当地钢铁行业四大竞争主体中最后一家动工扩张的企业; 伊钢本次实施的一期技改工程总投资 40 多亿元, 达产后预计每年可实现产值 80 亿元、利税 10 亿元。伊钢目前产能为 50 万吨, 2015 年伊钢将实现 500 万吨产能, 总计静态投资 164 亿元, 并分二期建设。

山东钢铁集团喀什钢铁产业升级项目动工。在奠基仪式上, 山东钢铁集团董事长邹仲琛说, 项目总投资 120 亿, 占地 3800 亩, 是山东省委、省政府确定的重点产业援疆项目, 年形成 360 万吨铁、钢、材配套产能, 将于 2012 年 6 月点火投产

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。

表 4：国内钢铁企业在新疆的布局

实施主体	产能（万吨）	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	已获批启动前期工作，待批文
山钢	600	喀什	待批准
首钢	500	伊犁新源县	待批准
新兴铸管	300	已由阿勒泰富蕴县改为和静县	待批准
新余钢铁集团	300	新疆克州阿图什工业园区	待批准
小计	2700		

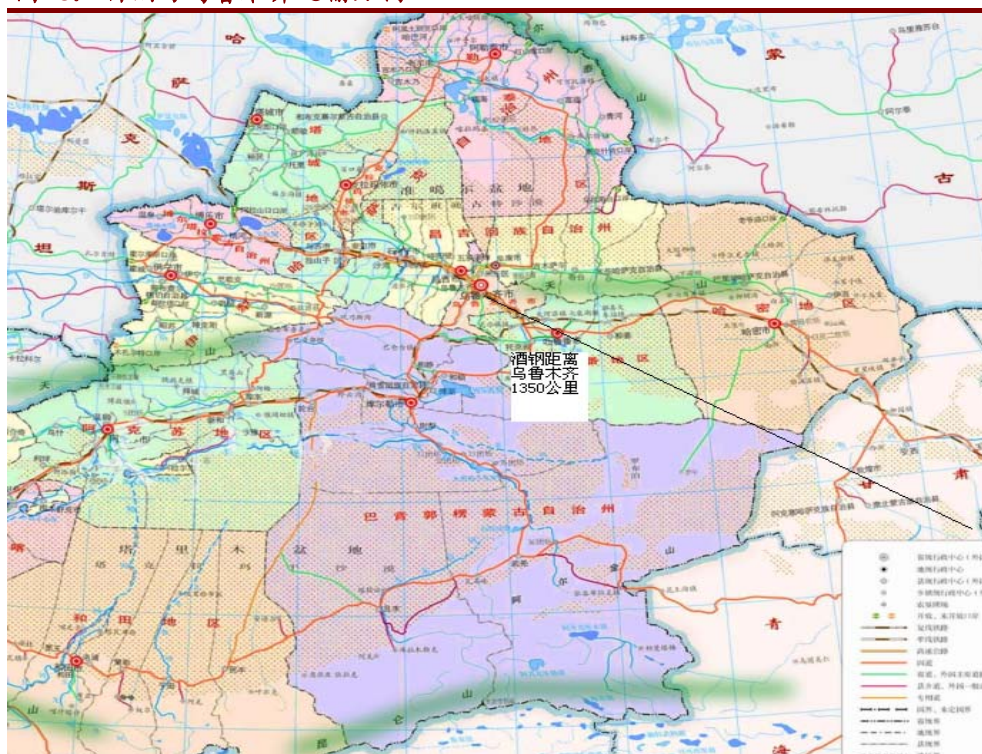
资料来源：Mysteel，招商证券整理

除上表所列内容外，八钢本部产能通过技改可达 900 万吨，净增加 200 万吨，宝钢与八钢在南疆与北疆各新建 300 万吨钢厂；新兴铸管除新建 300 万吨钢厂外，原有金特和钢从 150 万吨扩产至 200 万吨，净增加 50 万吨；新疆疆内其他钢企也将新增产能 400 万吨~500 万吨。以 2010 年八钢建成 700 万吨钢厂为基数，除上表所列新增 2000 万吨产能外，最近新增计划产能 550 吨（八钢本部 200 万吨+北疆 300 万吨+新兴铸管 50 万吨），即从 2011 年初将新建 2550 万吨，加上八钢原有 700 万吨，新疆到 2015 年产能将超过 3250 万吨/年产能，届时市场将严重供大于求，只能通过内销和出口解决，但供求平衡向供大于求转变将出现在 2013 年，之前的 2011~2012 年新疆钢材市场仍程供求不应求的良好格局，八一是受益最大的钢厂。

新上产能建设过程需要 $2550 \times 0.13 = 332$ 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 2-3 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。

公司目前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 6: 酒钢与乌鲁木齐运输距离



资料来源:招商证券整理

八钢集团资源优势突出，八一钢铁受益显著。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。新疆矿产资源丰富，且成本较低，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。八钢集团焦煤自给率在 47%-48%。

八钢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。八钢正在加大探矿力度，不断提高原料自给率。

八钢集团蒙库铁矿储量 6 亿吨，2011 年扩产后铁精粉产能 125 万吨/年，4 月份铁精粉产量 10 万吨，制成球团后供八钢集团高炉炼铁。

估值投资建议

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。

根据八钢集团在宝钢收购时避免同业竞争的承诺，股份公司预期铁前系统的注入已经越来越接近，我们判断2011年有望解决，先将铁前系统注入。若将铁前系统注入（不含铁矿、煤矿），按目前吨钢盈利水平基数，吨钢盈利将扩大一倍至300元/吨。

预计2季度八钢EPS约为0.30元，上半年EPS为0.5元左右。不考虑铁前系统注入，我们预计八一2011、2012年EPS分别为0.99元、1.35元。基于八一所在新疆市场供求形势显著好于全国平均水平，八钢产品有显著溢价、成本远低于全国平均水平且有产量扩张和结构优化升级，我们给予18~20倍PE,目标价18元，维持强烈推荐-B的投资评级。若铁前系统注入，我们保守估计每股受益将提高40%以上，目标估值27元。新疆上市公司中八钢属于最滞涨的股票，存在补涨可能，旺季到来、新高炉、新转炉投产及铁前资产注入均构成股价上涨催化剂。

表 7：公司单季度历史业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	3267	4251	4629	4305	5151	6237	6686	5592	6695
营业毛利	(52)	403	482	430	552	611	536	613	529
营业费用	118	148	185	220	245	235	216	243	188
管理费用	19	20	69	106	20	67	57	230	53
财务费用	93	121	88	74	76	84	90	86	72
营业利润	-67	-50	137	63	199	197	153	71	199
归属母公司净利润	-100	-81	130	162	150	178	156	41	169
EPS (元)	-0.13	-0.11	0.17	0.21	0.20	0.23	0.20	0.05	0.22
主要比率									
毛利率	-2%	9%	10%	10%	11%	10%	8%	11%	8%
营业费用率	4%	3%	4%	5%	5%	4%	3%	4%	3%
管理费用率	1%	0%	1%	2%	0%	1%	1%	4%	1%
财务费用率	3%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	1%
营业利润率	-2%	-1%	3%	1%	4%	3%	2%	1%	3%
有效税率	-49%	-60%	3%	-159%	25%	9%	-2%	26%	15%
净利率	-3%	-2%	3%	4%	3%	3%	2%	1%	3%
YoY									
收入	-0.26	-0.29	-0.27	0.32	0.58	0.47	0.44	0.30	0.30
归属母公司净利润	-1.85	-1.28	0.25	-1.40	-2.49	-3.19	0.20	-0.75	0.13

数据来源：上市公司，招商证券整理

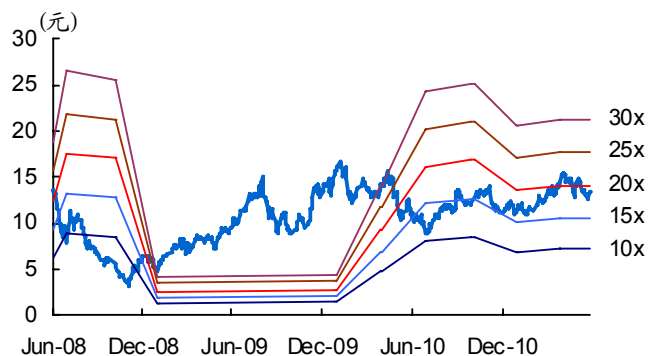
表 8: 八一钢铁与同类钢铁公司估值对比

	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)	13.42	6.31	3.48	3.93	9.21	5.19	4.47	3.75	9.44
股本(万股)	76645	1751205	770068	273765	92227	83894	687678	166952	53470
市值	1028576	11050104	2679837	1075896	849411	435410	3073921	626070	504757
产能(万吨)	700	2700	1600	1500	650	370	2505	500	410
吨钢市值(元/吨)	1469	4093	1675	717	1307	1177	1227	1252	1231

数据来源: 招商证券整理, 股价为2011年6月1日收盘价。

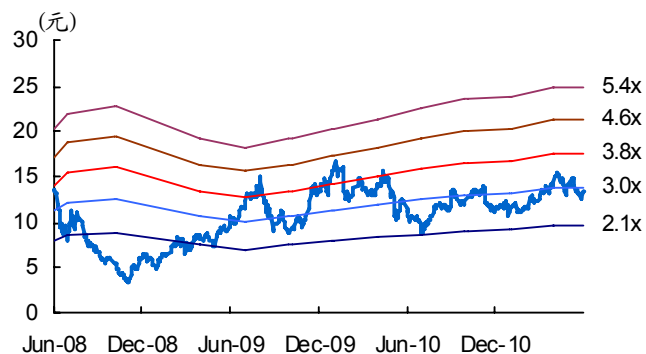
风险提示: (1) 全国钢材价格波动将拖累新疆钢材市场, 因价差拉大至一定水平, 外部资源涌入新疆; (2) 钢价若暴涨可能遭遇新疆政府部分的临时价格管制。

图 9: 八一钢铁历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 10: 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4966	4673	6289	6685	4761
现金	487	243	243	343	393
交易性投资	14	0	15	15	15
应收票据	2075	1433	2753	2889	530
应收款项	2	12	5	5	5
其它应收款	3	4	0	0	0
存货	2135	2826	2660	2789	3102
其他	250	155	615	645	717
非流动资产	7634	7508	8838	8934	8255
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	6751	7228	8721	8817	8139
无形资产	9	9	8	7	6
其他	873	271	110	110	110
资产总计	12599	12181	15128	15619	13016
流动负债	7933	7961	9071	8974	5724
短期借款	4332	3212	5200	4964	1281
应付账款	1539	1477	1886	1935	2152
预收账款	1473	1403	1640	1720	1913
其他	589	1870	345	355	379
长期负债	1773	839	1783	1783	1783
长期借款	1770	836	1770	1770	1770
其他	3	3	13	13	13
负债合计	9706	8800	10854	10757	7507
股本	766	766	766	766	766
资本公积金	855	855	855	855	855
留存收益	1273	1640	2174	2763	3410
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2894	3380	3795	4384	5031
负债及权益合计	12599	12181	15128	15619	13016

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	56	881	633	1738	4138
净利润		525	763	841	924
折旧摊销		609	688	704	681
财务费用		335	414	400	179
投资收益		0	(51)	(51)	(51)
营运资金变动		114	(1106)	(158)	2406
其它		(703)	(75)	1	(1)
投资活动现金流	(128)	(80)	(1015)	(800)	0
资本支出		(1500)	(1000)	(800)	0
其他投资		1420	(15)	0	0
筹资活动现金流	83	(1046)	382	(838)	(4088)
借款变动		(395)	964	(236)	(3683)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		(158)	(229)	(252)	(277)
其他		(493)	(353)	(349)	(128)
现金净增加额	12	(245)	0	100	50

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16453	23666	22938	24072	26479
营业成本	15189	21355	20500	21500	23907
营业税金及附加	28	46	46	48	53
营业费用	671	940	757	794	874
管理费用	215	374	413	433	477
财务费用	376	335	414	400	179
资产减值损失	1	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	109	3	50	50	50
投资收益	0	(3)	1	1	1
营业利润	82	620	859	947	1041
营业外收入	1	4	1	1	1
营业外支出	4	18	3	3	3
利润总额	78	605	857	945	1038
所得税	(32)	80	94	104	114
净利润	110	525	763	841	924
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	110	525	763	841	924
EPS (元)	0.14	0.69	0.99	1.10	1.21

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-18%	44%	-3%	5%	10%
营业利润	25%	653%	39%	10%	10%
净利润	6%	377%	45%	10%	10%
获利能力					
毛利率	7.7%	9.8%	10.6%	10.7%	9.7%
净利率	0.7%	2.2%	3.3%	3.5%	3.5%
ROE	3.8%	15.5%	20.1%	19.2%	18.4%
ROIC	6.9%	9.4%	10.5%	10.8%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	77.0%	72.2%	71.8%	68.9%	57.7%
净负债比率	50.8%	46.8%	46.1%	43.1%	23.4%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3
营运能力					
资产周转率	1.3	1.9	1.5	1.5	2.0
存货周转率	7.2	8.6	7.5	7.9	8.1
应收帐款周转率	2531.3	4741.4	3534.9	2571.8	3724.1
应付帐款周转率	9.2	14.2	12.2	11.3	11.7
每股资料(元)					
每股收益	0.14	0.69	0.99	1.10	1.21
每股经营现金	0.07	1.15	0.83	2.27	5.40
每股净资产	3.78	4.41	4.95	5.72	6.56
每股股利	0.00	0.21	0.30	0.33	0.36
估值比率					
PE	199.7	41.9	28.8	26.2	23.8
PB	7.6	6.5	5.8	5.0	4.4
EV/EBITDA	30.3	18.5	14.8	14.1	15.2

分析师承诺

负责本研究报告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，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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。