



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月26日

钢铁

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

丁玥

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511080001

dingyue@cicc.com.cn

推荐

八一钢铁 (600581.SH)

上半年业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	20036	16453	23666	27124	31927
(+/-)	56.6%	-17.9%	43.8%	14.6%	17.7%
主营业务利润	1887	1264	2311	2865	3175
(+/-)	23.9%	-33.0%	82.9%	24.0%	10.8%
净利润	104	110	525	860	979
(+/-)	-74.0%	6.1%	376.7%	63.8%	13.8%
全面摊薄每股收益	0.14	0.14	0.69	1.12	1.28
(+/-)	-80.0%	6.1%	376.7%	63.8%	13.8%
市盈率	99.2	93.6	19.6	12.0	10.5
市净率	3.7	3.6	3.0	2.5	2.0
净资产回报率	3.7%	3.8%	15.5%	20.5%	19.1%
投入资本回报率	18.9%	5.3%	9.1%	11.2%	11.4%
股息收益率	0.4%	0.4%	1.6%	0.4%	0.4%
每股经营现金流	-0.2	0.1	1.1	1.6	2.4
股价/经营性现金流	-60.1	183.9	11.7	8.2	5.6

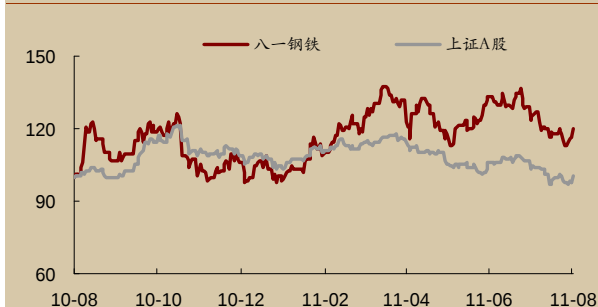
股票信息

A股	
股票代码	600581.CH
当前股价(元)	Rmb13.43
日成交量(百万股)	6.85
52周最高价/最低价	Rmb16.18/10.6
总市值(百万元)	10,293
发行股数(百万股)	766
其中:流通股(百万股)	766
主要股东(持股比例)	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司 (53.12%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[600581.SH]	-1.06	-5.16	+0.54	+16.74
[上证A股]	+0.55	-5.60	-4.41	-6.83

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2011年上半年业绩符合预期:

八一钢铁公布了2011年上半年业绩,公司实现营业收入140亿,同比增长23%;净利润为3.89亿元,每股收益为0.51元,同比增长18.7%,完全符合公司公布的业绩快报。

评论:

- **下半年产量增长。**公司上半年粗钢和钢材产量分别为318和304万吨,与去年同期基本持平。上半年因天气严寒等原因,高炉欠产约24万吨,下半年公司会加紧生产补足欠产。另外,2500立方米的三号高炉已于8月3日正式投产,预计下半年将新增加50-60万吨产量。
- **下半年疆内钢价平台抬高。**经测算2Q公司销售均价约4640元/吨,较一季度上涨约11%。吨毛利上升75元至406元/吨;吨净利上升33元至139元/吨。进入七月以后,疆内钢价大涨,从5100元(含税)/吨上涨至近5500元/吨。因此公司下半年的均价还将提高一个台阶。
- **今明两年新增供给有限,运距保护价差。**今明两年疆内新增产能分别为200和250万吨,而且主要来自八钢和金特的贡献。供给冲击有限,供不应求的局面仍将持续。疆内仍需要2000-3000公里的运输半径才能平衡,因此疆内外价差将维持在250-400元/吨,确保疆内钢厂的骄人业绩。

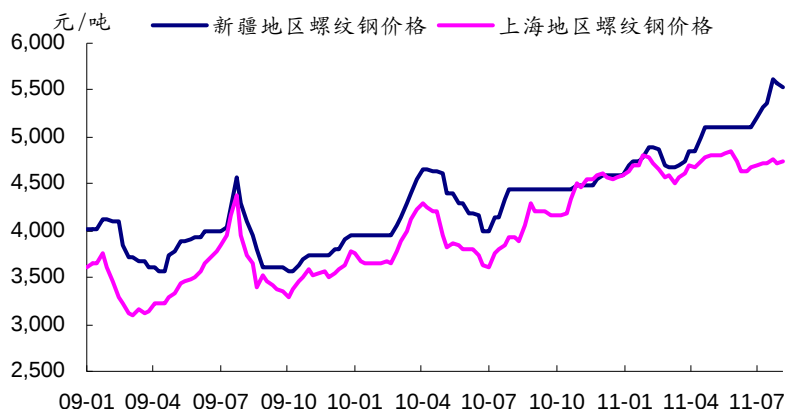
估值与建议:

维持2011和2012年的盈利预测1.12和1.28元/股。当前股价对应2011/2012年PE分别为12x和10.5x; PB分别为2.5x和2.0x。我们看好公司当期的稳定盈利以及未来集团资产注入的预期。维持“推荐”。

风险:

紧缩政策超预期,引发资产价格大幅下跌。新疆矿产资源开发进展的不确定性。

图表 1: 新疆与上海钢价价差扩张



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 2011 年上半年财务分析

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H11	1H10	YoY
营业收入	5,151	6,237	6,686	5,592	6,695	7,330	17.5%	9.5%	14,025	11,388	23.2%
营业成本	4,599	5,626	6,150	4,979	6,166	6,689	18.9%	8.5%	12,855	10,225	25.7%
主营业务税金及附加	12	8	21	5	19	19	156.1%	1.9%	38	19	97.8%
主营业务利润	540	603	515	608	510	622	3.1%	22.0%	1,132	1,143	-1.0%
营业费用	245	235	216	243	188	171	-27.1%	-9.0%	359	480	-25.3%
管理费用	20	67	57	230	53	106	58.4%	97.9%	159	87	82.8%
财务费用	76	84	90	86	72	81	-3.9%	12.6%	153	160	-4.3%
公允价值变动损益	-	-12	0	14	2	2	-114.7%	-18.4%	4	-12	-132.6%
营业利润	199	197	153	71	199	266	35.2%	33.7%	464	395	17.5%
经常性业务营业利润	199	216	151	54	197	264	22.4%	34.3%	461	414	11.2%
营业外收入	1	0	1	1	0	5	4317%	2819%	5	1	263.6%
营业外支出	0	0	0	17	0	16	4853%	n.a	16	1	2026.8%
利润总额	200	196	153	56	199	255	29.6%	28.0%	453	396	14.5%
所得税	50	18	-3	15	30	34	89.0%	15.4%	64	68	-5.7%
净利润	150	178	156	41	169	220	23.6%	30.2%	389	328	18.7%
全面摊薄每股收益	0.20	0.23	0.20	0.05	0.22	0.29	23.6%	30.2%	0.51	0.43	18.7%
毛利率	10.7%	9.8%	8.0%	11.0%	7.9%	8.7%	-1ppt	0.8ppt	8.3%	10.2%	-1.9ppt
营业费用率	4.8%	3.8%	3.2%	4.3%	2.8%	2.3%	-1.4ppt	-0.5ppt	2.6%	4.2%	-1.7ppt
管理费用率	0.4%	1.1%	0.9%	4.1%	0.8%	1.4%	0.4ppt	0.6ppt	1.1%	0.8%	0.4ppt
营业利润率	3.9%	3.2%	2.3%	1.3%	3.0%	3.6%	0.5ppt	0.7ppt	3.3%	3.5%	-0.2ppt
净利率	2.9%	2.9%	2.3%	0.7%	2.5%	3.0%	0.1ppt	0.5ppt	2.8%	2.9%	-0.1ppt
有效税率	25.0%	9.3%	-1.9%	26.4%	15.0%	13.5%	4.2ppt	-1.5ppt	14.2%	17.2%	-3ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 收入与成本分析

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	本期毛利率 (%)	营业收入比上年 同期增减(%)	营业成本比上年 同期增减(%)	营业利润率比上年同 期增减(%)
高速线材	2,560	2,314	9.61	21.92	24.42	减少 1.82 个百分点
螺纹钢	4,567	3,935	13.85	55.89	57.84	减少 1.06 个百分点
热轧板	3,883	3,651	5.98	12.46	16.38	减少 3.17 个百分点

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：2012 年之前新疆钢铁新增供给有限

粗钢产能（万吨）	厂址	距乌鲁木齐铁路里程（公里）	备注
八一钢铁	800	乌鲁木齐	- 十二五期间扩至1000万吨
天基钢铁	50	新疆奎屯	250
吐鲁番源泰铸造	10	新疆吐鲁番	200
鄯善县鑫隆铸造	10	新疆鄯善	300
伊犁钢铁（八钢）	200	新疆新源县	520
伊犁首钢		新疆新源县	520
新疆金特钢铁	150	新疆和静县	512
铸管新疆		和静县	512
博州钢铁	已破产	新疆博乐市	520
宝钢八一南疆钢铁基地		南疆阿克苏	1000
克州鑫鑫钢铁	300	克州阿图什	1400
山钢集团		待建	
酒钢(嘉峪关)	660	甘肃嘉峪关	1122
酒钢(兰州榆中)	120	兰州榆中	1892
卡钢	630	哈萨克斯坦卡拉干达	1900
宝鸡石油		陕西宝鸡	2395
通达钢铁（陕西武功）		陕西咸阳武功县	2545
陕西龙门钢铁	400	陕西韩城	2624
汉中钢铁	200	陕西汉中勉县	2783
陕西略钢	100	陕西汉中略阳	2610
酒钢(山西翼城)	120	山西翼城	2885

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 5：历史与预测的财务指标

损益表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	20,036	16,453	23,666	27,124	31,927
(+/-%)	56.6%	-17.9%	43.8%	14.6%	17.7%
营业毛利	1,887	1,264	2,311	2,865	3,175
(+/-%)	23.9%	-33.0%	82.9%	24.0%	10.8%
营业费用	748	671	940	998	1,117
管理费用	203	214	374	429	479
EBIT	892	351	952	1,386	1,519
EBITDA	1,624	545	1,490	2,031	2,163
财务费用	399	376	335	378	372
营业利润	66	82	620	1,009	1,148
税前利润	56	78	605	1,012	1,152
所得税	-48	-32	80	152	173
净利润	104	110	525	860	979
股利	38	38	169	38	44
财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	9.4%	7.7%	9.8%	10.6%	9.9%
息税前利润率	4.5%	2.1%	4.0%	5.1%	4.8%
净利润率	0.5%	0.7%	2.2%	3.2%	3.1%
净资产收益率	3.7%	3.8%	15.5%	20.5%	19.1%
总资产收益率	0.9%	0.9%	4.3%	5.8%	5.9%
总资产负债率	76.8%	77.0%	72.2%	71.5%	68.9%
净负债率	45.1%	46.9%	44.8%	33.1%	21.9%
利息保障倍数	4.1	1.4	4.4	5.4	5.8
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6
应收帐款周转期	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1
存货周转期	42	51	48	50	50

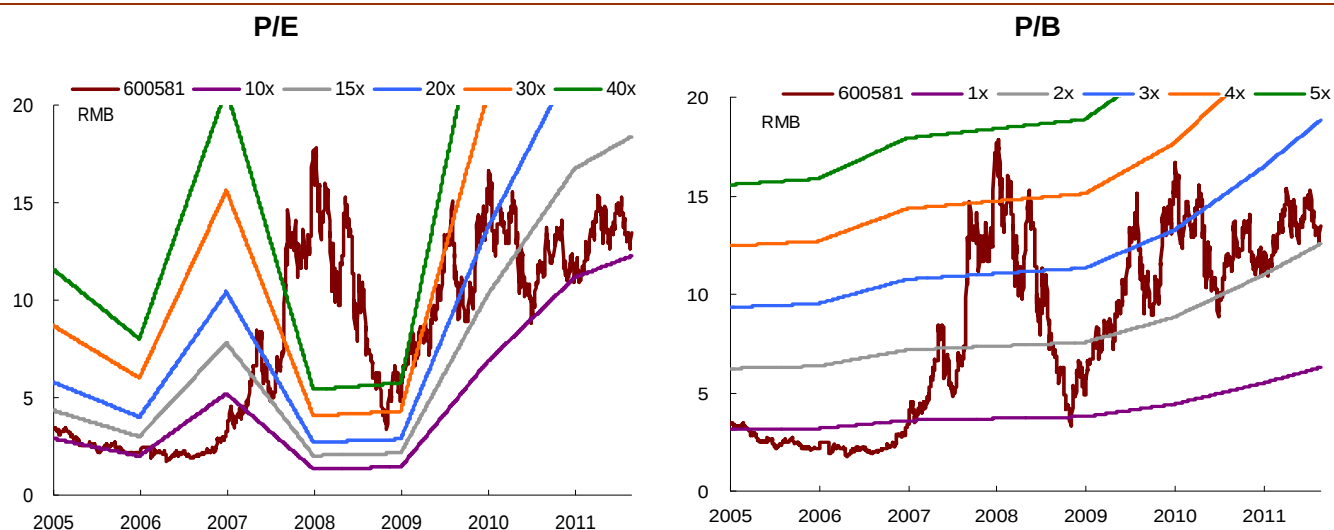
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价		市盈率		市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			11-8-25	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600019.SH	宝钢股份	CNY	5.4	7.1	6.5	5.9	0.9	0.8	0.8	4.6	4.9	4.9
600005.SH	武钢股份	CNY	3.6	16.7	16.4	11.0	1.0	1.0	0.9	8.6	7.7	6.7
000898.SZ	鞍钢股份	CNY	5.7	20.4	83.2	27.8	0.8	0.8	0.8	7.1	8.4	7.2
600808.SH	马钢股份	CNY	3.1	21.8	36.5	21.0	0.9	0.9	0.8	5.4	5.7	5.5
000825.SZ	太钢不锈	CNY	4.8	22.9	15.7	15.0	1.2	1.2	1.1	8.6	7.6	6.9
600231.SH	凌钢股份	CNY	8.5	11.4	10.4	8.5	1.8	1.6	1.3	7.5	6.5	5.6
600307.SH	酒钢宏兴	CNY	5.8	25.2	13.7	11.1	2.2	2.0	1.8	11.1	7.6	6.5
600581.SH	八一钢铁	CNY	13.4	19.6	12.0	10.5	3.0	2.5	2.0	10.5	8.0	7.4
600117.SH	西宁特钢	CNY	10.6	33.6	18.4	16.2	3.1	2.7	2.4	10.0	9.7	9.6
000778.SZ	新兴铸管	CNY	9.5	13.5	11.1	9.9	1.7	1.6	1.4	10.4	7.1	6.1
中金覆盖A股平均值				19.2	22.4	13.7	1.7	1.5	1.3	8.4	7.3	6.7
中金覆盖A股中位数				20.0	14.7	11.1	1.5	1.4	1.2	8.6	7.6	6.6
600022.SH	济南钢铁	CNY	5.0	n.a	43.9	32.1	2.2	2.0	2.1	12.5	n.a	n.a
600102.SH	莱钢股份	CNY	13.4	100.2	22.2	19.9	2.1	n.a	n.a	8.2	n.a	n.a
600282.SH	南钢股份	CNY	4.1	17.5	14.1	10.5	1.6	1.4	1.2	9.9	9.0	7.5
002110.SZ	三钢闽光	CNY	8.7	42.1	18.6	12.1	1.7	1.6	1.4	9.2	n.a	n.a
000629.SZ	攀钢钒钛	CNY	10.2	53.6	25.6	12.9	3.7	3.4	2.9	17.8	14.8	10.9
000708.SZ	大冶特钢	CNY	14.1	11.3	10.0	9.1	2.5	2.1	1.8	8.6	7.0	6.6
000717.SZ	韶钢松山	CNY	3.8	300.0	18.8	12.5	1.1	1.0	1.0	9.7	n.a	n.a
000761.SZ	本钢板材	CNY	5.7	19.5	14.7	11.1	1.2	1.1	1.0	8.4	n.a	n.a
000932.SZ	华菱钢铁	CNY	3.5	n.a	25.4	13.5	0.8	0.7	0.7	25.0	n.a	n.a
000959.SZ	首钢股份	CNY	4.4	37.5	15.0	11.1	1.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
600010.SH	包钢股份	CNY	6.9	229.3	42.5	33.7	3.5	3.1	2.9	14.6	n.a	n.a
600126.SH	杭钢股份	CNY	5.0	11.9	11.0	10.4	1.2	1.1	1.0	6.5	n.a	n.a
600782.SH	新钢股份	CNY	6.6	25.2	17.4	12.0	1.1	1.0	0.9	8.0	n.a	n.a
600894.SH	广钢股份	CNY	7.8	n.a	n.a	41.4	12.3	n.a	7.6	37.9	n.a	29.1
601003.SH	柳钢股份	CNY	4.6	18.8	15.7	12.5	2.2	2.0	1.8	10.1	n.a	n.a
601005.SH	重庆钢铁	CNY	3.7	644.1	23.0	18.4	1.2	1.1	1.0	16.2	n.a	n.a
A股市场平均值				74.1	21.7	15.8	2.2	1.6	1.7	11.5	8.0	8.6
A股市场中位数				21.8	16.4	12.3	1.7	1.4	1.3	9.7	7.6	6.8
347 HK	鞍钢股份	HKD	6.11	18.6	73.5	23.0	0.7	0.7	0.6	6.1	7.0	5.6
323 HK	马钢股份	HKD	2.71	16.3	26.3	14.2	0.7	0.6	0.6	6.4	6.8	6.5
中金覆盖H股平均值				17.5	49.9	18.6	0.7	0.7	0.6	6.3	6.9	6.1
中金覆盖H股中位数				17.5	49.9	18.6	0.7	0.7	0.6	6.3	6.9	6.1
1053 HK	重庆钢铁	HKD	1.40	208.5	112.4	14.6	0.5	0.5	0.6	14.0	11.8	8.3
656 HK	复星国际	HKD	5.38	9.5	13.7	14.7	1.3	1.4	1.4	6.1	5.6	5.4
581 HK	东方集团	HKD	3.09	10.0	7.0	6.9	1.3	1.2	1.1	5.1	6.3	4.1
697 HK	首长国际	HKD	0.56	9.3	6.2	4.3	0.5	0.4	0.4	17.2	9.7	7.6
H股市场平均值				45.4	39.9	13.0	0.8	0.8	0.8	9.2	7.9	6.3
H股市场中位数				13.1	20.0	14.4	0.7	0.7	0.6	6.3	6.9	6.1
MT NA	安赛乐米塔尔	EUR	14.5	11.7	7.4	5.5	0.4	0.3	0.3	3.0	1.4	1.0
NUE US	纽柯钢铁	USD	34.0	81.0	12.5	9.2	1.5	1.4	1.3	5.7	2.1	1.0
X US E	美国钢铁	USD	27.2	n.a	15.8	6.3	1.0	1.0	0.8	n.a	2.7	1.0
5401 JP	新日铁	JPY	222.0	n.a	14.2	11.9	0.8	0.8	0.7	0.8	1.5	1.0
5411 JP	JFE控股	JPY	1,700.0	19.7	11.9	11.7	0.6	0.6	0.6	0.7	1.3	1.0
005490 KS	浦项钢铁	KRW	387,000.0	n.a	6.9	6.2	0.9	0.8	0.7	1.4	1.0	1.0
TATA IN	塔塔钢铁	INR	444.4	n.a	6.8	6.7	1.7	1.4	1.1	0.8	1.8	1.0
其他市场平均值				37.5	10.8	8.2	1.0	0.9	0.8	2.1	1.7	1.0
其他市场中位数				19.7	11.9	6.7	0.9	0.8	0.7	1.1	1.5	1.0
所有市场平均值				66.3	24.7	14.4	1.6	1.2	1.3	9.3	6.1	5.9
所有市场中位数				19.5	15.7	12.0	1.2	1.0	1.0	8.1	6.8	5.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED