

八一钢铁(600581)/钢铁

盈利整体高位运行

评级：增持(维持)

市场价格：13.77

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email：duhui@r.qlzq.com.cn

分析师：赖福洋

执业证书编号：S0740517080002

电话：021-20315128

联系人：邓轲

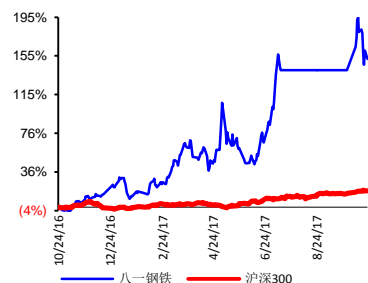
电话：021-20315223

联系人：曹云

电话：021-20315766

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 766 |
| 流通股本(百万股) | 766 |
| 市价(元) | 13.77 |
| 市值(百万元) | 10,554 |
| 流通市值(百万元) | 10,554 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 产业链整合进一步推进
- 2 关注资产整合进程
- 3 疆内龙头迎转变契机

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 10,555.45 | 9,889.84 | 15,150.8 | 16,365.8 | 17,105.6 |
| 增长率 yoy% | -48.85% | -6.31% | 53.20% | 8.02% | 4.52% |
| 净利润 | -2,508.63 | 37.10 | 1,113.15 | 1,318.06 | 1,399.54 |
| 增长率 yoy% | -23.29% | 101.48% | 2900.15 | 18.41% | 6.18% |
| 每股收益(元) | -3.27 | 0.05 | 1.45 | 1.72 | 1.83 |
| 每股现金流量 | 5.78 | 0.79 | 5.31 | 5.20 | -0.17 |
| 净资产收益率 | 277.06% | 1.69% | 33.62% | 28.48% | 23.22% |
| P/E | — | 137.58 | 9.48 | 8.01 | 7.54 |
| PEG | — | 1.36 | 0.00 | 0.43 | 1.22 |
| P/B | -8.34 | 2.32 | 3.19 | 2.28 | 1.75 |

备注：

投资要点

- 业绩概要：**公司发布 2017 年第三季度报告，报告期内实现营业收入 125.71 亿元，同比增长 82.47%；实现归属上市公司股东净利润为 8.65 亿元，同比增长 256.8%；扣非后归属上市公司股东净利润为 8.66 亿元，同比增长 249.93%。前三季度 EPS 为 1.13 元，单季度 EPS 分别为 0.36 元、0.17 元、0.61 元；
- 吨钢数据：**前三季度公司建材产量 182.54 万吨，板材产量 204.42 万吨，合计生产钢材 387 万吨，同比增长 37%，完成年计划目标的 81%，前三季度钢材产量分别为 90 万吨、146 万吨、151 万吨。结合数据折算吨钢售价 3248 元，吨钢成本 2781 元，吨钢毛利 467 元，吨钢净利 224 元；
- 盈利整体高位运行：**三季度宏观经济依然稳健，9 月制造业 PMI 为 52.4，创 2012 年以来新高，连续 14 个月在荣枯线之上，显示出制造业景气度回暖，经济偏平趋势日益明显。剔除计提减值和递延所得税两个因素，二季度公司实际归母净利润约为 1.8 亿元，环比下滑 35%，主要有两方面原因，一方面，新疆区域钢材价格表现低于预期，甚至一度低于内地钢价，另一方面，一季度原材料价格由于存货因素相对较低，二季度成本端有所提升，利润收到一定程度侵蚀。公司前三季度吨钢毛利分别为 545 元、341 元、542 元，除二季度外，一三季度盈利水平基本持平；
- 产业链整合加速推进：**公司 9 月 13 日公告称，拟购买八钢集团下属的炼铁系统、能源系统和厂内物流以及若干职能部门的资产、经营性负债与业务。公司设立至今一直缺乏炼铁及能源生产环节，钢铁生产业务链不完整，与八钢集团之间存在长期关联采购。本次注入的炼铁资产产能共计 660 万吨，可以匹配目前公司炼钢产能。通过本次资产重组，公司将实现钢铁生产一体化运营，减少关联交易，提升盈利能力和整体竞争力水平。根据公告，标的资产 2017 年上半年未经审计净利润为 5.1 亿元，另外，此次交易将导致公司应收票据减少及其他应付账款增加，带来资产负债率的上升，但随着生产一体化经营效益的逐步释放以及盈利能力的提升，后期公司资产负债表有望得到逐步改善；
- 关注采暖季环保限产影响：**目前来看受财政节奏影响，预计基建投资下半年会有所下滑，但地产投资仍能维持较高水平，两者对冲之后下半年整体需求虽略低于上半年，但整体强度依然可控。近期钢铁行业环保限产加速推进，多地相继发布了采暖季限产实施方案，十一节后库存降幅较大，显示出供需关系依然向好，供给端的大幅收缩有望增加价格回升弹性。经历过前期超跌，钢价和钢铁板块具备反弹机会；
- 投资建议：**公司作为疆内龙头，受益于行业以及区域内供需格局改善，盈利提升明显。下半年宏观经济虽有下滑但整体稳健，公司盈利有望维持高位。此外，公司目前正积极推进重大资产重组，拟注入八钢公司炼铁、能源及物流资产，一旦完成将进一步提升公司盈利能力。预计公司 2017/18 年 EPS 分别为 1.45 元、1.72 元，维持“增持”评级。
- 风险提示：**利率上行过快，资产重组不确定性

图表 1: 财务数据预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 20,636 | 10,555 | 9,890 | 15,151 | 16,366 | 17,106 |
| 增长率 | -11.03% | -48.9% | -6.3% | 53.2% | 8.0% | 4.5% |
| 营业成本 | -20,327 | -11,587 | -8,892 | -12,850 | -13,878 | -14,503 |
| % 销售收入 | 98.5% | 109.8% | 89.9% | 84.8% | 84.8% | 84.8% |
| 毛利 | 309 | -1,031 | 998 | 2,301 | 2,488 | 2,603 |
| % 销售收入 | 1.5% | -9.8% | 10.1% | 15.2% | 15.2% | 15.2% |
| 营业税金及附加 | -32 | -28 | -64 | -42 | -46 | -48 |
| % 销售收入 | 0.2% | 0.3% | 0.6% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 营业费用 | -1,187 | -544 | -433 | -500 | -573 | -599 |
| % 销售收入 | 5.8% | 5.2% | 4.4% | 3.3% | 3.5% | 3.5% |
| 管理费用 | -397 | -284 | -345 | -242 | -262 | -274 |
| % 销售收入 | 1.9% | 2.7% | 3.5% | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | -1,307 | -1,887 | 157 | 1,516 | 1,607 | 1,683 |
| % 销售收入 | -6.3% | -17.9% | 1.6% | 10.0% | 9.8% | 9.8% |
| 财务费用 | -545 | -457 | -332 | -312 | -295 | -289 |
| % 销售收入 | 2.6% | 4.3% | 3.4% | 2.1% | 1.8% | 1.7% |
| 资产减值损失 | -245 | -165 | -141 | -149 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| % 税前利润 | 0.0% | 0.0% | 3.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | -2,098 | -2,509 | -316 | 1,055 | 1,313 | 1,395 |
| 营业利润率 | -10.2% | -23.8% | -3.2% | 7.0% | 8.0% | 8.2% |
| 营业外收支 | 27 | 54 | 353 | 5 | 5 | 5 |
| 税前利润 | -2,071 | -2,455 | 37 | 1,060 | 1,318 | 1,400 |
| 利润率 | -10.0% | -23.3% | 0.4% | 7.0% | 8.1% | 8.2% |
| 所得税 | 36 | -53 | 0 | 53 | 0 | 0 |
| 所得税率 | — | -2.2% | 0.0% | -5.0% | 0.0% | 0.0% |
| 净利润 | -2,035 | -2,509 | 37 | 1,113 | 1,318 | 1,400 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | -2,035 | -2,509 | 37 | 1,113 | 1,318 | 1,400 |
| 净利率 | -9.9% | -23.8% | 0.4% | 7.3% | 8.1% | 8.2% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | -2,035 | -2,509 | 37 | 1,113 | 1,318 | 1,400 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 1,311 | 939 | 752 | 506 | 338 | 326 |
| 非经营收益 | 508 | 492 | 330 | -6 | -6 | -6 |
| 营运资金变动 | -893 | 5,508 | -516 | 2,457 | 2,334 | -1,847 |
| 经营活动现金净流 | -1,108 | 4,431 | 604 | 4,071 | 3,985 | -128 |
| 资本开支 | 192 | 371 | 86 | -35 | -354 | -264 |
| 投资 | 0 | 0 | 499 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 50 | 4 | -841 | 1 | 1 | 1 |
| 投资活动现金净流 | -142 | -368 | -428 | 36 | 355 | 264 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -1,746 | -594 | 194 | -524 | -300 | -200 |
| 其他 | 3,098 | -3,572 | -318 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | 1,352 | -4,167 | -124 | -524 | -300 | -200 |
| 现金净流量 | 101 | -103 | 52 | 3,583 | 4,039 | -63 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 436 | 664 | 798 | 4,381 | 8,420 | 8,357 |
| 应收款项 | 547 | 385 | 2,890 | 3,860 | 2,542 | 2,659 |
| 存货 | 3,492 | 1,349 | 948 | 1,690 | 1,787 | 1,828 |
| 其他流动资产 | 904 | 72 | 1 | 7 | 5 | 6 |
| 流动资产 | 5,378 | 2,470 | 4,636 | 9,937 | 12,754 | 12,849 |
| % 总资产 | 25.3% | 13.5% | 42.1% | 62.8% | 70.9% | 73.2% |
| 长期投资 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 15,694 | 14,999 | 6,363 | 5,874 | 5,235 | 4,702 |
| % 总资产 | 73.9% | 82.1% | 57.8% | 37.1% | 29.1% | 26.8% |
| 无形资产 | 102 | 103 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 15,850 | 15,799 | 6,375 | 5,878 | 5,239 | 4,707 |
| % 总资产 | 74.7% | 86.5% | 57.9% | 37.2% | 29.1% | 26.8% |
| 资产总计 | 21,228 | 18,269 | 11,012 | 15,816 | 17,994 | 17,556 |
| 短期借款 | 5,663 | 5,488 | 5,911 | 4,931 | 4,631 | 4,431 |
| 应付款项 | 11,925 | 12,093 | 2,727 | 6,921 | 8,001 | 6,295 |
| 其他流动负债 | 60 | 57 | 176 | 157 | 188 | 205 |
| 流动负债 | 17,649 | 17,638 | 8,814 | 12,009 | 12,821 | 10,931 |
| 长期贷款 | 1,904 | 1,485 | 0 | 456 | 456 | 456 |
| 其他长期负债 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 19,554 | 19,123 | 8,814 | 12,465 | 13,277 | 11,387 |
| 普通股股东权益 | 1,600 | -905 | 2,197 | 3,311 | 4,629 | 6,028 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 21,228 | 18,269 | 11,012 | 15,816 | 17,994 | 17,556 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|-----------|----------|---------|----------|---------|---------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益(元) | -2.655 | -3.273 | 0.048 | 1.452 | 1.720 | 1.826 |
| 每股净资产(元) | 2.088 | -1.181 | 2.867 | 4.319 | 6.039 | 7.865 |
| 每股经营现金净流(元) | -1.446 | 5.781 | 0.788 | 5.312 | 5.199 | -0.166 |
| 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | -127.14% | 277.06% | 1.69% | 33.62% | 28.48% | 23.22% |
| 总资产收益率 | -9.62% | -13.77% | 0.34% | 7.06% | 7.36% | 8.04% |
| 投入资本收益率 | -14.71% | -35.69% | 2.14% | 36.87% | 124.07% | 65.78% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | -11.03% | -48.85% | -6.31% | 53.20% | 8.02% | 4.52% |
| EBIT增长率 | -345.84% | -44.36% | 108.30% | 867.46% | 6.03% | 4.69% |
| 净利润增长率 | -6195.39% | -23.29% | 101.48% | 2900.15% | 18.41% | 6.18% |
| 总资产增长率 | -5.66% | -13.88% | -39.56% | 43.63% | 13.77% | -2.43% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 0.3 | 1.0 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 存货周转天数 | 64.5 | 76.2 | 47.1 | 48.0 | 47.0 | 46.0 |
| 应付账款周转天数 | 114.4 | 236.4 | 192.7 | 50.0 | 80.0 | 50.0 |
| 固定资产周转天数 | 268.3 | 523.6 | 389.8 | 146.3 | 122.5 | 104.5 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 445.63% | -696.80% | 232.68% | 30.39% | -72.01% | -57.56% |
| EBIT利息保障倍数 | -2.4 | -4.1 | 0.5 | 4.9 | 5.4 | 5.8 |
| 资产负债率 | 92.43% | 104.97% | 80.04% | 79.01% | 74.15% | 65.39% |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。