

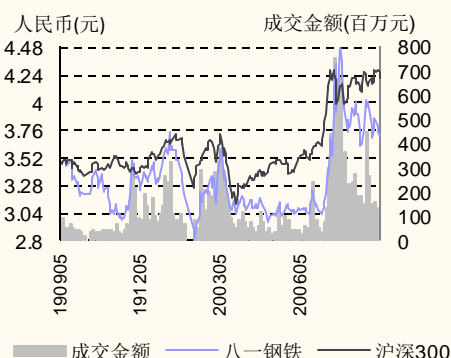
**八一钢铁 (600581.SH) 增持 (首次评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 3.72 元

目标价格 (人民币): 4.00 元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	15.33
已上市流通 A 股(亿股)	15.33
总市值(亿元)	57.02
年内股价最高最低(元)	4.02/3.62
沪深 300 指数	4770
上证指数	3355

**受益于疆内高弹性及整合预期****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,105	20,612	21,584	22,236	22,907
营业收入增长率	19.98%	2.52%	4.71%	3.02%	3.02%
归母净利润(百万元)	701	111	418	559	579
归母净利润增长率	-40.02%	-84.13%	275.90%	33.83%	3.59%
摊薄每股收益(元)	0.457	0.073	0.273	0.365	0.378
每股经营性现金流净额	0.63	0.32	1.65	1.30	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.33%	2.68%	9.50%	11.81%	11.40%
P/E	7.79	49.10	13.65	10.20	9.85
P/B	1.35	1.31	1.30	1.20	1.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **新疆本地最大的综合钢企。**公司是疆内最大钢企，且是西北地区两大钢铁生产基地之一，钢材产能达 770 万吨左右。疫情影响及特殊的季节性因素影响减退后，公司上半年实现归母净利润 0.69 亿元，同比下滑 44.03%，其中，Q1、Q2 归母净利润分别为-1.91 亿元、2.60 亿元，Q2 整体业绩改善明显。
- **新疆钢铁行业：高贝塔的钢铁子版块。**独特的地理位置使得新疆钢铁行业成为全国唯一真正意义上的封闭市场，这一特性赋予了新疆钢铁行业、企业与生俱来的高弹性。以上一轮牛市为例：2011 年新疆钢价较内地溢价最高达到 950 元/吨，八一钢铁则是 2007-2011 年钢铁大牛市中最强个股。
- **新疆基建投资持续发力。**今年 1-7 月新疆地区固定资产投资完成额累计同比达到 25.5%，疆内各项投资持续发力。而根据八钢半年报，上半年公司加大疆内重点工程对接力度，紧盯机场改扩建项目、额河工程、新疆中车风电项目、艾比湖项目等，二季度销量 187 万吨，同比增幅 16.3%。上半年公司建材疆内市场占有率为 35.8%、板材疆内市场占有率达到 73%，公司在新疆地区龙头地位，及高弹性特征得以显现。
- **八钢有望引领新一轮新疆钢铁业整合。**今年 3 月，宝钢集团新疆八一钢铁有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、华宝投资有限公司共同出资 10 亿元成立新疆天山钢铁联合有限公司。根据 mysteel 新闻报道，宝武集团董事长陈德荣点评八钢 2020 年商业计划书时表示，“20 年八钢有多项战略任务：完成疆内产能整合，要把这项工作作为一号工程、重中之重工程”。我们认为，未来八钢作为疆内龙头，引领一轮疆内钢企整合可能性较大。

**盈利预测&投资建议**

- 预计公司 20-20 年公司实现营业收入 215.84 亿元、222.36 亿元、229.07 亿元，同比增长 4.7%、3.0%、3.0%；实现归母净利润 4.18 亿元、5.59 亿元、5.79 亿元，同比增长 275.9%、33.8%、3.6%，对应 PE 分别为 13.6 倍、10.2 倍、9.9 倍。考虑公司历史上的高弹性，给予公司 2020 年 11X 估值，目标价 4.0 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**风险提示**

- 疆内基建投资政策持续性；钢铁置换产能释放再超预期。

**倪文祎** 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
 niwenyi@gzq.com.cn

## 内容目录

一、新疆本地最大的综合钢企	3
二、受益疆内市场特殊高弹性，Q2 业绩改善显著	4
三、新疆基建投资持续发力	7
四、八钢有望引领新一轮新疆钢铁业整合	9
疆内钢铁业已完成一轮供给侧改革	9
新疆钢铁业整合箭在弦上	11
五、盈利预测&投资建议	12
六、风险提示	13

## 图表目录

图表 1：八钢历史背景	3
图表 2：八一钢铁股权结构	3
图表 3：公司产品产能统计（万吨）	4
图表 4：公司营收变化统计	4
图表 5：公司归母净利润变化趋势	4
图表 6：公司单季度归母净利润有一定季节性规律	5
图表 7：疆内钢价统计	5
图表 8：乌市钢价均价一般超出上海钢价 200~300 元/吨	6
图表 9：乌市钢价均价一般超出北京钢价 400 元/吨	6
图表 10：乌市钢价均价一般低于广州钢价 300~400 元/吨	6
图表 11：近年乌市与西安钢价差值处于波动稳定状态	6
图表 12：螺纹钢、热轧板卷年初以来的涨跌幅	7
图表 13：新疆 2020 年重点项目统计（项）	7
图表 14：新疆公路基础设施建设项目	8
图表 15：新疆社会服务基础设施建设项目详情	8
图表 16：2020 年新疆生产建设兵团招商引资项目	8
图表 17：新疆固定资产投资完成额统计	9
图表 18：19 省市对口援助新疆钢铁项目示意图	10
图表 19：新疆地区未上马、停建项目	10
图表 20：新疆钢铁行业“十三五”规划目标	10
图表 21：近年疆内钢铁去产能统计	11
图表 22：疆内现有钢铁产能统计	11
图表 23：新疆天山钢铁联合有限公司股权结构	12
图表 24：盈利预测	12
图表 25：可比公司估值比较（市盈率法）	13

## 一、新疆本地最大的综合钢企

- 公司前身是新疆八一钢铁总厂，始建于 1951 年 9 月 16 日，是新疆唯一一家大型现代化的钢铁联合企业，也是新疆地区唯一的钢铁类上市公司。
- ✓ 公司由八钢集团联合邯郸钢铁集团有限责任公司、南京联强冶金集团有限公司、新疆华顺工贸有限公司、新疆维吾尔自治区技术改造投资公司四家企业发起设立。

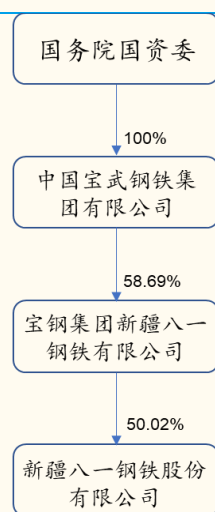
图表 1：八钢历史背景

时间	事件
1951 年 9 月	前身新疆八一钢铁总厂
1995 年 10 月	以八一钢铁总厂的国有资产为主体，组建“新疆钢铁集团有限责任公司”
1999 年 10 月	更名为“新疆八一钢铁(集团)有限责任公司”
2007 年 1 月	宝钢集团增资 30 亿元重组八钢，成为宝钢集团控股公司
2017 年 2 月	宝武合并，现为宝武集团控股子公司

来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 2007 年 4 月，宝钢集团和新疆维吾尔自治区人民政府签订增资重组八钢协议，宝钢集团增资 30 亿元重组八钢，八钢成为宝钢集团控股公司。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，第一大股东为宝钢集团新疆八一钢铁有限公司，持股比例为 50.02%。

图表 2：八一钢铁股权结构



来源：wind、国金证券研究所

- 公司作为新疆本地最大的综合钢企，以及西北地区两大钢铁生产基地之一。产品涉及长材、板材、管材及金属制品等品种，销售范围主要覆盖在新疆、内地西部省区以及口中亚地区，产品在新疆及西北地区拥有较高的品牌认知度。2019 年，公司板材疆内市场占有率达到 77%，建材疆内市场占有率为 34%。
- ✓ 公司原拥有本部及南疆钢铁两大生产基地，拥有完整优质的炼铁、炼钢及轧钢生产系统，具备年产 660 万吨铁、730 万吨钢、770 万吨材的生产能力。
- ✓ 公司拥有完整优质的炼钢及轧钢生产系统，下设第一、第二炼钢厂，产品覆盖棒线材、中厚板、热轧薄板、冷轧板、镀锌板、彩色涂层板等 200 多个品种。
- ✓ 此外，公司在哈密、阿勒泰地区拥有两座铁矿，在乌鲁木齐拥有一座以生产焦煤为主的煤矿，具备一定自有资源保障能力。

图表 3：公司产品产能统计（万吨）

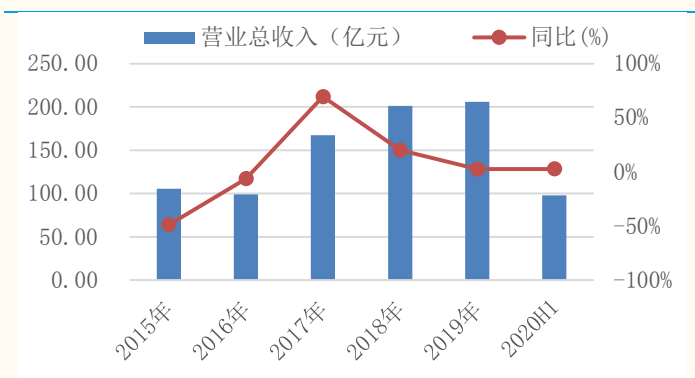
项目	设计产能	2019 年实际产能	2020 年计划产能
铁	660	552	570
钢	730	580	600
1.第一炼钢厂	350	249	240
2.第二炼钢厂	380	331	360
材	770	551	575
1.棒线轧钢厂	250	239	230
2.热轧厂	300	177	190
3.冷轧厂	100	44	65
4.中厚板厂	120	91	90

来源：公司公告、国金证券研究所

## 二、受益疆内市场特殊高弹性，Q2 业绩改善显著

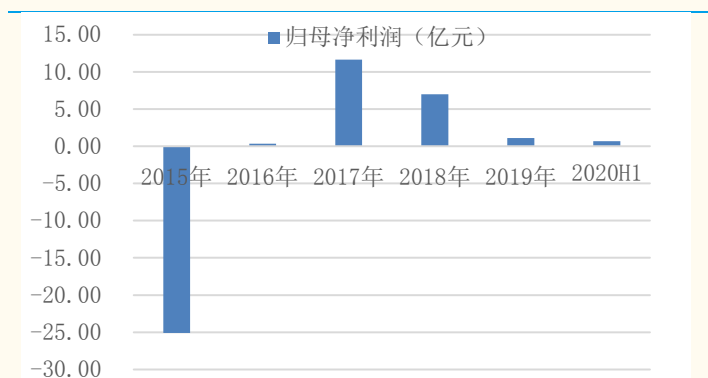
- 根据公司发布的 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 98.04 亿元，同比增长 2.74%；实现归属上市公司股东净利润 0.69 亿元，同比下滑 44.03%。其中，Q1、Q2 归母净利润分别为-1.91 亿元、2.60 亿元。

图表 4：公司营收变化统计



来源：wind、国金证券研究所

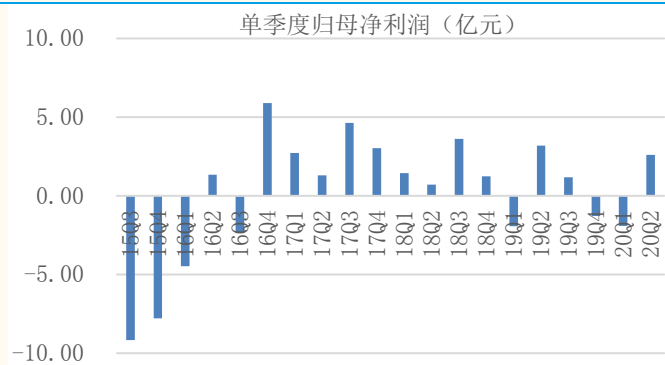
图表 5：公司归母净利润变化趋势



来源：wind、国金证券研究所

- 公司 Q2 业绩改善明显，环比扭亏为盈，且单季度盈利处在历史中上水平，主要源于几方面：
  - ✓ 疫情影响及特殊的季节性因素导致 Q1 出现亏损。从历史数据看，新疆地区由于天气原因，公司 Q1、Q4 盈利较为平淡，Q2、Q3 盈利能力较为突出；
  - ✓ 同时，新疆地区疫情防控工作效果良好，二季度以来疆内需求恢复较快。公司上半年钢材产量同比增长近 3%，也显示其生产经营未受到疫情影响；
  - ✓ 疆内投资发力，叠加新疆市场特殊的高弹性，疫情后钢价持续坚挺，而使得公司 Q2 业绩弹性得以显现。

图表 6：公司单季度归母净利润有一定季节性规律

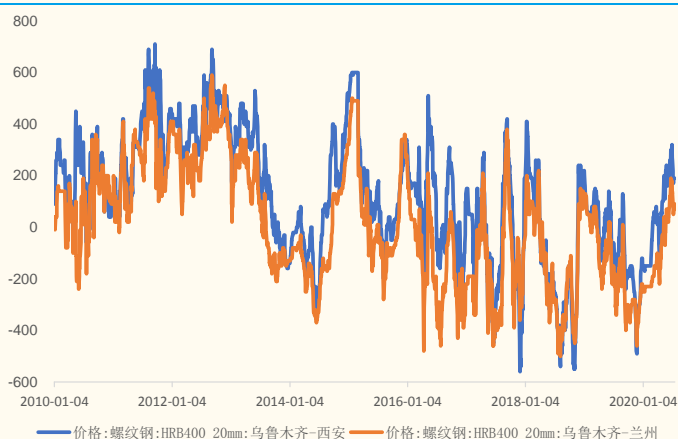


来源：wind、国金证券研究所

#### ■ 新疆市场高弹性的来源：封闭的钢材市场

- ✓ 新疆钢铁板块历史上“牛性”十足，股价弹性突出。而其在牛市中的高弹性，其首要原因是新疆地区封闭市场的特点决定——巨大的内外价差带来了较高的进入壁垒，从而形成了供需相对独立，进而大起大落的强周期波动特征。
- ✓ 新疆是国内唯一的真正封闭市场。由于运输半径太大，内地钢材资源很难运到新疆地区。按行业经验，公路的最佳运输半径在 200~300 公里以内，铁路的最佳运输半径在 1000 公里左右。新疆距离内地城市数千公里，按正常铁路运输 0.2-0.3 元/吨公里，到内地运费普遍较高。临近的钢材市场，西宁距离较近，直线距离 1400 公里，铁路吨钢运费 380 元/吨（需绕道）；兰州次之，吨钢运费在 360 元/吨；嘉峪关距离较近，吨钢运费 270 元/吨，因此地处嘉峪关的酒钢是最有可能成为新疆区域市场的受益者；其他地区，运费则普遍达到 500-1000 元/吨。

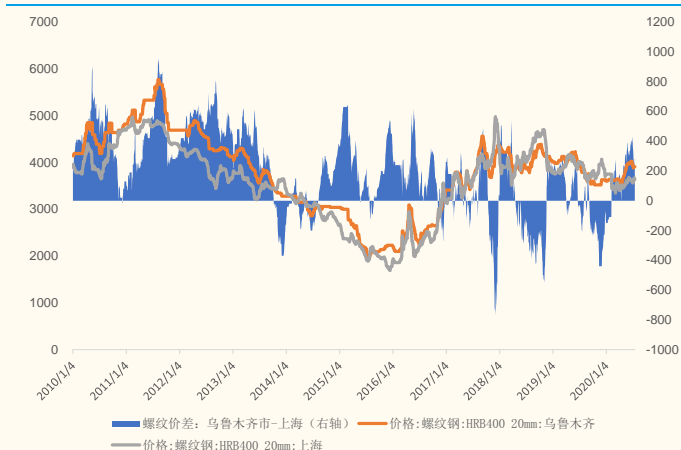
图表 7：疆内钢价统计



来源：wind、国金证券研究所

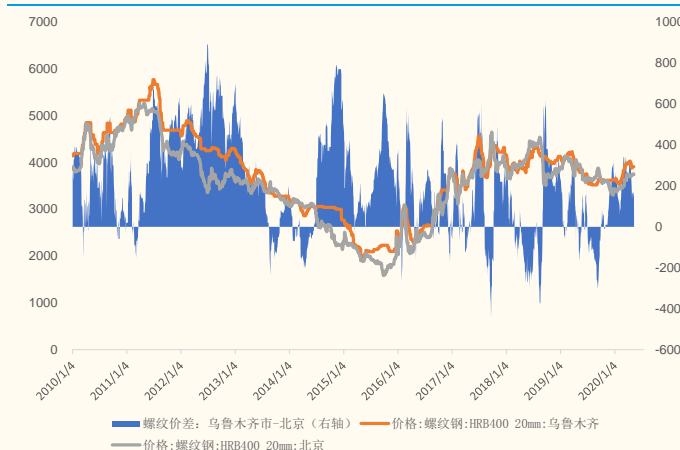
- 特殊的地理位置使得疆内地区钢价一般居国内建材市场价格前列，螺纹钢均价一般超出上海 200-300 元/吨左右，超出北京 400 元/吨左右。

图表 8：乌市钢价均价一般超出上海钢价 200~300 元/吨



来源：wind、国金证券研究所

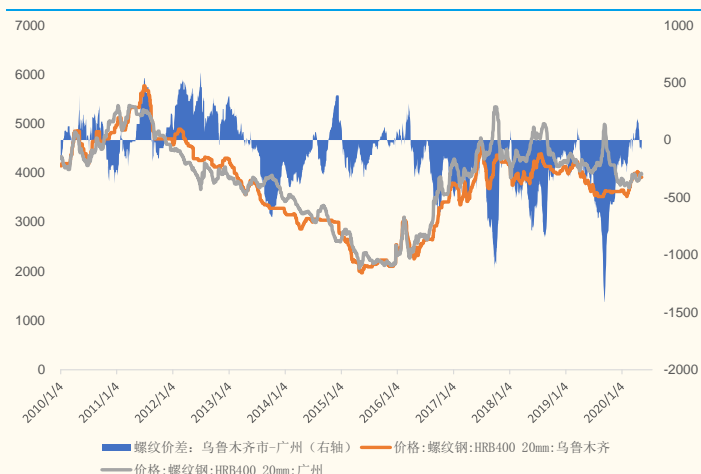
图表 9：乌市钢价均价一般超出北京钢价 400 元/吨



来源：wind、国金证券研究所

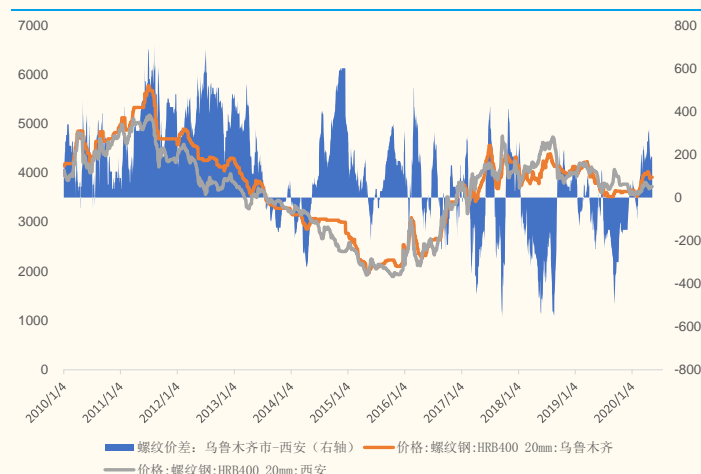
- 乌市钢价一般低于非产钢地区的广州 300-400 元/吨；近年来乌市与西安钢价差值处于波动稳定状态。

图表 10：乌市钢价均价一般低于广州钢价 300~400 元/吨



来源：wind、国金证券研究所

图表 11：近年乌市与西安钢价差值处于波动稳定状态

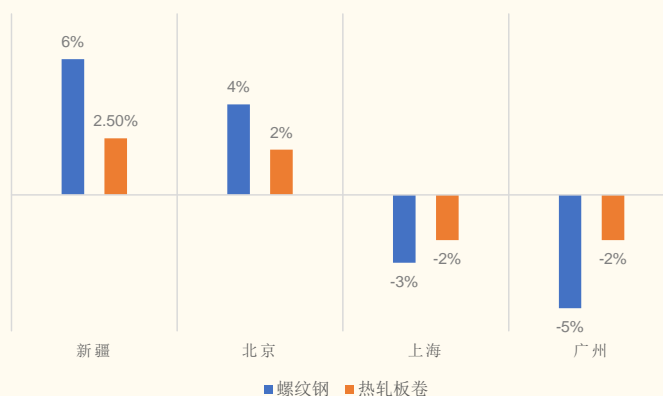


来源：wind、国金证券研究所

- 相对封闭市场带来的价格弹性持续显现，对八钢带来的业绩弹性也在中报中有所体现。
- ✓ 今年以来，受益需求高速增长以及行业低库存，新疆地区钢价持续大幅上涨。
- ✓ 从年初至今，乌鲁木齐螺纹钢价格涨幅已经达到 6%，同期北京地区涨幅 4%、上海地区下跌 3%、广州地区下跌 5%；
- ✓ 新疆地区热轧板卷价格经历 4 月下触底后持续回升，已经达到年初水平，同期北京地区涨幅 2%、上海地区跌幅 2%、广州地区跌幅 2%。



图表 12：螺纹钢、热轧板卷年初以来的涨跌幅



来源：wind、国金证券研究所

### 三、新疆基建投资持续发力

- 根据国家发布《西部陆海新通道总体规划》预计 2020 年交通运输投资建设仍将是重点。随着基建补短板政策陆续出台，基建投资增速触底反弹。而 2020 年全国交通运输工作会议上，交通运输部公布了 2020 年主要预期目标：完成铁路投资 8000 亿元左右，公路水路投资 1.8 万亿元左右，民航投资力争达到 900 亿元。其中，中国西部地区 2020 年投资额达 9913 亿元。
- 2020 年，新疆维吾尔自治区共安排重点项目 390 个，总投资 16794 亿元，其中，重点续建项目 190 个，总投资 7925 亿元；重点新开工项目 80 个，总投资 1346 亿元；重点预备项目 120 个，估算总投资 7523 亿元。项目主要涵盖水利、交通、能源、产业、民生领域。
- ✓ 今年自治区重点项目以丝绸之路经济带核心区建设、乡村振兴和旅游兴疆三大战略为重点，计划完成投资 2600 亿元以上。截至 2020 年 3 月底，民丰县尼雅水利枢纽工程、于田机场等 190 个自治区续建重点项目复工率 100%。预计今年上半年，66 项新开工项目可开工建设。

图表 13：新疆 2020 年重点项目统计（项）

	水利项目	交通项目	能源项目	产业项目	民生项目	总计
重点续建项目	29	35	42	41	43	190
重点新开工项目	8	19	15	18	21	80
重点预备项目	14	40	26	15	25	120

来源：国金证券研究所、新疆建设兵团

- ✓ 新疆交通基础设施开发新增银行授信 2800 亿元。2020 年，随着新疆批准 25 条公路项目资产划转新疆交投后，其资产总额达到 1559 亿元，承接和直接投资新疆 10 个交通建设项目逾 684 亿元的投融资建设任务，履行 G7 梧桐大泉-下马崖、G0711 乌鲁木齐-尉犁等 9 个 PPP 公路建设项目政府出资人代表职责，运营管理新疆 30 条高速(一级)公路 5873 公里，涉及沿线 203 个收费站和 71 处服务区。

图表 14：新疆公路基础设施建设项目



来源：国金证券研究所、新疆建设兵团

- ✓ 新疆社会服务基础设施建设方面已实施 226 个项目。为扩大社会服务供给，提升服务质量，增强兜底保障能力，推进基本公共服务均等化，截至 6 月，新疆已累计落实中央预算内投资 12.93 亿元，实施了 226 个社会服务兜底工程设施建设项目。
- ✓ 新疆旅游基础设施建设获 7.2 亿元中央预算内资金支持。5 月，国家发展改革委下达文化旅游提升工程 2020 年第一批中央预算内投资 4.1 亿元，支持新疆南疆四地州深度贫困县的 41 个旅游基础设施项目建设。“十三五”以来，自治区发展改革委已累计落实中央预算内资金 7.2 亿元，安排深度贫困县的 72 个旅游基础设施和公共服务设施项目建设。

图表 15：新疆社会服务基础设施建设项目详情

	落实中央预算内 投资（亿元）	项目内容
养老服务 体系建设	4.52	建成 95 个养老服务设施，其中，落实中央预算内投资 0.11 亿元，实施 2 个普惠养老城企联动专项行动建设项目。
社会福利 服务体系 建设	3.95	实施 37 个县级儿童福利及未成年人保护设施建设项目、39 个基本殡葬设施建设项目、1 个地市级精神卫生福利设施建设项目。
残疾人服 务体系建 设	4.46	实施 34 个残疾人康复中心建设项目、20 个残疾人托养中心建设项目。

来源：国金证券研究所、新疆建设兵团

- 除此之外，疫情发生以来，新疆生产建设兵团财政局共出台 28 项支持企业复工复产的措施，预计累计为企业减税 7.1 亿元，今年上半年累计向企业发放各类补贴 7.6 亿元，直接性降低了企业生产成本，稳定了企业就业岗位。同时聚焦兵团文旅产业重大项目建设，狠抓项目申报和招商引资工作，梳理上报 2020 年固定资产投资 500 万元以上项目 45 个，合计 88.771 亿元，梳理 2020 年至 2021 年固定资产投资 500 万元以上储备项目 188 个，合计 91.539 亿元。
- 为推动招商引资项目落地，兵师两级共同建立招商引资项目开复工清单和招商引资工作调度机制，对重点招商引资项目进行点对点调度，分类制订招商引资项目开复工计划，坚持问题导向，一企一策，精准推动项目开复工。据统计，今年全兵团预计实施招商引资项目 735 个，4 月底前预计开复工 511 个，占全年预计开复工项目总数的 69.5%。

图表 16：2020 年新疆生产建设兵团招商引资项目

兵团	项目内容	投资额度
----	------	------

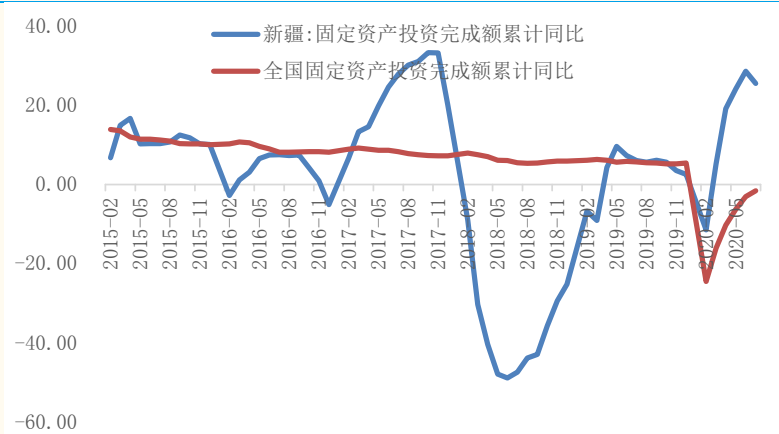


兵团	项目内容	投资额度
一师	一师阿拉尔市与雪莲花(阿拉尔)生物科技产业基地股份有限公司等 19 家企业集中签约;上半年,阿拉尔经济技术开发区总计完成签约项目 30 个。	108.9 亿元
三师	三师图木舒克市第一季度引进项目 42 个,其中续建项目 24 个,新建项目 18 个。	172.5 亿元
七师	七师胡杨河市创新招商引资方式,优化营商环境,一季度共签约招商引资项目 22 个,总投资 271.2 亿元,比去年同期增加 37.67 亿元。	271.2 亿元
八师	八师石河子市开展网上签约活动,共计 8 个项目。	50 亿元
十二师	出台《十二师 2020 年优化营商环境 13 条措施》,主要包括落实领导联系帮扶企业机制;推进工程建设项目审批制度改革。还在财税、资金等方面出台优惠政策,降低投资者成本,满足各类企业发展需求,大力推动非公有制经济健康发展。	
十三师	十三师修订完善招商引资优惠政策,全力推进“双招双引”工作。国家电投集团新疆能源化工有限责任公司与十三师签订 200 万千瓦新能源开发项目框架协议。	

来源:国金证券研究所、新疆建设兵团

- 1-7 月新疆地区固定资产投资完成额累计同比达到 25.5%,而同期全国固定资产投资完成额累计同比仅为-1.6%。在经历了 2018 年投资持续的下滑,2019 年疆内投资稳步回升,特别是在今年疫情背景下,新疆地区投资在 4 月之后快速回升,也显示了疆内各项投资持续发力。
- 根据公司半年报中表示,公司加大疆内重点工程对接力度,紧盯机场改扩建项目、额河工程、新疆中车风电项目、艾比湖项目等,二季度销量 187 万吨,同比增幅 16.3%。

图表 17: 新疆固定资产投资完成额统计



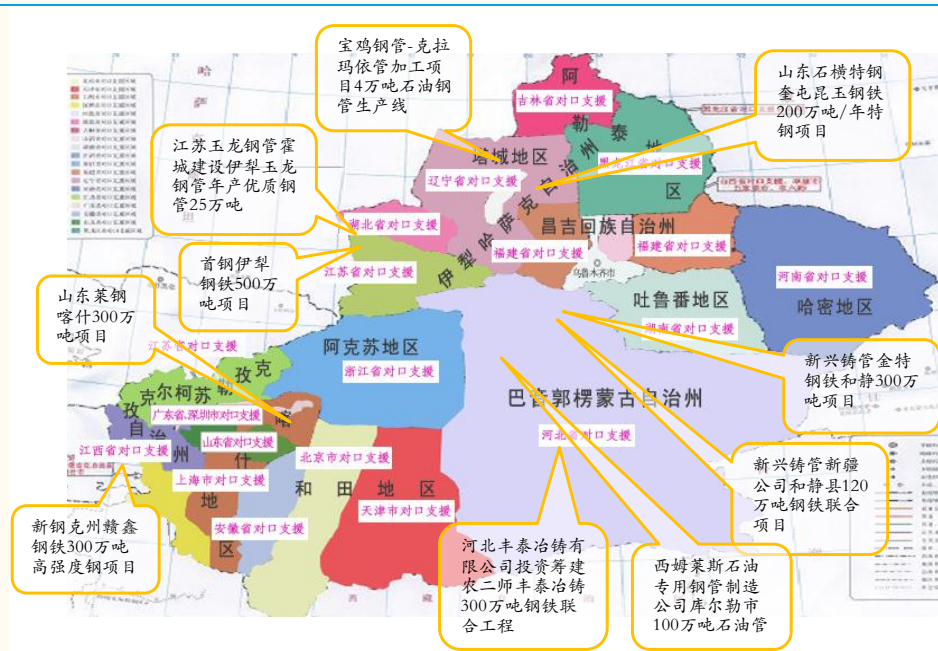
来源: wind、国金证券研究所

#### 四、八钢有望引领新一轮新疆钢铁业整合

##### 疆内钢铁业已完成一轮供给侧改革

- 上一轮新疆钢铁大幅扩张主要是国家援疆项目推动。2010 年 12 月,工信部推出《关于促进新疆工业、通信业和信息化发展的若干政策意见》,对新疆地区相关产业实行差异化政策,允许新疆适度发展钢铁、现代煤化工等产业。随着国家政策及援疆工作地不断深入,“十二五”期间大批援疆的钢铁项目建成并且试投产,仅 2012 年一年时间新疆粗钢产量就环比 2011 年上涨 27%。

图表 18: 19 省市对口援助新疆钢铁项目示意图



来源：mysteel、国金证券研究所

- 后期多个新疆钢铁项目因亏损多夭折。大批援疆钢铁项目投产，而疆内固定资产投资增速反而持续下滑，带来了明显的产能过剩风险。2011 年开始，疆内价格开始明显回调，从高于全国均价 600-800 元/吨，下降到弱于全国均价。连续的 3 年亏损，也导致多数新增产能计划搁置，总产能超 1900 万吨。
- 比政府去产能命令更加有效的是市场化的产能出清。在面临产能严重过剩下，一大批拟进入新疆建设钢铁的项目悬崖勒马，相继停建。停建项目的钢铁产能达 1600 万吨。

图表 19: 新疆地区未上马、停建项目

企业名称	拟建产能（万吨）
新疆建设兵团第二师丰泰冶铸钢铁	300
新疆建设兵团第十二师天瑞合金钢项目	100
新疆昕昊达特种钢项目	200
呼图壁新安特钢项目	300
阿勒泰金昊铁业项目	300
富蕴县国恒项目	100
合计	1600

来源：mysteel、国金证券研究所

- 供给侧改革发力去产能、转移产能。
  - ✓ 2017 年底，新疆已经超额完成了国家下达的“十三五”期间化解钢铁过剩产能 700 万吨的任务。仅 2016 年~2017 年，新疆化解钢铁过剩产能 685 万吨。

图表 20: 新疆钢铁行业“十三五”规划目标

地区	总量 (万吨)	具体目标
乌昌地区	1000	以宝钢集团八钢公司为核心，以优钢产品为主
北疆地区	300	以伊利为核心，加快整合力度，以建材为主
南疆地区	400	充分利用当地和周边国家的矿焦资源，充分发挥大企业优势
东疆地区	100	充分利用铁矿资源，加快上下游产业链合作

地区	总量 (万吨)	具体目标
新疆合计	1800	化解过剩产能 700 万吨

来源: mysteel、国金证券研究所

- ✓ 2020 年初山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司、新疆昆玉钢铁有限公司和新疆青钢钢铁股份有限公司 3 家钢铁企业先后实现产能置换转移生铁 154 万吨、钢 225 万吨。

图表 21: 近年疆内钢铁去产能统计

序号	所在地	企业名称	退出装备	9	10	11	12	13	14	15	16	17
								乌鲁木齐市				
								乌鲁木齐市				
1	乌鲁木齐	新疆龙江兴贵特钢有限公司	50 吨中频炉×8 台									
2	乌鲁木齐	乌鲁木齐米东区佳顺金属制品厂	12 吨中频炉×6 台									
3	乌鲁木齐	乌鲁木齐米东区通达法兰毛胚厂	5 吨中频炉×8 台									
4	乌鲁木齐	乌鲁木齐米东区永恒铁件加工厂	5 吨中频炉×6 台									
5	昌吉州	吉木萨尔县鑫晟利金属制造有限公司	5 吨中频炉×8 台									
6	昌吉州	新疆闽建金属材料制品有限公司	20 吨中频电炉×6 台									
7	昌吉州	新疆新安特钢有限公司	40 吨中频电炉×4 台									
8	昌吉州	新疆航峰铸金属造有限公司	20 吨中频电炉×10 台									
								吐鲁番市				
								鄯善县				
								鄯善县				
								阿克苏地区				
								阿克苏地区				
								阿克苏地区				
								巴州				
								库尔勒市				
								喀什地区				
								喀什地区				

来源: mysteel、国金证券研究所

- 新疆目前钢铁总产能 2085 万吨。依据 2019 年新疆地区铁水产能 2607 万吨, 考虑已去除产能 522 万吨, 其目前总产能为 2085 万吨。
- 目前钢铁企业中, 产能较大的企业有八钢 (1055 万吨)、新兴铸管 (300 万吨)、昆玉钢铁 (150 万吨)、昆仑钢铁 (110 万吨)、大安特种钢 (100 万吨) 等。

图表 22: 疆内现有钢铁产能统计

	总产能 (万吨)
宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	1055
石横特钢新疆昆玉钢铁有限公司	150
首钢伊犁钢铁有限公司	50
新疆丰泰钢铁有限公司	60
新疆昆仑钢铁有限公司	110
新疆闽建金属材料制品有限公司	50
新疆闽新钢铁 (集团) 有限责任公司	80
新兴铸管新疆公司	300
新疆大安特种钢有限责任公司	100
其他	130
合计	2085

来源: mysteel、国金证券研究所

### 新疆钢铁业整合箭在弦上

- 据国家企业信用信息公示系统获悉, 宝钢集团新疆八一钢铁有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、华宝投资有限公司共同出资 10 亿元, 于 2020 年 3 月 31 日成立了新疆天山钢铁联合有限公司。宝钢集团新疆八一钢铁有限公司党委书记、董事长肖国栋担任该公司董事长。
- 其中, 宝钢集团新疆八一钢铁有限公司认缴出资额 5 亿元, 持股比例 50%; 中国宝武钢铁集团有限公司认缴出资额 2.5 亿元, 持股比例 25%; 华宝投资有限公司认缴出资额 2.5 亿元, 持股比例 25%。

- ✓ 中国宝武 2019 年实现钢产量 9522 万吨，营业总收入 5566 亿元，利润总额 345.2 亿元，钢产量和盈利水平位居全球第一。
- ✓ 宝钢集团新疆八一钢铁有限公司始创于 1951 年 9 月，2007 年 4 月与宝钢集团增资重组，现为宝武集团控股子公司，现有年产钢能力 1000 万吨，是新疆整体实力最强的钢铁企业。
- ✓ 华宝投资有限公司作为宝钢金融板块的旗舰公司，经营范围包括对冶金及相关行业的投资及投资管理、投资咨询、商务咨询服务等。

图表 23：新疆天山钢铁联合有限公司股权结构



来源：wind、国金证券研究所

- 根据 mysteel 新闻报道，今年 4 月，中国宝武集团党委书记、董事长陈德荣在点评八一钢铁 2020 年商业计划书时表示，2020 年八一钢铁有多项战略任务：一是完成疆内产能整合，要把这项工作作为一号工程、重中之重工程；二是低碳冶金创新研究中心的建设；三是积极推进“一带一路”建设。
- 而在这个重要时期，宝钢集团新疆八一钢铁有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、华宝投资有限公司共同成立新疆天山钢铁联合有限公司，这一举动或成为疆内钢铁产能整合的重要一步，未来八钢作为疆内龙头，引领一轮疆内钢企整合可能性较大。

## 五、盈利预测&投资建议

- 我们对公司盈利做出以下假设：
  - ✓ 产量方面：考虑公司上半年钢材产量同比增长 3%，预计 2020 年产量整体增长 3%；21 年、22 年则分别小幅略增 2%、2%，主要疆内市场投资景气叠加公司内部管理效率提升。
  - ✓ 价格方面：上半年乌鲁木齐地区建材、板材均价分别为 3700 元/吨、3900 元/吨，预计全年均价维持上述水平，同比基本持平上下。考虑疆内投资景气度，21 年、22 年均价分别上涨 20-30 元/吨。
  - ✓ 盈利能力方面，参考公司 Q2 单季度盈利能力，预计全年建材、板材吨毛利分别为 440 元/吨、400 元/吨；21 年、22 年平均毛利在此基础上分别上涨 20-30 元/吨。主要仍基于疆内较为旺盛的投资需求，以及未来疆内钢企一旦整合，集中度提升后，价格及利润有望稳定攀升。

图表 24：盈利预测

产品	单位	2020 年	2021 年	2022 年	
总计	产量	万吨	566	577	589
	产能	万吨	770	770	770
	总收入	亿元	216	222	229
	总成本	亿元	192	198	203
	毛利率		10.9%	11.0%	11.2%
建材（棒线）	销量	万吨	245	250	255
	产能	万吨	250	250	250

	售价	万元/吨	0.37	0.37	0.38
	毛利率		12.0%	12.1%	12.2%
	收入	亿元	91	93	96
	成本	亿元	80	82	84
	销量	万吨	321	327	334
	产能	万吨	520	520	520
板材	售价	万元/吨	0.39	0.39	0.40
	毛利率		10.1%	10.3%	10.5%
	收入	亿元	125	129	133
	成本	亿元	113	116	119

来源：国金证券研究所

- 预计公司 2020-2022 年公司实现营业收入分别为 215.84 亿元、222.36 亿元、229.07 亿元，同比增长 4.7%、3.0%、3.0%；实现归母净利润分别为 4.18 亿元、5.59 亿元、5.79 亿元，同比增长 275.9%、33.8%、3.6%，对应 PE 分别为 13.6 倍、10.2 倍、9.9 倍。
- 公司作为疆内最大钢企，且是西北地区两大钢铁生产基地之一，同时受益疆内基建投资加速以及未来疆内整合预期。考虑公司历史上的高弹性，给予公司 2020 年 11X 估值，目标价 4.0 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**图表 25：可比公司估值比较（市盈率法）**

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600507	方大特钢	5.69	0.80	0.84	0.89	7.12	6.76	6.43
000825	太钢不锈	3.73	0.24	0.24	0.31	15.28	15.74	12.17
000717	韶钢松山	4.46	0.74	0.79	0.87	6.03	5.62	5.11
600808	马钢股份	2.85	0.18	0.21	0.22	16.21	13.26	12.91
600782	新钢股份	4.37	0.85	0.88	0.98	5.16	4.94	4.46
平均值						9.96	9.26	8.22
600581	八一钢铁	3.72	0.27	0.36	0.38	13.65	10.20	9.85

来源：Wind、国金证券研究所

## 六、风险提示

- 疆内基建投资政策持续性。从过去几年新疆地区固定资产投资数据看，15、16 年总体稳定，17 年经历了一波投资加速后，18 年迅速回落，19 年起又稳步回升。总体而言，疆内投资受政策力度影响较大，波动也较大。公司下游主要产品仍主要面向基建端需求，未来一旦需求如 18 年出现大幅度下滑，则对公司盈利将产生较大影响。
- 钢铁置换产能释放再超预期。2019 年供给端主要超预期因素在于置换产能的投产，目前行业盈利尚可，在建的置换产能或加速投放，特别是 20 年年中以后有较大规模置换产能投产。受到今年疫情影响，预计置换产能的大规模投放将在四季度出现，不排除超预期的产能释放将对行业供给端带来较大压力。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>16,757</b>	<b>20,105</b>	<b>20,612</b>	<b>21,584</b>	<b>22,236</b>	<b>22,907</b>
增长率		20.0%	2.5%	4.7%	3.0%	3.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-14,402</b>	<b>-17,536</b>	<b>-18,788</b>	<b>-19,322</b>	<b>-20,051</b>	<b>-20,696</b>
%销售收入	85.9%	87.2%	91.1%	89.5%	90.2%	90.3%
<b>毛利</b>	<b>2,355</b>	<b>2,569</b>	<b>1,825</b>	<b>2,262</b>	<b>2,185</b>	<b>2,211</b>
%销售收入	14.1%	12.8%	8.9%	10.5%	9.8%	9.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-78</b>	<b>-113</b>	<b>-70</b>	<b>-76</b>	<b>-78</b>	<b>-80</b>
%销售收入	0.5%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>销售费用</b>	<b>-538</b>	<b>-1,010</b>	<b>-1,018</b>	<b>-971</b>	<b>-1,001</b>	<b>-1,031</b>
%销售收入	3.2%	5.0%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%
<b>管理费用</b>	<b>-164</b>	<b>-132</b>	<b>-196</b>	<b>-130</b>	<b>-133</b>	<b>-137</b>
%销售收入	1.0%	0.7%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-31</b>	<b>-73</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>
%销售收入	0.0%	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,576</b>	<b>1,283</b>	<b>467</b>	<b>1,081</b>	<b>969</b>	<b>958</b>
%销售收入	9.4%	6.4%	2.3%	5.0%	4.4%	4.2%
<b>财务费用</b>	<b>-316</b>	<b>-409</b>	<b>-345</b>	<b>-432</b>	<b>-296</b>	<b>-372</b>
%销售收入	1.9%	2.0%	1.7%	2.0%	1.3%	1.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-158</b>	<b>-36</b>	<b>-9</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-164</b>	<b>-24</b>	<b>86</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>1,104</b>	<b>848</b>	<b>117</b>	<b>502</b>	<b>671</b>	<b>694</b>
营业利润率	6.6%	4.2%	0.6%	2.3%	3.0%	3.0%
<b>营业外收支</b>	<b>-17</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,087</b>	<b>843</b>	<b>115</b>	<b>497</b>	<b>666</b>	<b>689</b>
利润率	6.5%	4.2%	0.6%	2.3%	3.0%	3.0%
<b>所得税</b>	<b>81</b>	<b>-143</b>	<b>-4</b>	<b>-80</b>	<b>-106</b>	<b>-110</b>
所得税率	-7.5%	16.9%	3.4%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>净利润</b>	<b>1,168</b>	<b>701</b>	<b>111</b>	<b>418</b>	<b>559</b>	<b>579</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,168</b>	<b>701</b>	<b>111</b>	<b>418</b>	<b>559</b>	<b>579</b>
净利率	7.0%	3.5%	0.5%	1.9%	2.5%	2.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>1,168</b>	<b>701</b>	<b>111</b>	<b>418</b>	<b>559</b>	<b>579</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>518</b>	<b>859</b>	<b>828</b>	<b>858</b>	<b>893</b>	<b>938</b>
<b>非经营收益</b>	<b>215</b>	<b>354</b>	<b>278</b>	<b>514</b>	<b>342</b>	<b>208</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>683</b>	<b>-942</b>	<b>-733</b>	<b>733</b>	<b>201</b>	<b>172</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,584</b>	<b>972</b>	<b>484</b>	<b>2,523</b>	<b>1,995</b>	<b>1,897</b>
<b>资本开支</b>	<b>-30</b>	<b>-312</b>	<b>-530</b>	<b>-909</b>	<b>-1,006</b>	<b>-1,106</b>
<b>投资</b>	<b>-1,751</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-164</b>	<b>-24</b>	<b>86</b>
其他	-10	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,790</b>	<b>-312</b>	<b>-530</b>	<b>-1,073</b>	<b>-1,030</b>	<b>-1,020</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-40</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>-581</b>	<b>-398</b>	<b>-331</b>
其他	-284	-726	-266	-514	-537	-521
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-324</b>	<b>-626</b>	<b>-266</b>	<b>-1,095</b>	<b>-935</b>	<b>-851</b>
<b>现金净流量</b>	<b>469</b>	<b>34</b>	<b>-312</b>	<b>355</b>	<b>30</b>	<b>26</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>772</b>	<b>746</b>	<b>434</b>	<b>789</b>	<b>819</b>	<b>845</b>
<b>应收账款</b>	<b>428</b>	<b>468</b>	<b>457</b>	<b>480</b>	<b>495</b>	<b>510</b>
<b>存货</b>	<b>2,321</b>	<b>2,918</b>	<b>3,102</b>	<b>3,070</b>	<b>3,186</b>	<b>3,289</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>4</b>	<b>718</b>	<b>1,293</b>	<b>1,358</b>	<b>1,409</b>	<b>1,454</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,525</b>	<b>4,850</b>	<b>5,286</b>	<b>5,697</b>	<b>5,909</b>	<b>6,097</b>
%总资产	19.0%	25.1%	27.1%	28.5%	29.1%	29.6%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>14,901</b>	<b>14,380</b>	<b>14,132</b>	<b>14,184</b>	<b>14,296</b>	<b>14,463</b>
%总资产	80.1%	74.4%	72.5%	71.1%	70.5%	70.1%
<b>无形资产</b>	<b>85</b>	<b>76</b>	<b>68</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>58</b>
<b>非流动资产</b>	<b>15,076</b>	<b>14,472</b>	<b>14,209</b>	<b>14,259</b>	<b>14,368</b>	<b>14,532</b>
%总资产	81.0%	74.9%	72.9%	71.5%	70.9%	70.4%
<b>资产总计</b>	<b>18,601</b>	<b>19,322</b>	<b>19,495</b>	<b>19,957</b>	<b>20,277</b>	<b>20,629</b>
<b>短期借款</b>	<b>5,882</b>	<b>5,971</b>	<b>5,979</b>	<b>5,403</b>	<b>5,005</b>	<b>4,675</b>
<b>应付款项</b>	<b>8,773</b>	<b>9,160</b>	<b>9,167</b>	<b>9,906</b>	<b>10,271</b>	<b>10,599</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>155</b>	<b>140</b>	<b>194</b>	<b>249</b>	<b>266</b>	<b>273</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,809</b>	<b>15,271</b>	<b>15,340</b>	<b>15,558</b>	<b>15,543</b>	<b>15,547</b>
<b>长期贷款</b>	<b>440</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>15,261</b>	<b>15,280</b>	<b>15,345</b>	<b>15,558</b>	<b>15,543</b>	<b>15,547</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,341</b>	<b>4,043</b>	<b>4,150</b>	<b>4,399</b>	<b>4,734</b>	<b>5,082</b>
其中：股本	766	1,533	1,533	1,533	1,533	1,533
未分配利润	-2,315	-1,614	-1,502	-1,251	-916	-569
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>18,601</b>	<b>19,322</b>	<b>19,495</b>	<b>19,957</b>	<b>20,277</b>	<b>20,629</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.524	0.457	0.073	0.273	0.365	0.378
每股净资产	4.359	2.637	2.707	2.870	3.088	3.315
每股经营现金净流	3.371	0.634	0.316	1.646	1.301	1.238
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.109	0.146	0.151
<b>回报率</b>						
净资产收益率	34.96%	17.33%	2.68%	9.50%	11.81%	11.40%
总资产收益率	6.28%	3.63%	0.57%	2.09%	2.76%	2.81%
投入资本收益率	17.53%	10.64%	4.45%	9.26%	8.35%	8.25%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	69.44%	19.98%	2.52%	4.71%	3.02%	3.02%
EBIT增长率	905.63%	-18.58%	-63.61%	131.52%	-10.39%	-1.10%
净利润增长率	3047.86%	-40.02%	-84.13%	275.90%	33.83%	3.59%
总资产增长率	68.93%	3.88%	0.90%	2.37%	1.60%	1.73%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.5	0.8	1.2	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	41.4	54.5	58.5	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	43.3	50.3	38.5	38.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	317.5	253.7	240.9	225.8	216.1	207.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	166.12%	129.24%	133.61%	104.90%	88.42%	75.37%
EBIT利息保障倍数	5.0	3.1	1.4	2.5	3.3	2.6
资产负债率	82.04%	79.08%	78.71%	77.96%	76.65%	75.37%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH