

公司研究/中报点评

2020年08月28日

黑色金属/钢铁 II

投资评级: 增持 (维持评级)

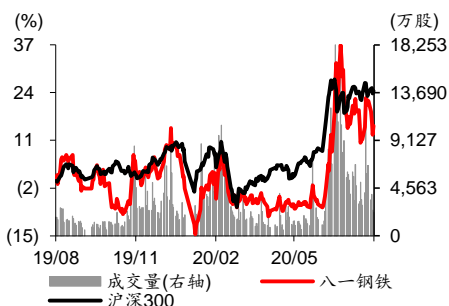
当前价格(元): 3.77
目标价格(元): 3.92

邱瀚萱 SAC No. S0570518050004
研究员 SFC No. BPN270
qiuhanxuan@htsc.com
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1《八一钢铁(600581 SH, 增持): 疆内需求改善, 年内产能或整合》2020.06
- 2《八一钢铁(600581 SH, 中性): 疆内产能或整合, 供需有望改善》2020.04
- 3《八一钢铁(600581 SH, 中性): Q4 疆内需求下行, 公司业绩承压》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

有望受益于疆内供需改善

八一钢铁(600581)

20Q2 归母净利润同/环比分别-18%/+4.5 亿元

公司 20H1 实现营业收入 98.0 亿元 (yoy+3%), 归母净利润 0.7 亿元 (yoy-44%)。20Q2 实现营业收入 66.3 亿元 (yoy+18%, qoq+109%), 归母净利润 2.6 亿元 (yoy-18%, qoq+4.5 亿元), Q2 大幅扭亏为盈, 主要是季节性原因及疆内需求改善。考虑到疆内供需向好, 且疫情已得到较好控制, 我们预计 20-22 年 EPS 0.10/0.11/0.12 元, 维持“增持”评级。

20H1 产销两旺, 毛利率小幅下行

20H1 公司钢材产、销量分别为 271、277 万吨 (yoy+3%/+9%), 其中建材、板材产量分别为 114、157 万吨 (yoy+3%/+2%), 销量分别为 117、160 万吨 (yoy+10%/8%); Q2 公司产品销量 188 万吨, 同比+28%, 其中建材销量同比+43%, 主要是同期疆内建材需求提升所致。此外, 20H1 公司建材、板材均价分别为 3341、3471 元/吨 (yoy-9%、-4%), 同期乌鲁木齐螺纹钢、板材均价同比分别-9%、-7%, 公司产品价格表现相对较好; 20H1 公司毛利率 7.8% (yoy-1.3pct), 主要是钢价下行较多导致。

20H1 费用率小幅下行, Q2 现金流显著改善

20H1 公司期间费用率、归母净利率分别为 6.8%、0.7% (yoy-0.8/-0.6pct), 其中销售、管理、研发、财务费用率同比变动较小, 费用绝对值同比分别+0.2%、-40%、-96%、+1%, 管理、研发费用下降较多分别因后勤服务费减至 0 元、Q1 新品投入减少导致研发费用为 0 元。此外, 20H1 公司经营性现金流净额 6.8 亿元, 去年同期-3.7 亿元, 主要是公司增加票据支付, H1 末应付票据同比增加 11 亿元。

产能或整合、固投强劲, 疆内供需向好

5月17日, 中共中央、国务院印发《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》, 其中“强化基础设施规划建设”、“强化开放大通道建设”等均涉及包括新疆在内的西部地区基建投资。据 Wind, 2020 年前 7 月新疆固定资产投资、建安工程分项投资同比+25.5%、32.5%, 7 月当月分别为 18.2%、28.0%, 均明显好于全国平均水平(-1.6%、-2.3%, 8.3%、5.2%)。公司为疆内龙头钢企, 且完成疆内产能整合是控股股东八钢公司 2020 年战略任务之一, 若整合顺利开展, 疆内供需格局有望改善, 公司有望受益。

公司盈利或改善, 维持“增持”评级

截至 8 月 26 日新疆已连续 10 天无新增病例, 疫情得到较好控制, 且疆内供需或改善, 公司有望受益, 我们维持盈利预测, 预计公司 20-21 年 BVPS 2.80/2.91/3.03 元, 对应 PB 1.35/1.30/1.24 倍, 可比公司平均 PB(2020E, Wind 一致预期) 0.98 倍, 考虑公司是疆内钢铁龙头且疆内用钢需求向好, 给予公司 2020 年 1.40 倍 PB, 目标价 3.92 元 (前值 3.36-3.50 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 公司产销不及预期; 下游需求大幅下行; 新疆疫情反复。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,533
流通 A 股 (百万股)	1,533
52 周内股价区间 (元)	2.80-4.49
总市值 (百万元)	5,779
总资产 (百万元)	20,547
每股净资产 (元)	2.75

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	20,105	20,612	20,288	20,822	20,970
+/-%	19.98	2.52	(1.57)	2.63	0.71
归属母公司净利润 (百万元)	700.52	111.14	145.86	165.69	181.18
+/-%	(40.02)	(84.13)	31.24	13.59	9.35
EPS (元, 最新摊薄)	0.46	0.07	0.10	0.11	0.12
PE (倍)	8.25	52.00	39.62	34.88	31.90

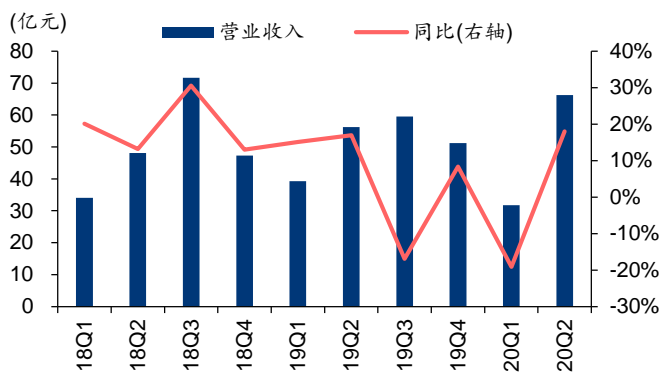
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值表

证券代码	证券简称	PB (2020E)	市值 (亿元)	评级	目标价 (元)
000717 CH	韶钢松山	1.10	105	增持	5.40-5.59
002110 CH	三钢闽光	0.82	169	增持	7.96-8.38
601003 CH	柳钢股份	1.00	124	无评级	
均值		0.98			

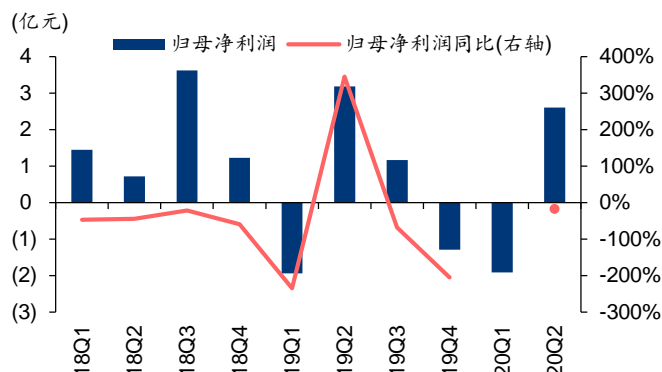
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所；2020年8月27日数据，均取Wind一致预期，评级及目标价来自华泰

图表2：2018年至今单季度营业收入及同比增速



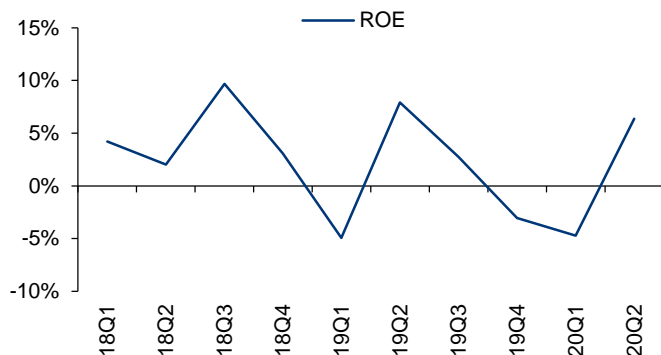
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2018年至今单季度归属于母公司股东的净利润及同比增速



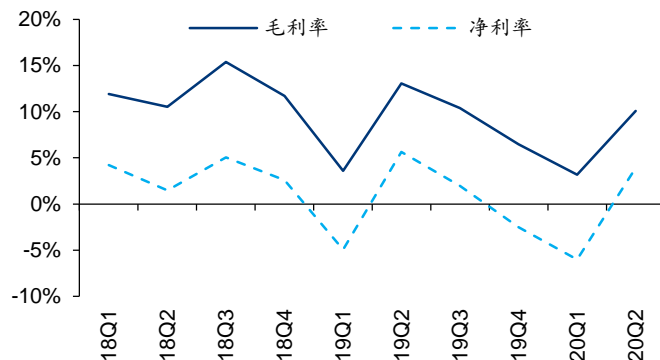
资料来源：Wind，华泰证券研究所。19Q1 归母净利润为负，故 20Q1 无增速

图表4：2018年至今单季度 ROE



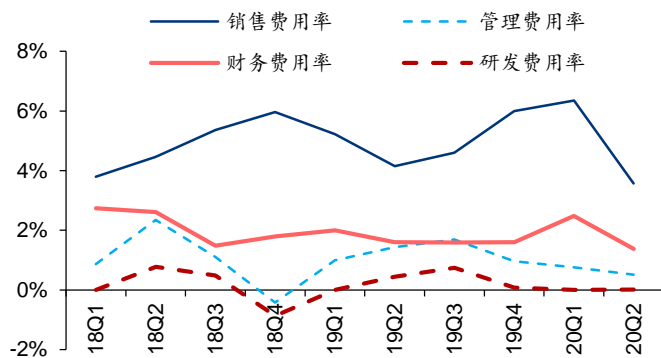
资料来源：Wind，华泰证券研究所；非年化数据

图表5：2018年至今单季度销售毛利率、销售净利率



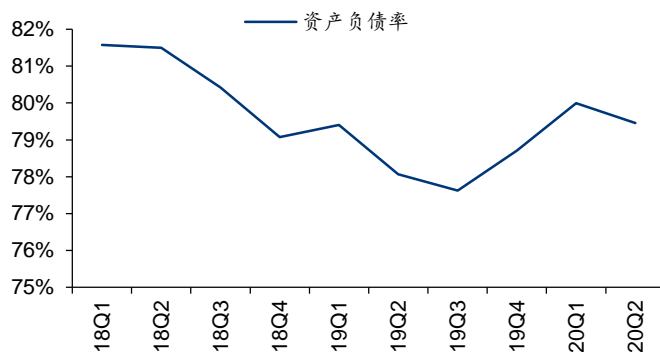
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2018年至今单季度费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所；管理费用中加回研发费用

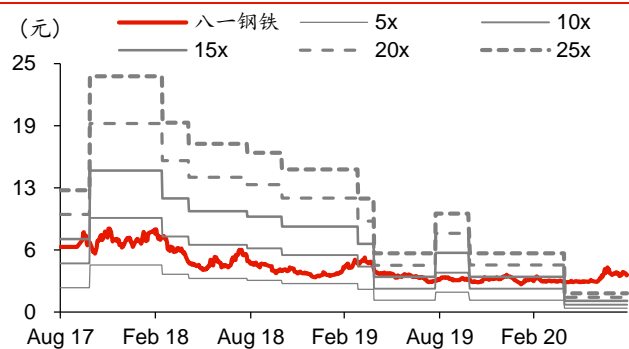
图表7：2018年至今单季度资产负债率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

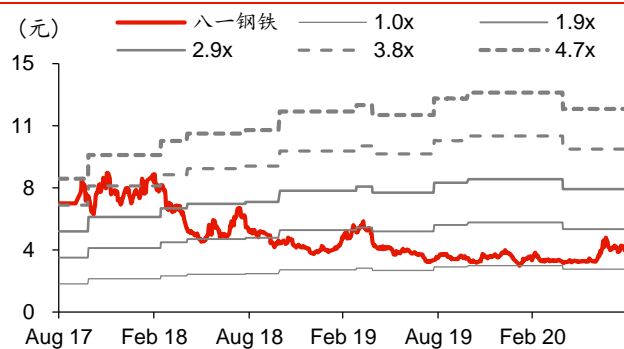
PE/PB - Bands

图表8: 八一钢铁历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 八一钢铁历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,850	5,286	5,381	6,300	6,750
现金	746.34	434.30	1,908	1,257	3,283
应收账款	51.29	89.32	20.01	105.36	13.91
其他应收账款	9.23	10.24	8.91	10.76	9.04
预付账款	560.85	1,186	0.00	1,173	0.00
存货	2,918	3,102	2,600	3,365	2,585
其他流动资产	564.81	465.47	844.54	388.40	859.11
非流动资产	14,472	14,209	13,781	13,352	12,969
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	13,975	13,603	13,220	12,819	12,412
无形资产	16.17	16.75	14.03	11.61	9.01
其他非流动资产	480.55	589.58	547.16	521.91	547.89
资产总计	19,322	19,495	19,162	19,652	19,720
流动负债	15,271	15,340	14,869	15,200	15,090
短期借款	5,531	5,538	5,535	5,536	5,536
应付账款	2,344	1,620	2,786	1,463	2,950
其他流动负债	7,396	8,181	6,549	8,201	6,605
非流动负债	8.86	5.42	(3.47)	(8.95)	(13.49)
长期借款	0.00	0.00	(10.61)	(15.23)	(20.20)
其他非流动负债	8.86	5.42	7.14	6.28	6.71
负债合计	15,280	15,345	14,866	15,191	15,077
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,533	1,533	1,533	1,533	1,533
资本公积	3,320	3,320	3,320	3,320	3,320
留存公积	(816.16)	(704.05)	(558.19)	(392.50)	(211.32)
归属母公司股东权益	4,043	4,150	4,296	4,462	4,643
负债和股东权益	19,322	19,495	19,162	19,652	19,720

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	972.09	484.06	2,415	(153.60)	2,565
净利润	700.52	111.14	145.86	165.69	181.18
折旧摊销	823.17	819.16	606.93	616.87	626.78
财务费用	409.30	344.75	311.34	303.61	289.95
投资损失	0.48	(0.02)	(0.12)	0.13	0.12
营运资金变动	(941.53)	(732.84)	1,352	(1,241)	1,467
其他经营现金	(19.84)	(58.13)	(1.96)	0.98	(0.49)
投资活动现金	(311.86)	(530.46)	(176.63)	(189.61)	(243.17)
资本支出	311.87	530.46	174.89	190.41	242.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.00	(1.75)	0.80	(0.59)
筹资活动现金	(625.92)	(265.64)	(764.54)	(307.26)	(295.41)
短期借款	100.00	7.32	(3.66)	1.83	(0.92)
长期借款	(440.00)	0.00	(10.61)	(4.62)	(4.97)
普通股增加	766.45	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(766.45)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(285.92)	(272.96)	(750.27)	(304.47)	(289.52)
现金净增加额	34.31	(312.04)	1,473	(650.47)	2,026

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,105	20,612	20,288	20,822	20,970
营业成本	17,536	18,788	18,441	18,957	19,078
营业税金及附加	112.89	70.32	102.01	97.36	98.19
营业费用	1,010	1,018	1,004	1,015	1,028
管理费用	132.42	196.39	204.61	205.80	211.07
财务费用	409.30	344.75	311.34	303.61	289.95
资产减值损失	36.03	(9.07)	(6.17)	(7.27)	(7.01)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.48)	0.02	0.12	(0.13)	(0.12)
营业利润	847.94	117.26	162.16	180.85	202.69
营业外收入	1.86	7.93	0.00	3.97	1.98
营业外支出	6.59	10.12	11.45	12.19	10.09
利润总额	843.21	115.07	150.71	172.62	194.59
所得税	142.69	3.93	4.85	6.94	13.41
净利润	700.52	111.14	145.86	165.69	181.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	700.52	111.14	145.86	165.69	181.18
EBITDA	1,956	1,230	1,039	1,062	1,080
EPS (元, 基本)	0.46	0.07	0.10	0.11	0.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	19.98	2.52	(1.57)	2.63	0.71
营业利润	(23.20)	(86.17)	38.29	11.53	12.08
归属母公司净利润	(40.02)	(84.13)	31.24	13.59	9.35
获利能力 (%)					
毛利率	12.78	8.85	9.10	8.96	9.02
净利率	3.48	0.54	0.72	0.80	0.86
ROE	17.33	2.68	3.40	3.71	3.90
ROIC	10.15	4.09	5.28	4.90	6.14
偿债能力					
资产负债率 (%)	79.08	78.71	77.58	77.30	76.46
净负债比率 (%)	129.46	133.74	84.35	95.71	48.22
流动比率	0.32	0.34	0.36	0.41	0.45
速动比率	0.08	0.03	0.17	0.09	0.25
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.06	1.05	1.07	1.07
应收账款周转率	45.85	75.20	60.52	67.86	64.19
应付账款周转率	2.30	2.47	2.39	2.43	2.41
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.07	0.10	0.11	0.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.39	1.58	(0.10)	1.67
每股净资产(最新摊薄)	2.64	2.71	2.80	2.91	3.03
估值比率					
PE (倍)	8.25	52.00	39.62	34.88	31.90
PB (倍)	1.43	1.39	1.35	1.30	1.24
EV_EBITDA (倍)	5.63	9.21	9.05	9.46	7.42

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本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。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师邱瀚萱、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com