

公司研究/季报点评

2019年10月27日

黑色金属/钢铁 II

投资评级：中性（调低评级）

当前价格(元): 3.25  
合理价格区间(元): 3.10~3.38

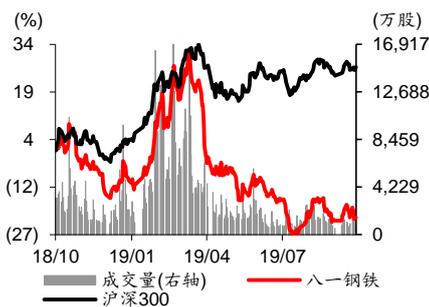
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004  
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露  
联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1 《八一钢铁(600581 SH,增持): 欧冶炉复产, Q2 盈利同比增 3 倍》2019.08
- 2 《八一钢铁(600581,中性): 疆内需求难乐观, 公司业绩或下滑》2019.03
- 3 《八一钢铁(600581,增持): 中报符合预期, 期待后期业绩好转》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# Q4 疆内需求下行, 公司业绩承压

## 八一钢铁(600581)

### 19Q3 公司盈利 1.17 亿元, 下调至“中性”评级

10月24日, 八一钢铁发布2019年三季报: 19Q1-Q3 营业收入 154.9 亿元 (YoY+0.7%); 归属母公司股东净利润 2.4 亿元 (YoY-58.4%); 19Q3 营业收入 59.5 亿元 (YoY-17.0%, QoQ+5.9%); 归属母公司股东净利润 1.17 亿元 (YoY-67.8%, QoQ-63.2%), 业绩低于我们预期。我们认为公司 Q3 业绩同、环比下滑主要因原材料价格继续高位。我们下调前期盈利预测, 预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.19/0.23/0.27 元 (前值 0.31/0.38/0.43 元), 下调目标价为 3.10~3.38 元, 下调至“中性”评级。

### 原材料价格上行, 压缩盈利空间

19Q3 公司产、销量为 152、163 万吨 (YoY-9.1%、-13.3%, QoQ-5.5%、+10.5%); 同期唐山铁精粉、澳洲矿均价 (不含税) 为 708、733 元/吨 (YoY+190%、+310 元/吨, QoQ+87、130 元/吨), 压缩盈利空间。19Q1-Q3, 公司销售毛利率为 9.6% (YoY-3.5pct); 19Q3 销售毛利率为 10.4% (YoY-5.0pct, QoQ-2.7pct)。19Q1-Q3, 公司销售、管理、研发、财务费用分别同比变动-2%、+36%、-5%、-19%, 管理费用上行主要因安保及绿化费用增加, 财务费用下行主要因资金流动性加强使得公司利息收入增加。19Q3, 公司销售、管理、研发、财务费用分别同比变动-29%、+29%、+27%、-11%。

### 公司回款能力提升, 资产负债率下行

19Q1-Q3, 公司销售商品提供劳务收到的现金占营业收入 102.3%, 较去年同期+14.9pct, 回款能力提升; 经营活动产生的现金流量净额同比下降 108%, 主要因原材料价格上涨, 公司加大原材料付款力度。同期, 公司应收、应付项目分别较期初下降 7.1%、5.7%, 对下游占款能力上行。此外, 公司资产负债率不断下行, 2019Q3 末资产负债率为 77.6%, 较 2019Q2 末下降 0.44 pct。

### 四季度疆内需求或下行, 公司业绩或小幅承压

2018 年, 新疆固定资产投资增速目标为 15%, 实际全年增速-25.2%, 完成度较差; 2019 年, 新疆固定资产投资增速目标 5%, 前 9 月增速为 6.1% (YoY+49pct), 完成度较好, 考虑到去年下半年的高基数, 今年新疆或完成全年目标。但新疆地处西北大陆, 冬春寒冷, 仅有夏秋两季较为温暖, 适合施工, 是疆内的钢材需求旺季。旺季时, 公司产品主要面向疆内市场, 淡季时, 销往疆外地区比例提升。四季度疆内需求或下行, 公司或提高疆外销售占比, 销售费用上行或使业绩小幅承压。

### 成本高位使得公司业绩承压, 下调至“中性”评级

由于原材料价格仍处高位, 我们下调公司盈利预测, 预计 19-21 年 EPS 为 0.19/0.23/0.27 元 (前值 0.31/0.38/0.43 元), 对应 PE 为 17.53/14.20/12.11 倍, PB 为 1.15/1.07/0.98 倍。可比公司 PB (2019E) 均值为 1.03, 考虑公司是疆内龙头钢企, 给予公司 2019 年 1.1~1.2 倍 PB 估值。2019 年预测 BPS 为 2.82 元, 对应目标价 3.10~3.38 元, 下调至“中性”评级。

风险提示: 国内外宏观经济形势及政策调整; 疆内外需求不及预期等。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	16,757	20,105	22,203	22,881	24,045
+/-%	69.44	19.98	10.44	3.05	5.08
归属母公司净利润 (百万元)	1,168	700.52	284.24	350.76	411.29
+/-%	3,048	(40.02)	(59.42)	23.41	17.26
EPS (元, 最新摊薄)	0.76	0.46	0.19	0.23	0.27
PE (倍)	4.27	7.11	17.53	14.20	12.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 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)	3.03-5.49
总市值 (百万元)	4,982
总资产 (百万元)	19,142
每股净资产 (元)	2.79

资料来源: 公司公告

## 估值：下调至“中性”评级

图表1：公司产品价格前期假设（2019.8.22）

产品（元/吨）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
建材	3,076	2,958	3,106	3,098	3,089
板材	2,752	3,457	3,325	3,457	3,473
平均价	2,897	3,238	3,229	3,300	3,305

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司产品价格最新假设（2019.10.25）

产品（元/吨）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
建材	3,076	2,958	3,098	3,058	3,054
板材	2,752	3,457	3,324	3,357	3,387
平均价	2,897	3,238	3,227	3,229	3,244

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；因钢价持续下行，因此下调钢价假设

图表3：公司产品销量前期假设（2019.8.22）

产品（万吨）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
建材	221	225	263	276	284
板材	271	288	339	355	366
总计	491	513	601	631	650

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：公司产品销量最新假设（2019.10.25）

产品（万吨）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
建材	221	225	247	254	267
板材	271	288	330	340	357
总计	491	513	577	594	624

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；因三季度产销同比下行，因此下调全年产能利用率假设

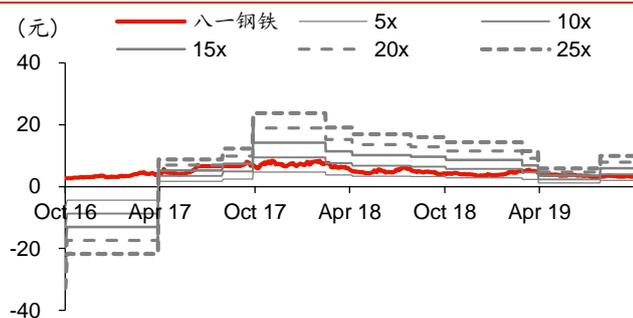
图表5：可比钢铁上市公司 PB（2019E）

证券代码	证券简称	PB（2019E）
000717.SZ	韶钢松山	1.09
002110.SZ	三钢闽光	0.90
601003.SH	柳钢股份	1.10
	可比公司均值	1.03

资料来源：Wind，华泰证券研究所，2019年10月25日收盘价计

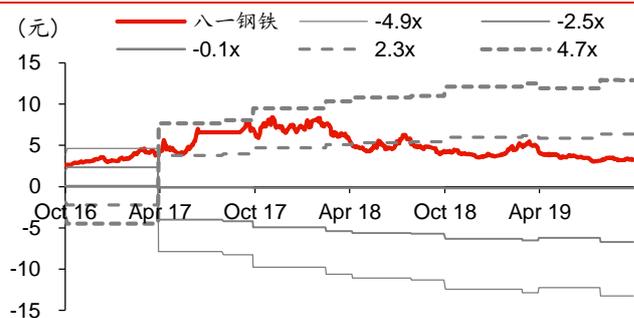
## PE/PB – Bands

图表6：八一钢铁历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：八一钢铁历史 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,525	4,850	4,680	4,966	5,365
现金	772.03	746.34	683.15	732.63	746.40
应收账款	38.26	51.29	54.65	57.00	59.66
其他应收账款	9.73	9.23	49.77	46.52	39.10
预付账款	3.92	560.85	414.65	497.63	498.30
存货	2,321	2,918	2,852	2,999	3,362
其他流动资产	379.92	564.81	625.10	633.29	659.63
非流动资产	15,076	14,472	13,943	13,345	12,749
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	14,576	13,975	13,462	12,882	12,296
无形资产	16.95	16.17	16.37	15.39	14.80
其他非流动资产	482.89	480.55	465.28	447.64	437.84
资产总计	18,601	19,322	18,623	18,311	18,114
流动负债	14,809	15,271	14,288	13,623	13,016
短期借款	5,431	5,531	3,580	2,680	1,579
应付账款	7,442	2,344	2,589	2,668	2,803
其他流动负债	1,936	7,396	8,120	8,276	8,633
非流动负债	451.60	8.86	7.96	10.14	8.76
长期借款	440.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	11.60	8.86	7.96	10.14	8.76
负债合计	15,261	15,280	14,296	13,633	13,025
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	766.45	1,533	1,533	1,533	1,533
资本公积	4,087	3,320	3,320	3,320	3,320
留存公积	(1,515)	(816.16)	(526.27)	(175.51)	235.78
归属母公司股东权益	3,341	4,043	4,327	4,678	5,089
负债和股东权益	18,601	19,322	18,623	18,311	18,114

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,584	972.09	2,290	1,264	1,367
净利润	1,168	700.52	284.24	350.76	411.29
折旧摊销	359.59	823.17	698.44	705.44	710.78
财务费用	316.34	409.30	249.91	167.36	108.72
投资损失	0.18	0.48	(0.09)	(0.11)	(0.13)
营运资金变动	683.29	(941.53)	1,116	31.84	136.00
其他经营现金	56.20	(19.84)	(58.47)	9.04	0.03
投资活动现金	(1,790)	(311.86)	(108.13)	(107.96)	(107.99)
资本支出	31.42	311.87	100.00	100.00	100.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(1,759)	0.00	(8.13)	(7.96)	(7.99)
筹资活动现金	(324.28)	(625.92)	(2,245)	(1,107)	(1,245)
短期借款	(40.00)	100.00	(1,951)	(899.95)	(1,101)
长期借款	440.00	(440.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	766.45	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(21.89)	(766.45)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(702.38)	(285.92)	(293.97)	(206.95)	(144.36)
现金净增加额	469.16	34.31	(63.19)	49.48	13.77

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	16,757	20,105	22,203	22,881	24,045
营业成本	14,402	17,536	20,250	20,903	22,005
营业税金及附加	77.92	112.89	92.72	107.67	113.01
营业费用	537.51	1,010	1,070	1,083	1,127
管理费用	112.28	132.42	177.32	180.13	180.47
财务费用	316.34	409.30	249.91	167.36	108.72
资产减值损失	158.15	36.03	32.42	29.18	26.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.18)	(0.48)	0.09	0.11	0.13
营业利润	1,104	847.94	341.64	419.07	490.56
营业外收入	3.17	1.86	2.30	2.15	2.20
营业外支出	20.61	6.59	9.54	8.56	8.89
利润总额	1,087	843.21	334.39	412.66	483.87
所得税	(81.26)	142.69	50.16	61.90	72.58
净利润	1,168	700.52	284.24	350.76	411.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,168	700.52	284.24	350.76	411.29
EBITDA	1,780	2,080	1,290	1,292	1,310
EPS (元, 基本)	1.52	0.46	0.19	0.23	0.27

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	69.44	19.98	10.44	3.05	5.08
营业利润	249.43	(23.20)	(59.71)	22.66	17.06
归属母公司净利润	3,048	(40.02)	(59.42)	23.41	17.26
获利能力 (%)					
毛利率	14.05	12.78	8.80	8.65	8.48
净利率	6.97	3.48	1.28	1.53	1.71
ROE	34.96	17.33	6.57	7.50	8.08
ROIC	17.55	11.43	6.66	7.21	8.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.04	79.08	76.77	74.45	71.91
净负债比率 (%)	41.42	39.08	27.81	22.27	14.59
流动比率	0.24	0.32	0.33	0.36	0.41
速动比率	0.08	0.12	0.13	0.14	0.15
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.06	1.17	1.24	1.32
应收账款周转率	680.01	414.06	387.48	378.51	380.80
应付账款周转率	3.44	3.58	8.21	7.95	8.04
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.46	0.19	0.23	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	0.63	1.49	0.82	0.89
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.64	2.82	3.05	3.32
估值比率					
PE (倍)	4.27	7.11	17.53	14.20	12.11
PB (倍)	1.49	1.23	1.15	1.07	0.98
EV_EBITDA (倍)	5.73	4.90	7.90	7.89	7.78

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 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

### 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