

普钢、不锈钢

初学良

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

6-12 个月目标价: 6.00-6.50 元

当前股价: 5.48 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2248.09
总股本(百万)	5696
流通股本(百万)	2289
流通市值(亿)	125
EPS (09E)	0.39
每股净资产(元)	3.84
净资产收益率	11.73%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
太钢不锈	37.00	49.73	-31.50
上证综指	18.32	20.93	-8.51



相关报告

钢铁行业 2009 年投资策略-短期看防御能力, 长期看增长潜力 12/17/2008
钢铁 1 月月报-看好重拾成本优势、资质良好的大中盘钢铁股 02/04/2008

太钢不锈

000825

推荐

短期经营压力依然存在, 长期业绩增长需催化剂

2 月 12 日, 我们调研了太钢不锈, 与公司证代进行了交流并实地参观了公司的冷轧不锈钢生产线和碳钢生产线。我们认为公司短期内经营压力依然存在, 长期的业绩增长尚需等待催化剂。

投资要点:

- 公司 08 年业绩同比下滑 72%, 基本每股收益 0.22, 净利润约为 12.53 亿元。公司 08 年前三季度净利润 25.66 亿元, 表明第四季度亏损 13.13 亿元。其中减值准备计提约 10 亿元 (08 年 3 季度存货 184 亿元, 对应三季度存货计提比例约为 5.43%), 经营亏损约 2-3 亿元。计提比例不高, 为 09 年 1 季度业绩留下一定压力。
- 公司 09 年 1 月份经营情况较 08 年四季度有较大改善。1 月、2 月产品订单情况有一定改善, 不锈钢 1 月产量约为 15 万吨, 基本恢复到 08 年平均水平。但产能利用率不高, 在 60%-70% 左右。1 月份公司很难达到盈利, 主要原因是: 1) 不锈钢产品价格依然低迷; 2) 相对高价镍原料仍在消耗期; 3) 碳钢价格依然相对较低。
- 公司资源、技术优势明显。公司背靠集团大树, 原材料采购价格较低。未来随着集团铁矿和煤矿项目的开工建设投产, 公司长期的资源优势将无与伦比。公司不锈钢技术实力一流, 产品质量已经达到国际水平。公司长期业绩增长尚需等待催化剂: 不锈钢行业的改善; 国际经济形势的恢复。
- 维持对公司推荐的投资评级。我们认为公司短期内经营压力依然存在, 长期内业绩增长尚需等待催化剂。公司最大的问题并不在于自身, 主要在于不锈钢行业处于景气低谷, 产能相对过剩。我们预测 2008 年~2010 年公司 EPS 分别为 0.22、0.39、0.52, 6-12 月公司目标股价 6.00~6.50 元。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	81105	75692	80910	83902
同比(%)	100.49%	-6.67%	6.89%	3.70%
归属母公司净利润(百万元)	4249	1253	2221	2987
同比(%)	73.8%	-70.5%	77.3%	34.5%
毛利率(%)	12.8%	10.4%	10.2%	10.7%
ROE(%)	25.1%	6.0%	9.8%	12.0%
每股收益(元)	1.23	0.22	0.39	0.52
P/E	7.35	24.92	14.05	10.45
P/B	1.85	1.51	1.38	1.25
EV/EBITDA	6	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

公司业务情况：09 年业绩存压力

1. 08 年业绩情况：公司发布 08 年业绩预告，08 年净利润同比下滑 72%，基本每股收益 0.22，对应净利润 12.53 亿元。公司 08 年前三季度净利润 25.66 亿元，第四季度亏损 13.13 亿元。其中减值准备计提约 10 亿元（08 年 3 季度存货 184 亿元，主要是产成品），经营亏损约 2-3 亿元。

我们认为：公司计提比例不是很充分，为 09 年 1 季度业绩留下一定压力。

2. 09 年 1 月份业绩情况：公司 09 年 1 月份，各方面都有一定好转。不锈钢 1 月产量恢复到 15 万吨水平（目前产能利用率 60%-70%，08 年 4 季度最差月产量不足 10 万吨），1 月、2 月的订货合同也明显改善。但 1 月公司很难达到盈利，不锈钢和碳钢盈利都比较困难，主要原因：1）不锈钢价格依然低迷 2）相对高价镍原料仍在消耗期 3）碳钢价格相对低位。

我们认为：公司 1 月份达到盈利较难，不锈钢市场依然不景气，碳钢价格反弹空间有限，下游需求尚未出现实质性好转。

公司原材料采购：资源优势明显且将逐步优化

1. 铁矿石：公司铁矿石采购分两块：50%-60%集团采购，40%-50%进口长协矿。公司与太钢集团铁矿石的定价机制是：价格优惠高于前半年度进口海关均价的 15%，到 2010 年 12 月 31 日终止。这种定价方式在铁矿石价格上涨时期，优势明显。但按照 08 年下半年我国海关进口均价 140 美元/吨、价格优惠 15%计算，公司铁矿石采购价格为 119 美元/吨，略高于市场价。公司认为，集团提供给公司的铁矿石价格优惠不低于 15%，不会比市场价格高。

公司参股（总投资 88 亿，参股比例不低于 35%）的吕梁袁家村铁矿正在建设初期，目前尚未提供产量，预计建设周期 2-3 年，2010 底可能会投产，未来这部分铁矿会主要提供给股份公司。

2. 焦煤：公司焦煤主要来自山西焦煤集团，采购价格相对一般企业低。公司运输费用较低，目前焦煤采购价格为 1200 元/吨左右。

集团山西吕梁地区的临县煤矿，规划年产原煤 600 万吨，能够基本满足公司生产需要。目前尚未开工建设，建设周期 1-2 年。

3. 镍：公司镍原料 40%-50% 从金川镍矿采购，使用周期约为 2 个月。由于集团和金川集团的持股关系，采购价格为国内最低。剩余部分从国外采购，以长协价格为主。

4. 自备电厂：公司目前自备电厂发电比例不足 20%，随着公司收购集团电厂项目的建成投产，公司为来自有发电比例将提升到 90%。主要是两台 30MW 联合发电机组，年设计发电量 37 亿千瓦时，占 08 年公司需电量比例的 $37/50=74\%$ 。

总结：我们认为公司背靠集团大树，资源方面的优势明显。而且随着铁矿、煤矿的逐步开工建设投产，2010 年以后公司的成本优势将更加明显。在钢铁企业中，其资源优势是一流的。

公司产品和生产技术情况

1. **公司不锈钢产品世界一流：**生产装备强、大型化水平高、工艺控制力高、成材率高。
2. **高牌号冷轧硅钢：**公司 08 年高牌号冷轧硅钢产量同比增长 46% ，达到 7 万吨左右。
3. **公司能够灵活调整不锈钢系列产品：**公司 300 系和 400 系产品可以根据原材料价格动态，灵活调整。

总结：我们认为公司产品和技术实力一流，特别是不锈钢产品的优势。与国外一流不锈钢企业相比，公司产品等方面仍然具有优势。公司出口比例 20%。，不锈钢行业变化和国际经济形势决定企业业绩。

盈利预测和投资建议

■ 盈利预测和投资建议：公司技术实力、产品实力等综合实力国内一流，但不锈钢行业处于景气低谷，不锈钢产能已经过剩，未来竞争激烈程度加大。公司未来业绩催化剂取决于不锈钢行业的改善和国际经济形势的恢复。鉴于公司资源、技术等方面的优势，我们给予公司推荐的投资评级，2008 年-2010 年每股收益 0.22、0.39、0.52，6~12 月公司目标股价 6.00~6.50 元。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	28204	34088	38281	43911
现金	3970	3500	5536	14825
应收账款	2087	3709	3666	3730
其它应收款	219	225	240	249
预付账款	3642	5426	6177	5622
存货	17513	20244	21691	18646
其他	772	984	971	839
非流动资产	29457	31299	30901	29765
长期投资	405	500	450	500
固定资产	25287	28707	29287	28519
无形资产	156	156	156	156
其他	3609	1935	1008	589
资产总计	57661	65386	69182	73676
流动负债	28161	31088	32196	32316
短期借款	11335	12004	11500	12000
应付账款	8638	10173	10900	10494
其他	8188	8911	9796	9822
非流动负债	11844	12784	13584	15584
长期借款	11784	12784	13584	15584
其他	60	0	0	0
负债合计	40005	43872	45780	47900
少数股东权益	750	778	821	875
股本	3459	5696	5696	5696
资本公积	4958	6334	6334	6334
留存收益	8490	8705	10550	12871
归属母公司股东权益	16907	20736	22581	24902
负债和股东权益	57661	65386	69182	73676

现金流量表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	2674	1968	6931	11760
净利润	4371	1281	2264	3041
折旧摊销	2714	3155	3758	4186
财务费用	1155	1558	1325	1265
投资损失	10	50	20	-10
营运资金变动	-5326	-4099	-513	3304
其它	-250	22	78	-26
投资活动现金流	-8948	-5045	-3470	-3040
资本支出	8396	4900	3500	3000
长期投资	-705	95	-50	50
其他	-1257	-50	-20	10
筹资活动现金流	7563	2607	-1425	568
短期借款	7405	669	-504	500
长期借款	2544	1000	800	2000
普通股增加	798	2238	0	0
资本公积增加	-897	1376	0	0
其他	-2288	-2675	-1721	-1932
现金净增加额	1272	-470	2036	9289

利润表

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	81105	75692	80910	83902
营业成本	70754	67820	72665	74958
营业税金及附加	285	265	283	294
营业费用	1251	1135	1254	1300
管理费用	2316	2346	2589	2517
财务费用	1155	1558	1325	1265
资产减值损失	44	1000	100	20
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	-10	-50	-20	10
营业利润	5289	1518	2673	3557
营业外收入	63	60	40	60
营业外支出	51	70	50	40
利润总额	5301	1508	2663	3577
所得税	930	226	399	537
净利润	4371	1281	2264	3041
少数股东损益	122	29	43	54
归属母公司净利	4249	1253	2221	2987
EBITDA	9158	6230	7756	9009
EPS (元)	1.23	0.22	0.39	0.52

主要财务比

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	100.5%	-6.7%	6.9%	3.7%
营业利润	55.3%	-71.3%	76.2%	33.1%
归属于母公司净	73.8%	-70.5%	77.3%	34.5%
获利能力				
毛利率	12.8%	10.4%	10.2%	10.7%
净利率	5.2%	1.7%	2.7%	3.6%
ROE	25.1%	6.0%	9.8%	12.0%
ROIC	14.6%	6.2%	8.0%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	69.4%	67.1%	66.2%	65.0%
净负债比率	57.79%	56.50%	54.79%	57.59%
流动比率	1.00	1.10	1.19	1.36
速动比率	0.38	0.44	0.51	0.78
营运能力				
总资产周转率	1.65	1.23	1.20	1.17
应收账款周转	40	26	22	22
应付账款周转	10.49	7.21	6.90	7.01
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.75	0.22	0.39	0.52
每股经营现金流 (最	0.47	0.35	1.22	2.06
每股净资产 (最新摊	2.97	3.64	3.96	4.37
估值比率				
P/E	7.35	24.92	14.05	10.45
P/B	1.85	1.51	1.38	1.25
EV/EBITDA	6	8	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、新兴铸管、太钢不锈、济南钢铁

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434