

太钢不锈(000825)调研简报

不锈钢业务拖累业绩

中性

首次评级

原材料/不锈钢

2009年3月27日

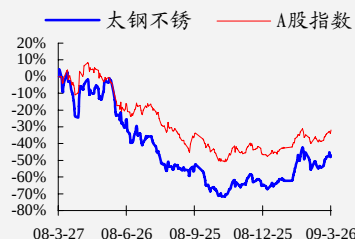
投资要点:

- 公司已基本完成整体上市，是全球最大的不锈钢生产企业，不锈钢产能达到300万吨。
- 公司所用铁矿石60%由集团提供，其余以长协价从国外进口。目前铁矿石库存保持在1个月左右。集团已经拥有山西吕梁地区袁家村铁矿的探矿权，其储量约12亿吨，规划建成年产铁矿石2200万吨，铁精矿750万吨的大型现代化铁矿。建成后，公司的铁矿石将完全自给。其中，公司参股比例不低于35%。
- 公司08年净利润同比将下降70%左右，仅在四季度因为资产减值损失和经营性亏损就高达13亿元左右。
- 目前，碳钢的产能利用率为100%，不锈钢的产能利用率为70%；往年不锈钢的直接出口比例在20%左右，通过经销商或下游加工成产品的出口比例约在30%左右，不锈钢的对外依存度在50%左右。今年直接出口仅为几千吨，间接出口也不甚理想。不锈钢业务将拖累公司业绩。不锈钢业绩好转依赖于全球经济的复苏。
- 我们预计太钢不锈08-10年的每股收益为0.22、0.11、0.20元；PB为1.52倍。公司业绩的好转依赖于全球经济的复苏，而全球经济的复苏可能需要较长的时间，具有相当的不确定性，不排除在此之前公司不锈钢业务继续亏损。因此，我们首次给予公司“中性”的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007	8110475	100.00	425621	73.62	1.23			
2008E	6980000	-13.94	124409	-70.78	0.22			
2009E	5786000	-17.11	62179	-50.03	0.11			
2010E	7270000	25.64	114401	83.98	0.20			

走势图



市场数据

2009-3-26

收盘价:	5.84 元
52 周最高价:	11.63 元
52 周最低价:	3.03 元
平均持仓成本:	6.46 元

基本数据

2008Q3

总股本(万股):	569,625
流通A股(万股):	569,625
每股收益(元):	0.45
每股净资产(元):	3.84
每股经营现金流(元):	0.32
市净率:	1.52

分析师: 张能进

TEL: (8621)6336 7000-276

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhangnj@nesc.cn

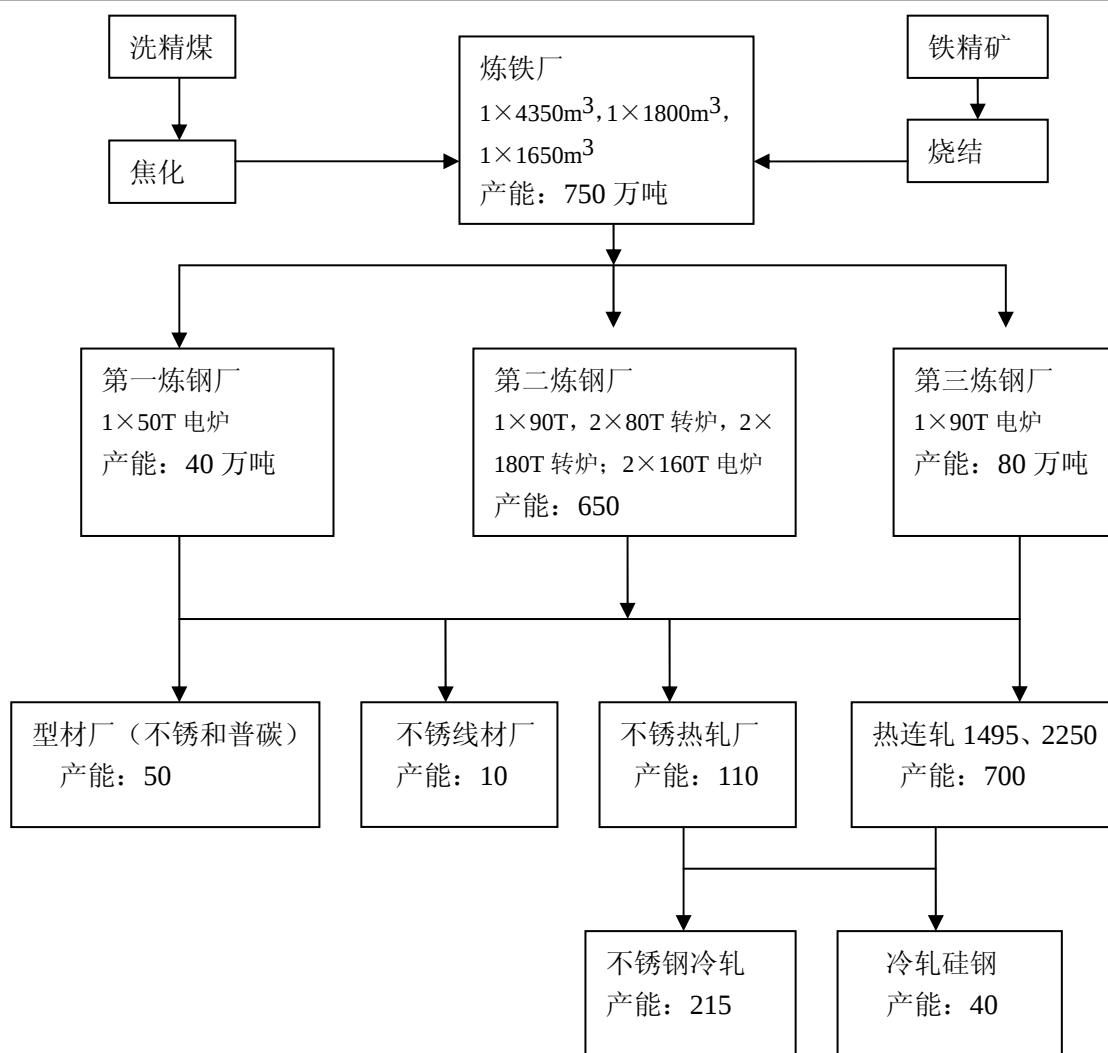
地址: 上海市延安东路45号20F

(邮编 200002)

一、公司简介

太钢不锈于 2001 年上市，上市时仅拥有从事不锈钢生产、经营业务的三钢厂、五轧厂、七轧厂、金属制品厂等经营性资产。2006 年收购集团下属的炼铁厂、焦化厂、第一炼钢厂、第二炼钢厂、型材厂、三轧厂、六轧厂、热连轧厂、供水厂、电力厂、发电厂、煤气厂、加工厂、运输部、技术中心、自动化公司、原材料处、设备处、销售处的资产及与之相关的在建工程和集团持有的 13 家公司股权。2008 年通过公开增发收购集团的 150 万吨不锈钢工程项目，至此，公司的主要钢铁资产已基本整体上市（仅有集团控股的临钢 110 万吨中板项目仍未上市，在适当时候会注入到上市公司），公司一跃成为全球最大的不锈钢生产企业，不锈钢产能达到 300 万吨。

图 1：公司本部主要设备及产品流程图



数据来源：公司资料，东北证券金融与产业研究所

二、原燃料分析

1. 铁矿石

公司所需铁矿石的 60% 由集团供应，并与集团签订了《主要原、辅料供应协议》，集团承诺向本公司出售铁精矿、球团矿的交易价格，不高于前半年度中国进口同品种、同品质的到岸海关平均报价加上从青岛港到本公司的铁路运输。并在上述定价原则最高数额上给予价格优惠，优惠的金额不少于前半年度中国进口的同品种、同品质到岸的海关平均报价的 15%。虽然按照目前定价原则，价格仍然高于现货价，但公司表示集团供应的铁矿石实际价格不会高于现货价格。预计一季度末高价铁矿石将消耗完毕，目前铁矿石库存保持在 1 个月左右。

公司所需其他铁矿石主要以进口协议价的方式采购，并与必和必拓、哈默斯利、巴西淡水河谷和南非的库伯等公司建立了长期战略合作，可保证铁矿石进口部分的供应。

集团提供的铁矿石主要来自于峨口铁矿和尖山矿，经过多年改造，均拥有较为先进的采选设备及技术，铁精矿品位较进口铁精矿平均品位高 4.5 个百分点，达到 69.5%。目前，集团已经拥有山西吕梁地区袁家村铁矿的探矿权，其储量约 12 亿吨，规划建成年产铁矿石 2200 万吨，铁精矿 750 万吨的大型现代化铁矿。建成后，公司的铁矿石将完全自给。其中，公司参股比例不低于 35%。

2. 焦煤

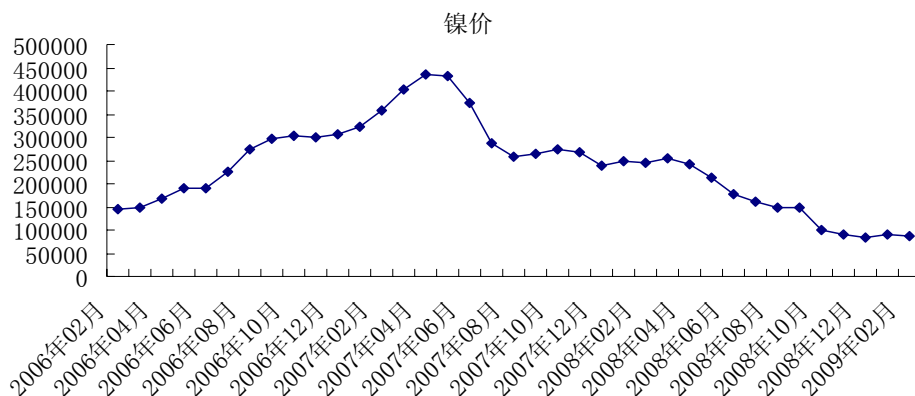
山西地区煤炭资源及其丰富。公司与山西焦煤集团有限公司及其他几家公司建立了战略合作伙伴关系，保证了公司的炼焦和动力用煤供应稳定。同时，集团目前已经拥有山西吕梁地区 94.52 平方公里的临县煤矿的探矿权，未来规划建成年产原煤 600 万吨的现代化煤矿。到时，公司的煤炭将完全自给，成本优势非常明显。

3. 镍、铬合金

目前，集团已与国内最大的镍生产企业金川集团有限公司进行战略合作；在此基础上集团还加强与国际最大的镍资源生产供应商加拿大 Inco 公司、古巴镍业的联系，以进一步保障镍的供应；国内国际购买比例基本上是各占 50%。从购买原料到出产品大约需要 1.5 个月至 3 个月。

LME 的镍价从最高点的 5 万美元，跌到目前的 9700 美元，跌幅高达 80%。国内镍价也从最高点的 43.4 万元跌到目前的 8.8 万元，跌幅为 80%。我们预计镍价将进一步下跌的空间有限。但也不排除经济进一步恶化带动价格下跌，如果这样，将对已经不景气的不锈钢业务造成负面影响。

图 2：镍价走势



数据来源：WIND, 东北证券金融与产业研究所

铬铁目前主要从国内生产厂家晋中万邦工贸有限公司、山西恒山实业有限公司和中国矿产贸易有限责任公司等采购，同时，太钢积极寻求与哈萨克斯坦、南非、津巴布韦等世界上最大的铬铁供应商进行战略合作，以获取更多的铬铁资源。

三、业绩展望

公司的主营业务收入主要来自于不锈钢、普碳板和普通钢坯。08 年上半年各自占坯材主营业务收入分别为 48.47%、43.52%和 8.01%；各自毛利润占总毛利润比例分别为 26.50%、68.98%和 4.52%。不锈钢占据收入的半壁江山，但毛利润仅占四分之一，主要由于占成本 70%左右的镍价始终处于高位。普碳板仍然是最主要的利润来源，包括普通热轧板和冷轧硅钢。

图 3：分品种占主营业务收入比例

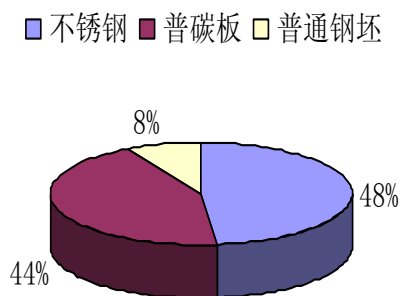
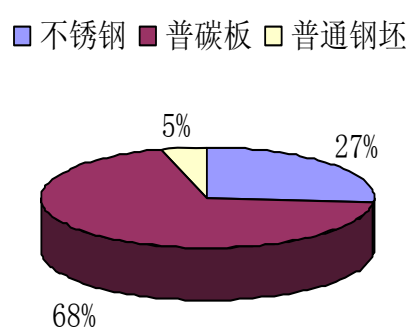


图 4：分品种占毛利润比例



数据来源：公司半年报，东北证券金融与产业研究所

08 年下半年钢价直线跳水，使得全行业在四季度出现大幅亏损，主要钢铁类上市公司纷纷发布业绩快报，08 年业绩同比大幅下降 50%以上。公司预计 08 年全年实现净利润约 12 亿元，同比下降 73%；实现每股收益 0.22 元。据此计算，公司

四季度资产减值损失和经营性亏损高达 13 亿元。

公司目前普碳钢产能利用率 100%，不锈钢的产能利用率约为 70%，普碳钢中除了火车车轴用钢和冷轧硅钢外，其他品种盈利不佳。公司每年约 20%的不锈钢用于出口，而通过经销商和下游加工出口的不锈钢也占到 30%左右，不锈钢总体对外依存度在 50%左右，全球经济的不景气，对公司的影响较大。公司一季度不锈钢出口量仅有几千吨，同比大幅下降。 不锈钢一季度仍将亏损，何时好转主要依赖于全球经济的复苏。

四、估值及投资建议

我们预计太钢不锈 08-10 年的每股收益为 0.22、0.11、0.20 元；PB 为 1.52 倍。公司业绩的好转依赖于全球经济的复苏，而全球经济的复苏可能需要较长的时间，具有相当的不确定性，不排除在此之前公司不锈钢业务继续亏损。因此，我们首次给予公司“中性”的评级。

表 1：太钢不锈利润表预测

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入（万元）	8110475	6980000	5786000	7270000
减：主营业务成本	7075417	6227500	5270000	6575000
营业税金及附加	28529	25826	21408	26899
主营业务利润	1006529	726674	494592	668101
加：其他业务利润	0	0	0	0
营业费用	125075	104700	86790	109050
管理费用	231616	244300	202510	254450
财务费用	115491	139600	115720	145400
资产减值损失	4439	100000	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-991	0	0	0
营业利润	528917	138074	89572	159201
营业外收入	6254	0	0	0
减：营业外支出	5104	0	0	0
利润总额	530067	138074	89572	159201
减：所得税	92957	9665	22393	39800
少数股东损益	11489	4000	5000	5000
净利润	425621	124409	62179	114401
EPS	1.23	0.22	0.11	0.20

数据来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209