

太钢不锈钢调研简报

钢铁

关注不锈钢的需求恢复

公司 09 年不锈钢产量有望创新高

太钢不锈钢是全球不锈钢产能最大的钢铁企业，目前不锈钢的产能达 300 万吨。2008 年公司共生产不锈钢 169 万吨，其中冷轧板卷约 110 万吨，不锈钢热轧产品约 49 万吨（其中不锈钢中板约 20 万吨），不锈钢线材 7 万吨，型材产品约 3 万吨。

2009 年上半年共生产不锈钢约 110 万吨，6 月份不锈钢产量达 22 万吨，按照目前的生产情况，今年不锈钢产量应该能达到年初制定的计划 220 万吨，甚至能超过 220 万吨的计划量，创历史最高水平。

目前下游需求旺盛，公司订单饱满

目前公司订单十分的饱满，各生产线也基本处于满产的情况，我们在公司新建的 2250 热轧生产线参观的时候看到公司的一个生产量完成情况表，2250 热轧线每月产能为 36 万吨，4 月份产量是 35.3 万吨，5 月份产量是 36.5 万吨，可以看出从 4 月份以来新热轧线基本就满负荷生产。

从调研的情况来看，公司感觉下游各行业对不锈钢的需求在逐渐恢复，由于公司的销售模式以贸易商为主，下游客户多为民用，所以公司难以统计下游需求最快的行业，但是从工业用不锈钢方面看，家电行业从 4 月份开始需求好转，一直到现在需求也都比较大。我们分析，目前家电业、建筑装潢业、医疗、化工环保等不锈钢消费占比较大的行业需求均比较旺盛，也构成了目前整个行业内需的主要支撑。

出口情况不容乐观，主要靠内需支撑

公司出口产品主要是不锈钢，正常出口比例大概在 20% 左右。08 年公司不锈钢产量 169 万吨，出口 30.66 万吨，约占公司产量的 18%，占全国出口量的 40%。09 年由于国外需求大幅下滑，出口急剧萎缩，1 季度每月的不锈钢产品出口量仅有数千吨，目前恢复到 1 万多吨/月，相比去年大幅下滑。而公司今年的不锈钢产量创新高的支撑还是来自旺盛的国内需求。

自有矿山比例高，期待矿山资产注入

按照公司目前 800 万吨铁产量计算，公司年铁矿石需求量约 1280 万吨，其中集团公司约能供应 550 万吨左右的铁矿石，其他的主要靠进口解决，国内现货矿很少。进口矿绝大部分是协议矿，其中澳大利亚占比 60% 以上，海运费基本都是市场价。

公司新建的吕梁铁矿 2011 年投产，股份公司权益占比将不低于 35%，吕梁铁矿年计划产铁精矿 750 万吨，全部供股份公司使用，投产后，公司将大大降低对进口矿的依赖程度。

➤

太钢不锈钢（000825）

维持

中性

王喆

wangzhebj@csc.com.cn
010-85130210

张芳

zhangfang@csc.com.cn
010-85130961

当前股价：9.89 元
目标价格 6 个月：9.30 元
调研日期：2009 年 07 月 10 日
分析日期：2009 年 07 月 24 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
25.7/10.8	42.6/16.8	34.2/16.4
12 月最高/最低价 (元)		10.79/3.03
总股本 (万股)		569,625
流通 A 股 (万股)		228,889
总市值 (亿元)		530
流通市值 (亿元)		213
近 3 月日均成交量 (万)		6,393
主要股东		
太原钢铁(集团)有限公司		64.24%

股价表现



根据调研了解，集团公司供股份公司的铁矿石的结算价格为不高于海关前半年度的进口均价 85%，如果此价格高于目前现货市场价，按现货价进行结算，所以集团自产矿给股份公司的价格还是比较优惠，但是此成本优势并不明显，所以我们认为只有集团矿山资产进行注入，公司才能实际的拥有到自产矿成本的优势，只是目前集团矿山资产的注入尚无时间表。

焦煤焦炭方面，公司目前自炼焦炭基本能够实现自给，所使用的焦煤均从山西省内采购，主要上游供应商为山焦等大的煤炭集团，由于焦煤和煤炭的采购不用出省，不仅运费低，而且规避山西煤炭的出省收费，再加上采购价格上能比市场价有点优惠，所以公司在焦煤和煤炭成本上有一定的优势。

镍原料方面，公司一年大概用 8-9 万吨的镍。目前公司内有 10 天左右镍库存量，另外在途运输的镍约有 2 个月的用量。公司使用的镍原料国内采购和进口量大致持平，各占 50%左右，进口镍的价格在签订合同时按当时 LME 期货价谈，订货一般提前 2-3 个月。

未来几年公司无扩产计划，重点在产品结构升级

公司目前拥有高炉 3 座，炼铁产能约 700 万吨；炼钢方面，转炉 5 座，电炉 4 座，总炼钢产能约 800 万吨；钢材方面，不锈钢材仍是公司的主要产品，目前总产能约 300 万吨，公司主要的钢材产品生产线有：

- 热轧生产线两条，热轧产品产能约 700 万吨，其中不锈钢热轧产能 300 万吨；
- 不锈钢冷轧生产线两条，不锈钢冷轧板产能 194 万吨，另外还有 20 万吨热轧酸洗不锈钢板卷生产能力；
- 无取向硅钢产能约 40 万吨/年；
- 热轧中板轧机一套，产能约 40 万吨/年，其中不锈钢生产能力约 10 万吨/年；
- 型材产品产能约 40 万吨/年。主要产品主要有火车车轴用钢、高压气瓶钢、船用球扁钢、模具扁钢、不锈钢方扁坯等；
- 不锈钢线材生产线一条，生产能力 10 万吨/年；
- 新临钢约有 200 万吨的钢材生产能力；

公司未来几年并没有新增铁钢材产能的计划，未来几年公司的工作重点将放在产品结构升级方面，我们认为目前公司不锈钢产品的产量和公司拥有的产能不匹配情况严重，受制于国外需求恢复的缓慢，国内不锈钢未来的需求也不是很稳定，而且目前不锈钢产品的产能过剩情况仍十分严重，所以公司未来在不锈钢薄板这块很难有暴利的情况出现，不锈钢行业的景气度恢复仍很漫长。

公司销售模式仍以贸易商为主

目前客户有直供客户和贸易商两种，目前仍以贸易商为主，大概占 70%的比例；公司对大的客户采取直供的销售模式，比例约 30%。由于我国目前不锈钢的消费结构仍以民用为主，工业用的量相对较少，所以采用贸易商这种销售模式有订货批量大、公司好组织生产的优点，比较适合目前我国的基本情况，但是未来不锈钢产品消费的发展主力将慢慢向工业用转移。

公司和天津钢管的合作

公司目前和天管的合作项目主要有三个：

- 天津太钢天管不锈钢有限公司。1 期公司和天管各占 50%股权，2 期以后太钢不锈股权比例提升到 55%，

主要产品是冷轧不锈钢板，设计能力 16 万吨/年，目前 1 期已经投产，产能 10 万吨/年，2 期正在建设。

- 不锈钢无缝钢管项目，公司占 65% 股权。该项目不锈钢无缝钢管设计产能 5 万吨/年。今年下半年已经投产。
- 天津天管太钢焊管有限公司，双方各 50% 股权。目前还没有时间表

维持对公司“中性”评级

从公司的二季度盈利情况来看，6 月份公司盈利的恢复情况较好，4 月份是公司亏损最严重的一个月，5 月份公司已经基本实现微利，6 月份的盈利基本能弥补掉 4 月份的亏损，所以整个 2 季度公司应该是一个略有盈利的情况，我们根据目前不锈钢和普碳钢的市场价格和成本估算，公司 6 月份的净利润大概在 1.5 亿元左右，预计 7 月份公司的盈利仍有进一步好转，约能达到 2 亿元的水平。公司的盈利能力恢复情况良好。

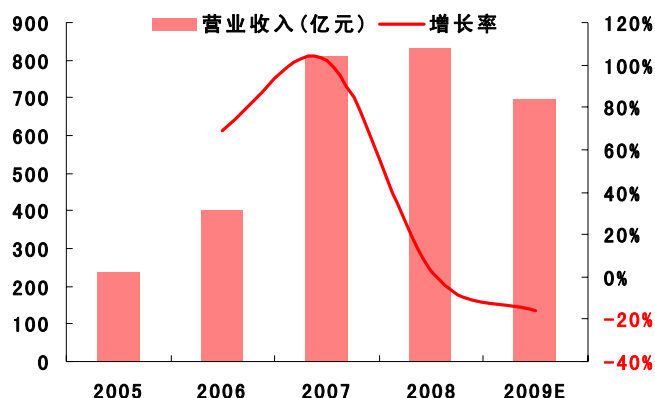
我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.03 元、0.31 元、0.39 元，虽然公司下游需求以及盈利水平恢复均较好，但是从公司目前的估值水平看略显较高，我们认为公司合理的估值水平为 2010 年 30 倍 PE，目标价位约 9.3 元，暂时维持对公司的“中性”评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	83,062.86	69,706.19	78,443.37	82,441.79
主营收入增长率	2.22%	-16.08%	12.53%	5.10%
净利润（百万）	1,220.61	172.69	1,773.26	2,230.13
净利润增长率	-70.99%	-86.01%	926.83%	25.76%
ROE	5.95%	0.88%	8.78%	10.48%
EPS（元）	0.23	0.03	0.31	0.39
P/E	43.19	326.22	31.77	25.26
P/B	2.74	2.88	2.79	2.65

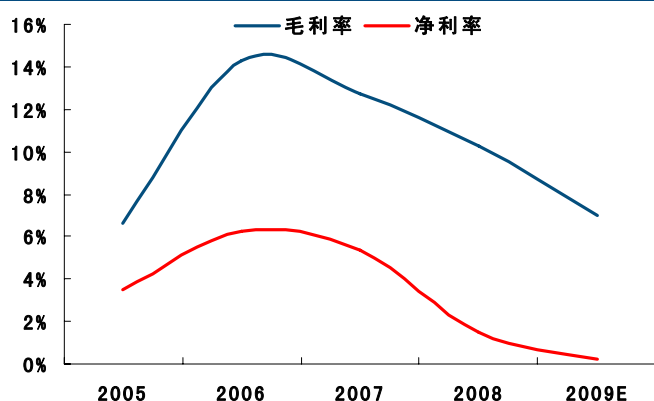
附图

图 1：公司近年来营业收入及增长



资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

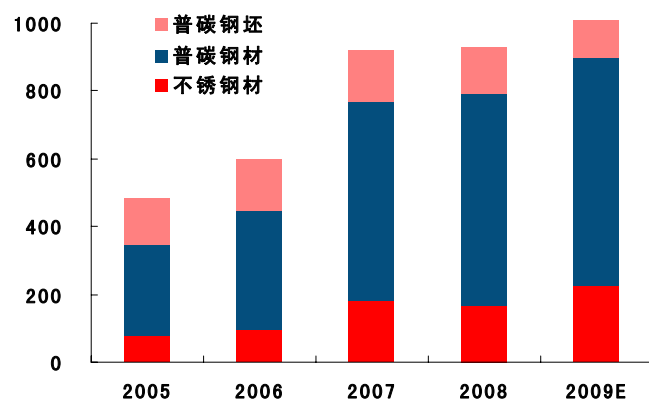
图 3：公司近年来综合毛利率和净利率



资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

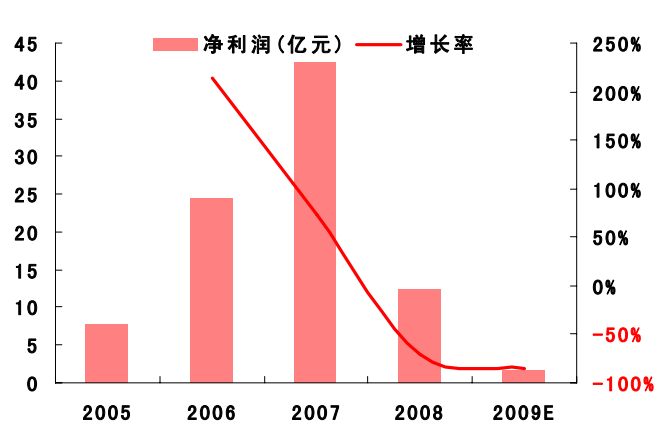
图 5：公司近年来主要钢材产品产量

单位：万吨



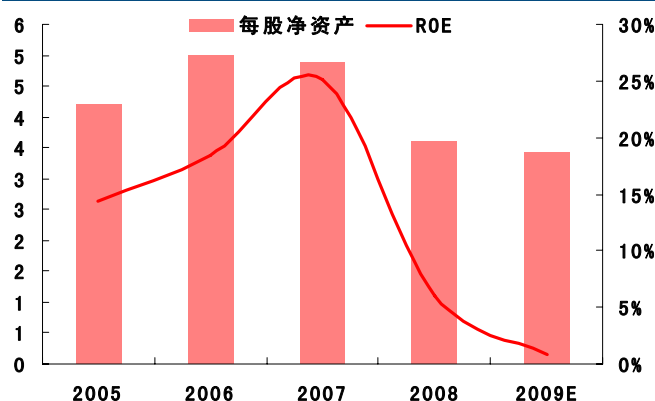
资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 2：公司近年来净利润及增长



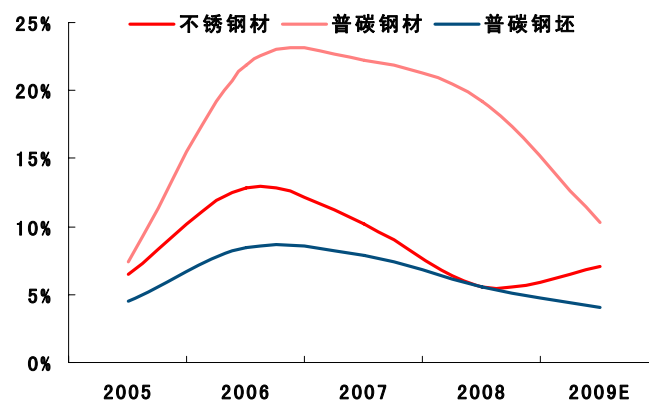
资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 4：公司近年来每股净资产和 ROE



资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 6：公司近年来主要产品毛利率



资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	81,258.47	83,062.86	69,706.19	-16.08%	78,443.37	12.53%	82,441.79	5.10%
营业成本	70,882.49	74,517.61	64,820.62	-13.01%	71,293.77	9.99%	74,542.46	4.56%
营业费用	1,255.34	1,299.32	1,045.59	-19.53%	1,176.65	12.53%	1,236.63	5.10%
管理费用	2,320.50	2,859.63	1,882.07	-34.18%	2,117.97	12.53%	2,225.93	5.10%
财务费用	1,155.35	1,727.64	1,463.13	-15.31%	1,518.50	3.78%	1,555.05	2.41%
投资收益	-9.91	-133.34	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	5,303.24	1,084.36	200.80	-81.48%	2,061.93	926.83%	2,593.18	25.76%
利润总额	5,315.22	1,110.11	200.80	-81.91%	2,061.93	926.83%	2,593.18	25.76%
所得税	933.55	-110.49	28.11	N/A	288.67	926.83%	363.05	25.76%
净利润	4,381.67	1,220.61	172.69	-85.85%	1,773.26	926.83%	2,230.13	25.76%
NOPLAT	5,324.22	3,091.88	1,430.99	-53.72%	3,079.17	115.18%	3,567.48	15.86%
资产负债表（百万元）								
货币资金	3,971.07	8,241.66	6,970.62	-15.42%	7,844.34	12.53%	8,244.18	5.10%
交易性金融资产	0.00	0.00	40.00	N/A	40.00	0.00%	40.00	0.00%
应收帐款	2,088.52	2,807.48	1,909.76	-31.98%	2,149.13	12.53%	2,258.68	5.10%
预付款项	3,646.53	3,290.86	3,939.07	19.70%	4,652.01	18.10%	5,397.43	16.02%
存货	17,617.24	13,385.33	10,655.44	-20.39%	11,719.52	9.99%	12,253.55	4.56%
流动资产合计	28,327.03	28,704.05	24,389.42	-15.03%	27,389.15	12.30%	29,228.15	6.71%
非流动资产	29,471.73	36,413.76	38,585.93	5.97%	40,164.05	4.09%	40,937.71	1.93%
资产总计	57,798.76	65,117.81	62,975.35	-3.29%	67,553.20	7.27%	70,165.86	3.87%
短期借款	11,335.13	14,511.52	13,887.42	-4.30%	14,485.93	4.31%	13,431.30	-7.28%
应付帐款	8,695.00	6,465.52	5,327.72	-17.60%	5,859.76	9.99%	6,126.78	4.56%
预收款项	2,729.08	1,945.15	2,642.21	35.84%	3,426.65	29.69%	4,251.06	24.06%
流动负债合计	28,270.78	28,455.05	27,313.99	-4.01%	29,548.19	8.18%	29,745.21	0.67%
非流动负债	11,843.82	15,377.75	15,342.91	-0.23%	17,052.55	11.14%	18,377.31	7.77%
少数股东权益	756.54	757.00	757.00	0.00%	757.00	0.00%	757.00	0.00%
母公司股东权益	16,927.62	20,528.00	19,561.45	-4.71%	20,195.45	3.24%	21,286.34	5.40%
净营运资本	56.25	249.00	-2,924.57	N/A	-2,159.04	N/A	-517.06	N/A
现金流量表（百万元）								
净利润	4,381.67	1,220.61	172.69	-85.85%	1,773.26	926.83%	2,230.13	25.76%
折旧摊销	0.00	3,258.72	2,529.02	-22.39%	2,921.88	15.53%	3,226.35	10.42%
净营运资金增加	-1,425.70	192.75	-3,173.57	N/A	765.53	N/A	1,641.99	114.49%
经营活动产生现金流	2,673.52	3,530.66	7,088.61	100.77%	5,723.32	-19.26%	6,824.01	19.23%
投资活动产生现金流	-8,947.12	-6,400.83	-4,723.22	N/A	-4,500.00	N/A	-4,000.00	N/A
融资活动产生现金流	7,562.64	7,211.06	-3,636.43	N/A	-349.61	N/A	-2,424.16	N/A
现金净增（减）	1,289.04	4,340.89	-1,271.04	N/A	873.72	N/A	399.84	-54.24%

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

王喆，钢铁行业分析师，中国人民大学数量经济学硕士，3 年钢铁行业从业经验。
张芳，有色金属行业高级分析师，从业 9 年。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010