

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

需求有所回暖，但短期盈利仍受考验

事件描述

近日，我们调研了太钢不锈，与公司管理层进行了较为深入的交流。

事件评论

第一，不锈钢需求短期恢复明显，订单提升

由于经济复苏的稳步推行，不锈钢市场也出现了一定的回暖。我们从公司方面了解到，短期订单回暖的情况比较明显。

在公司订单饱满的前提下，目前太钢开工状况良好，基本上是满负荷开工，一月份公司不锈钢产量为 24 万吨，二月份产量也在 20 万吨以上。

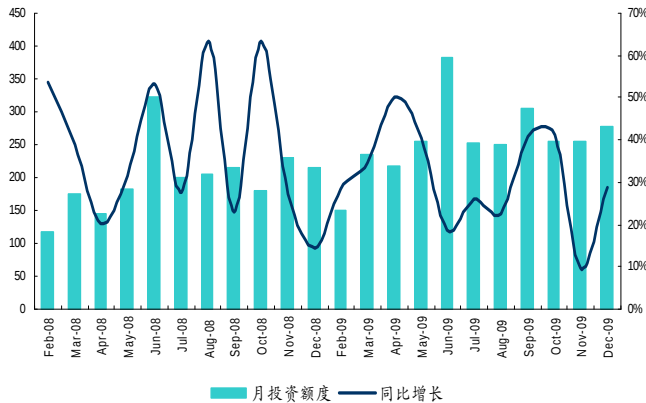
由于不锈钢的下游需求主要是来自建筑、工业机械以及金属制品等（三大行业对不锈钢的总需求达到 80%以上），这说明几大主要下游的需求环比均有所恢复。

图 1：房地产实际完成投资额近期有所回升，同比大幅提高



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 2：金属制品业固定资产投资同比有所增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：PMI 指数虽然有所回落，但仍位于 50 临界点以上

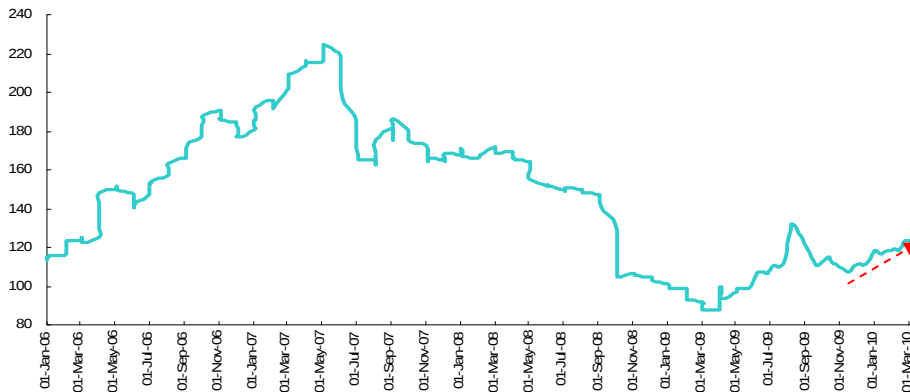


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，价格表现并不十分出众，盈利提升仍要接受考验

虽然不锈钢价格相对低点已经有了一定程度的恢复，不过产能过剩对价格压制仍是未来一段时间不锈钢价格反弹的重要阻力。据粗略估计，国内不锈钢产能接近 2000 万吨，按照这一数字估算，当前行业的开工率依然在 50% 以下。因此，太钢盈利的回暖更多是源于订单回暖导致的产量提升，而非价格直接贡献。

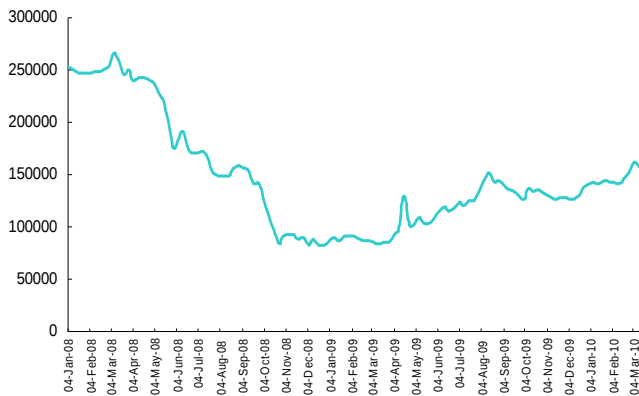
图 4：国内钢材市场不锈钢价格指数相对低点有了一定的恢复但并不明显



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

如果说下游的复苏虽然明显但依然脆弱，那么近期 LME 镍价出现明显上升看上去更多并非源于基本面因素。果真如此的话，那么镍价的上涨可能并不能持续。

图 5：国内镍的价格近期有所上涨



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：LME 镍的价格近期上涨明显

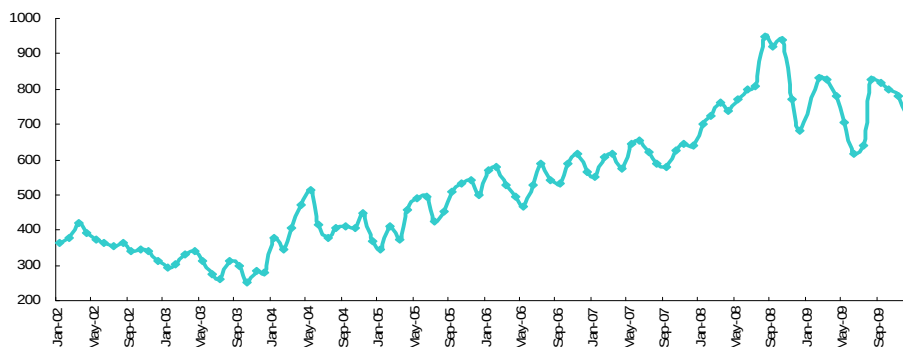


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第三，公司库存正常，社会库存可能在上升

库存是目前钢铁行业最为关注的问题，和其他国内重点大中型企业的情况类似，目前太钢厂内的库存也并不高，在正常范围之内。

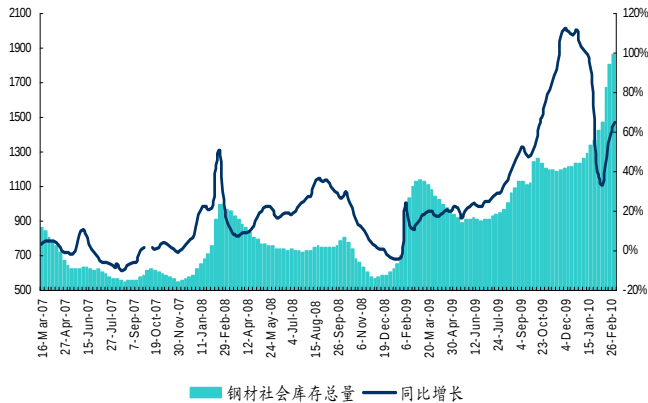
图 7：国内重点大中型企业钢材库存指标目前处于较为正常的水平



资料来源：Wind，长江证券研究部

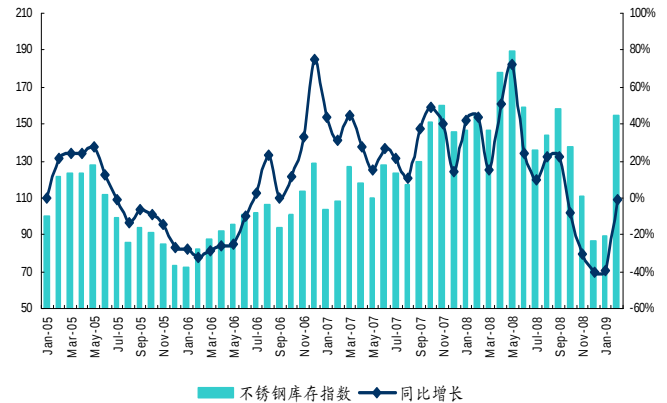
太钢的销售订单中三分之一是下游直供客户，三分之二是中间贸易商订单。据了解经销商库存在上升，但目前无法做最后核实。不过，从统计数据上看，2 月底不锈钢社会库存也在出现上升。当然，这比起普碳钢的情况要好不少。

图 8：国内钢材社会库存总量迅速提升，同比持续攀升



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 9：不锈钢社会库存总量近期也有所上涨



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第四，出口逐步好转

二月份公司出口约为 2 万吨，虽然距离历史最高水平的 5 万吨仍有一定距离，不过随着外需的逐步回暖，出口逐步恢复至正常的 3 万吨水平应该是有希望的。

图 10：国际 CRU 不锈钢价格指数近期也不断攀升



资料来源：CRU，长江证券研究部

图 11：美国世界大型企业联合会十大先行指数不断攀升



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 12：美国粗钢产能利用率持续上涨



资料来源：Bloomberg，Wind，CEIC，长江证券研究部

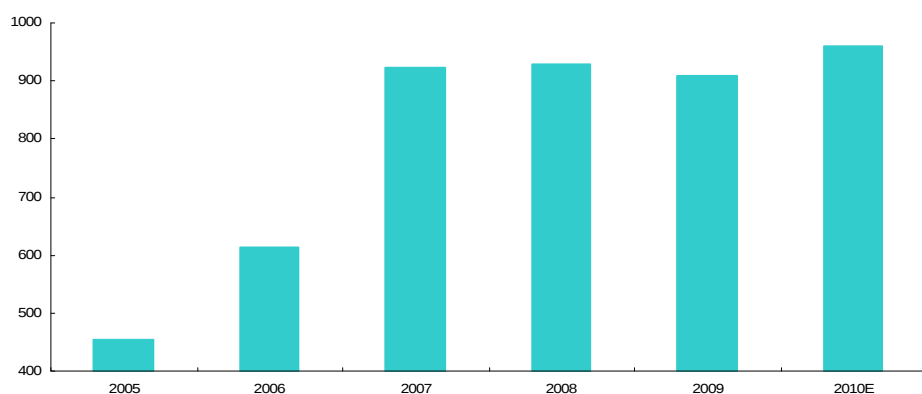
第五，产能基本稳定，2010 年产量略有增长

公司目前拥有 1000 万吨左右的钢材生产能力，未来一段时间产能将保持基本稳定。

2009 年公司钢材产量约为 910 万吨，其中不锈钢产量为 230 万吨左右。2010 年计划钢材产量在 960 万吨左右，其中不锈钢 260 万吨（冷轧 120 万吨，热轧酸洗 50 万吨，普通热轧 60 万吨，中板 15 万吨，线材 10 万吨，型材及其他 5 万吨），同时，公司计划将 400 系比例从 2009 年的 41%提升至 45%。

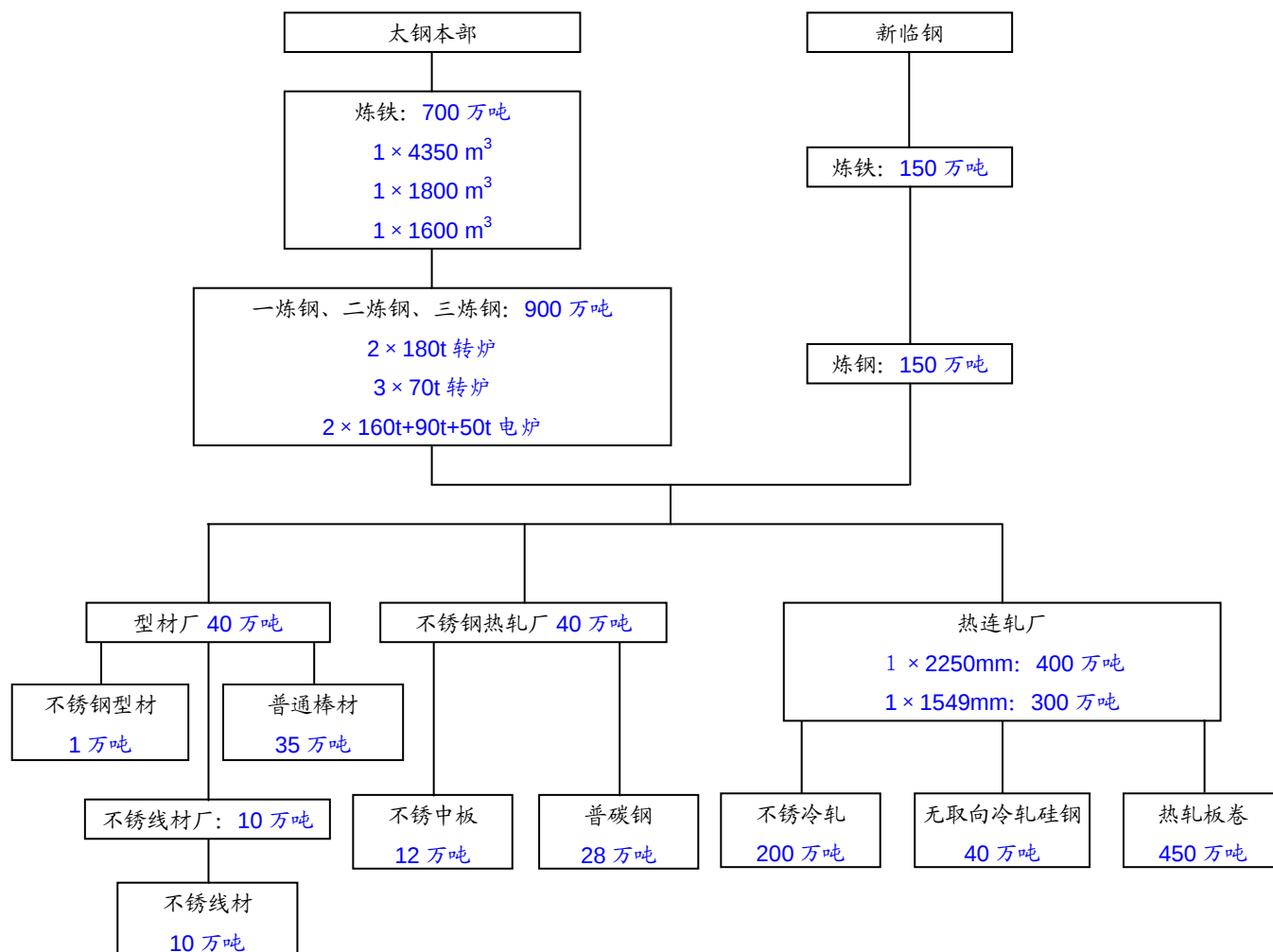
普碳钢方面，热轧板卷计划产量 530 万吨，无取向硅钢 40 万吨，临钢计划产量 130 万吨。

图 13：公司产能基本稳定，2010 年计划产量相对 2009 年小幅增长 5.5%左右



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 14：太钢不锈钢生产线详细统计



资料来源：长江证券研究部

第六，其他方面基本平稳，优势依旧

- 本部目前 700 万吨炼铁能力中所需铁矿石的 50%（600 万吨左右）由集团公司提供，采购价格在参考上一年度海关平均到岸价的基础上给予不少于 15% 的优惠。与市场价格相比，公司在原料方面存在明显的优势；
- 公司参股的袁家沟铁矿目前依然按照进度在进行，预计 2011 年底投产，2012 年预计有 500 万吨左右产量，2013 年达产。该矿达产后，将拥有 2200 万吨铁矿石和 750 万吨铁精矿生产能力。除了股份公司至少参股 35% 带来的直接权益矿以外，公司 700 万吨的炼铁能力所需的铁矿石将完全由集团公司提供。不过股份公司与集团矿石采购协议 2011 年到期，需要重新签订协议；
- 发电目前自给率在 60%-70%，预计未来可以完全自给。完全自给后每年将节约 5-6 亿电费支出。

第七，盈利预测和估值

预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.07 和 0.42 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	83063	77453	100281	109888	货币资金	8242	7745	10028	10989
营业成本	74518	71407	90183	96207	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8545	6046	10098	13681	应收账款	2939	2603	3455	3787
% 营业收入	10.3%	7.8%	10.1%	12.5%	存货	13385	9744	16243	17326
营业税金及附加	294	274	355	389	预付账款	3291	3201	4042	4312
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1299	1239	1604	1758	流动资产合计	28704	24068	34771	37512
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2860	2711	3510	3846	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	687	687	687	687
财务费用	1728	1338	1251	1207	投资性房地产	5	5	5	5
% 营业收入	2.1%	1.7%	1.2%	1.1%	固定资产合计	19704	17420	14933	12204
资产减值损失	1147	-14	21	4	无形资产	314	299	284	269
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-133	0	0	0	递延所得税资产	232	0	5	1
营业利润	1084	498	3356	6477	其他非流动资产	15472	15472	15472	15472
% 营业收入	1.3%	0.6%	3.3%	5.9%	资产总计	65118	57950	66157	66150
营业外收支	26	0	0	0	短期贷款	15162	8367	11462	6630
利润总额	1110	498	3356	6477	应付款项	10181	9793	12367	13191
% 营业收入	1.3%	0.6%	3.3%	5.9%	预收账款	1945	1781	2306	2527
所得税费用	-110	124	839	1619	应付职工薪酬	137	142	180	192
净利润	1221	373	2517	4858	应交税费	-111	-239	-716	-1205
归属于母公司所有者					其他流动负债	1142	1126	1424	1521
的净利润	1234.8	374.2	2416.6	4663.6	流动负债合计	28455	20971	27022	22857
少数股东损益	-14	-1	101	194	长期借款	15224	15224	15224	15224
EPS（元/股）	0.22	0.07	0.42	0.82	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	154	154	154	154
经营活动现金流净额	3531	8867	2205	9097	负债合计	43833	36348	42400	38234
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	20528	20846	22900	26864
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	757	756	857	1051
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	21285	21602	23757	27915
固定资产投资	-5960	-1175	-1403	-1399	负债及股东权益	65118	57950	66157	66150
其他	-441	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-6401	-1175	-1403	-1399		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.217	0.066	0.424	0.819
股权融资	3476	0	0	0	BVPS	3.60	3.66	4.02	4.72
银行贷款增加（减少）	6537	-6795	3095	-4832	PE	36.44	120.25	18.62	9.65
筹资成本	2757	-1394	-1614	-1906	PEG	0.65	2.16	0.33	0.17
其他	-5559	0	0	0	PB	2.19	2.16	1.97	1.68
筹资活动现金流净额	7211	-8189	1481	-6738	EV/EBITDA	11.04	11.46	7.24	4.72
现金净流量	4341	-496	2283	961	ROE	6.0%	1.8%	10.6%	17.4%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。