

张士宝 林向涛 黄星  
0755-83734778  
zhangsb@cmschina.com.cn

2010年3月30日

## 太钢不锈(000825.SZ)/7.88元

成本需求双管齐下，一季度业绩或超预期

原材料·钢铁

目标估值：12-15元

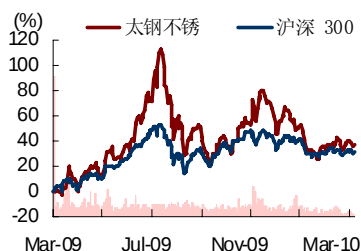
强烈推荐-A(维持)

### 基础数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 上证综指       | 3060         |
| 总股本(万股)    | 569625       |
| 已上市流通股(万股) | 228851       |
| 总市值(亿元)    | 449          |
| 流通市值(亿元)   | 180          |
| 每股净资产(MRQ) | 3.5          |
| ROE(TTM)   | -6.5         |
| 资产负债率      | 65.6%        |
| 主要股东       | 太原钢铁(集团)有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 64.2%        |

### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 0  | 6  | 40  |
| 相对表现 | 0  | -1 | 7   |



### 相关报告

- 1、《太钢不锈(000825)——打造全球最具竞争力的不锈钢龙头》2010/01/18
- 2、《钢铁行业2010年度投资策略——规模增长和资源、区域优势及整合是2010年钢铁股投资主线》2009/12/8
- 3、《太钢不锈(000825)——三季度业绩符合预期，维持强烈推荐评级》2009/10/30

镍价自年初上涨24.4%，LME镍月度平均现金价自2009年8月以来首次攀升至20000美元/吨以上的水平，镍库存持续下滑。短期内，高的原材料成本将有助于支撑不锈钢价格。公司原料成本行业对比相对较低，矿石自给率高。维持“强烈推荐”投资评级。

- **镍价上涨助推业绩改善：**自2009年年初以来，镍产量人为因素减产及不锈钢下游需求底部回升导致受镍供需关系反转，镍价快速上涨，涨幅达到24.40%，库存下降明显。根据CRU预测，2010年第一季度全球精镍供应量为33万吨，消费量为34.62万吨，缺口为1.62万吨。全年镍供应量将一改过去数年供大于求的格局，首次出现供给缺口，缺口约为总需求的2%。因此我们相信镍价短期内将继续保持相对高位。由于10年不锈钢产能利用率及产量均将同比大幅增长，镍价对公司不锈钢产品价格传导机制良好，我们认为公司一季度业绩或有超预期表现。
- **不锈钢需求潜力空间巨大：**理由有三：1、8亿城乡居民生活水平提高，日用消费品升级换代。2、中国城市化进程加快，按照社科院的预测，我国在10年底城镇化率将达到48%左右，按照我国的城镇化进程，每年约有2000万人进入到城市。居民住宅、市政设施需求增量稳定。3、不锈钢消费结构向ABC（建筑、大楼、结构）和ART（汽车、轨道车辆、运输）领域扩展。
- **公司产量10年创新高：**根据相关机构预测，全球不锈钢产量今年将有15%的增幅，达到3000万吨。中国不锈钢行业从2009年3月份触底反弹，2010年景气进一步回升；太钢不锈2009年不锈钢产量248万吨创历史新高，同比增长38.5%，公司预计2010年不锈钢产量280万吨，再度增长12.9%；
- **矿石价格上涨预期下，成本优势明显。**目前公司铁矿石太钢集团保障率55%，太钢集团以不低于15%的优惠幅度供应铁矿石。公司在吕梁袁家村建设的铁矿基地预计2011年投产后有望基本满足公司的铁矿石需求。
- **预估每股收益09年0.09元、10年0.68元。**同比分别增长-59%和667%；给予太钢不锈2010年18倍-22倍PE，6个月目标价12-15元。

### 财务数据与估值

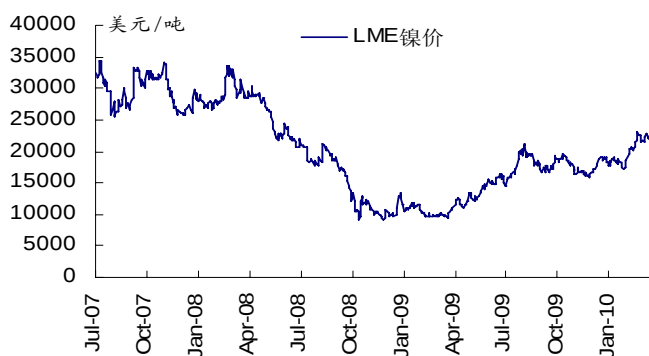
| 会计年度      | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 81105 | 83063 | 65476 | 77625 | 86146 |
| 同比增长      | 100%  | 2%    | -21%  | 19%   | 11%   |
| 营业利润(百万元) | 5289  | 1084  | 592   | 4761  | 5097  |
| 同比增长      | 55%   | -79%  | -45%  | 704%  | 7%    |
| 净利润(百万元)  | 4256  | 1235  | 505   | 3873  | 4095  |
| 同比增长      | 74%   | -71%  | -59%  | 667%  | 6%    |
| 每股收益(元)   | 1.23  | 0.22  | 0.09  | 0.68  | 0.72  |
| PE        | 7.0   | 39.9  | 100.2 | 13.1  | 12.4  |
| PB        | 1.8   | 2.4   | 2.4   | 2.1   | 1.9   |

资料来源：招商证券

## 镍价创 20 个月新高

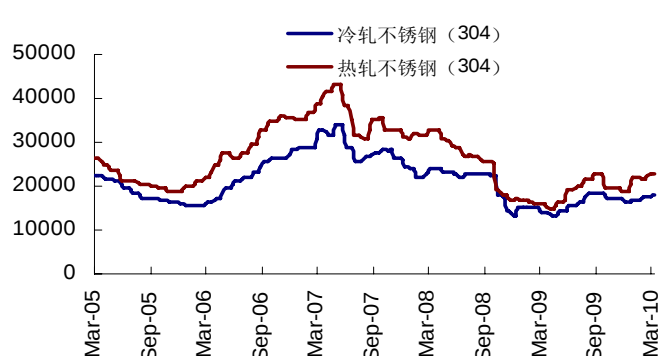
镍价创 20 个月新高，带动不锈钢价上行。2009 年初以来，在经历了淡水河谷镍厂工人罢工及不锈钢厂产能利用率明显上升，伦敦金属交易所镍价较年初上涨 24.4%。在过去的几周，伦敦金属交易所镍库存持续下滑。根据 CRU 的统计，2010 年第一季度全球镍供应量为 33 万吨，消费量为 34.62 万吨，缺口为 1.62 万吨。全年镍供应量将一改过去数年供大于求的格局，首次出现供给缺口，缺口约为总需求的 2%。因此我们相信镍价短期内将继续保持相对高位。由于 10 年不锈钢产能利用率及产量均将同比大幅增长，因此镍价对公司不锈钢产品价格传导机制良好，随着镍价的强势走高，热轧和冷轧不锈钢分别较年初有 11.38% 和 7.51% 的涨幅。我们认为公司一季度业绩或有超预期表现。

图1: LME镍价变动一览 (0707- 0310)



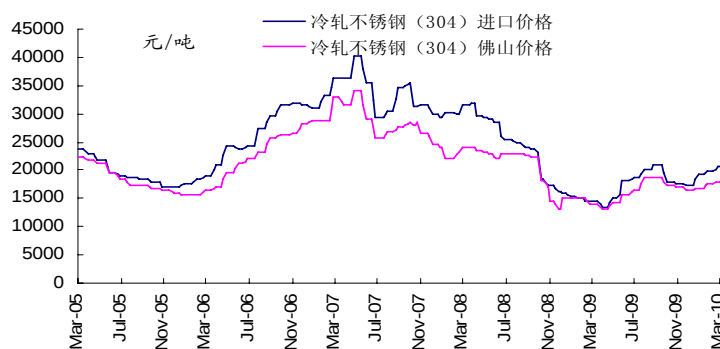
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 2: 佛山市场不锈钢价格走势



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 3: 冷轧不锈钢进口与国内价格对比

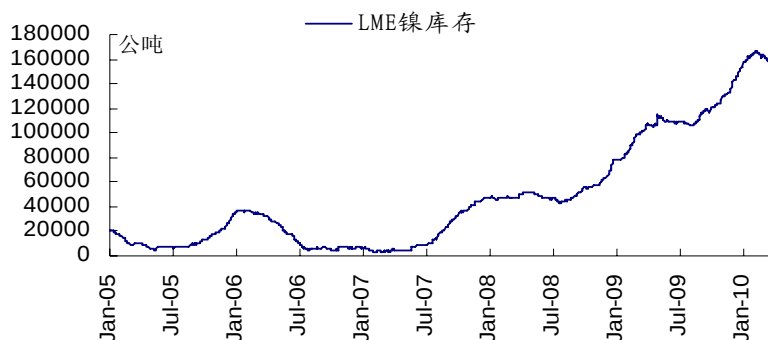


资料来源: Bloomberg, 招商证券

国内外冷轧不锈钢价差自 09 年 12 月以来，逐渐扩大。从上图可以看到，不锈钢内销价反弹幅度较进口价格稍弱，截至 10-3-23，国内外价差为 2700 元/吨或 15.10%。后市或有进一步补涨空间。

伦敦金属交易所日均镍库存拐点出现。进入三月，随着一季度镍量跌价升，不锈钢钢厂积极复产，销售反弹，镍库存维持了半年之久的升势终于出现向下拐点。我们预计在全球不锈钢产量继续复苏及镍供需面偏紧的态势下，库存将会继续下行。

图 4: LME 镍日均库存

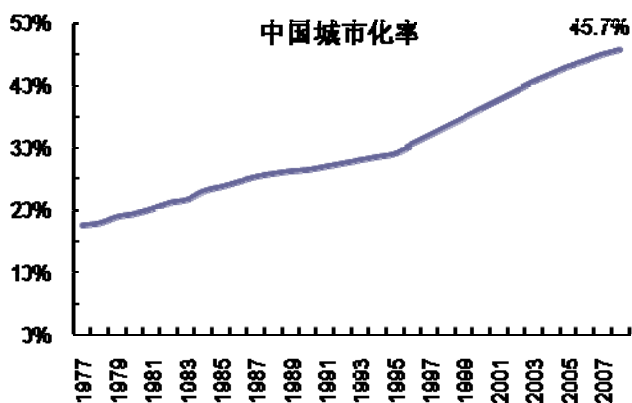


资料来源: Bloomberg, 招商证券

## 不锈钢需求空间潜力巨大

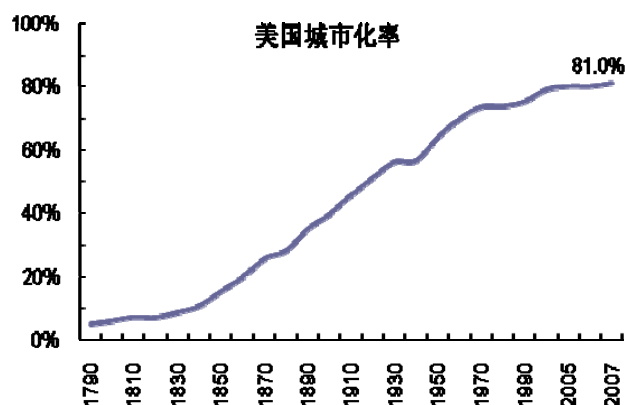
**不锈钢需求潜力空间巨大:** 理由有三: 1、从 不锈钢人均消费量来说, 随着生活水平提高, 日用消费品升级换代, 我国人均不锈钢消费量刚刚达到世界平均水准, 距离发达国家水平还有差距。2、中国城市化进程加快, 按照社科院的预测, 我国在 10 年底城镇化率将达到 48%左右, 按照我国的城镇化进程, 每年约有 2000 万人进入到城市。居民住宅、市政设施大量修建。3、不锈钢消费结构向 ABC (建筑、大楼、结构) 和 ART (汽车、轨道车辆、运输) 领域扩展。

图 5: 中国城镇化率历年走势



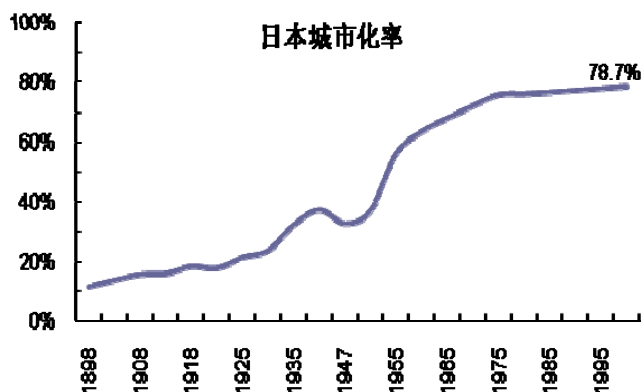
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 6: 美国城镇化率历年走势



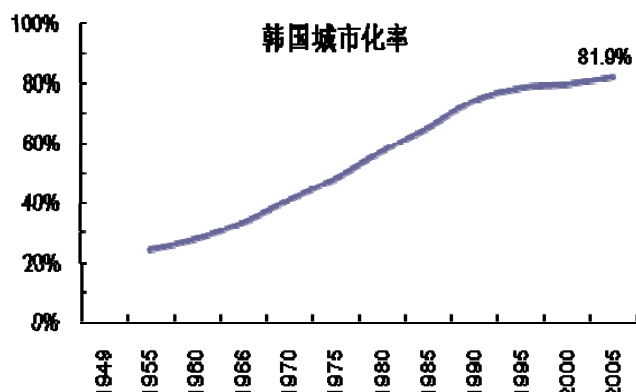
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 7：日本城市化率



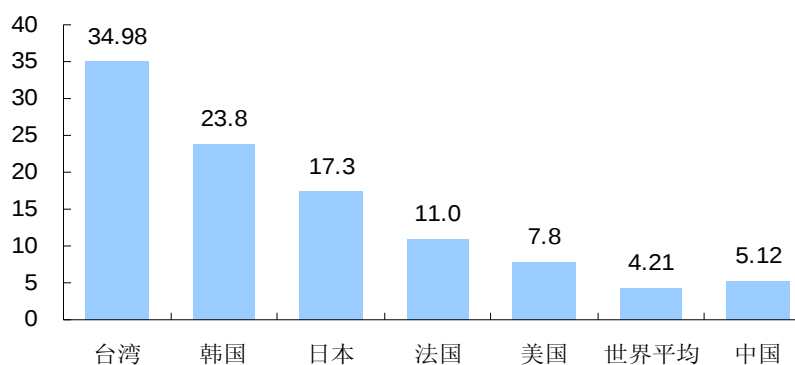
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 8：韩国城市化率



资料来源：wind，招商证券研发中心

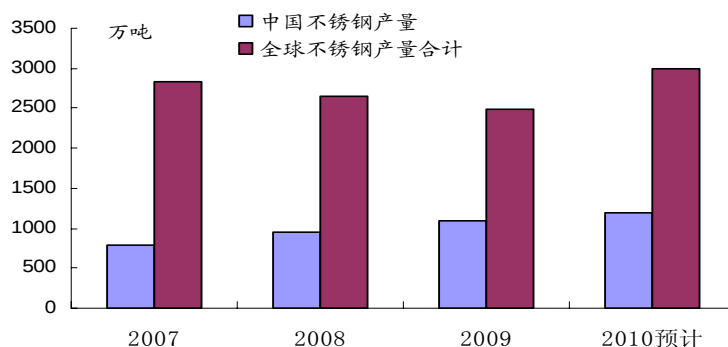
图 9：2008年世界各大经济体不锈钢人均消费量



资料来源：ISSF，招商证券

## 公司产量 10 年创历史新高

**公司产量 2010 年创新高：**根据相关机构预测，全球不锈钢产量今年将有 15% 的增幅，达到 3000 万吨。中国不锈钢行业从 2009 年 3 月份触底反弹，2010 年景气进一步回升；太钢不锈 2009 年不锈钢产量 248 万吨创历史新高，同比增长 38.5%，公司预计 2010 年不锈钢产量 280 万吨，再度增长 12.9%；

**图 10：中国与世界不锈钢产量对比**


资料来源：招商证券整理

## 矿石价格上涨预期下，成本优势明显

**矿石价格上涨预期下，成本优势明显。**目前公司铁矿石太钢集团保障率 55%，特别是尖山铁矿，拥有亚洲最大的矿浆管道运输系统。此两处矿山铁精矿的品位可达 69%，生产的铁精矿粉能够保证公司按目前产能所需约 60% 的供应，开采成本仅 300 元/吨左右，太钢集团根据市场价格给予公司 15% 以上的优惠；当现货价格低于到岸平均价时，集团的优惠幅度会相应增加，因此公司所采购铁矿石的价格相比现货矿而言依然具有价格优势。此外，太钢不锈钢与太钢集团规划投资开采山西吕梁铁矿，该矿储量约 12 亿吨，设计生产规模为年产铁矿石 2,200 万吨，年产品位 65% 的铁精矿 750 万吨；项目由太钢集团控股，公司参股比例不低于 35%，投产后公司铁矿石自给率将进一步提高。

**表 1：公司 2007 年、2008 年及 2009 年 1~9 月原材料保障情况**

|         | 单位 | 2009 年 1~9 月 | 2008 年 | 2007 年 |
|---------|----|--------------|--------|--------|
| 铁精粉     | 万吨 | 729.2        | 945.6  | 896.7  |
| 对太钢集团采购 | 万吨 | 407.4        | 470.4  | 429.8  |
| 对外采购    | 万吨 | 321.8        | 475.2  | 466.9  |
| 太钢集团保障率 | %  | 55.9         | 49.8   | 47.9   |
| 焦炭      | 万吨 | 208.2        | 255    | 262.6  |
| 对太钢集团采购 | 万吨 | 161.7        | 209.2  | 200.4  |
| 对外采购    | 万吨 | 46.5         | 45.7   | 62.2   |
| 太钢集团保障率 | %  | 77.7         | 82.1   | 76.3   |

资料来源：太钢不锈钢，招商证券

## 风险因素

主要风险因素为：1、镍供给缺口带来的不锈钢价格支撑，有可能在下半年随着不锈钢新增产能投产失去效果。2、需求回升速度因为宏观经济的不确定性，需要进一步观察。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2007         | 2008         | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 28204        | 28704        | 19106        | 26015        | 33801        |
| 现金             | 3970         | 8242         | 50           | 3416         | 10659        |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 772          | 847          | 655          | 776          | 861          |
| 应收款项           | 2087         | 2807         | 1905         | 2663         | 2369         |
| 其它应收款          | 219          | 132          | 131          | 155          | 172          |
| 存货             | 17513        | 13385        | 13332        | 15597        | 15940        |
| 其他             | 3642         | 3291         | 3033         | 3408         | 3799         |
| <b>非流动资产</b>   | 29457        | 36414        | 32417        | 29099        | 26111        |
| 长期股权投资         | 405          | 687          | 687          | 687          | 687          |
| 固定资产           | 25287        | 28791        | 29992        | 26689        | 23760        |
| 无形资产           | 156          | 314          | 283          | 255          | 229          |
| 其他             | 3609         | 6622         | 1455         | 1469         | 1435         |
| <b>资产总计</b>    | <b>57661</b> | <b>65118</b> | <b>51523</b> | <b>55115</b> | <b>59912</b> |
| <b>流动负债</b>    | 28161        | 28455        | 14541        | 15457        | 17431        |
| 短期借款           | 11335        | 14512        | 2317         | 300          | 300          |
| 应付账款           | 8638         | 6466         | 5763         | 7497         | 9118         |
| 预收账款           | 2692         | 1945         | 1820         | 2726         | 2659         |
| 其他             | 5497         | 5533         | 4641         | 4934         | 5354         |
| <b>长期负债</b>    | 11844        | 15378        | 15339        | 15264        | 15179        |
| 长期借款           | 11784        | 15224        | 15194        | 15164        | 15134        |
| 其他             | 60           | 154          | 145          | 100          | 45           |
| <b>负债合计</b>    | <b>40005</b> | <b>43833</b> | <b>29880</b> | <b>30721</b> | <b>32610</b> |
| 股本             | 3459         | 5696         | 5696         | 5696         | 5696         |
| 资本公积金          | 4958         | 6155         | 6155         | 6155         | 6155         |
| 留存收益           | 8490         | 8677         | 9030         | 11741        | 14608        |
| 少数股东权益         | 750          | 757          | 762          | 801          | 843          |
| 母公司所有者权益       | 16907        | 20528        | 20881        | 23593        | 26459        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>57661</b> | <b>65118</b> | <b>51523</b> | <b>55115</b> | <b>59912</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2007          | 2008          | 2009E         | 2010E        | 2011E        |
|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2674          | 3531          | 6019          | 7656         | 9522         |
| 净利润            |               |               | 505           | 3873         | 4095         |
| 折旧摊销           |               |               | 3595          | 3499         | 3114         |
| 财务费用           |               |               | 1009          | 911          | 856          |
| 投资收益           |               |               | 5             | (5)          | (10)         |
| 营运资金变动         |               |               | 1528          | (670)        | 1505         |
| 其它             |               |               | (623)         | 48           | (38)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(8948)</b> | <b>(6401)</b> | <b>(192)</b>  | <b>(130)</b> | <b>(120)</b> |
| 资本支出           |               |               | (100)         | (100)        | (100)        |
| 其他投资           |               |               | (92)          | (30)         | (20)         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 7563          | 7211          | (14019)       | (4159)       | (2159)       |
| 借款变动           |               |               | (12845)       | (2047)       | (30)         |
| 普通股增加          |               |               | 0             | 0            | 0            |
| 资本公积增加         |               |               | 0             | 0            | 0            |
| 股利分配           |               |               | (151)         | (1162)       | (1229)       |
| 其他             |               |               | (1023)        | (951)        | (901)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1288</b>   | <b>4341</b>   | <b>(8192)</b> | <b>3366</b>  | <b>7243</b>  |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 81105 | 83063 | 65476 | 77625 | 86146 |
| 营业成本             | 70754 | 74518 | 60662 | 68155 | 75982 |
| 营业税金及附加          | 285   | 294   | 262   | 310   | 345   |
| 营业费用             | 1251  | 1299  | 982   | 1164  | 1292  |
| 管理费用             | 2316  | 2860  | 1964  | 2329  | 2584  |
| 财务费用             | 1155  | 1728  | 1009  | 911   | 856   |
| 资产减值损失           | 44    | 1147  | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | (10)  | (133) | (5)   | 5     | 10    |
| <b>营业利润</b>      | 5289  | 1084  | 592   | 4761  | 5097  |
| 营业外收入            | 63    | 123   | 100   | 90    | 80    |
| 营业外支出            | 51    | 97    | 85    | 80    | 70    |
| <b>利润总额</b>      | 5301  | 1110  | 607   | 4771  | 5107  |
| 所得税              | 930   | (110) | 97    | 859   | 970   |
| <b>净利润</b>       | 4371  | 1221  | 510   | 3912  | 4137  |
| 少数股东损益           | 115   | (14)  | 5     | 39    | 41    |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 4256  | 1235  | 505   | 3873  | 4095  |
| <b>EPS (元)</b>   | 1.23  | 0.22  | 0.09  | 0.68  | 0.72  |

**主要财务比率**

|                | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 100%  | 2%    | -21%  | 19%   | 11%   |
| 营业利润           | 55%   | -79%  | -45%  | 704%  | 7%    |
| 净利润            | 74%   | -71%  | -59%  | 667%  | 6%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 12.8% | 10.3% | 7.4%  | 12.2% | 11.8% |
| 净利率            | 5.2%  | 1.5%  | 0.8%  | 5.0%  | 4.8%  |
| ROE            | 25.2% | 6.0%  | 2.4%  | 16.4% | 15.5% |
| ROIC           | 13.0% | 6.0%  | 3.4%  | 11.7% | 11.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 69.4% | 67.3% | 58.0% | 55.7% | 54.4% |
| 净负债比率          | 40.1% | 46.7% | 34.0% | 28.1% | 25.8% |
| 流动比率           | 1.0   | 1.0   | 1.3   | 1.7   | 1.9   |
| 速动比率           | 0.4   | 0.5   | 0.4   | 0.7   | 1.0   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.4   | 1.4   |
| 存货周转率          | 5.2   | 4.8   | 4.5   | 4.7   | 4.8   |
| 应收帐款周转率        | 41.3  | 33.9  | 27.8  | 34.0  | 34.2  |
| 应付帐款周转率        | 10.5  | 9.9   | 9.9   | 10.3  | 9.1   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 1.23  | 0.22  | 0.09  | 0.68  | 0.72  |
| 每股经营现金         | 0.77  | 0.62  | 1.06  | 1.34  | 1.67  |
| 每股净资产          | 4.89  | 3.60  | 3.67  | 4.14  | 4.65  |
| 每股股利           | 0.18  | 0.14  | 0.03  | 0.20  | 0.22  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 7.0   | 39.9  | 100.2 | 13.1  | 12.4  |
| PB             | 1.8   | 2.4   | 2.4   | 2.1   | 1.9   |
| EV/EBITDA      | 21.5  | 32.5  | 37.9  | 21.5  | 21.7  |

## 分析师简介

**张士宝：**招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。07、08年两度入围新财富钢铁行业最佳分析师，2009年评为新财富钢铁行业最佳分析师，行业排名第四。

**林向涛：**招商证券钢铁行业助理分析师，清华大学金融学学士，MBA 在读。

**黄星：**经济学硕士，2009 年加入招商证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。