

太钢不锈(000825)调研报告

竞争优势明显，阶段性投资机会显现！

原材料/普钢

推荐

首次评级

发布时间：2010 年 4 月 1 日

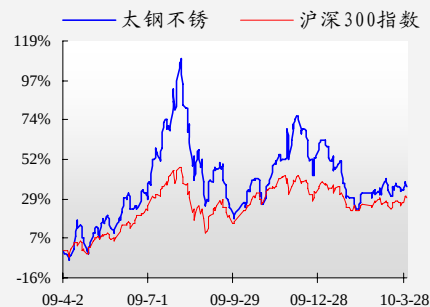
投资要点：

- 经过近十年的快速发展，我国的不锈钢产业已经迎来发展过程中的“U 型”瓶颈期。低端产能严重过剩，低质量产品充斥市场是行业最大的不利因素。未来只有那些技术先进，创新能力强劲，规模优势明显的企业的发展前景才被看好。
- 公司目前拥有 300 万吨的不锈钢产能，已经成为全球产能最大、工艺技术装备水平最高、品种规格最全的不锈钢企业，未来的发展潜力较大。
- 受原材料镍价格波动的影响，不锈钢行业易大起大落，弹性较大。目前国内的不锈钢行业仍处在从景气谷底向上爬升的底部区域。虽然产能过剩始终是笼罩在行业头上的阴云，但是从投资的角度来看，现在仍是行业的投资起点。
- 公司还有近 700 万吨的碳钢产能。2009 年上半年，碳钢产品的营收占比为 34%，毛利占比则高达 45%，对公司业绩的影响也不可小视。实际上，碳钢业务和不锈钢业务并重明显增强了公司业绩的稳定性和生产经营上的灵活性。
- 公司 50%-60%的铁矿石来自太钢集团，并能获得不少于 15%的折扣。同时公司和太钢集团合资建设的山西吕梁铁矿项目也在建设之中。此外，公司地处山西，在焦炭资源的获取上也有得天独厚的优势。在炼铁、炼钢的原材料价格涨势汹汹的情况下，公司的原料来源优势凸显。
- 考虑到公司不锈钢业务的较大弹性和原材料来源的优势，暂给予公司“推荐”的投资评级。
- 风险：过剩产能的无序释放给行业来一定的不确定性。此外国家货币政策的调整也将对行业产生重大影响。

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(%)
2008	8,306,286	2.22	123,481	-70.99	0.23	6.73		
2009E	6,846,416	-17.57	48,865	-60.43	0.09	2.59		
2010E	8,923,378	30.33	329,597	574.50	0.58	14.89		
2011E	9,631,434	7.93	287,853	-12.67	0.51	11.50		

走势图



市场数据

2010-4-1

收盘价：	元
52 周最高价：	12.86 元
52 周最低价：	4.76 元
平均持仓成本：	

基本数据

2009Q3

总股本（万股）：	569,625
流通 A 股（万股）：	569,625
每股收益（元）：	0.01
每股净资产（元）：	3.50
每股经营现金流（元）：	0.36
市净率：	

分析师：潘喜峰(S0550108121436)

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

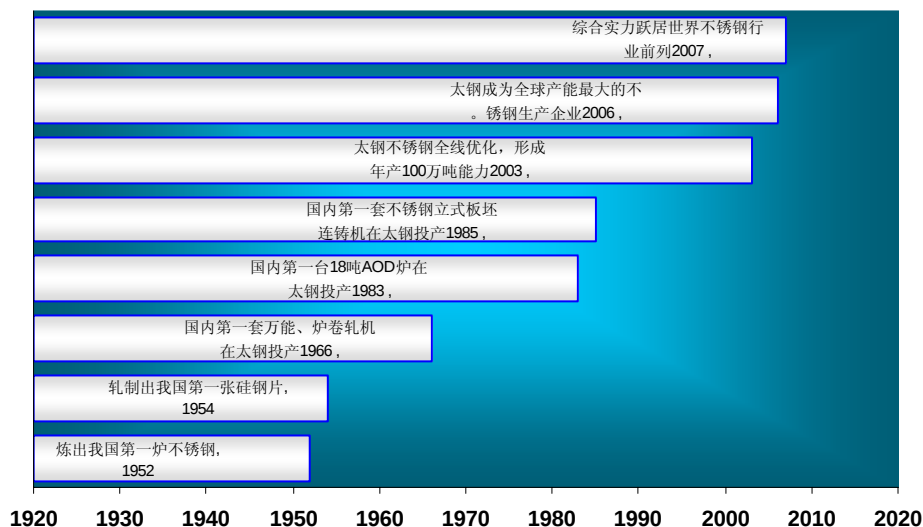
目 录

一、太钢不锈：中国不锈钢史的书写者.....	3
二、营收增速拐点已至，经营状况持续好转.....	3
三、盈利能力仍处在恢复之中	4
四、主营业务分析	5
4.1 不锈钢和碳钢并重提升业绩稳定性	5
4.2 不锈钢产品增大公司业绩弹性	6
4.2.1 规模优势逐步显现	6
4.2.2 新品开发能力是公司的核心竞争力	7
4.2.3 原材料价格上涨有望推动不锈钢价上涨.....	8
4.2.4 原材料来源优势将逐步显现	9
4.2.5 下游需求仍可看好	11
4.2.6 低端产能过剩影响行业发展	13
五、盈利预测和估值	14
六、风险	14

一、太钢不锈：中国不锈钢史的书写者

1952年9月，太钢炼出我国第一炉不锈钢。此后太钢不断书写着我国不锈钢产业的历史。目前太钢产品已经广泛应用于石油、石化、造船、集装箱、铁路、汽车、城市轻轨、大型电站、体育场馆、航空航天等重点领域和新兴行业。公司铁路行业用钢、双相钢、耐热钢、造币钢、车轴钢、纯铁、9%Ni钢等21个品种的国内市场占有率均处在第一的位置。目前，太钢已经拥有300万吨的不锈钢产能，成为全球产能最大、工艺技术装备水平最高、品种规格最全的不锈钢企业。

图 1.1 太钢书写中国不锈钢发展史



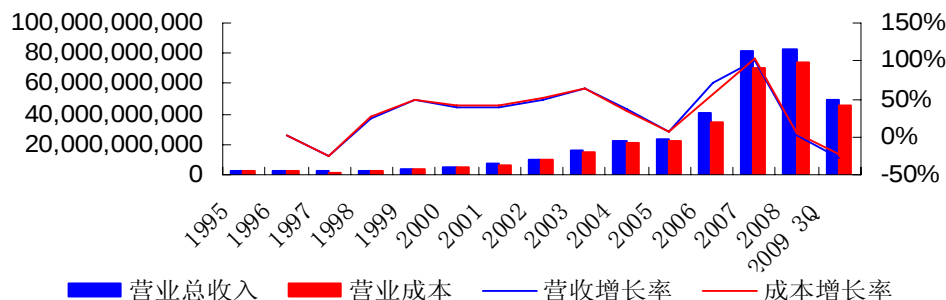
资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

二、营收增速拐点已至，经营状况持续好转

2009年前三季度，公司实现营收494.85亿元，同比减少26.71%。预计2009年全年公司的营收将有20%左右的降幅，增速跌至近10年来的谷底。从单季度的情况来看，乐观的迹象已经显现。2009年第三季度，公司实现营收205.27亿元，同比减少16.60%，与第二季度的-39.63%的巨大降幅相比明显好转。

图 2.1 太钢不锈历年营收、成本及增长率变化

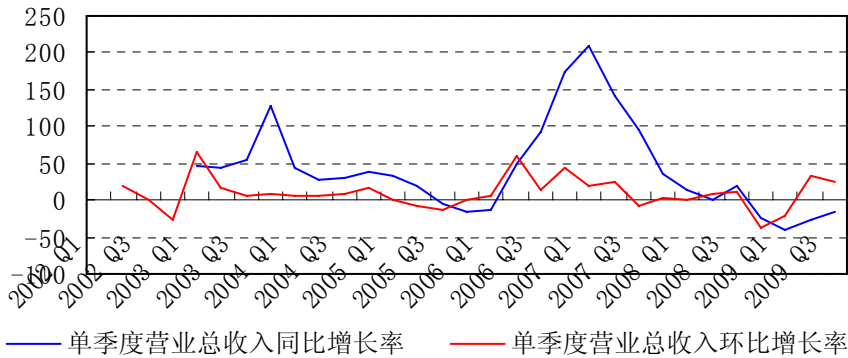
单位：亿元



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.2 太钢不锈单季度营收同比和环比增长率变化

单位：%



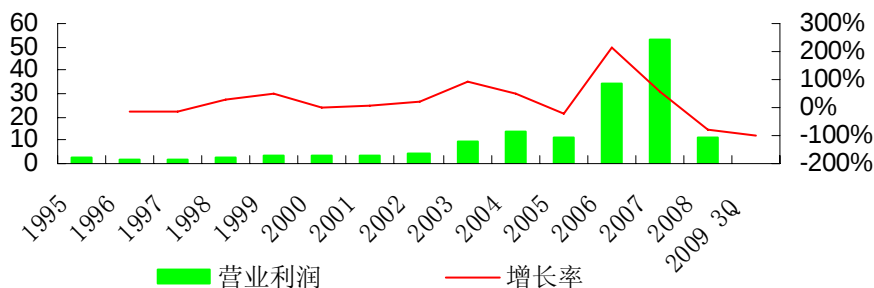
资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

三、盈利能力仍处在恢复之中

2009 年前三季度，公司共实现营业利润 2628 万元，同比大幅减少 99%。从单季度的情况来看，公司的盈利能力正在逐季好转。虽然单季度毛利率和净利润率还没有达到 2008 年上半年的水平，但已经在恢复过程之中。

图 3.1 太钢不锈历年营业利润和增长率

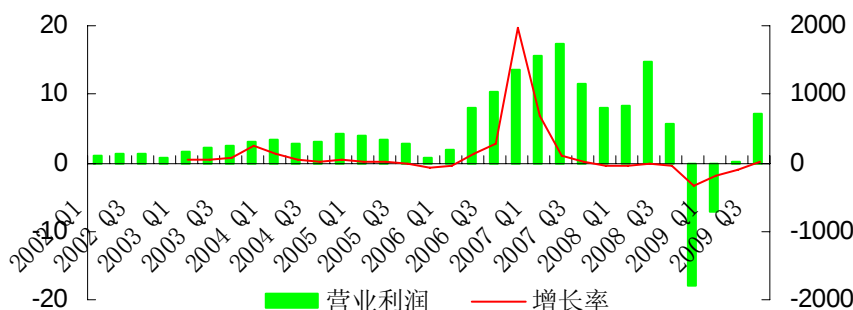
单位：亿元、%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 3.2 太钢不锈单季度营业利润和增长率

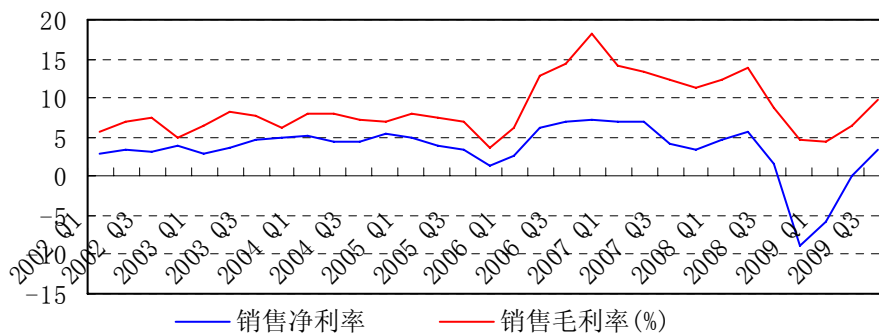
单位：亿元、%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 3.3 太钢不锈单季度毛利率和净利润率变化

单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

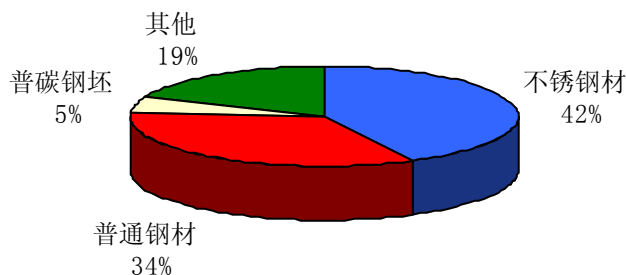
四、主营业务分析

4.1 不锈钢和碳钢并重提升业绩稳定性

从 2009 年上半年的情况来看，不锈钢产品的营收占比为 42%，毛利占比为 49%，对公司业绩有举足轻重的影响。碳钢产品的营收占比为 34%，毛利占比则高达 45%，对公司业绩的影响也不可小视。钢坯产品比较初级，盈利能力有限，对公司业绩的影响不大。公司的业绩受不锈钢和碳钢双轮驱动的特征明显。

图 4.1 2009 年上半年公司的营收构成

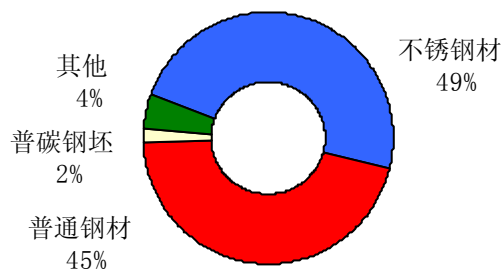
单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.2 2009 年上半年公司的毛利构成

单位：%

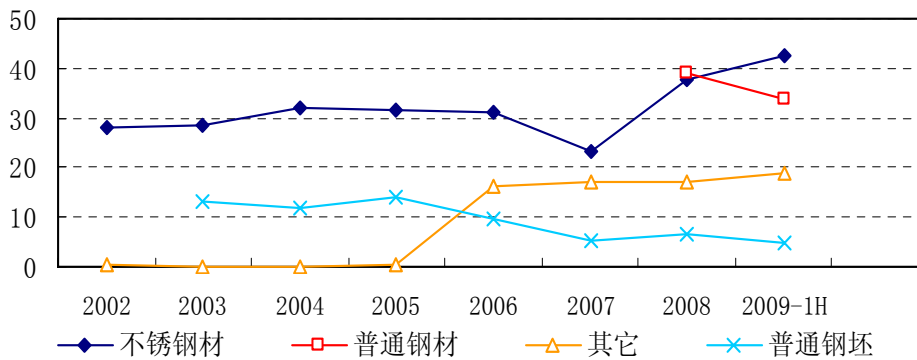


资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

从近几年公司营收结构的变化趋势来看，随着公司新建成的 150 万吨不锈钢冷轧项目逐步发挥效益，不锈钢产品的营收占比呈现出逐步上升的态势，而碳钢产品的营收占比则略有下降。这一变化趋势并不意味着碳钢业务受到冷落。实际上，由于不锈钢产品和碳钢产品的应用领域有所区别和侧重，公司可以根据形势的变化来调整不锈钢产品和碳钢产品的产量。这种生产上的灵活性明显增强了公司的抗风险能力，提升了公司业绩的稳定性。

图 4.3 公司的营收构成变化

单位：%



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

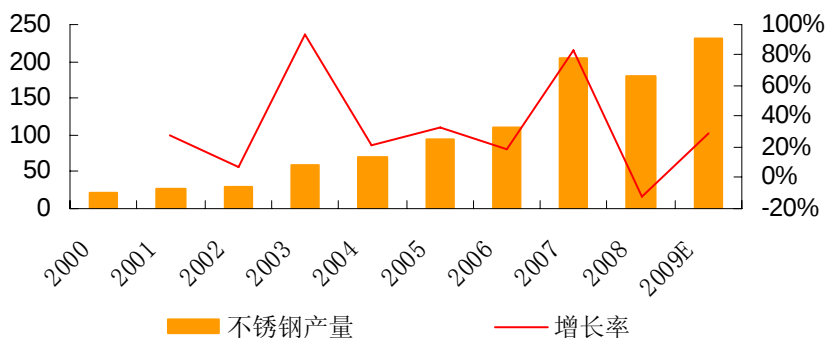
4.2 不锈钢产品增大公司业绩弹性

4.2.1 规模优势逐步显现

随着 150 万吨/年不锈钢冷轧项目的建成投产，公司不锈钢总产能已经达到 300 万吨/年，攀升至世界第一位。随着新增产能的逐步释放，公司的市场占有率在近几年也是持续上升。2008 年，公司不锈钢产量为 179 万吨，占当年国内总产量的 25.79%，比行业内第二名宝钢股份要高出近 10 个百分点。随着全球不锈钢市场的转暖，公司的规模优势将逐步显现。

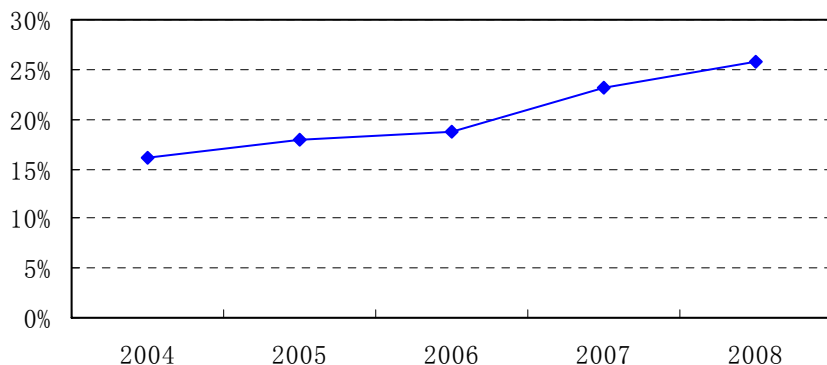
图 4.4 公司不锈钢产量的变化

单位：万吨



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.5 公司市场占有率连年增长



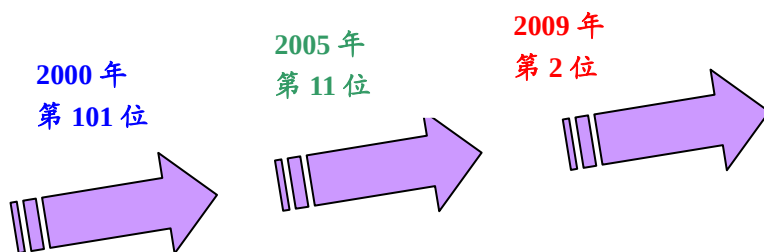
资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所整理

4.2.2 新品开发能力是公司的核心竞争力

目前全球的不锈钢产能处于过剩状态。如果公司仅有产能的增长而没有技术和新品开发能力的提升的话，其发展是前景一定不会被看好的。大而不强是现在国内好多大企业的通病。那么公司的研发实力又如何？

2009 年，太钢技术中心在全国 575 家国家认定企业技术中心中排名第二。公司新产品开发量较 2008 年提高了 87.67%，其中 400 系列不锈钢的比例比 2008 年提高了 2 个百分点，不锈钢冷轧厂薄规格产品产量比上年增长了 143.23%，BA 板产量比上年提高了 144.9%，宽幅冷板产量比上年提高了 92.62%，超纯铁素体不锈钢开发量是 2008 年的 3.3 倍，最小厚度为 0.6mm 的宽幅 2205 双相不锈钢冷轧卷板填补了国内空白。公司在新品开发上所取得的种种成果充分表明其在不锈领域确实具有很强的竞争力，而这也是我们看好公司未来发展的重要原因之一。

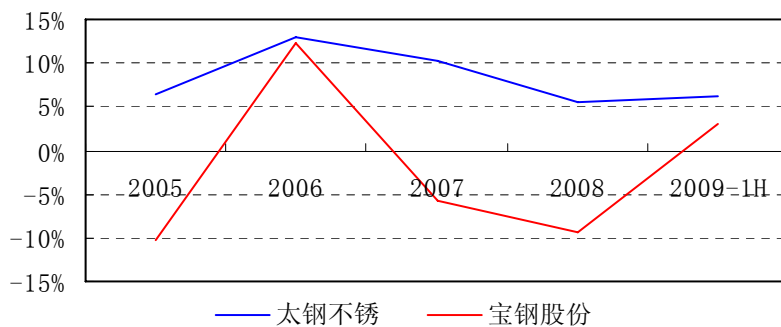
图 4.6 太钢技术中心在国内的排名连年上升



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

实际上，通过比较近几年公司和宝钢股份不锈钢产品的毛利率变化情况也可以明显发现公司产品在盈利能力方面明显较强。即使考虑宝钢股份的不锈钢产线还处于改造升级过程，其盈利能力还不稳定这一因素，公司的竞争实力还是可见一斑。

图 4.7 太钢不锈和宝钢股份不锈钢产品毛利率的比较



资料来源：公司报告、东北证券金融与产业研究所整理

4.2.3 原材料价格上涨有望推动不锈钢价上涨

近年来，镍价一直是不锈钢市场的风向标，对不锈钢价格的变化有着牵引的作用。LME 镍现货价格自 2010 年 3 月 1 日的 21367 美元/吨已经涨至 3 月 29 日的 23960 美元/吨，涨幅高达 12%。同期国内 304 不锈钢材的涨幅只有 2%，落后于镍价的上涨幅度。虽然高库存将制约镍价的进一步上行。但是我们认为在成本支撑和下游需求转暖的背景下，镍价再跌破 20000 美元/吨的可能性不大，而涨价滞后的不锈钢则很可能迎来一波补涨。

图 4.8 LME 镍现货价 涨势明显

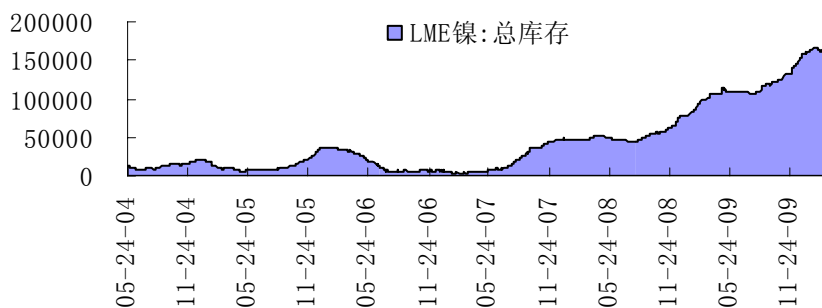
单位：美元/吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.9 LME 镍总库存仍在高位

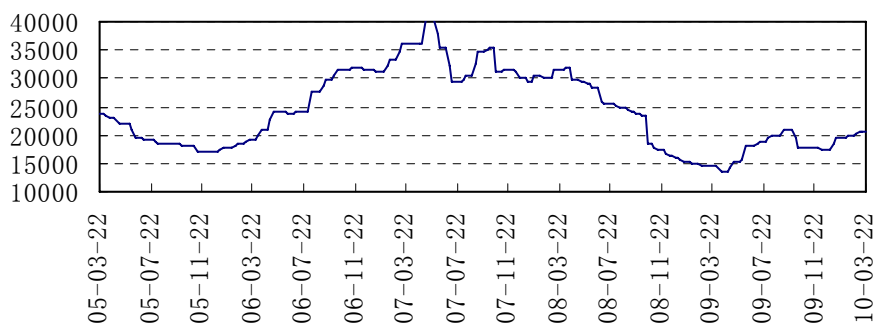
单位：吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.10 HR304 的价格走势

单位：元

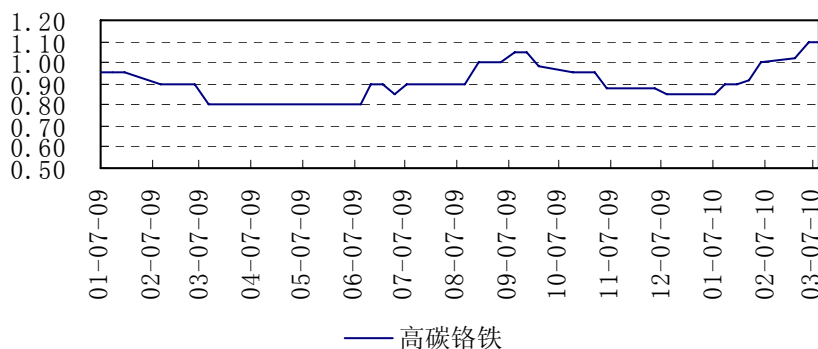


资料来源：Bloomberg、东北证券金融与产业研究所整理

不锈钢的另一重要原材料高碳铬铁的价格在近期也有呈现出一定的回升态势。未来其价格仍有望继续回升，也将推动不锈钢价格上涨。

图 4.11 高碳铬铁价格有所回升

单位：美元/磅



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

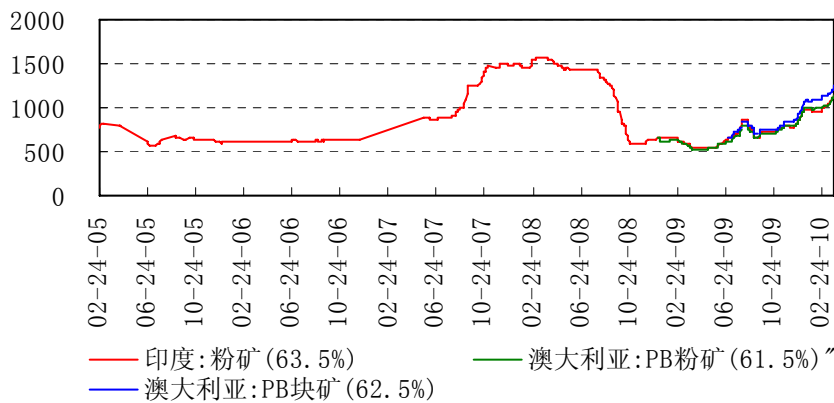
4.2.4 原材料来源优势将逐步显现

随着三大矿山的漫天要价和铁矿石长协定价机制的岌岌可危，铁矿石价格波动已经成为困扰国内钢企的最大难题。因此能够获得相对稳定和优惠价格的钢企无疑将在竞争中占据有利地位。目前公司有 50%-60% 的铁矿石来自太钢集团，并能获得不少于 15% 的折扣。此外，公司正在和太钢集团合资建设山西吕梁铁矿项目。该矿的储量约有 12 亿吨，项目由太钢集团控股，公司参股比例不低于 35%。该项目的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，预计 2011 年底投产，2012 达到 500 万吨左右产量，2013 年达产。项目达产后，公司的铁矿石将完全来自权益矿和太钢集团。

除铁矿石来源优势外，公司在焦炭资源的获取上也有得天独厚的优势。目前，公司已与山西焦煤集团有限公司及其他 10 多家公司建立了战略合作伙伴关系，焦炭来源稳定。此外，太钢集团的煤炭项目也在规划之中，一旦该项目建成投产，公司的焦炭来源优势将更加明显。

图 4.12 日照港几类进口矿现货价格大幅攀升

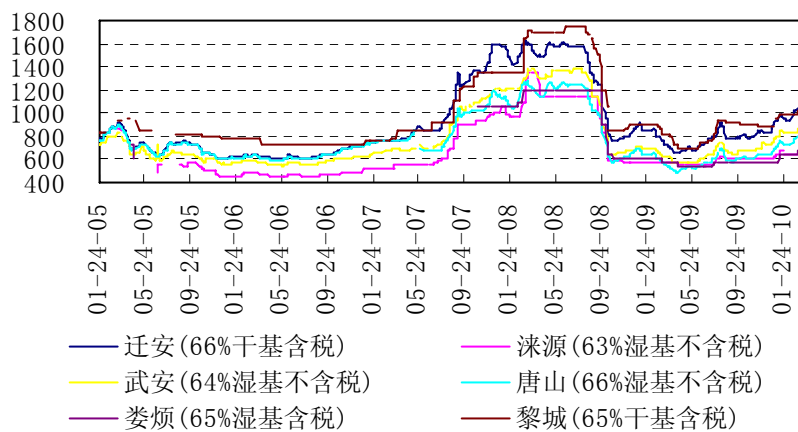
单位：元/吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.13 国内主要地区铁矿石价格持续上涨

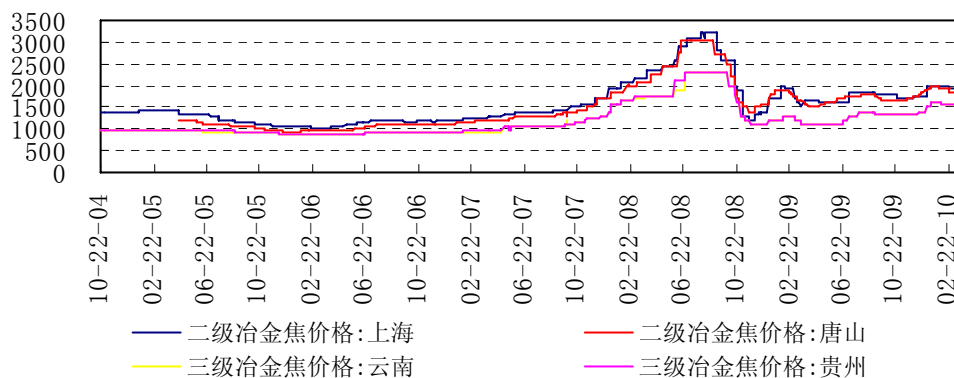
单位：元/吨



资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.14 冶金焦价格仍在高位盘整

单位：元/吨

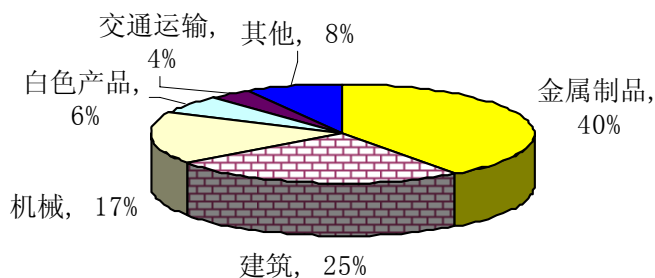


资料来源：Wind、东北证券金融与产业研究所整理

4.2.5 下游需求仍可看好

不锈钢产品已经渗透到我们生活中的各个领域。根据中国特钢协会不锈钢分会的统计，不锈钢产品主要应用于金属制品、建筑、机械、白色产品和交通运输等几大领域。其中金属制品、建筑、机械三大领域占据了 82% 的不锈钢需求。实际上高档不锈钢产品在电力、石油等领域的需求也有很大增长潜力。

图 4.15 不锈钢的需求结构

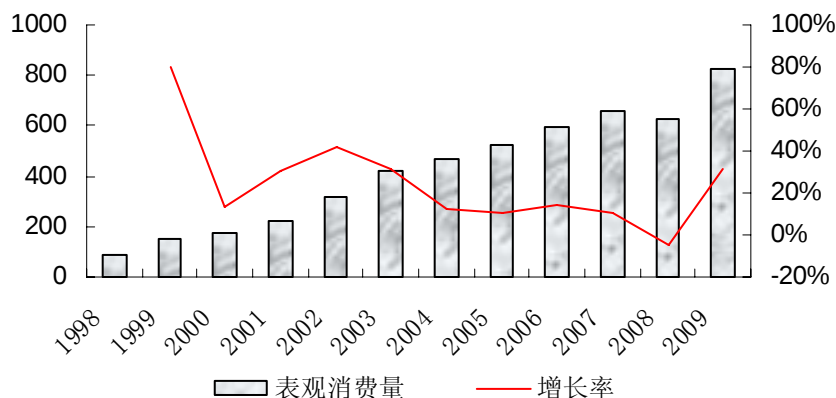


资料来源：中国特钢协会不锈钢分会、东北证券金融与产业研究所整理

近十年来，我国的不锈钢表观消费量一直保持递增态势（2008 除外）。2009 年，我国的不锈钢表观需求量达到 822 万吨，同比增长高达 31.73%。随着国内消费的逐渐升级，对中高端不锈钢产品的需求仍将持续增长。

图 4.16 不锈钢表观消费量整体呈增长态势

单位：万吨

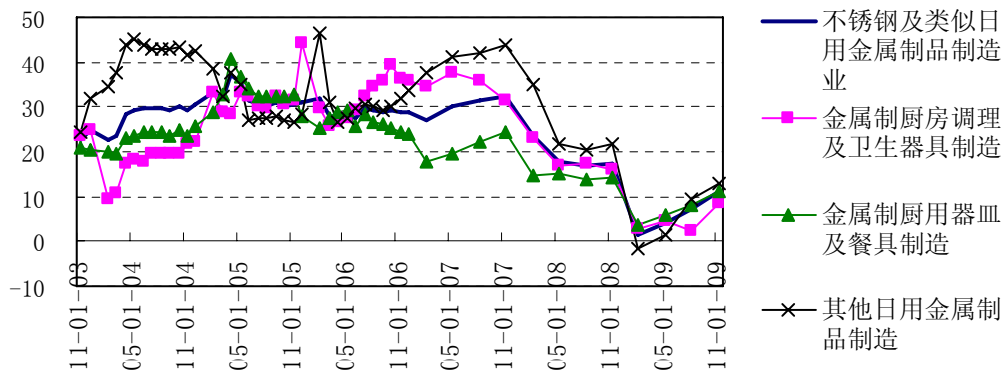


资料来源：中国特钢协会不锈钢分会、东北证券金融与产业研究所整理

2009 年下半年以来，不锈钢金属制品业的复苏趋势明显，有效地拉动了不锈钢的需求。此外，建筑业、汽车和家电等不锈钢行业的重点下游行业在 2010 年一季度的表现均比较抢眼。总的来说，2010 年，不锈钢行业的下游需求仍有望持续增长，行业的前景仍偏乐观。

图 4.17 不锈钢金属制品业的营收增速持续回升

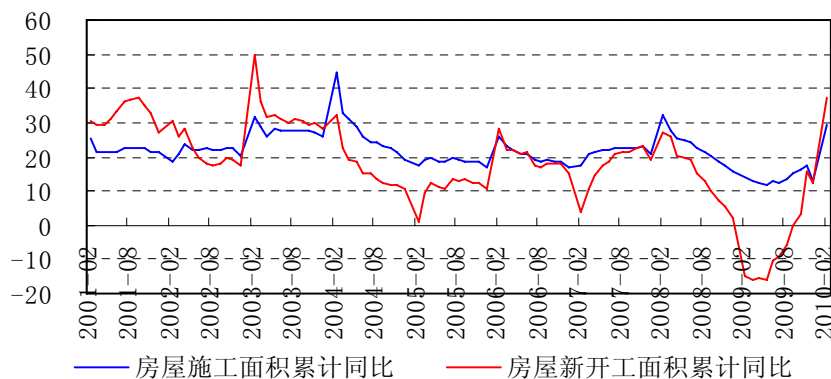
单位: %



资料来源: Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.18 房屋施工面积和新开工面积同比增速持续上升

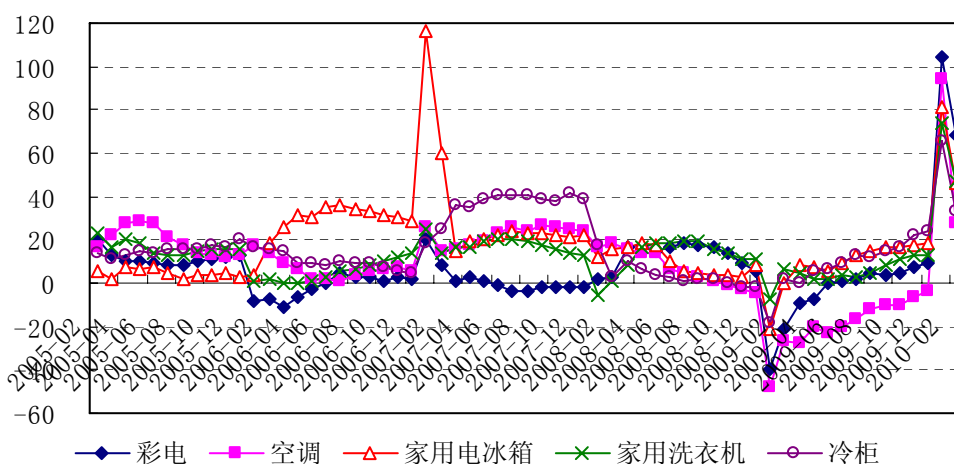
单位: %



资料来源: Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.19 家电行业的产量增速仍维持在高位

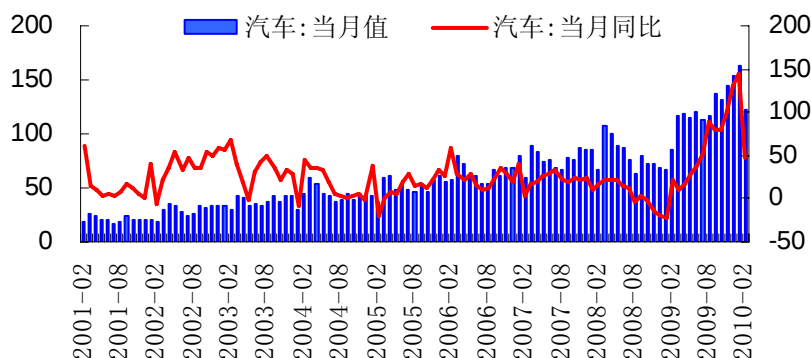
单位: %



资料来源: Wind、东北证券金融与产业研究所整理

图 4.20 汽车产量同比增长

单位: 万辆、%

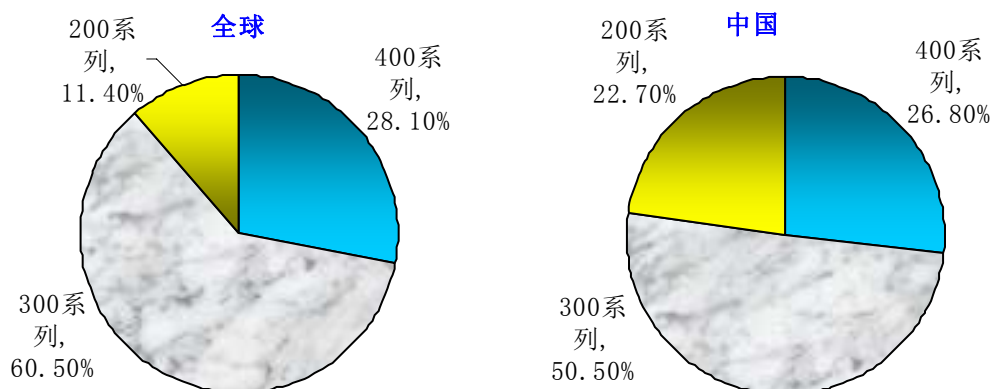


资料来源: Wind、东北证券金融与产业研究所整理

4.2.6 低端产能过剩影响行业发展

我国的不锈钢产业从无到有,到 2006 年超越日本成为世界上最大的不锈钢生产国,再到现在的自己率已经达到 80%,客观的说可谓进步神速,成果显著。但是我国的不锈钢产业在发展过程中存在的问题也十分突出。低端产能严重过剩是行业最大的不利因素。据中国特钢协会不锈钢分会统计,截止到 2008 年,我国的不锈钢产能就已经达到了 1300 万吨。在全球的不锈钢结构中,低档次的 200 系列不锈钢的比例已经降到 11.4%,而在我国则仍要占到 22.7%。目前一些具有特殊用途的高档次不锈钢仍需要进口。实际上,我国的不锈钢产业已经迎来了行业发展的必经之路“U 型谷底阶段”。未来只有那些技术先进,创新能力强劲,规模优势明显企业的发展前景才被看好。而那些缺乏竞争力的企业和低档次的产品将面临被市场淘汰的命运。

图 4.20 全球和中国的不锈钢结构



资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

五、盈利预测和估值

根据我们的预测，公司在 09、10、11 年的每股收益分别为 0.09 元、0.58 元、0.51 元，对应 2010 年 3 月 31 日收盘价 7.98 元的市盈率为 88.67、13.75、15.64 倍。考虑到公司原材料来源的优势和不锈钢业务的较大弹性，给予公司“推荐”的投资评级。

表 5.1 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	8,306,286	6,846,416	8,923,378	9,631,434
减：主营业务成本	7,451,761	6,306,783	7,903,381	8,631,577
减：主营业务税金及附加	29,399	12,324	16,062	17,337
营业费用	129,932	109,543	133,851	144,472
管理费用	285,963	273,857	339,088	346,732
财务费用	172,764	109,543	133,851	144,472
资产减值损失	114,696	-23,806	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	-13,334	0	0	0
二、营业利润	108,435	58,173	397,145	346,846
加：营业外收入	12,287	0	0	0
减：营业外支出	9,712	0	0	0
三、利润总额	111,011	58,173	397,145	346,846
减：所得税费用	-11,049	9,308	67,515	58,964
四、净利润	122,060	48,865	329,630	287,882
归属于母公司所有者的净利润	123,481	48,865	329,597	287,853
少数股东损益	-1,420	0	33	29
六、每股收益（元）	0.23	0.09	0.58	0.51

资料来源：东北证券金融与产业研究所

六、风险

过剩产能的无序释放给行业来一定的不确定性。。此外国家货币政策的调整也将对行业产生较大影响。

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。