

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

4 季度毛利回升 1 季度反而回落

事件描述

太钢不锈今日公布了 2009 年度报告,公司 2009 年度实现营业收入 718.28 亿元,同比下降 13.53%;实现利润总额 9.55 亿元,同比下降 13.99%;实现净利润 8.95 亿元,比上年降低 26.66%;实现 EPS0.16 元。

同日,公司公布了 2010 年 1 季报,报告期内实现营业收入 205.76 亿元,同比上升 65.48%;净利润 4.48 亿元;实现 EPS0.078 元。

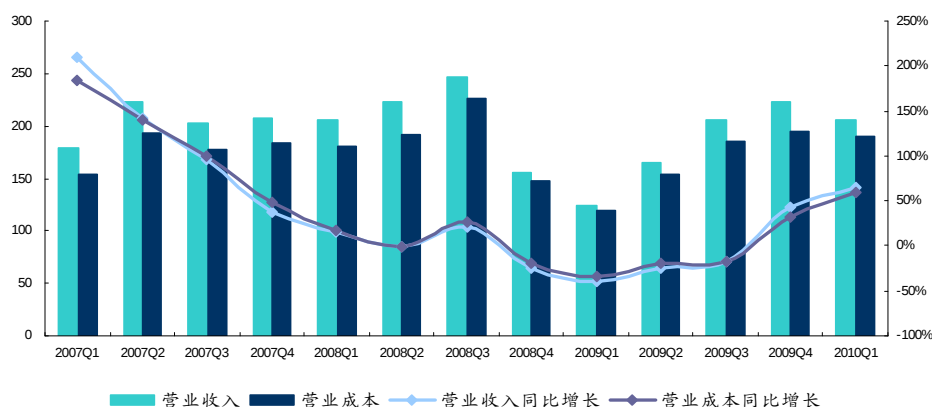
公司全年共产铁 817.69 万吨、产钢 945.61 万吨,其中不锈钢 247.97 万吨、产坯材 912.17 万吨,其中不锈钢坯材 223.40 万吨。公司不锈钢产量位居全球第一。

事件评论

第一,四季度主营收入较三季度回升明显,一季度环比下滑

公司四季度主营收入较三季度回升明显,但一季度主营环比有所下滑。

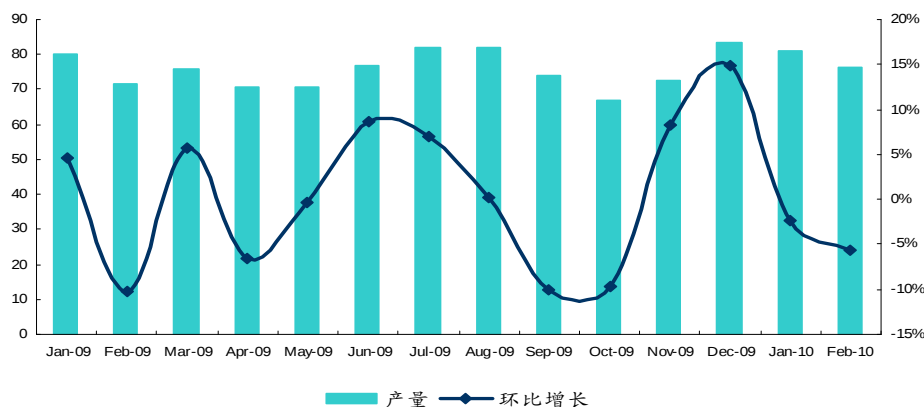
图 1: 四季度主营较三季度有所回升,一季度环比小幅下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究部

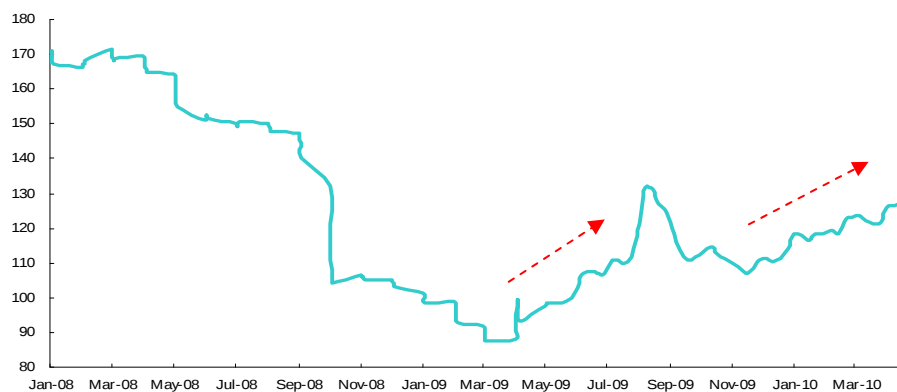
在公司四季度产量略低于三季度的情况下,四季度国内不锈钢价格的逐步回暖是公司四季度主营收入环比上升的主要原因。而一季度在不锈钢价格持续回升且产量并未有明显下滑的情况下主营收入却下降,存货的增长可能是主要原因之一。

图 2：公司四季度产量略小于三季度，但一季度前两月产量并未有明显下滑



资料来源：钢之家，长江证券研究部

图 3：Mysteel 国内不锈钢价格指数整体呈上升趋势

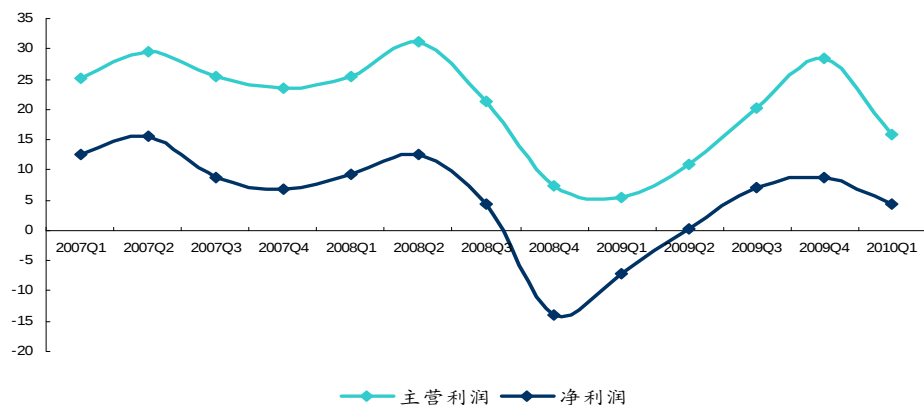


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

在四季度公司收入有所提升的情况下，公司主营利润也回升明显，主要原因在于四季度公司毛利率较三季度环比大幅提升。净利润上升幅度偏缓，主要原因在于四季度计提了 8.29 亿的资产减值准备。

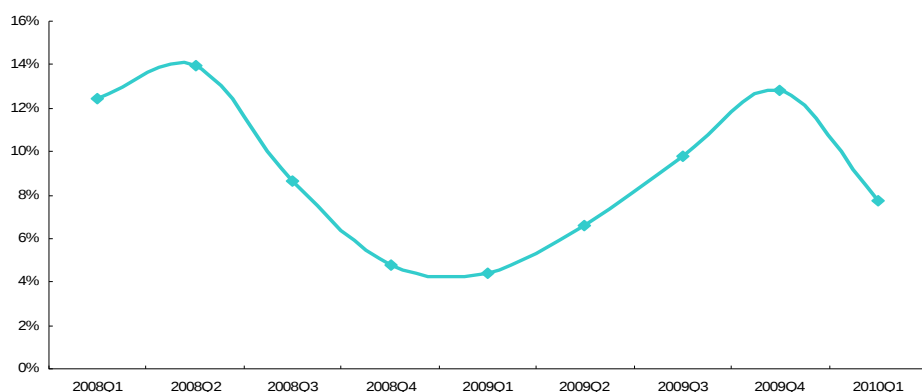
一季度主营利润及净利润均随主营收入的环比下滑而下滑，主要原因在于一季度毛利率明显下滑。收入比成本下降得更快是主要原因。

图 4：四季度公司主营利润及净利润皆有所回升，净利润上升趋势明显偏缓



资料来源：Wind，长江证券研究部

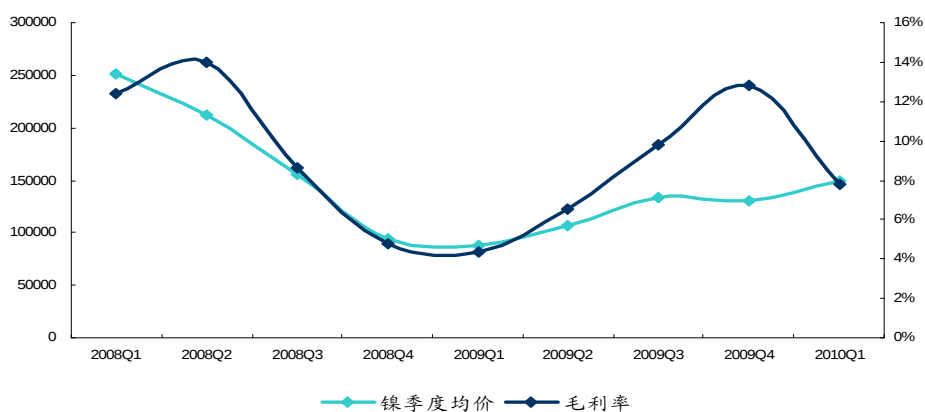
图 5：四季度销售毛利率较三季度增长明显，但一季度急剧下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

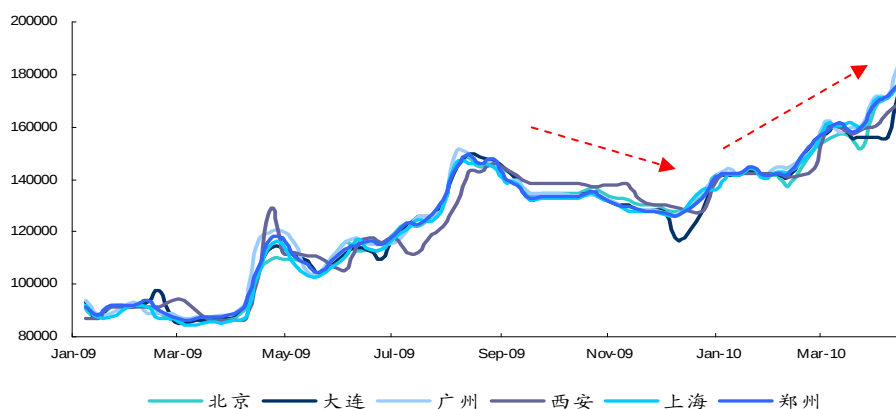
实际上四季度的不锈钢价格处于下降区间，但一季度已经开始企稳回升。与之相反的表现是公司四季度毛利率上升而一季度毛利率下降。原料成本的下降可能还无法具备足够的说服力，因为据我们观察，公司的毛利率表现基本与原料的镍价呈现正相关关系。

图 6：公司毛利率与镍价基本呈正相关关系而近期出现背离



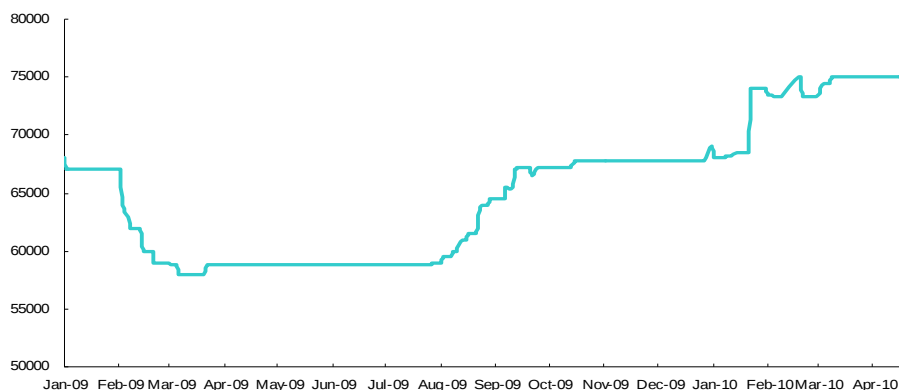
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：国内主要市场镍价（含税价）四季度有所下滑，但一季度大幅增长



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 8: 长江有色市场金属铬现货均价持续走高

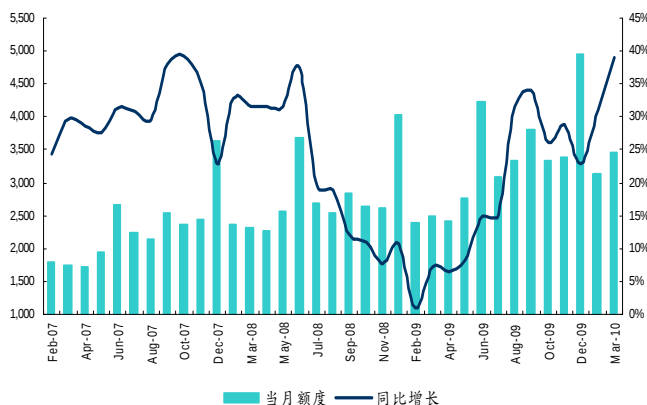


资料来源: Wind, 长江证券研究部

当然，短期出现背离是存在可能的，历史上 2008 年 2 季度也曾经发生过。我们猜测其中的原因可能在于公司销售价格滞后原料价格调整。不过这种情况应该无法持续。因此，如果镍价继续坚挺，公司 2 季度业绩应该有明显提升。

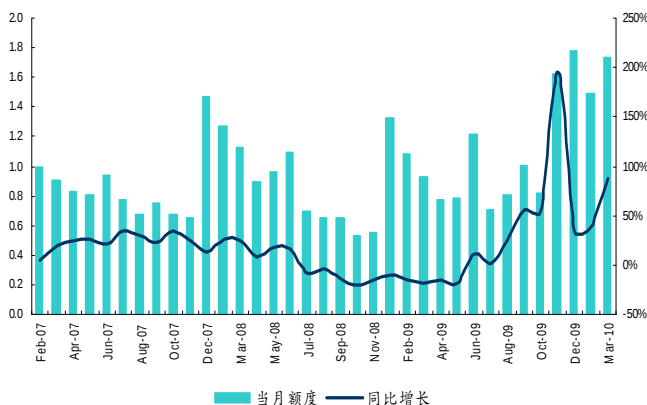
总的来说，公司 2009 年全年营业收入持续上升主要得益于不锈钢主要下游建筑、工业机械以及金属制品等（三大行业对不锈钢的总需求达到 80%以上）行业的持续复苏。

图 9: 房地产实际完成投资额(亿元)持续增长



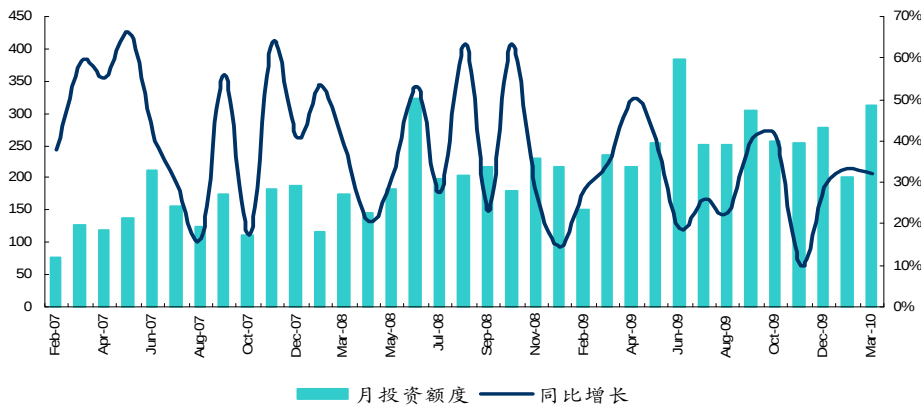
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 10: 房地产新开工面积(亿平方米)持续增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 11: 09 年金属制品业固定资产投资实际完成额同比回升明显

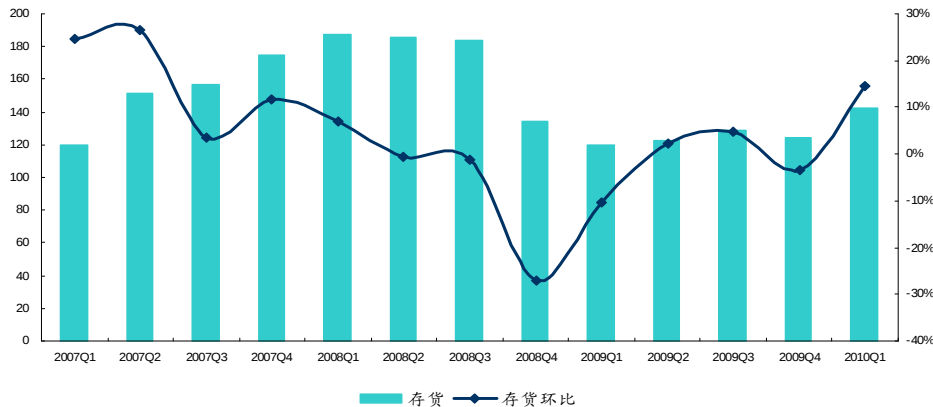


资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二, 存货 2009 年底环比稳定, 2010 年一季度大幅上升

2009 年全年公司存货变化不大, 环比持续稳定, 但公司 2010 年一季度存货大幅上升。由于一季度产量并未有明显下滑且不锈钢价格持续上升的情况下主营业收入又出现了环比下滑, 我们猜测, 一季度存货的上升可能更多的是库存商品。

图 12: 公司全年存货变化不大, 一季度上升明显



资料来源: Wind, 长江证券研究部

公司 2009 年底存货中原材料占比达到 46.89%, 较年初比例有所上升, 在产品及库存商品比例有所下降。从镍价近期持续上涨的走势上来看, 公司的库存结构在一定程度上有所受益。不过, 如果 1 季度新增的 18.08 亿元存货大部分是库存商品, 那么这种受益程度会减弱。

表 1: 公司存货基本为原材料和在产品

项目	期末余额 (亿元)			期初余额 (亿元)		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	59.01	0.81	58.19	45.51	3.81	41.71
辅助材料	1.57		1.57	1.60		1.60
修理用备件	4.73		4.73	5.44		5.44
低值易耗品	0.4		0.4	0.73		0.73
大型工具	4.21		4.21	3.46		3.46
在产品/自制半成品	28.62	2.61	26.01	40.72	2.70	38.03

库存商品	30.87	2.60	28.27	47.61	6.09	41.52
外购半成品	0.01		0.01	0.37		0.37
材料采购	0.02		0.02	0.11		0.11
委托加工物资	0.68		0.68	0.89		0.89
合计	130.12	6.02	124.10	146.44	12.59	133.85

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司 2008 年底计提的存货跌价准备在 2009 年度基本转销，但公司在 2009 年四季度仍计提了约 8.29 亿的存货跌价准备，其中主要是在产品和库存商品。虽然四季度原材料镍价及不锈钢价格基本持平，但期间呈现下滑后上升趋势，因此，考虑到公司存货周转大约在 2 个月左右，因此对前期高价镍的部分在产品和产成品计提一定的减值准备也属正常。而原材料的计提比例偏低也在一定程度上说明了公司在原料上采用了较快的周转方式。

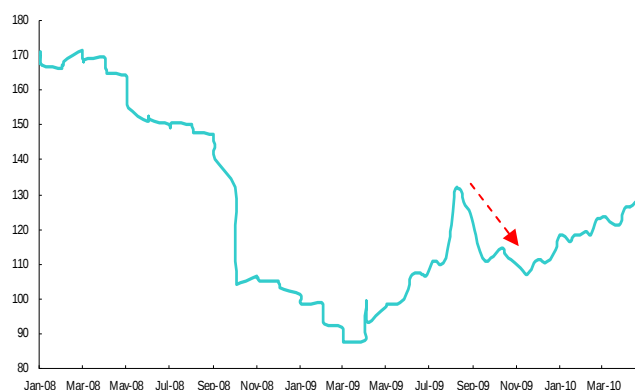
只是，在一季度不锈钢价格再次步入上行趋势时，公司并未对年末的存货跌价准备做任何转回。而且，一季度毛利率的下滑使得这部分存货在一季度出现转销的概率并不大。

表 2：公司存货周转天数逐步维持在二个月左右

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
存货周转天数	96.06	84.52	77.25	62.20	62.19

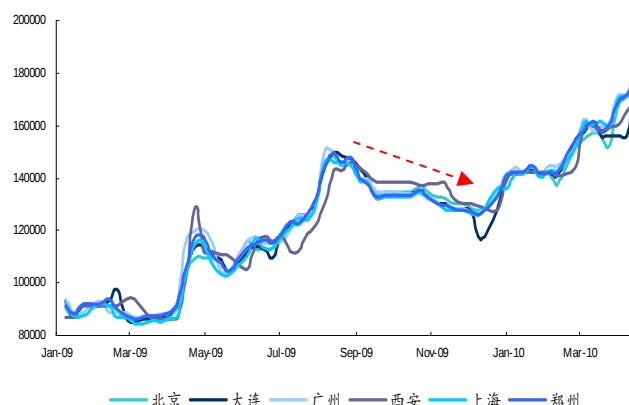
资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 7：不锈钢价格指数显示四季度不锈钢价格呈下滑趋势



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 8：国内主要市场镍价（含税价）四季度有所下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 3：存货跌价准备（亿元）

存货种类	期初账面余额	本期计提额	本期减少		期末账面余额
			转回	转销	
原材料	3.81	0.81	0.03	3.78	0.81
在产品	2.70	2.61		2.70	2.61
自制半成品	6.09	2.60		6.09	2.60
合计	12.59	6.02	0.03	12.56	6.02

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，公司综合毛利率较 08 年小幅下滑，不锈钢毛利率有所回升

民用不锈钢市场一直竞争激烈，这种局面可能在近几年都很难得到根本性改变。源于 2008 年底的全球经济低迷使得公司分产品的收入都出现了明显下降。

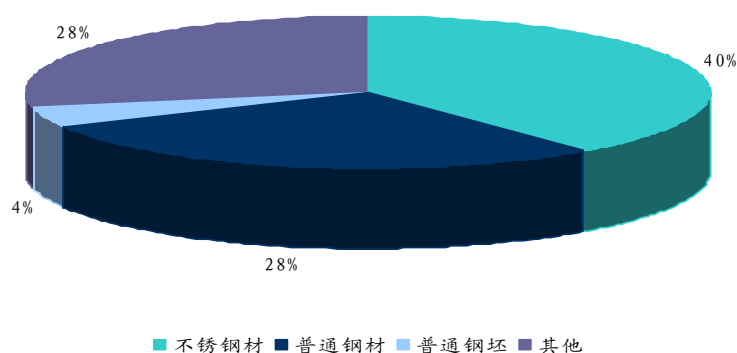
表4: 主营业务分产品明细表

分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业利润率 (%)	营业收入较上年 增减(%)	营业成本较上年 增减(%)	营业利润率较上 年增减(%)
不锈钢材	277.94	254.01	8.61	-11.26	-14.10	3.02
普通钢材	201.44	167.07	17.06	-37.46	-35.77	-2.19
普通钢坯	30.56	28.99	5.15	-42.64	-42.36	-0.45
其他	200.86	196.19	2.33	42.80	41.95	0.59
合计	710.79	646.25	9.08	-14.28	-13.17	-1.16

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

占主营约40%的不锈钢类产品09年毛利较08年有所上升,主要原因在于不锈钢材的营业成本较其营业收入下降更快。

图9: 公司不锈钢材占主营比例达40%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

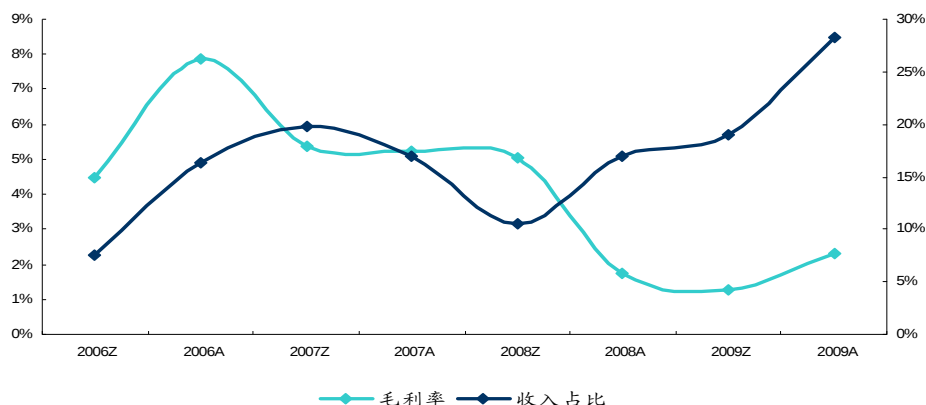
我们发现,一直毛利不高的其他产品占比正在不断上升,2009年已经占据了公司收入的三成左右。

表5: 其他业务占比在增加

	2006Z	2006A	2007Z	2007A	2008Z	2008A	2009Z	2009A
营业收入(亿元)	10.97	65.34	79.4	137.96	44.96	140.66	54.85	200.86
营业利润(亿元)	0.49	5.16	4.25	7.19	2.27	2.45	0.71	4.67
毛利率(%)	4.5	7.89	5.35	5.21	5.06	1.74	1.29	2.33
收入占比(%)	7.49	16.3	19.79	17.01	10.5	16.96	18.94	28.26

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 10：其他业务占比迅速提升但毛利没有太大改善

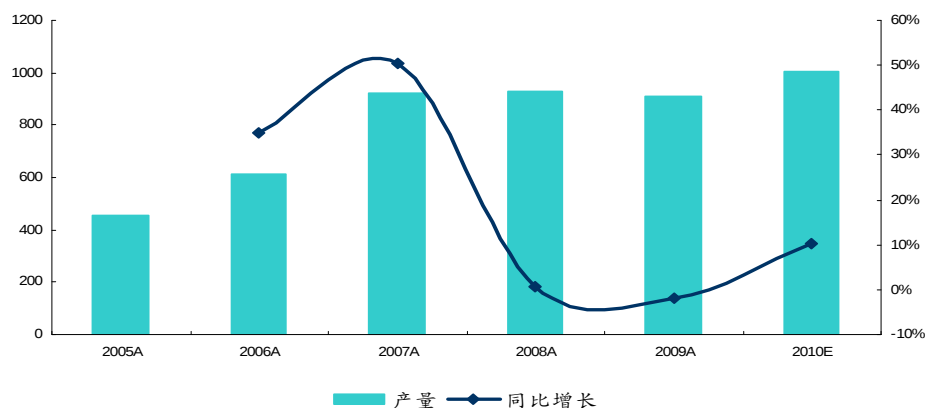


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，公司未来产能基本稳定，碳钢成本优势明显

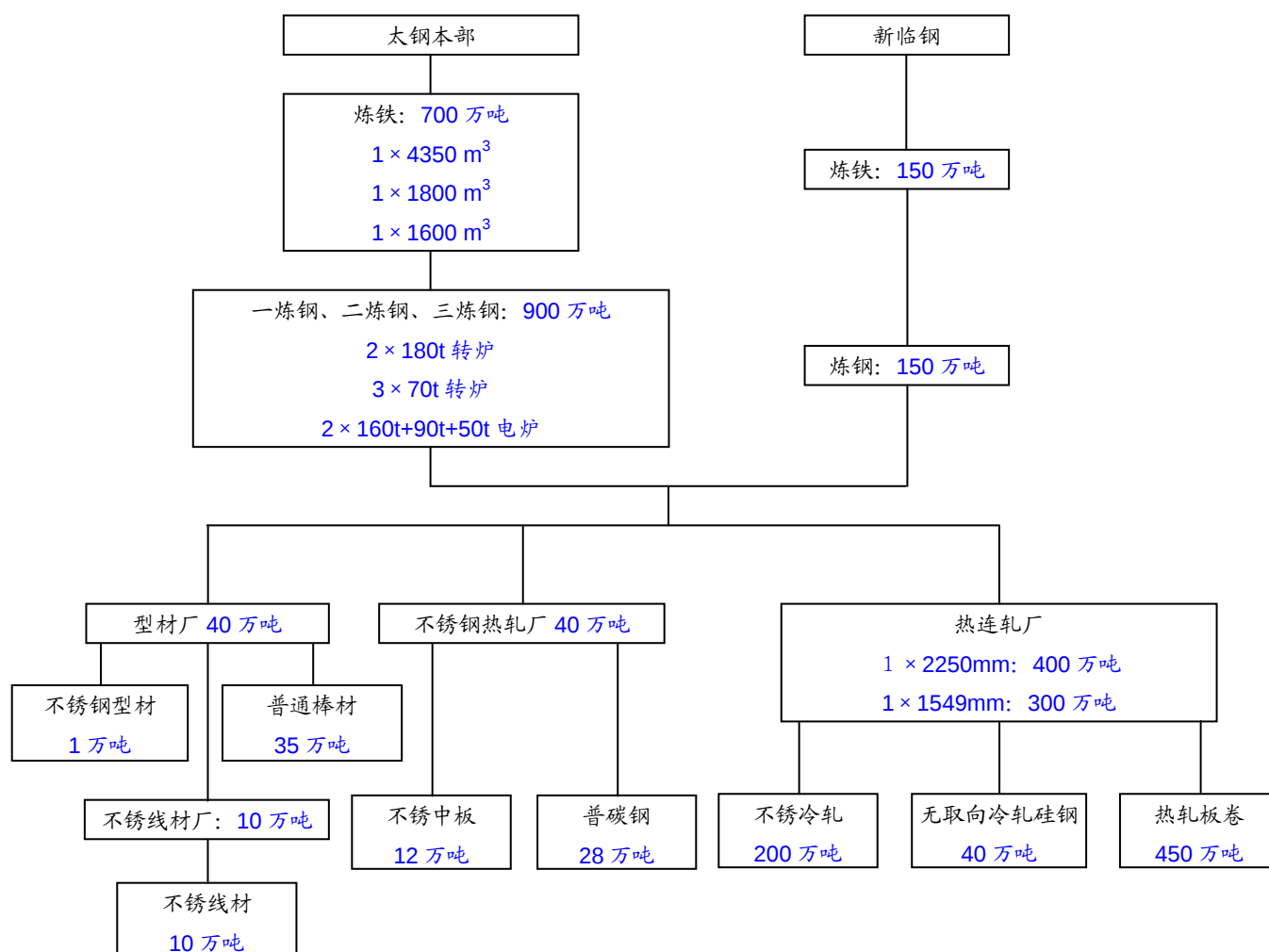
公司目前拥有1000万吨左右的钢材生产能力，在未来一段时间产能将保持基本稳定。2009年全年公司钢材产量912.17万吨，其中不锈钢材223.40万吨。2010年预计公司钢材产量在960万吨左右，其中不锈钢260万吨（冷轧120万吨，热轧酸洗50万吨，普通热轧60万吨，中板15万吨，线材10万吨，型材及其他5万吨），同时，公司计划将400系不锈钢比例从2009年的41%提升至45%，普碳钢方面，公司热轧板卷计划产量530万吨，无取向硅钢40万吨，临钢计划产量130万吨。

图 11：公司未来几年产能基本稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 12：太钢不锈钢生产线详细统计



资料来源：长江证券研究部

同时，由于集团公司充足的铁矿石供应以及自备电厂，使得公司碳钢成本优势明显。主要表现在以下几个方面：

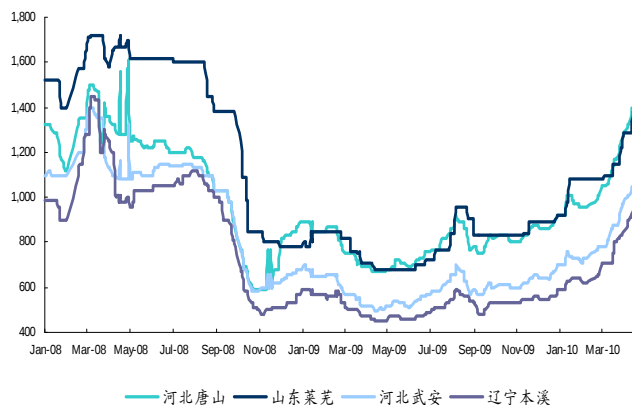
- 本部目前 700 万吨炼铁能力中所需铁矿石的 50%（600 万吨左右）由集团公司提供，采购价格在参考上一年度海关平均到岸价的基础上给予不少于 15% 的优惠。与市场持续攀升的铁矿石现货价格相比，公司在原料方面存在明显的优势；

图 13: 国内铁矿石港口价格持续上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 20: 国内主要城市铁矿石现货价格持续上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

- 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, 公司将拥有 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。

第五, 维持“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.44、0.78 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）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	71828	88104	100016	109348	货币资金	3337	8810	10002	10935
营业成本	65332	78282	87005	94837	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6496	9822	13011	14510	应收账款	1234	1590	1805	1974
% 营业收入	9.0%	11.1%	13.0%	13.3%	存货	12410	14774	16419	17897
营业税金及附加	108	132	150	164	预付账款	2959	3517	3908	4260
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1120	1410	1600	1750	流动资产合计	21397	30453	34135	37253
% 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	2761	3348	3801	4155	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	长期股权投资	861	861	861	861
财务费用	965	1511	1437	1200	投资性房地产	4	4	4	4
% 营业收入	1.3%	1.7%	1.4%	1.1%	固定资产合计	38777	36086	33240	30232
资产减值损失	591	8	5	4	无形资产	321	305	290	275
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-23	0	0	0	递延所得税资产	188	2	1	1
营业利润	929	3414	6018	7238	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	3.9%	6.0%	6.6%	资产总计	61548	67712	68530	68626
营业外收支	26	0	0	0	短期贷款	10885	12711	8160	2330
利润总额	955	3414	6018	7238	应付款项	7184	8584	9540	10398
% 营业收入	1.3%	3.9%	6.0%	6.6%	预收账款	2093	2555	2900	3171
所得税费用	60	853	1504	1809	应付职工薪酬	285	313	347	379
净利润	895	2560	4513	5428	应交税费	-21	99	165	197
归属于母公司所有者					其他流动负债	930	1078	1199	1308
的净利润	905.8	2526.1	4453.3	5356.1	流动负债合计	21357	25339	22312	17783
少数股东损益	-11	34	60	72	长期借款	18213	18213	18213	18213
EPS（元/股）	0.16	0.44	0.78	0.94	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
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	247	247	247	247
经营活动现金流净额	3667	6817	9248	10160	负债合计	39817	43799	40773	36243
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	20912	23059	26844	31397
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	819	853	914	986
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	21731	23912	27758	32383
固定资产投资	-5134	-1281	-1400	-1393	负债及股东权益	61548	67712	68530	68626
其他	-234	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-5368	-1281	-1400	-1393		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.159	0.443	0.782	0.940
股权融资	125	0	0	0	BVPS	3.67	4.05	4.71	5.51
银行贷款增加（减少）	-1420	1827	-4551	-5830	PE	45.41	16.28	9.24	7.68
筹资成本	1888	-1890	-2105	-2003	PEG	0.56	0.20	0.11	0.09
其他	-3773	0	0	0	PB	1.97	1.78	1.53	1.31
筹资活动现金流净额	-3180	-63	-6657	-7834	EV/EBITDA	11.75	7.10	4.91	3.95
现金净流量	-4882	5473	1191	933	ROE	4.3%	11.0%	16.6%	17.1%

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。