



上市公司调研简评研究报告

钢铁

矿山资产注入可持续关注

太钢不锈（000825）

调研目的

我们近期到太钢不锈进行了实地调研，就公司生产经营情况与未来发展战略同公司董秘和证代做了深入交流。

调研结论

1. 公司产能扩张基本结束，在兼并重组方面也没有实质行动，我们认为公司未来不会再进行产能的扩张，而是在产品结构调整方面多下文章，不断提高不锈钢产品的档次，巩固公司在不锈钢领域的龙头地位，强化在电工钢和高强钢产品方面的优势。
2. 短期来看，由于行业三季度进入调整期，公司产品的盈利水平难免受到影响，三季度公司的盈利不容乐观，短期基本面风险较大。
3. 公司矿山资产注入还是值得期待，由于公司袁家山铁矿 2011 年底才能投产，所以我们认为短期内注入的可能性不大，但是矿山资产注入的预期还是很强烈，在投产前的 1 年多时间内，都要持续的关注。
4. 公司新建的不锈钢管项目是十分值得期待的，尤其是其中相当一部分产品为核电用不锈钢管，产品档次高，盈利能力强，国内目前能生产的公司不多，将成为未来公司盈利的一个主要增长点，应给予充分关注。

我们认为公司未来在不锈钢领域将继续巩固其行业龙头地位，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.27 元、0.38 元、0.52 元，维持公司“增持”评级。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	71,828.36	83,398.11	89,099.92	97,478.41
主营收入增长率	-13.53%	16.11%	6.84%	9.40%
EBITDA（百万）	5,673.00	5,894.29	6,913.28	8,054.13
EBITDA 增长率	-6.55%	3.90%	17.29%	16.50%
净利润（百万）	895.16	1,559.49	2,162.29	2,975.80
净利润增长率	-26.65%	70.33%	38.65%	37.62%
ROE	4.28%	7.13%	9.22%	11.52%
EPS（元）	0.16	0.27	0.38	0.52
P/E	34.84	20.45	14.75	10.72
P/B	1.51	1.44	1.35	1.22
EV/EBITDA	10.10	9.53	8.04	6.72

维持

增持

王喆

wangzhebj@csc.com.cn

010-85130210

执业证书编号：S1440209070376

当前股价：5.54 元

目标价格 6 个月：6.00 元

调研日期：2010 年 07 月 07 日

发布日期：2010 年 07 月 13 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
-2.0/1.8	-32.8/-11.8	-38.3/-17.7
12 月最高/最低价（元）		12.86/4.75
总股本（万股）		569,625
流通 A 股（万股）		228,889
总市值（亿元）		313
流通市值（亿元）		126
近 3 月日均成交量（万）		2,310
主要股东		
宝钢集团有限公司		1.79%

股价表现





公司目前生产经营情况

从产能上看，公司未来没有扩产计划，目前公司生产基本就是按照年初定的计划组织安排，上半年钢，材产量略低于全年计划的 50%，基本算是完成计划，6 月份公司也是基本满产，并没有检修减产的情况。公司厂内库存水平也不高。

从盈利 5 月份之后受到市场影响，公司产品毛利水平下降较快，目前普通热轧板毛利不到 5%，300 系不锈钢的毛利也不足 5%，400 系不锈钢略高一些大概 8% 左右，其他一些高强钢，硅钢，车轴钢利润水平相对较高，但是总体的盈利能力比较弱。

集团公司供应铁矿石占比较高，未来有矿山资源注入预期

按照公司目前 800 万吨铁产量计算的话公司年铁矿石需求量约 1300 万吨，其中集团公司约能供应 600 万吨左右的铁矿石，进口矿约 550 万吨，其他的采购国内现货矿。进口矿中绝大部分是协议矿，其中澳大利亚占比 60% 以上，海运费基本都是市场价。目前进口矿的成本较高，到厂含税的成本约 1400 元/吨，而目前国内现货矿的到厂成本只有约 1100 元/吨，所以近期公司也加大了采购地方矿的力度，以确保公司降低炼铁成本。

太钢集团目前供应股份公司的铁矿石主要来自峨口和尖山铁矿，总储量约 3—4 亿吨，集团公司供股份公司的铁矿石价格在海关前半年度的进口均价基础上优惠不低于 15%，而且不会高于现货价，所以这方面公司的用矿成本不高。

公司吕梁袁家山铁矿 2011 年底投产，股份公司股份占比不低于 35%，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，我们认为，集团公司未来将此矿山股份注入上市公司的可能性较大。

公司目前自炼焦炭基本能自给，所使用的焦煤都是山西的，主要从山焦等大的集团采购，采购价格上能比市场价有点优惠，由于运费省，采购量能保证，所以公司在焦煤成本上有一定的优势。另外集团公司目前在吕梁地区同山西大型的煤矿集团共同掌握了一座大型焦煤矿资源，所以股份公司在焦煤资源方面有可靠的保障。

新建不锈钢管项目定位高端，将成为未来公司利润增长点

公司同天津钢管合作成立的不锈钢无缝钢管项目已经开始投产，公司股份占比 60%，项目重点产品为核电用不锈钢管，投资逾 20 亿元，不锈钢管产能约 5 万吨/年，项目前期拉拔、穿孔机组均已投产，热挤压机组也已调试完毕，核电用不锈钢无缝钢管机组正在建设，预计将于 2010 年年底投产。目前已经能够生产小口径的不锈钢无缝钢管，待大口径几组建成后，核电用管也能生产，公司产品定位高于久立特材，目前核电用不锈钢管价格约 10 万元/吨，我们认为此项目将在未来成为公司一个新的盈利增长点。

另外，公司同天管集团在天津还有一个焊管的合作项目，双方各 50% 的股权比例，一期形成 45 万吨产能，二期最终达到 60 万吨，目前尚未开工建设。

公司目前产能及设备情况

炼铁设备：目前公司拥有高炉 3 座：1600M3、1800 M3 和 4350M3 高炉各一座，年铁水生产能力 700 万吨。

炼钢设备：

一炼钢：50T 一座电炉，生产能力 50 万吨/年，钢坯完全供优特钢生产。

二炼钢：转炉 5 座，其中 70T 转炉 3 座，180T 转炉 2 座，另外还有 160T 电炉 2 座，炼钢能力约 700



万吨。

三炼钢：90T 电炉一座，生产能力 40 万吨/年，钢坯完全供不锈钢生产。

轧钢设备：

热轧厂：

公司目前有 1549mm 热轧生产线一条（老线），产能约 300 万吨；

2250mm 热轧生产线一条（新线），产能约 400 万吨；

其中约有 300 万吨热轧不锈钢能力。

冷轧厂：冷轧不锈钢生产线两条。

其中：1200mm 冷轧生产线一条（老线），产能约 90 万吨/年；

2100mm 冷轧生产线一条（新线），产能约 124 万吨/年，其中有 20 万吨热轧酸洗不锈钢板卷生产能力。

冷轧硅钢厂：2300mm 可逆式宽幅冷轧机生产系统一套，无取向硅钢产能约 40 万吨/年。

热轧中板厂：3300mm 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。

型材厂：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，生产能力约 40 万吨/年。

不锈钢线材厂：不锈钢线材生产线一条，生产能力 10 万吨/年，08 年产量 7 万吨。

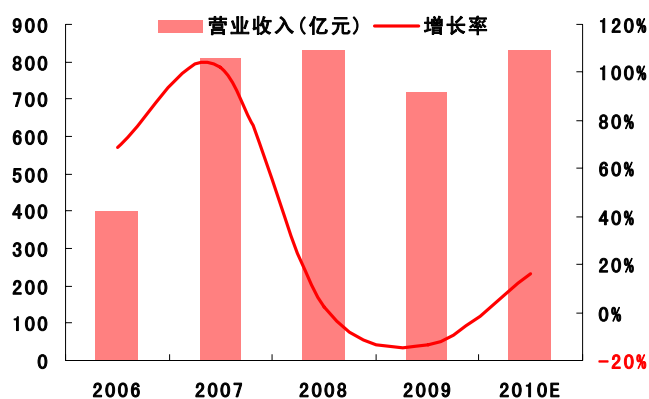
我们的观点：

1. 公司产能扩张基本结束，在兼并重组方面也没有实质行动，我们认为公司未来不会再进行产能的扩张，而是在产品结构调整方面多下文章，不断提高不锈钢产品的档次，巩固公司在不锈钢领域的龙头地位，强化在电工钢和高强钢产品方面的优势。
2. 短期来看，由于行业三季度进入调整期，公司产品的盈利水平难免受到影响，三季度公司的盈利不容乐观，短期基本面风险较大。
3. 公司矿山资产注入还是值得期待，由于公司袁家山铁矿 2011 年底才能投产，所以我们认为短期内注入的可能性不大，但是矿山资产注入的预期还是很强烈，在投产前的 1 年多时间内，都要持续的关注。
4. 公司新建的不锈钢管项目是十分值得期待的，尤其是其中相当一部分产品为核电用不锈钢管，产品档次高，盈利能力强，国内目前能生产的公司不多，将成为未来公司盈利的一个主要增长点，应给予充分关注。

我们认为公司未来在不锈钢领域将继续巩固其行业龙头地位，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.27 元、0.38 元、0.52 元，维持公司“增持”评级。

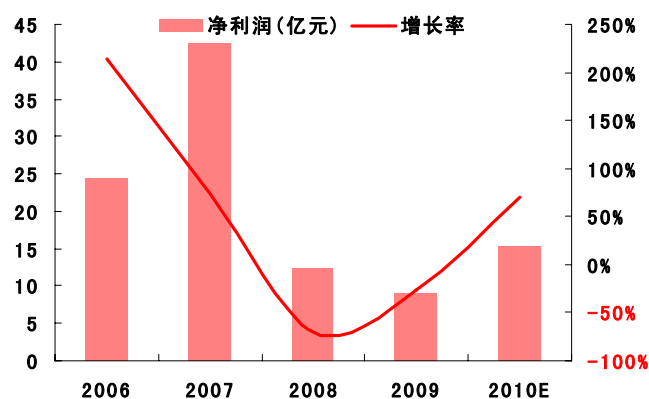


图 1：公司近年来营业收入及增长



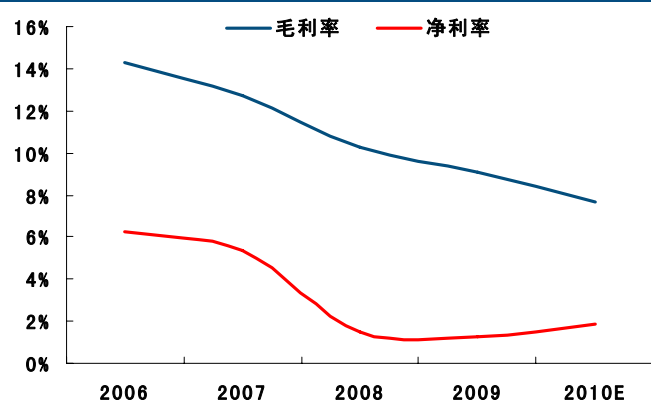
资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 2：公司近年来净利润及增长



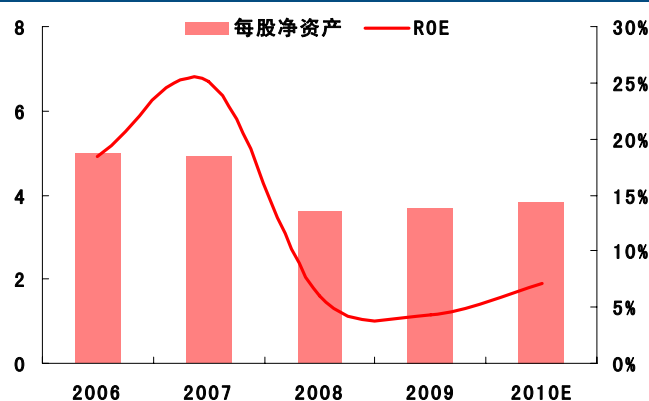
资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 3：公司近年来综合毛利率和净利率



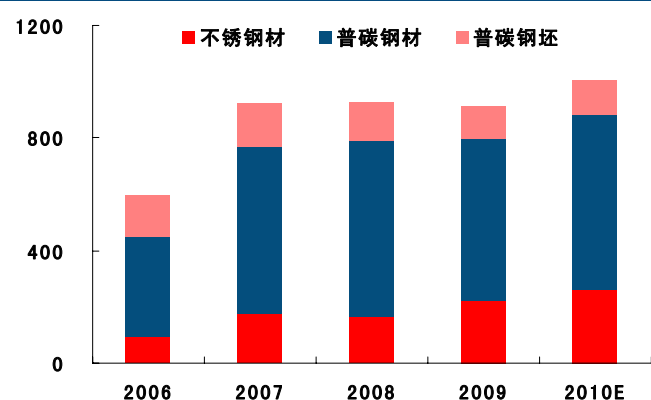
资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 4：公司近年来每股净资产和 ROE



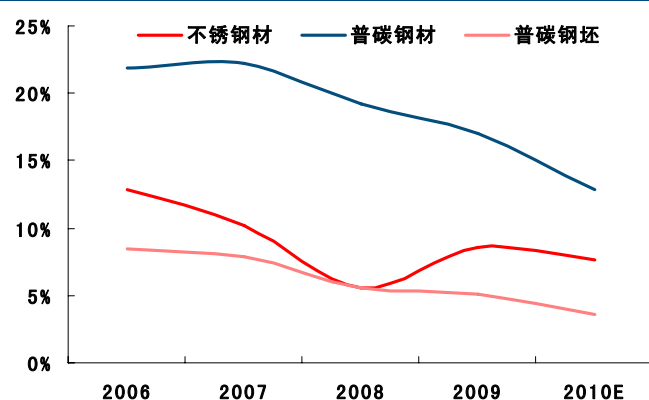
资料来源：公司财务报表 中信建投证券公司研发部

图 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 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

	2008A	2009A	2010F	增长率	2011F	增长率	2012F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	83,062.86	71,828.36	83,398.11	16.11%	89,099.92	6.84%	97,478.41	9.40%
营业成本	74,517.61	65,331.90	77,013.50	17.88%	81,873.57	6.31%	89,064.00	8.78%
营业费用	1,299.32	1,119.74	1,284.33	14.70%	1,372.14	6.84%	1,501.17	9.40%
管理费用	2,859.63	2,760.77	2,001.55	-27.50%	2,138.40	6.84%	2,339.48	9.40%
财务费用	1,727.64	965.24	1,282.56	32.88%	1,224.16	-4.55%	1,169.84	-4.44%
投资收益	-133.34	-23.33	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	1,084.36	928.92	1,732.77	86.53%	2,402.55	38.65%	3,306.45	37.62%
利润总额	1,110.11	954.81	1,732.77	81.48%	2,402.55	38.65%	3,306.45	37.62%
所得税	-110.49	59.65	173.28	190.48%	240.25	38.65%	330.64	37.62%
净利润	1,220.61	895.16	1,559.49	74.21%	2,162.29	38.65%	2,975.80	37.62%
NOPLAT	3,091.88	1,775.83	2,713.80	52.82%	3,264.04	20.28%	4,028.66	23.43%
资产负债表（百万元）								
货币资金	8,241.66	3,337.27	3,335.92	-0.04%	3,564.00	6.84%	3,899.14	9.40%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	2,807.48	1,133.59	1,462.32	29.00%	1,562.30	6.84%	1,709.21	9.40%
预付款项	3,290.86	2,958.66	3,035.67	2.60%	3,117.54	2.70%	3,206.61	2.86%
存货	13,385.33	12,409.99	11,604.77	-6.49%	12,337.11	6.31%	13,420.60	8.78%
流动资产合计	28,704.05	21,396.68	20,698.13	-3.26%	21,926.50	5.93%	23,707.63	8.12%
非流动资产	36,413.76	40,151.53	42,850.84	6.72%	43,564.27	1.66%	43,986.42	0.97%
资产总计	65,117.81	61,548.21	63,548.97	3.25%	65,490.77	3.06%	67,694.05	3.36%
短期借款	14,511.52	8,610.69	7,081.45	-17.76%	6,777.34	-4.29%	5,552.22	-18.08%
应付帐款	6,465.52	5,465.17	8,439.84	54.43%	8,972.45	6.31%	9,760.44	8.78%
预收款项	1,945.15	2,093.25	2,260.04	7.97%	2,438.24	7.88%	2,633.20	8.00%
流动负债合计	28,455.05	21,357.00	22,414.32	4.95%	22,860.97	1.99%	22,677.90	-0.80%
非流动负债	15,377.75	18,460.23	18,413.81	-0.25%	18,316.30	-0.53%	18,296.47	-0.11%
少数股东权益	757.00	819.22	835.90	2.04%	859.04	2.77%	890.87	3.71%
母公司股东权益	20,528.00	20,911.76	21,884.94	4.65%	23,454.47	7.17%	25,828.81	10.12%
净营运资本	249.00	39.68	-1,716.19	N/A	-934.47	N/A	1,029.74	N/A
现金流量表（百万元）								
净利润	1,220.61	895.16	1,559.49	74.21%	2,162.29	38.65%	2,975.80	37.62%
折旧摊销	3,258.72	3,778.84	2,878.96	-23.81%	3,286.57	14.16%	3,577.85	8.86%
净营运资金增加	192.75	-209.32	-1,755.87	N/A	781.72	N/A	1,964.20	151.27%
经营活动产生现金流	3,530.66	3,666.81	8,599.85	134.53%	6,423.49	-25.31%	7,319.54	13.95%
投资活动产生现金流	-6,400.83	-5,368.04	-5,578.27	N/A	-4,000.00	N/A	-4,000.00	N/A
融资活动产生现金流	7,211.06	-3,180.31	-3,022.93	N/A	-2,195.41	N/A	-2,984.41	N/A
现金净增（减）	4,340.89	-4,881.53	-1.35	N/A	228.07	N/A	335.14	46.94%



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、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

王喆：中国人民大学数量经济学硕士，钢铁行业分析师。3 年钢铁行业从业经验，2007 年进入证券行业，一直专注于研究宏观经济周期与钢铁行业运行之联系，将行业基本面分析与公司财务分析相结合，致力于发掘行业内最有投资价值上市公司。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

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

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

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。