

增持 维持

太钢不锈（000825）

2010 年 8 月 2 日

还是矿山和不锈钢

钢铁行业：刘彦奇
SAC 执业证书编号：S0850207120452
liuyq@htsec.com
021-23219391

上半年公司生产和销售都不错，但利润稍差于历史水平。公司上半年生产和销售都不错，任务完成过半。根据公开资料估计，上半年应该完成 360 万吨左右的碳钢产量，不锈钢产量应该在 140 万吨左右。不锈钢分类中，公司只有 300 系列和 400 系列不锈钢，根据往年经验，这二者比例约为 6:4，因此，上半年不锈钢 300 系列产量估计为 84 万吨，400 系列不锈钢产量约为 56 万吨，但因为今年 400 系列不锈钢要好于 300 系列，估计其比例也可能发生微调。从估计的数据看，目前已经基本上达到年 300 万吨的产量，整个不锈钢产线产能已基本全部发挥，但从今年不锈钢价格和成本核算看，利润整体上逊于历史水平。

未来公司将更加依赖不锈钢，不锈钢地位也更加凸显。我们认为中国钢铁工业未来五年左右可能进入缩量阶段，此外，周期性决定了未来两年钢铁工业仍是这一轮周期的低谷阶段。公司普碳钢在我国钢铁行业内规模并不算太大，竞争优势也不太明显，因此一旦钢铁行业进入景气低谷或者进入缩量阶段，公司普碳钢生存压力将会加大，但根据研究合金钢（包括不锈钢）消费在节奏上慢于普碳钢，在普碳钢消费达到顶峰后会继续发展，因此未来公司将会更加依赖 不锈钢，这也正是公司努力的方向和成果。

根据测算，目前公司普碳钢盈利能力好于不锈钢，400 系列盈利能力好于 300 系列。据测算，目前公司普碳钢毛利要好于不锈钢，估计还能有少量净利润，主要盈利产品集中在结构钢和特钢，比如车轴用钢、硅钢等。不锈钢中，400 系列由于成本较低且比 300 系列易于控制，更重要的是 400 系列应用范围和消费量增长较快，使得公司 400 系列的盈利好于 300 系列。目前公司 300 系列产品占不锈钢比例为 55%，400 系列产品占不锈钢比例为 45%，公司只有这两种主要不锈钢产品。虽然公司也在不断开发其它新品种，但由于用量限制，批量都不大，难以对整体利润带来明显提升。

我们仍看好不锈钢潜力。主要是消费观念升级和领域扩大。据我们了解，之所以目前国内大牌不锈钢生产企业盈利普遍不好，与国内不锈钢下游消费观念存在很大关系。最明显的就是下游用户普遍采用较为廉价的 200 系列不锈钢代替 400 系列或者 300 系列，而在同样的领域，国外都已经采用 300 系列不锈钢，包括部分建筑领域、室内装饰、街道栏杆、生活器具，但国内用户由于专业知识、廉价和换代更新快的原因，而宁愿选择 200 系列产品。从国外不锈钢发展历程来看，这是一个将要超越的阶段。其次，在工业用途上，比如火车货运机车、地铁，也开始大量使用 300 系列不锈钢，主要是这种车厢一次性成本虽然很高，但使用寿命大大提高，根据实际应用范例，反而明显节约成本，公司为大秦铁路定制的 300 系列不锈钢车厢已经批量应用。但医疗领域的不锈钢应用提高并不明显。

公司库存正常，不锈钢价格倒挂，但没有减产，预期未来不锈钢价格将进一步下调。目前原料价格处于下降通道，公司严格监管库存，目前库存一直维持正常水平。此外，虽然行情不太好，但公司似乎也没有减产，主要是从市场份额角度考虑。目前不锈钢价格有一定程度的倒挂，太钢不锈 2010 年 7 月 6 日至 7 月 12 日协议户协议内 304/2B 不锈钢冷轧板材出厂价格为 21260 元/吨，但电子盘价格 7 月 12 日为 20760 元/吨，而现货市场为 20700 元/吨，倒挂已经比较严重，因此未来即使不进一步下调出厂价格，也会在结算时加大补差力度。目前 430/2B 不锈钢出厂价为 11120 元/吨，无锡 430/2B 价格为 10400 元/吨，也有一定程度的倒挂。

不锈钢无缝钢管项目前景看好。公司占不锈钢无缝钢管项目 60%的股权，天津大无缝占 25%，其它股权由河南一公司持有。不锈钢无缝钢管项目年产 5 万吨不锈钢无缝钢管，是山西省重点工程，该套系统由德国 SMS 公司与 IHWT 公司共同设计，液压系统压力达到 320MPa，是目前国内最大的液压系统，也是目前世界规模最大的不锈钢无缝钢管生产线，可轧口径范围为 6mm-530mm，具有世界先进水平。产品为中高端不锈钢及其他高合金材料的无缝钢管，主要应用于石油、石化、锅炉电站、核工业等行业。该产线覆盖直径跨度较大，最大可产直径接近 600mm 的无缝钢管，覆盖了许多无缝管竞争对手的直径范围。2009 年 12 月 16 日，太钢不锈钢无缝钢管工程 6000 吨挤压机顺利挤出第一根不锈钢无缝钢管，但

由于此套系统有多条生产线组成,因此,下半年全部系统才完全投产。从目前情况看,生产情况比较理想,从市场情况看,也恰逢我国核电大发展的黄金岁月,市场前景预期好。

袁家村矿的投产将为公司带来业绩支撑。集团承诺将来持有不超过 35%的股权。目前矿石进度尚可,主要问题在征地方面。但我们分析,这些主要是补偿多少的问题,太钢已经大笔投入,应该不会因此影响工程,我们认为乐观点考虑,最快明年底可以投产。根据周围矿山铁精粉开采成本情况进行估计,我们认为袁家村矿山精粉成本在 300 元左右,属于较低的成本,而根据 Mysteel 统计的全国各地矿山精粉价格,山西精粉价格高于全国大部分地区,因此中间有较为可观的毛利率。目前铁精粉价已经大幅下跌,但公司采购的国内现货矿到厂家也在 1000 元附近,扣除税和运费,矿山价格在 800 元左右,因此可以看到,离太钢很近的袁家村矿很有竞争力,当然这些矿,包括集团尖山俄口都是为公司服务的。我们粗略估算,不算股本扩张,达产后这些矿石能够给股份带来约 10 亿元的利润,保守按照 12 倍市盈率计算(我们认为可以给予 15 倍),也可以 2.0 元/股。因此长远看,目前公司低估明显。

临汾钢铁。临汾钢铁产能 200 万吨,其产品结构与公司产品结构不同,因而公司与临汾钢铁不存在同业竞争关系,预期公司暂无整合计划。

公司对未来市场持谨慎态度。公司不断调整对市场研判,从目前情况看,公司对普碳钢和不锈钢都吃谨慎态度,订单生产,库存适中,随时准备应对市场情况。对下半年,公司持谨慎态度。

盈利预测和投资评级。根据我们对未来两年不锈钢和普碳钢行情的测算,在不考虑股本扩张的情况下,我们认为公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.26 元和 0.32 元。考虑到未来袁家村矿山的贡献,以及虽然我们中长期对普碳钢偏中性,但我们对不锈钢还是偏乐观,综合考虑给予公司“增持”评级。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘彦奇：钢铁行业分析师

重点研究上市公司：鞍钢股份、宝钢股份、武钢股份、太钢不锈、济南钢铁、唐钢股份、承德钒钛、八一钢铁、杭钢股份、重庆钢铁。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。