

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

普钢表现略好于不锈钢，费用增加拖累 2 季度业绩

事件描述

太钢不锈今日公布 2010 年半年度报告, 报告期内公司共实现营业收入 434.19 亿元, 同比增长 49.94%; 营业成本 393.65 亿元, 同比增长 44.03%; 净利润 8.27 亿元, 去年同期为 -6.99 亿元; 实现 EPS 为 0.142 元, 其中 1 季度实现 0.078 元, 2 季度实现 0.064 元。

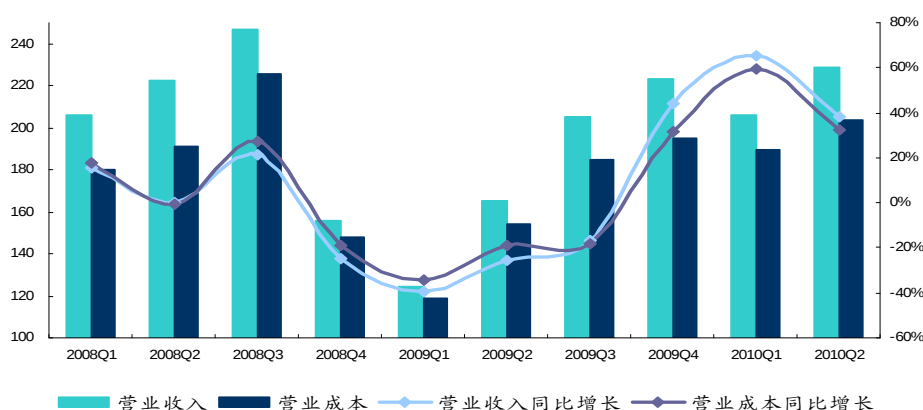
报告期内公司生产坯材 493.20 万吨, 比去年同期 449.25 万吨增长 9.78%, 其中不锈钢材 130.24 万吨, 比去年同期 104.97 万吨增长 24.07%。

事件评论

第一，2 季度营业收入与营业成本同比大幅上涨，但增速低于 1 季度，环比收入涨幅快于成本

2 季度营业收入为 228.43 亿元, 同比增长 38.24%, 1 季度增速为 65.48%; 营业成本为 203.85 亿元, 同比增长 32.03%, 1 季度增速为 59.60%。

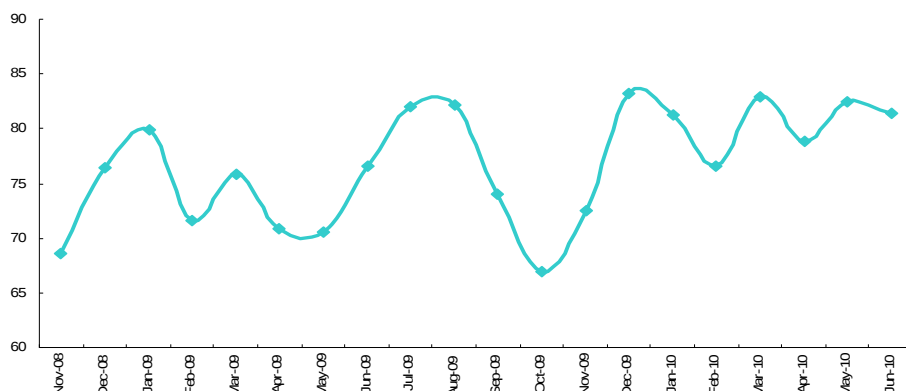
图 1：2 季度营业收入与营业成本同比大幅上升，但增速低于 1 季度



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

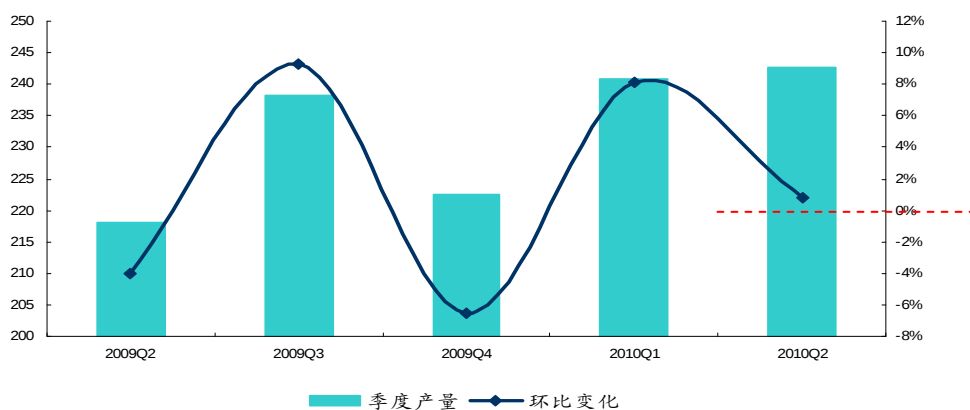
从公司产量情况来看，2 季度各月份产量小幅波动，环比 1 季度变动不大。

图 2：公司 2 季度各月份产量维持基本稳定，小幅波动



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

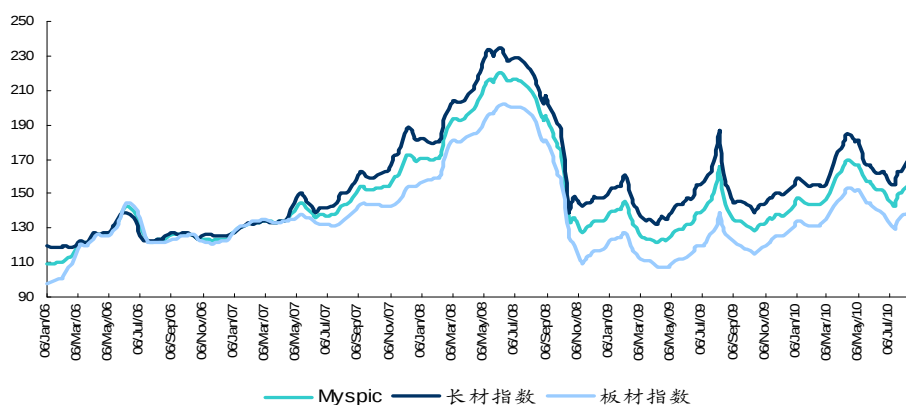
图 3：2 季度产量环比 1 季度基本持平



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

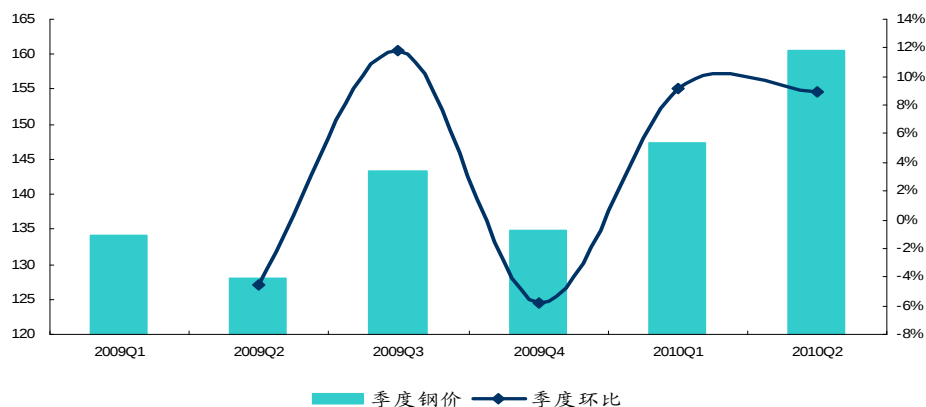
因此，2 季度公司营业收入环比 1 季度 11.01% 的增长主要来自销售均价的改善。2 季度国内普碳钢综合指数先升后降，季度均价环比改善幅度约为 8.96%。

图 4：2 季度国内钢价先涨后跌



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

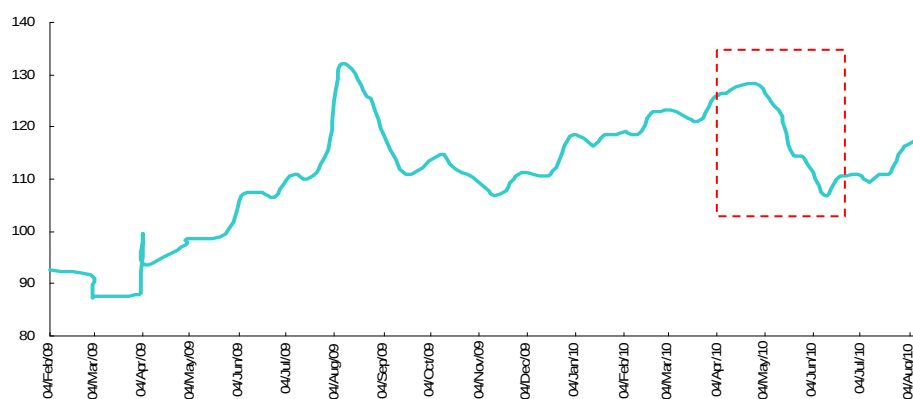
图 5：季度均价来看，2 季度普碳钢环比 1 季度改善幅度为 8.96%



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

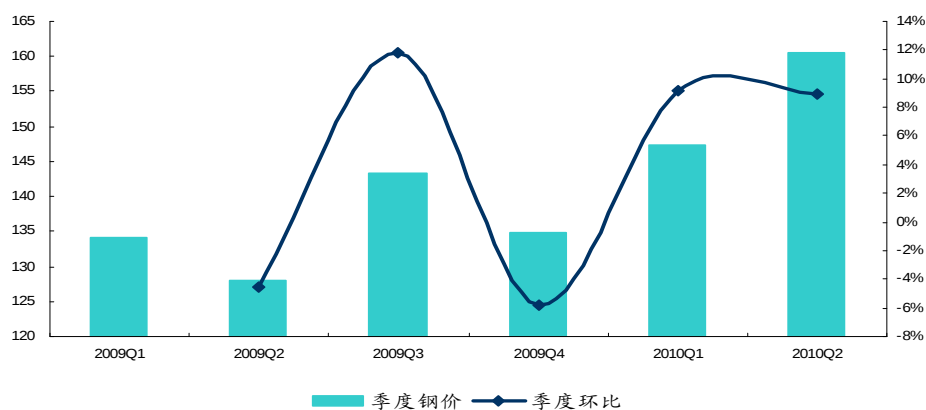
不锈钢相对表现较弱。2 季度不锈钢价格指数早于普碳钢指数于 4 月底即开始下降，虽然从 6 月中旬开始有小幅上涨，但从季度均价来看 2 季度环比 1 季度反而小幅下降 0.77%。

图 6：2 季度国内不锈钢价格指数一直处于比较低迷的阶段



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

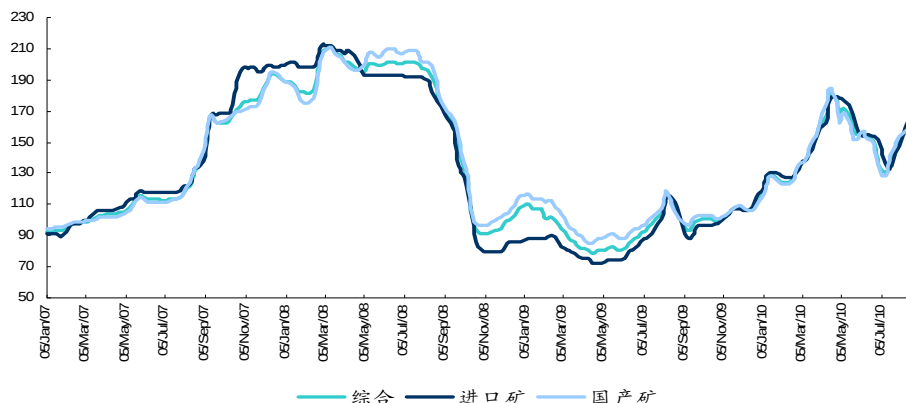
图 7：季度均价来看，2 季度不锈钢价格指数环比下降 0.77%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

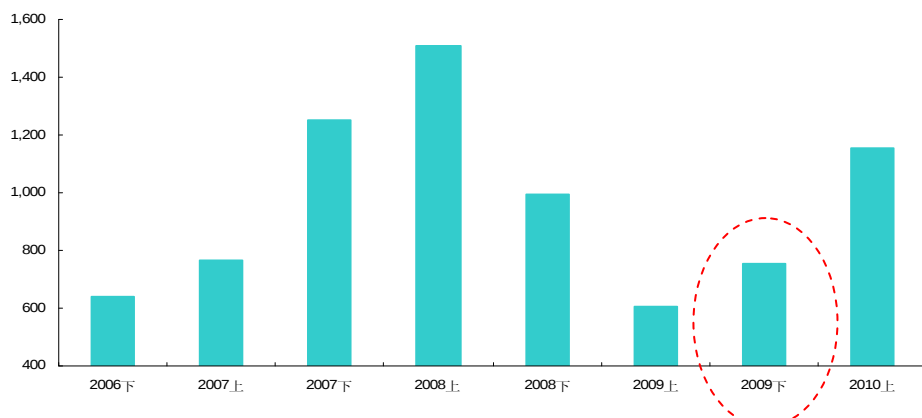
成本方面，2 季度营业成本环比上涨幅度仅为 7.41%，虽然 2 季度矿石价格上涨幅度较大，但由于公司所需矿石中约有一半为集团公司提供，且定价标准为参考上一年度海关平均到岸价的基础上给予不少于 15% 的优惠，成本优势明显。

图 8：2 季度国内铁矿石价格上涨幅度较大



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

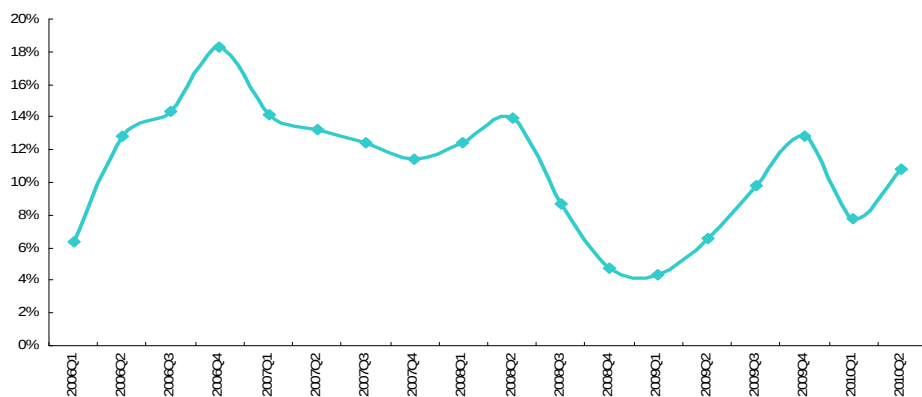
图 9：上半年与集团采购矿石的定价基准明显偏低



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

在收入环比涨幅大于成本的基础上，公司 2 季度综合毛利率小幅上升。

图 10：2 季度公司毛利率环比 1 季度小幅改善



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第二，普碳钢毛利率高于不锈钢，管理费用增加使得 2 季度主营利润扩大而净利润缩小

分品种来看，不锈钢与普碳钢毛利率同比均有所提升。虽然不锈钢的毛利率水平低于普碳钢，不过由于销售单价偏高的原因，历年不锈钢的毛利率都要略低于普碳钢。

表 1：分品种来看，普碳钢毛利率高于不锈钢

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	营业利润率比上年增减（%）
分行业						
冶金钢铁行业	433.69	393.25	9.32%	49.98%	43.98%	3.78%
分产品						
不锈钢材	181.90	163.97	9.86%	47.99%	42.37%	3.56%
普通钢材	126.96	106.45	16.16%	30.13%	17.89%	8.70%
普通钢坯	19.96	19.30	3.31%	44.34%	42.51%	1.24%
其他	104.86	103.54	1.26%	91.18%	91.25%	-0.03%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，受益于年初以来的复苏势头，不锈钢毛利率较 2009 年底有所提升，而普通钢材则基本维持稳定。

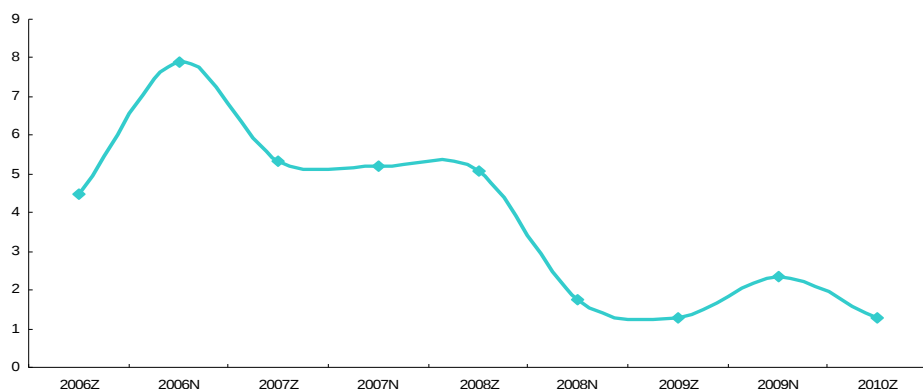
表 2：分品种历年毛利率及收入构成统计

历年统计	不锈钢材		普通钢材		其它		普通钢坯	
年份	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成
2004Z	9.11%	30.96%	-	-	6.20%	0.12%	6.91%	13.83%
2004N	9.85%	32.07%	-	-	5.26%	0.10%	6.15%	11.92%
2005Z	10.60%	27.48%	-	-	37.91%	0.20%	5.51%	12.94%
2005N	7.21%	31.72%	-	-	36.33%	0.23%	4.53%	14.03%
2006Z	11.81%	34.44%	-	-	4.50%	7.49%	6.93%	13.61%
2006N	13.57%	30.95%	-	-	7.89%	16.30%	8.43%	9.85%
2007Z	14.50%	33.95%	-	-	5.35%	19.79%	8.50%	4.34%
2007N	10.76%	23.14%	-	-	5.21%	17.01%	7.90%	5.41%
2008Z	7.76%	43.38%	22.49%	38.95%	5.06%	10.50%	8.00%	7.17%
2008N	5.59%	37.77%	19.25%	38.84%	1.74%	16.96%	5.60%	6.43%
2009Z	6.30%	42.44%	7.46%	33.69%	1.29%	18.94%	2.07%	4.77%
2009N	8.61%	39.10%	17.06%	28.34%	2.33%	28.26%	5.15%	4.30%
2010Z	9.86%	41.94%	16.16%	29.28%	1.26%	24.18%	3.31%	4.60%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

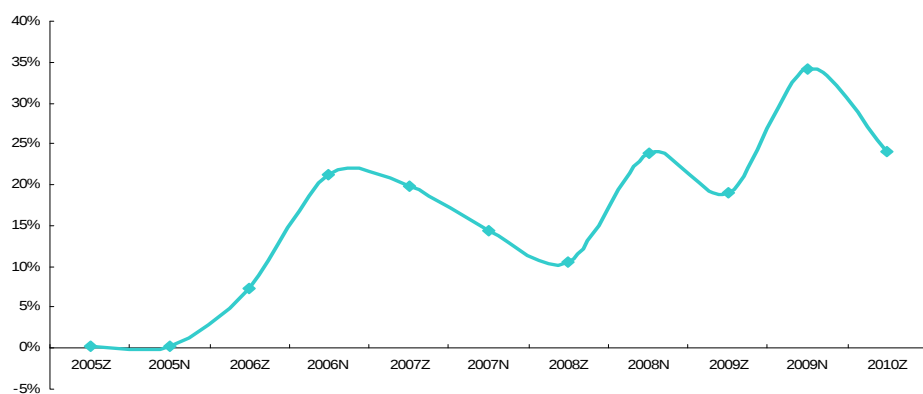
在 2009 年年报中收入占比大幅上升的“其他”部分在 2010 年中报中的收入占比有所下降，这一部分毛利率近几年一直都处于较低的水平，其占比下降也是公司 2 季度毛利率有所改善的另一个原因。

图 11: “其他”部分毛利率处于较低的水平



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

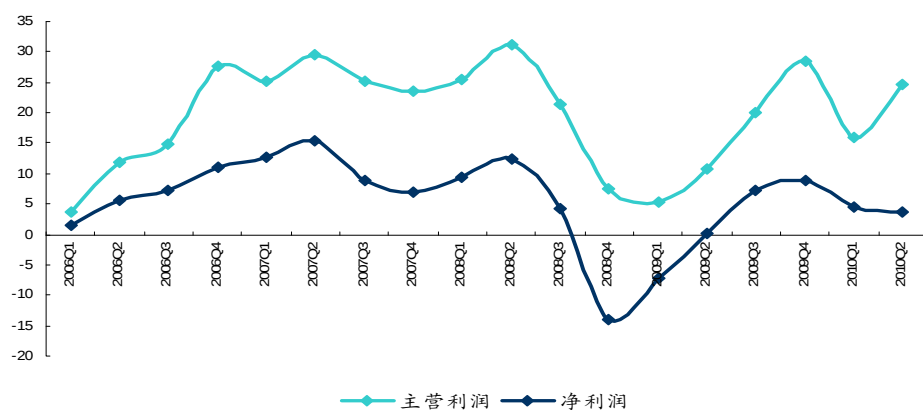
图 12: 报告期内“其他”部分的收入占比有所下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

2 季度公司主营利润环比改善, 但净利润却小幅下降。费用水平的增加是导致公司 2 季度净利润在主营利润增加的情况下仍然下降的原因。

图 13: 2 季度主营利润改善但净利润有所下滑



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 3: 费用水平的增加使得 2 季度主营利润增加但净利润下降

利润表简单统计	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业利润	-7.13	0.15	7.25	9.03	5.12	3.95
销售费用	2.49	2.64	2.98	3.09	3.17	3.23
管理费用	6.75	7.2	7.48	6.18	5.08	7.80
财务费用	2.94	2.75	2.23	1.73	2.39	3.06
资产减值损失		-2.3	-0.08	8.29		6.35
所得税	0.08	-0.02	0.06	0.48	0.53	0.21
净利润	-7.14	0.34	7.16	8.71	4.43	3.67

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 14: 2 季度三项费用增长较快



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

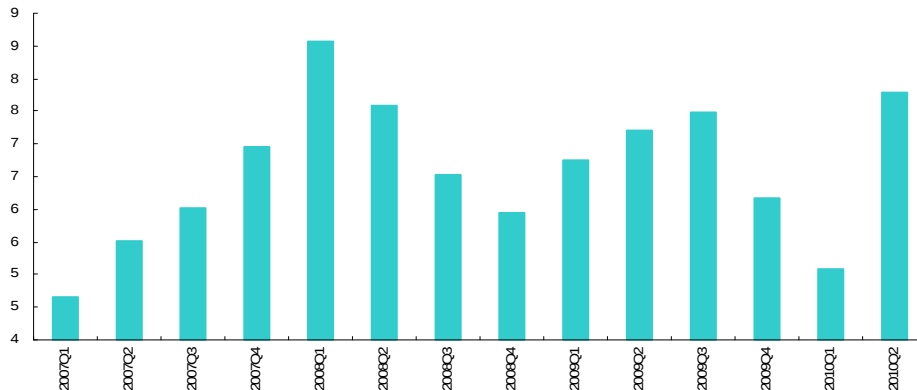
从各项费用水平来看, 管理费用的增加较为明显。财务费用虽有增加, 但资产负债率并未出现明显变化。

表 4: 管理费用率与财务费用率增加使得公司 2 季度费用水平增加较大

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	太钢不锈	行业均值	太钢不锈	行业均值	太钢不锈	行业均值
2007Q1	1.43%	1.41%	2.60%	2.39%	1.11%	1.03%
2007Q2	1.32%	1.41%	2.48%	2.70%	1.37%	1.01%
2007Q3	1.70%	1.38%	2.97%	2.72%	1.44%	1.07%
2007Q4	1.72%	1.41%	3.37%	2.88%	1.74%	1.08%
2008Q1	1.47%	1.23%	4.16%	2.63%	2.29%	1.20%
2008Q2	1.54%	1.15%	3.41%	2.62%	1.91%	1.12%
2008Q3	1.40%	1.14%	2.64%	2.53%	1.81%	1.20%
2008Q4	1.99%	1.22%	3.82%	2.65%	2.49%	1.34%
2009Q1	2.00%	1.22%	5.43%	3.33%	2.37%	1.65%
2009Q2	1.60%	1.24%	4.35%	3.58%	1.66%	1.64%
2009Q3	1.45%	1.25%	3.64%	3.52%	1.08%	1.55%
2009Q4	1.38%	1.27%	2.77%	3.44%	0.78%	1.44%
2010Q1	1.54%	1.23%	2.47%	2.78%	1.16%	1.31%
2010Q2	1.41%		3.41%		1.34%	

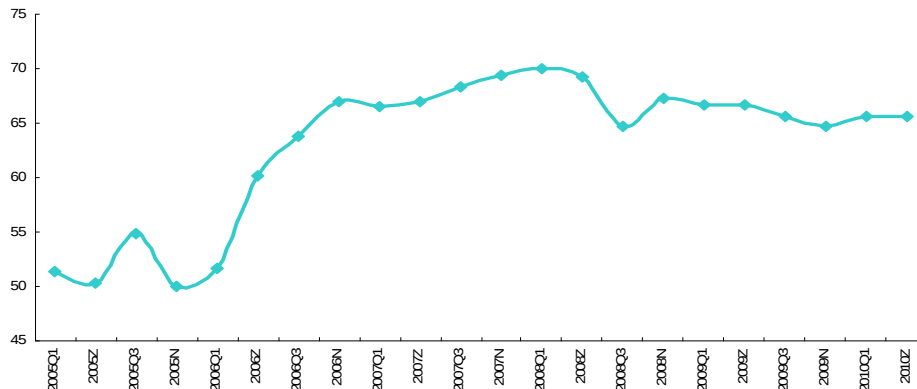
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 15: 2 季度管理费用大幅增加



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 16: 资产负债率基本持平

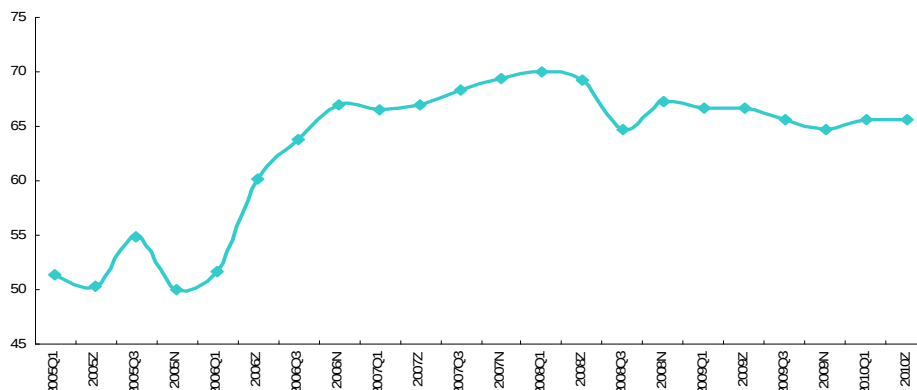


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 库存水平基本持平, 原材料占比稳定, 库存商品占比上升

报告期末公司存货水平为 145.43 亿元, 环比 1 季度末的 142.18 亿元小幅上涨 2.28%。

图 17: 存货水平基本持平



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 5: 分品种存货水平统计

分品种存货统计	2010 年 6 月 30 日			2009 年 12 月 31 日		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原料	67.57	2.86	64.71	59.01	0.81	58.19
辅助材料	1.58		1.58	1.57		1.57
修理用备件	4.94		4.94	4.73		4.73
低值易耗品	0.37		0.37	0.40		0.40
大型工具	4.63		4.63	4.21		4.21
在产品、自制半成品	28.34	1.62	26.73	28.62	2.61	26.01
库存商品	43.52	1.77	41.76	30.87	2.60	28.27
外购半成品	0.01		0.01	0.01		0.01
材料采购	0.01		0.01	0.02		0.02
委托加工物资	0.69		0.69	0.68		0.68
合计	151.67	6.24	145.43	130.12	6.02	124.10

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

分品种来看, 原材料占比稳定, 而在产品、自制半成品有所下降, 库存商品占比由 23.72% 上升为 28.70%。

表 6: 分品种存货占比统计

分品种存货占比	期末账面余额	期末占比	期初账面余额	期初占比
原料	67.57	44.55%	59.01	45.35%
辅助材料	1.58	1.04%	1.57	1.21%
修理用备件	4.94	3.25%	4.73	3.64%
低值易耗品	0.37	0.25%	0.40	0.31%
大型工具	4.63	3.05%	4.21	3.24%
在产品、自制半成品	28.34	18.69%	28.62	21.99%
库存商品	43.52	28.70%	30.87	23.72%
外购半成品	0.01	0.01%	0.01	0.01%
材料采购	0.01	0.01%	0.02	0.01%
委托加工物资	0.69	0.45%	0.68	0.52%
合计	151.67	100.00%	130.12	100.00%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

同时报告期内公司还计提了 6.24 亿元的存货跌价准备, 前期计提的 6.02 亿元的跌价准备在本报告期内实现转销。

表 7: 存货减值准备的统计

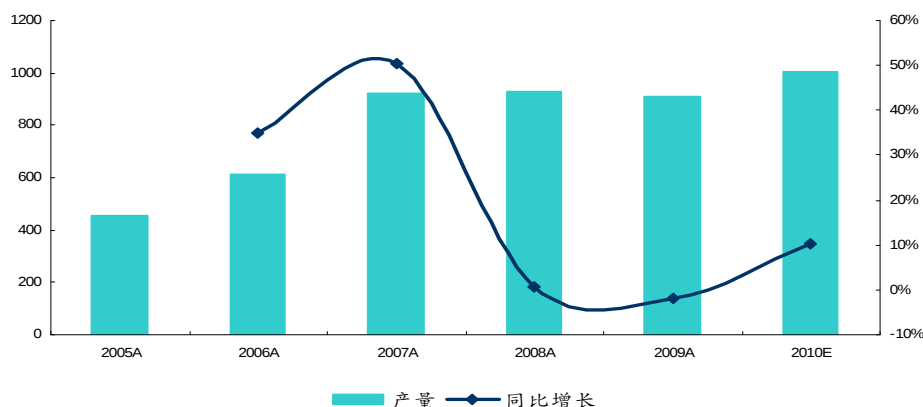
项目	2009 年 12 月 31 日	本期增加	本期减少		2010 年 6 月 30 日
			转回	转销	
原材料	0.81	2.86	0.81		2.86
自制半成品	2.61	1.62	2.61		1.62
库存商品	2.60	1.77	2.60		1.77
合计	6.02	6.24	6.02		6.24

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第四, 产能稳定, 拥有一定资源与成本优势

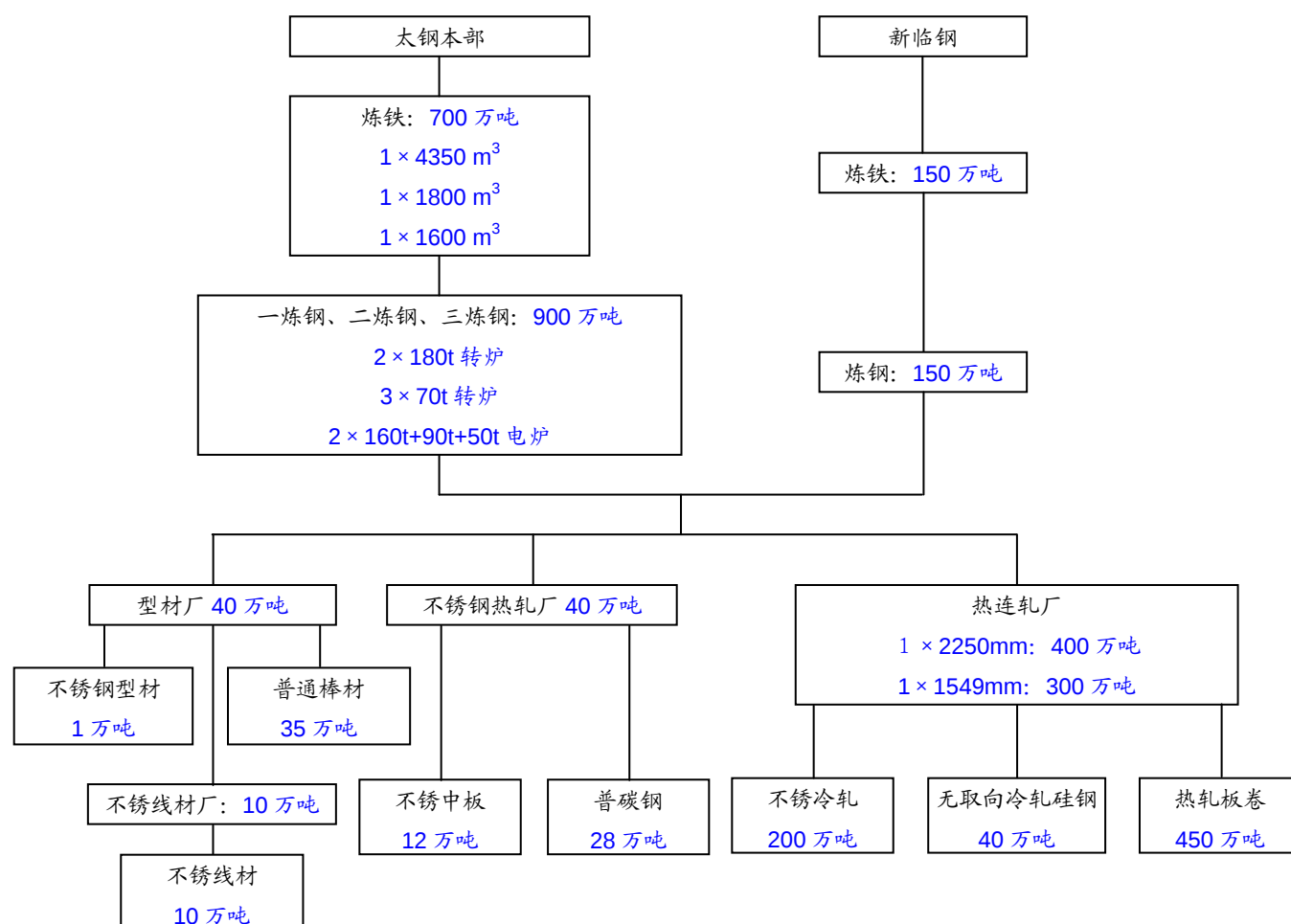
公司 1000 万吨左右的产能短期内将维持稳定，2009 年钢材产量 912.17 万吨，其中不锈钢材 223.40 万吨，2010 年预订目标 960 万吨，其中不锈钢 260 万吨，上半年坯材总量 493.20 万吨，不锈钢材 130.24 万吨，完成进度比例为 51.35%、50.09%。

图 18: 公司产能维持稳定



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 19: 公司目前生产线情况统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

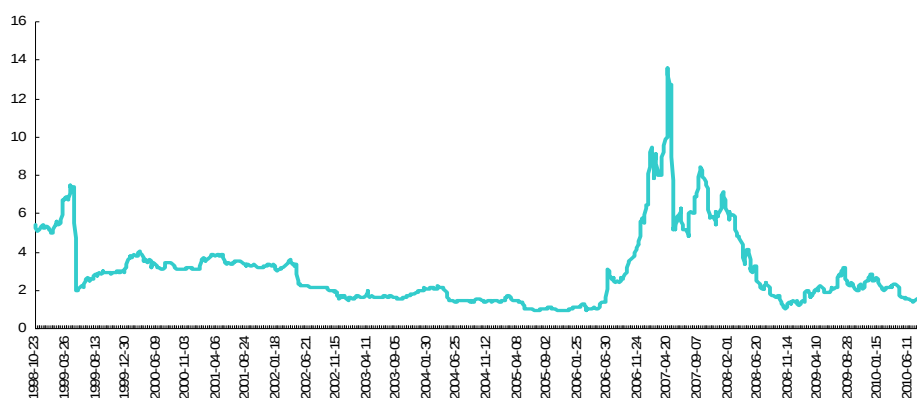
此外公司拥有一定的资源及成本优势，主要体现在以下几个方面：

- ✓ 本部所需矿石的 50% 约由集团公司提供, 采购价格为参考上一个半年度海关平均到岸价的基础上给予不少于 15% 的优惠;
- ✓ 公司发电目前自给率为 60%-70%, 未来这一比例有望提升, 进一步节省成本;
- ✓ 公司参股的袁家沟铁矿预计 2011 年底投产, 2012 年有 500 万吨左右的产量, 2013 年达产。达产后将拥有 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。

第五, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.27 元和 0.47 元, 维持对公司的“谨慎推荐”评级。

图 20: 太钢不锈最新 PB 水平 1.57, 历史低点为 0.91



资料来源: Wind, 长江证券研究部

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	89303	96900	105940	货币资金	3337	8930	9690	10594
营业成本	65332	80733	86378	93895	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6496	8570	10522	12045	应收账款	1234	1612	1749	1912
% 营业收入	9.0%	9.6%	10.9%	11.4%	存货	12410	15236	16301	17720
营业税金及附加	108	134	145	159	预付账款	2959	3627	3880	4218
% 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	1429	1550	1695	流动资产合计	21397	31192	33559	36563
% 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	3394	3682	4026	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	1540	1513	1325	投资性房地产	4	4	4	4
% 营业收入	1.3%	1.7%	1.6%	1.3%	固定资产合计	38777	36098	33220	30180
资产减值损失	591	8	3	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	2066	3628	4838	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	2.3%	3.7%	4.6%	资产总计	61548	68462	67935	67885
营业外收支	26	0	0	0	短期贷款	10885	14010	10184	5791
利润总额	955	2066	3628	4838	应付款项	7184	8853	9471	10296
% 营业收入	1.3%	2.3%	3.7%	4.6%	预收账款	2093	2590	2810	3072
所得税费用	60	516	907	1209	应付职工薪酬	285	322	345	375
净利润	895	1549	2721	3628	应交税费	-21	65	105	137
归属于母公司所有者的净利润	905.8	1528.8	2684.9	3579.8	其他流动负债	930	1110	1189	1293
少数股东损益	-11	21	36	48	流动负债合计	21357	26951	24105	20964
EPS (元/股)	0.16	0.27	0.47	0.63	长期借款	18213	18213	18213	18213
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	3667	5530	7870	8518	其他非流动负债	247	247	247	247
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	39817	45411	42565	39424
收回现金					归属于母公司	20912	22211	24493	27536
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	819	840	876	925
固定资产投资	-5134	-1293	-1369	-1359	股东权益	21731	23051	25370	28461
其他	-234	0	0	0	负债及股东权益	61548	68462	67935	67885
投资活动现金流净额	-5368	-1293	-1369	-1359	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	125	0	0	0	EPS	0.159	0.268	0.471	0.628
银行贷款增加 (减少)	-1420	3126	-3826	-4393	BVPS	3.67	3.90	4.30	4.83
筹资成本	1888	-1769	-1915	-1862	PE	36.35	21.54	12.26	9.20
其他	-3773	0	0	0	PEG	0.63	0.37	0.21	0.16
筹资活动现金流净额	-3180	1356	-5741	-6255	PB	1.57	1.48	1.34	1.20
现金净流量	-4882	5593	760	904	EV/EBITDA	10.31	7.40	5.49	4.38
					ROE	4.3%	6.9%	11.0%	13.0%

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。