

太钢不锈 (000825.SZ)

钢铁行业

评级: 买入 首次评级

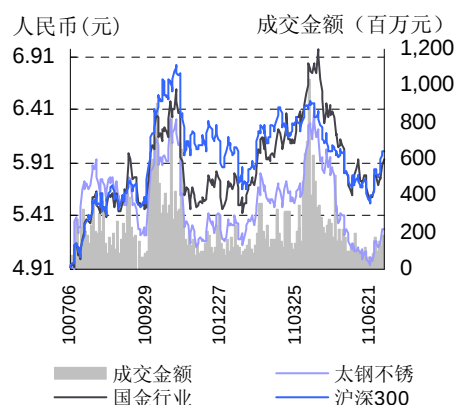
公司研究

市价(人民币): 5.28 元
 12 个月目标(人民币): 7.21-8.24 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 3,026.32
 总市值(百万元) 30,076.19
 年内股价最高最低(元) 6.43/4.91
 沪深 300 指数 3122.50
 深证成指 12440.37



秋暖 2011, 花开 2012

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.159	0.241	0.278	0.516	0.575
每股净资产(元)	3.67	3.83	4.01	4.43	4.90
每股经营性现金流(元)	0.64	0.74	0.32	1.35	1.52
市盈率(倍)	60.00	22.17	18.42	9.91	8.90
行业优化市盈率(倍)	14.42	9.70	9.84	9.84	9.84
净利润增长率(%)	-26.65%	51.51%	15.38%	85.78%	11.36%
净资产收益率(%)	4.33%	6.28%	6.93%	11.66%	11.73%
总股本(百万股)	5,696.25	5,696.25	5,696.25	5,696.25	5,696.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **袁家村铁矿投产和注入预期是 2012 年的最大看点。**袁家村铁矿尽早投产对太钢和吕梁政府均能带来较大的经济效益,我们判断其在 2012 年中左右全面投产并启动注入程序的可能性较大。(1)若按承诺注入袁家村铁矿不少于 35% 的股权,那么对公司股价的提升空间在 27%-50% (考虑仅注入袁家村铁矿 35% 股权和集团全部铁矿资产两种不同情景);(2)若暂不注入,我们判断其销售给公司的关联价格会与旧矿一致,这意味着 2012 年公司的生铁成本有望同比下降 133 元/吨,降低的总成本相当于 2010 年净利润的 92%。
- **主业盈利将从 2011 年秋季开始逐步向好。**按照历史规律,热卷和螺纹价格倒挂通常意味着钢价阶段性见底,而目前已经是连续第 3 周倒挂,这意味着钢价即将企稳回升,保障房在今年 11 月底之前的全面开工则为该结论提供逻辑支撑;目前不锈钢和普碳热卷的价格比值已经触及金融危机以后的低点,而 2010 年以来三次触及该低点后,不锈钢相对于普钢的价格比值便会攀升。这些因素将有利于推动公司主营业务短期向好;而从长期来看,我们判断钢铁业仍有望演绎“木乃伊”复活的行情,也会使得公司受益。
- **长期来看费用率存在下降空间。**2010 年公司研发费用占销售收入的比重为 2.64%,高于其他上市钢企(譬如宝钢、河钢、武钢等) 0.66-2.63 个百分点;鉴于太钢长期以来高额的研发费用投入并未使得其在技术上取得明显的收益,我们认为该值未来向其他大钢厂均值回归的可能性比较大。管理费用下降 1 个百分点,盈利增加的幅度将相当于 2010 年业绩的 53.13%。

盈利预测

- 预计公司 2011-2013 年实现全面摊薄 EPS 分别为 0.278 元、0.516 元、0.575 元,同比分别增长 15.38%、85.78%、11.36%,对应的吨钢净利分别为 158 元、294 元、327 元。

估值和投资建议

- 考虑到集团矿业资产的注入预期,我们按 2012 年 14-16 倍 PE 给太钢不锈定价,对应未来 12 个月的目标价为 7.21 元-8.24 元,这较 2011 年 7 月 5 日收盘价尚有 36.52%-56.02% 的空间,我们首次给予“买入”评级。

风险

- (1) 矿石的投产进程、注入方案以及矿石关联售价差于预期;(2) 钢铁和不锈钢行业景气度恢复状况不达预期;(3) 宏观经济波动及贸易摩擦风险。

王招华 分析师 SAC 执业编号: S1130511030033
 (8621)61038247
 wangzh@gjzq.com.cn

内容目录

花开 2012: 袁家村铁矿注入是最大看点	4
翘首以待袁家村铁矿投产	4
投产后对公司的盈利和估值影响	5
掌控的镍铬资源完全自给也值得期待	7
秋暖 2011: 主营业务盈利有望逐步向好	8
主营业务收入和利润构成	8
普碳业务盈利判断	9
不锈钢业务盈利判断	11
长远之路: 费用率控制的空间较大	14
费用控制的空间较大	14
盈利预测、估值和投资建议	15
盈利预测: 2011-2012 年实现全面摊薄 EPS 为 0.278 元、0.515 元	15
估值: 综合三种估值方法, 给予 12 个月 7.21-8.24 元的目标价	16
风险提示	17
附录: 三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1: 袁家村铁矿石主要技术经济指标	4
图表 2: 太钢铁前系统金属平衡状况 (2008 年)	5
图表 3: 太钢不锈 (000825) 2012 年的铁前成本有望环比下降 130 元/吨	6
图表 4: 主要矿业公司吨矿净资产情况 (2010 年)	6
图表 5: 太钢不锈 (000825) 收购集团矿产对 2013 年 EPS 影响的情景分析	7
图表 6: 主要钢、矿公司的 P/B 估值 (6 月 24 日)	7
图表 7: 主要钢矿公司 2012E 年 PE 估值 (6 月 24 日)	7
图表 8: 太钢不锈 (000825) 资产设备介绍	8
图表 9: 太钢不锈 (000825) 2010 年 932 万吨钢材产量构成	8
图表 10: 太钢不锈 (000825) 2010 年收入分布	9
图表 11: 太钢不锈 (000825) 2010 年毛利率	9
图表 12: 全国钢产能利用率连续 11 周稳定在 90% 以上	9
图表 13: 热卷和螺纹钢倒挂通常意味着钢价阶段性触底	9
图表 14: 重点大中型钢企 2 季度利润预计同比下降	10
图表 15: 模拟的普钢盈利 (原料库存为 2 周)	10
图表 16: 中国钢铁业产能利用率在 2012 年有望进一步提升	10
图表 17: 全球铁矿石供求模型	11
图表 18: 全球不锈钢粗钢产量 2011 年 Q1 增 8.6%	11

图表 19: 全国近 1800 万吨不锈钢粗钢产能分布	11
图表 20: 不锈钢价和镍价走势基本一致	12
图表 21: 不锈钢 304 热卷与普碳热卷的价值比值	12
图表 22: 模拟的不锈钢利润走势 (镍铬库存为 4 周)	12
图表 23: 不锈钢和普钢的周期基本一致	13
图表 24: 全球各国/地区不锈钢人均消费	13
图表 25: 全球和中国不锈钢的消费结构对比	13
图表 26: 全球不锈钢消费细化领域分布 (2008 年)	13
图表 27: 太钢不锈钢和同类公司期间费用率比较	14
图表 28: 太钢不锈钢和同类公司管理费用率比较	14
图表 29: 太钢不锈钢 (000825) 2010 年管理费用构成	14
图表 30: 太钢不锈钢和同类公司 R&D 费用投入率比较	14
图表 31: 太钢不锈钢 (000825) 主要钢材产销量预测 (万吨)	15
图表 32: 太钢不锈钢 (000825) 主要品种钢价格预测 (元/吨)	15
图表 33: 太钢不锈钢 (000825) 主要成本预测 (元/吨)	16
图表 34: 太钢不锈钢 (000825) DCF 绝对估值过程	16

花开 2012：袁家村铁矿注入是最大看点

翘首以待袁家村铁矿投产

■ 袁家村铁矿简介

- 袁家村铁矿位于离太原 200 公里左右的吕梁市岚县袁家村，已探明资源储量规模为 12.52 亿吨，从 2008 年 7 月开建，原计划 3 年投产；项目主体工程投资约 80 亿元，设计年产铁矿石原矿 2200 万吨、品位 65% 的铁精矿 750 万吨。
- 一般而言，铁矿石项目在正常投产之前，需要获得探矿权、采矿权、土地证、项目批文、规划许可证、建设许可证、环保合格证、安全生产许可证。目前制约太钢集团袁家村铁矿石投产最大的因素是土地证，土地证获得后，项目批文也便水到渠成。

图表1：袁家村铁矿石主要技术经济指标

序号	项目	单位	指标
资源指标	地质储量	亿吨	12.52
	可利用矿石	亿吨	12.00
	境界内圈定可利用矿石量	亿吨	8.66
	露天境界内矿石平均品位	%	32.44
产量	采剥总量	万吨/年	8580
	原矿产量	万吨/年	2200
	精矿产量	万吨	741.84
工艺指标	平均剥采比	NA	2.33
	采出矿石平均品位	%	31.31
	矿石回采率	%	96
	矿石贫化率	%	4
	铁精矿品位	%	65
经济指标	矿山拟基建时间	年	3
	矿山服务年限	年	40
	矿山稳产年限	年	34
	项目总投资	亿元	78.90
	铁精粉制造成本	元/吨	387.67

来源：国金证券研究所

■ 袁家村铁矿投产时间判断

- 对于袁家村铁矿投产时间晚于规划的主因，我们判断与吕梁市政府有关。该项目是太钢和吕梁市政府的合作项目，合作的附加条件是太钢在吕梁新建一个 500 万吨的钢厂，但在国家严控新增钢铁产能的背景下，该钢铁项目至今仍未获批准，这使得双方合作的基础发生了变化，因此土地许可证或成为双方在经济利益上博弈的筹码。而在土地许可证获得之前，袁家村铁矿不能获得国家发改委批文、无法投产。
- 但是袁家村铁矿的投产时间并不会无限期拖延，毕竟早日投产能给吕梁以及太钢均能带来经济以及社会效益：袁家村铁矿石的年产值预计能达到 74 亿元，这相当于吕梁 2011 年地区总产值的 8.78%，也意味着能为太钢节省相当的成本。我们相信双方能有足够的智慧化解这一暂时的难题。
- 我们预计在 2012 年中期，袁家村铁矿有望顺利投产。

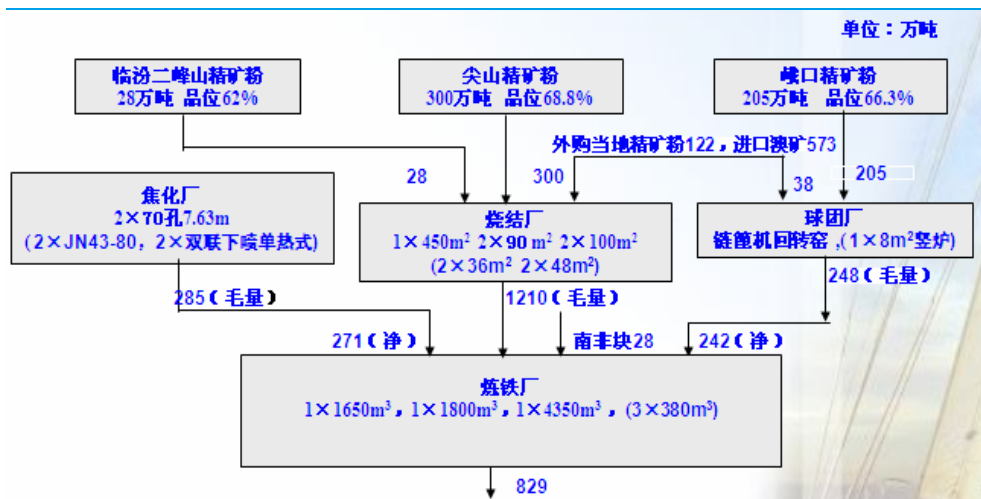
■ 袁家村铁矿投产的意义

- 2008 年 6 月 2 日，太钢不锈（000825）曾公告，未来公司拟参股袁家村铁矿项目的比例不低于 35%。袁家村铁矿投产的意义主要体现在

两个方面：（1）当前市场广泛预期，该部分股权的注入会在袁家村铁矿投产时启动；（2）即便暂不注入，但如果其售给公司的定价机制与旧矿一样，将会显著降低公司的铁前成本（详细分析请见下节）。

- 在当前上市钢企收购铁矿石资产已成趋势的大背景下（目前已有本钢板材、新兴铸管、攀钢钒钛、南钢股份、新钢股份），我们判断太钢不锈也很有可能收购袁家村铁矿 51% 以上甚至 100% 的股权。
- 如果太钢不锈收购袁家村铁矿的股权超过 50%，那么袁家村铁矿和集团现已投产的 551 万吨/年的铁矿（尖山、临汾、鹤口）便构成了同业竞争，该部分矿也会注入到上市公司。这会使得太钢的铁矿石自给率最终达到 80%，成为最纯的钢矿一体化上市钢企。

图表2：太钢铁前系统金属平衡状况（2008 年）



来源：国金证券研究所

- 对于目前上市钢企纷纷收购铁矿石资产的举动，我们判断这一方面是因为当前矿价处于历史高点、资本市场对矿业资产的估值较高；另一方面是矿价很有可能将迎来趋势性下跌。矿价的下跌会同时影响到矿山的盈利能力和估值，构成“双杀”。因此在矿价大幅下跌之前，将铁矿石注入到上市公司是理性选择。
- 关于铁矿石供求关系的详细分析，请参见我们在 2011 年 4 月 11 日《钢铁行业深度报告：木乃伊复活》中的第一部分。

投产后对公司的盈利和估值影响

- 若暂不注入对公司盈利的影响
 - 旧矿关联定价规则：不高于调整之前的前半年度中国进口同品种、同品质的到岸价海关平均报价加上从青岛港到公司的铁路运费。关联交易价格在上述定价原则最高数额上给予价格优惠，优惠的金额不少于前半年度中国进口的同品种、同品质到岸的海关平均报价的 15%。
 - 我们判断袁家村铁矿投产之后，其销售给公司的定价规则也会遵循旧矿；如果按照我们预期，该铁矿 2012 年 6 月投产，那么公司铁前成本有望下降 133 元/吨、2013 年再环比下降 53 元/吨，而 2010 年公司的吨钢净利为 146 元，因此该矿的投产有望极大推升公司 2012 年业绩。
 - 根据袁家村铁矿投产时间和关联售价的假设，我们判断 2012 年太钢不锈（000825）的 EPS 为 0.516 元，以 2011 年 7 月 5 日收盘价计算，PE 为 10.26 倍（盈利预测的详细过程见本报告第 4 部分）。

图表3: 太钢不锈(000825) 2012年的铁前成本有望环比下降133元/吨

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
人民币对美元汇率	7.60	6.94	6.83	6.76	6.54	6.45	6.35
集团铁矿石产量	550.88	550.88	550.88	550.88	550.88	850.88	1300.88
铁矿石自给率	37.33%	37.01%	37.75%	36.46%	34.43%	53.18%	81.31%
铁精粉品位	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%
矿石产地来源							
澳洲矿石	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	18.7%
巴西矿石	12.7%	13.0%	12.3%	13.5%	15.6%	6.2%	0.0%
外购铁精粉	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	0.6%	0.0%
向集团采购铁精粉	37.3%	37.0%	37.7%	36.5%	34.4%	53.2%	81.3%
各地矿石价格							
澳洲(美元/吨, FOB不含税)	49	80	68	114	151	147	147
巴西(美元/吨, FOB不含税)	45	70	62	113	157	153	153
外购铁精粉(元/吨, 含税)	876	1301	710	1085	1400	1400	1400
向集团采购铁精粉价格(元/吨)	570	779	699	662	962	962	962
参照的铁矿石价格	553	799	704	661	1014	1014	1014
澳洲矿石	573	693	569	869	1074	1034	1018
巴西矿石	806	753	640	963	1205	1163	1146
印度矿石	1337	1130	634	1055	1285	1285	1285
外购铁精粉	876	1301	710	1085	1400	1400	1400
向集团采购铁精粉	570	779	699	662	962	962	962
矿石到厂成本价格	632	793	641	828	1088	1006	972
烧结矿制造费用	60	60	60	60	60	60	60
吨生铁矿石耗用系数	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
吨生铁矿石综合成本	1107	1365	1121	1420	1838	1705	1652

来源: 国金证券研究所

■ 若注入对公司盈利和估值情景分析

■ 主要假设:

- (1) 太钢的所有铁精粉产能对应的净资产均为 1200 元/吨。主要参照对象金岭矿业、鞍千矿业、巴润矿业的吨铁精粉产能对应的净资产均在 1100-1300 元之间;
- (2) 注入铁矿石资产的 PB 是 1.3 倍。主要参照对象攀钢、包钢、本钢等收购集团矿山资产的 PB 均在 1-1.56 倍之间;
- (3) 定向增发的价格是 5 元/股。2011 年 7 月 5 日太钢不锈(000825)的收盘价是 5.28 元;
- (4) 保守吨铁精粉净利润是 300 元/吨。主要依据: 太钢集团袁家村铁矿石项目的完全制造成本为 400 元/吨, 尖山、鹅口、临汾等旧矿的铁铁精粉完全制造成本也在 400 元/吨左右, 而目前山西代县 64%品位的不含税铁精粉价格为 1103 元/吨;
- (5) 不考虑资产注入, 预计太钢不锈归属于股东的净利润 2011 年为 15.83 亿元, 同比增长 15.38%; 2012 年为 29.42 亿元, 同比增长 85.78%; 2013 年为 32.76 亿元, 同比增长 11.36% (详细的预测过程见本报告第四部分)。

图表4: 主要矿业公司吨矿净资产情况(2010年)

	铁精粉产能	资产负债率	净资产	吨矿净资产
单位	万吨	%	亿元	万元
金岭矿业	190	11.38%	22	0.114
鞍千矿业	260	26.80%	32	0.122
巴润矿业	300	38.12%	39	0.129

来源: 公司公告、国金证券研究所

■ 结论:

- (1) 若注袁家村铁矿石 35%、50%、100%以及注入集团所有铁矿资产，那么对 2013 年 ESP 增厚幅度分别为 9%、12%、20%、29%；
- (2) 若再考虑到二级市场对矿业资产的 PB 是纯钢铁公司的 3-4 倍，PE 至少是纯钢铁公司平均值的 1.17 倍，那么铁矿石资产注入对太钢不锈（000825）股价的提升空间应在 26.88%-49.71%。

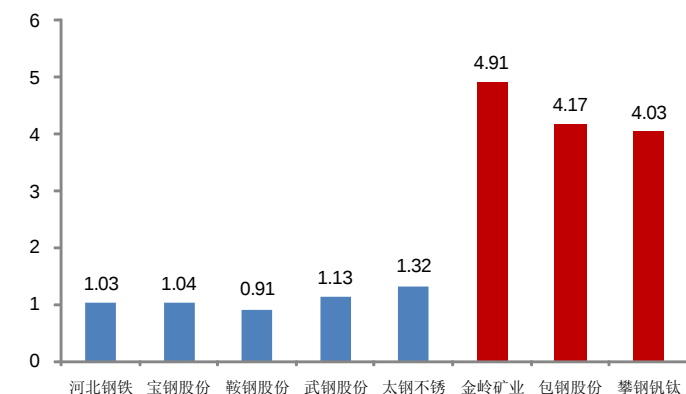
图表5：太钢不锈（000825）收购集团矿产对 2013 年 EPS 影响的情景分析

	注入铁矿 产能 万吨	假设净资 产 亿元	收购PB	定增 价格	新增股 本 亿股	吨矿净 利润 元/吨	铁矿净 利润 亿元	太钢2013 年净利润 亿元	定增前总 股本 亿股	注矿前 2013EPS 元/股	注矿后 2013年EPS 元/股	增厚幅 度
情景一	262.5	31.5	1.3	5	8.19	300	7.9	32.76	56.96	0.58	0.62	8.45%
情景二	375	45.0	1.3	5	11.70	300	11.3	32.76	56.96	0.58	0.64	11.45%
情景三	750	90.0	1.3	5	23.40	300	22.5	32.76	56.96	0.58	0.69	19.56%
情景四	1301	156.1	1.3	5	40.59	300	39.0	32.76	56.96	0.58	0.74	27.96%

注：（1）吨铁矿对应的净资产我们仿照鞍千矿业，取1223元；（2）公司2011年7月5日收盘价为5.28元

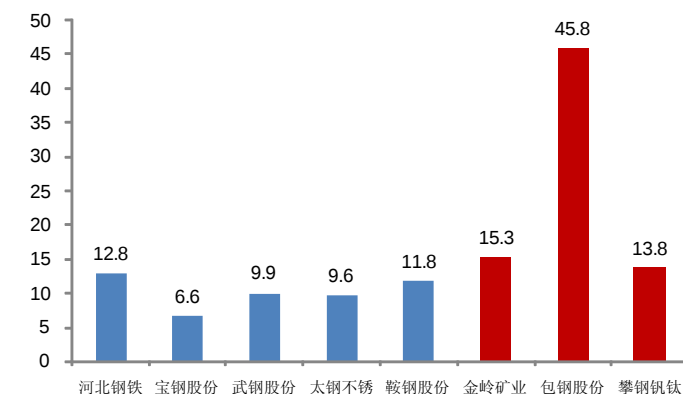
来源：国金证券研究所

图表6：主要钢、矿公司的PB估值（6月24日）



来源：WIND、国金证券研究所

图表7：主要钢矿公司 2012E 年PE估值（6月24日）



来源：WIND、国金证券研究所

掌控的镍铬资源完全自给也值得期待

■ 集团镍、铬资源介绍

- 不锈钢的代表性品种是 304 不锈钢，主要成本是镍、铬。以 304 冷轧不锈钢为例，其成本构成中镍占 70%-80%左右，铬 5%-7%左右。
- 公司每年耗金属镍量在 10 万吨左右，目前集团拥有的镍资源主要包括：（1）参股金川 10%的股权，金川集团 2010 年的金属镍产量为 15 万吨；（2）和中色在缅甸投资建了一个镍铁生产企业，年产镍金属量 2 万吨，镍铁厂预计 1 年内能投产；（3）目前仍在和相关企业谈合作，如果合作成功，掌控的镍资源便能实现完全自给；
- 公司每年耗铬铁量在 50 万吨左右（铬铁含铬量为 60%），目前集团拥有的铬资源主要是在土耳其参股的 3 个铬矿山，最终的年产量是 150 万吨原铬矿（含铬量在 30%），预计 1-2 年内铬铁企业能够投产，届时掌控的铬铁也将能完全自给。

■ 掌控的镍、铬资源完全自给的意义

- 我们判断，在集团掌控的镍、铬完全投产后，也将存在两个方面的意义：（1）很有可能注入到上市公司，进而一举跃居为全球不锈钢产业链最为齐全的公司；（2）若不注入到上市公司，从集团层面上而言，是全球产业链最为齐全的不锈钢公司，且很有可能在销售给上市公司时比照普钢原料的优惠，这将能降低上市公司综合成本近 200-300 元，对公司盈利构成重大利好。

秋暖 2011：主营业务盈利有望逐步向好

主营业务收入和利润构成

■ 资产设备及产量介绍

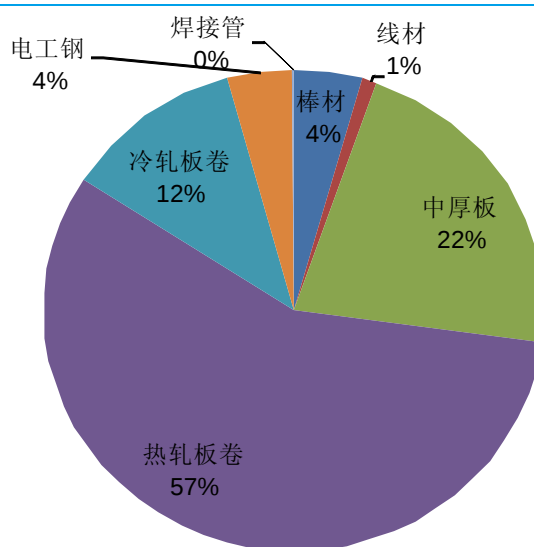
- 太钢不锈钢的资产由本部和新临钢两部分组成：其中新临钢拥有 3 个 380m^3 的高炉，合计产能 100 万吨/年；本部拥有 900 万吨/年的粗钢产能，其中 300 万吨是不锈钢。
- 按照国家发改委规定， 400m^3 以下的高炉必须在 2011 年底之前淘汰，因此在 2011 年底之前，预计公司会关闭临钢的小高炉，并将本部的 1800m^3 高炉扩建成 4350m^3 高炉（新增铁产能 200 万吨/年）；另外由于宝钢通过福建德盛镍业公司增加了不锈钢产能，预计太钢有可能将不锈钢产能扩建至 400 万吨。这意味着太钢不锈钢的远期钢铁产能有望达到 1200 万吨。
- 2010 年公司钢材产量 932 万吨，其中热卷占 56%、中厚板占 22%、冷卷占 11%、电工钢占 4%、棒材占 4%，其他占 2%。

图表8：太钢不锈钢（000825）资产设备介绍

太钢不锈钢主要资产（单位：万吨）		产能	产量					
工序	产线	2010年底	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E	备注
炼铁	$1800\text{m}^3 \times 1$ 、 $1650\text{m}^3 \times 1$ 、 $4350\text{m}^3 \times 1$ 、 $380\text{m}^3 \times 3$	829	818	776	830	830	830	其中3个 380m^3 的高炉是新临钢的
炼钢	粗钢	1000	946	960	1026	1026	1026	
	普碳钢（ $150\text{T} \times 3$ 、 $55\text{T} \times 4$ 、 $120\text{T} \times 7$ 、 $100\text{T} \times 2$ 、 $150\text{T} \times 2$ 、 $100\text{T} \times 4$ ）	700	698	688	726	726	726	其中新临钢的钢坯直接外卖
	不锈钢	300	248	272	300	300	300	
轧材	商品材	1000	912	944	1000	1000	1000	
	普碳钢材	730	689	697	730	730	730	
	不锈钢材	270	223	248	270	270	270	

来源：国金证券研究所

图表9：太钢不锈钢（000825）2010 年 932 万吨钢材产量构成

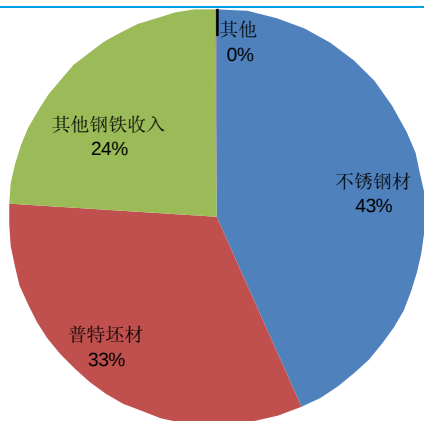


来源：国金证券研究所

■ 收入和盈利构成

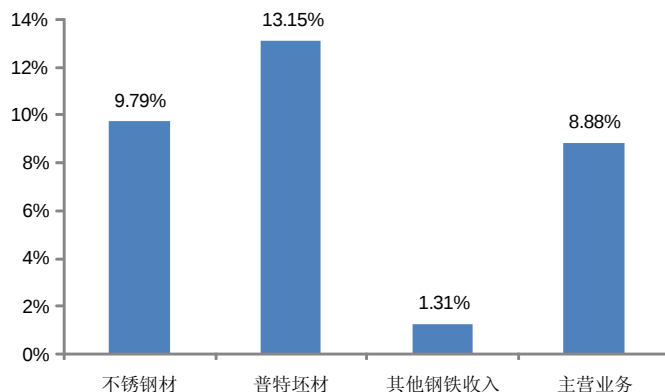
- 2010 年公司销售收入 872 亿元，其中 43%来自不锈钢材、33%来自普碳及特钢坯材、24%来自钢材贸易；2010 年公司毛利总额 77 亿元，其中 48%来自不锈钢材、48%来自普碳及特钢坯材、4%来自钢材贸易。

图表10：太钢不锈（000825）2010 年收入分布



来源：公司报表、国金证券研究所

图表11：太钢不锈（000825）2010 年毛利率



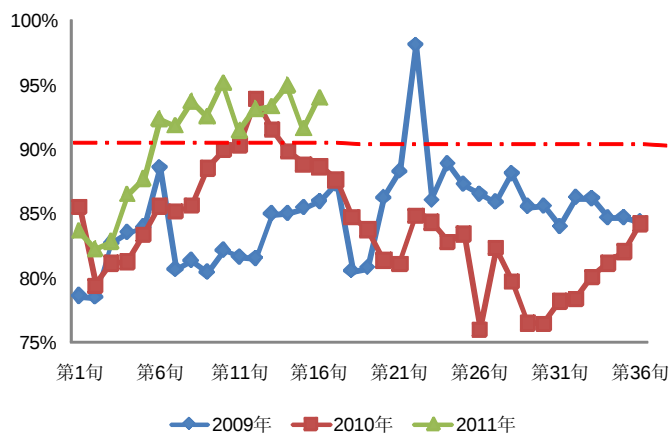
来源：公司报表、国金证券研究所

普碳业务盈利判断

■ 钢价短期底部已经显现

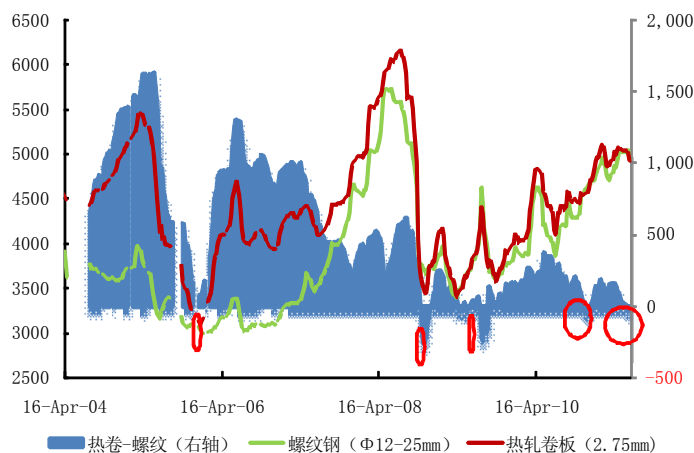
- 自 2011 年 2 月下旬至今，全国粗钢产能利用率已经连续 11 周稳定在 90%以上，且社会库存总体低于上年同期，这在历史上较为罕见，说明钢铁行业静态的供求关系尚可。
- 从趋势上来看，按照住建部要求，表示 1000 万套保障房在今年 11 月之前必须全部开工（而截至 5 月底开工率仅为 33.3%）；若每套保障房 60 平方米，每平方米用钢 32kg，那么未来六个月，保障房消耗的钢材量将为 1499 万吨，折年量为 2998 万吨，占 2010 年全年全国钢铁产量的比重达到 4.5%，这个比重并不小，我们判断能够有效支撑钢价走出低谷；
- 从历史经验来看，热卷和螺纹钢倒挂便通常意味着钢价阶段性见底（筑底期通常在 3-6 周），自 2005 年以来已被验证过 4 次，而截止 7 月 1 日热卷和螺纹钢价已经连续三周出现了倒挂，我们判断这很可能也预示着钢价即将迎来一波反弹。

图表12：全国钢产能利用率连续 11 周稳定在 90%以上



来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

图表13：热卷和螺纹钢倒挂通常意味着钢价阶段性触底

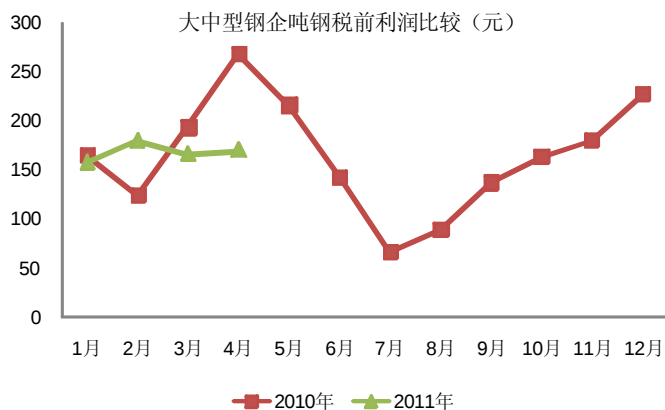


来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

■ 钢铁行业盈利增长的短期底部亦已显现

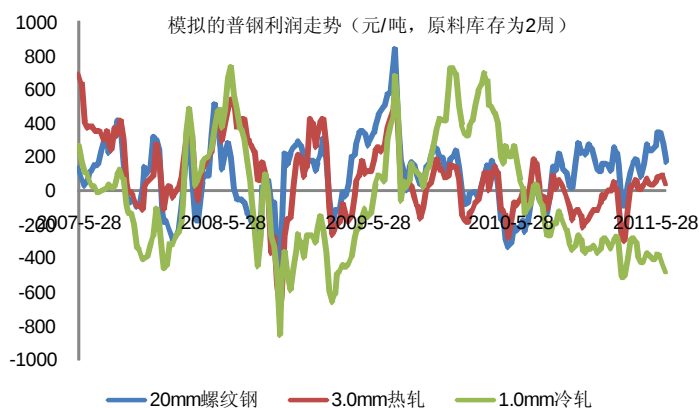
- 2010 年全国 70 余家重点大中型钢企合计吨钢税前利润：Q1 为 160 元、Q2 为 208 元、Q3 为 97 元、Q4 为 190 元，而 2011 年 Q1 为 167 元、4 月份为 170 元；
- 因此预计 2011 年 2 季度上市钢企的盈利有可能出现负增长，但我们判断 3 季度会大幅增长，幅度预计在 60% 以上（一方面上年基数低，另一方面铁矿石价格较 2 季度环比下降），4 季度也有可能持平。

图表14：重点大中型钢企2季度利润预计同比下降



来源：中国钢铁工业协会、国金证券研究所

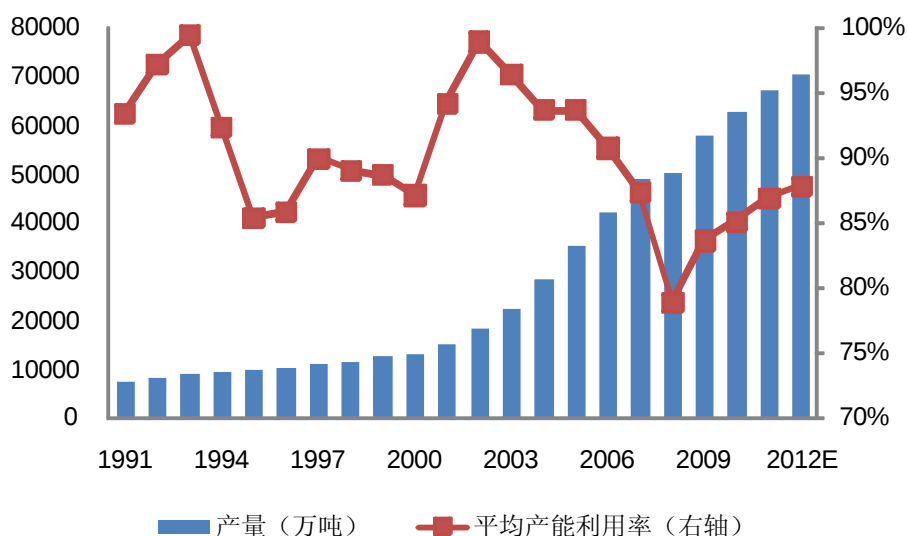
图表15：模拟的普钢盈利（原料库存为2周）



来源：Mysteel、钢之家、国金证券研究所

- 钢铁行业中长期的盈利弹性将重新显现
- 尽管钢铁行业落后产能淘汰收效甚微，但是新增产能却得到了较好的控制。我们判断，2011 年、2012 年中国粗钢表观消费量增速至少为 7% 和 5%，而产能增速分别为 5% 和 4%，这意味着产能利用率将会逐步攀升，钢铁行业的供求关系继续向好。

图表16：中国钢铁业产能利用率在2012年有望进一步提升



来源：国金证券研究所

- 与此同时，随着产能的逐步大量投产，未来 2 年全球除中国以外的铁矿石产能利用率将稳步下降，而铁矿石的价格与铁矿石的产能利用率正相关。因此我们判断，铁矿石价格中长期走弱的趋势已经形成。
- 一方面钢铁行业供求关系稳步向好，另一方面铁矿价格将会趋势性走弱，这么来看，钢铁行业的盈利弹性有望重现（更详细的分析请参见 2011 年 4 月 11 日的《钢铁行业深度报告：木乃伊复活》）。

图表17: 全球铁矿石供求模型

单位: 万吨	2008年	2009年	2010年	2011年E	2012年E
全球生铁产量	100193	96932	108310	115892	121686
YOY	-2.55%	-3.25%	11.74%	7%	5%
全球单位生铁耗矿系数	1.65	1.72	1.72	1.72	1.72
全球铁矿石需求量	165436	167021	186004	199334	209300
全球铁精矿产能	168226	187041	200904	216902	235073
中国(产量)	29736	31021	36004	40462	42283
三大矿山	67920	74470	76830	83440	92150
其他	70570	81550	88070	93000	100640
新增铁精矿产能	5970	18814	13864	15998	18171
中国(产量)	-5510	1284	4984	4458	1821
三大矿山	5670	5350	1310	6610	8710
其他	5810	12180	7570	4930	7640
中国铁矿石原矿产量	80805	88127	107156	126443	139088
YOY	20.7%	9.06%	21.59%	18%	10%
假设的品位	23%	22%	21%	20%	19%
中国铁矿石投资(亿元)	680	841	1066		
YOY	59.25%	23.68%	26.40%		
全部铁矿石产能利用率(以年底数据计算)					
中国	100%	100%	100%	100%	100%
全球除中国外	97.95%	87.17%	90.96%	90.04%	86.63%

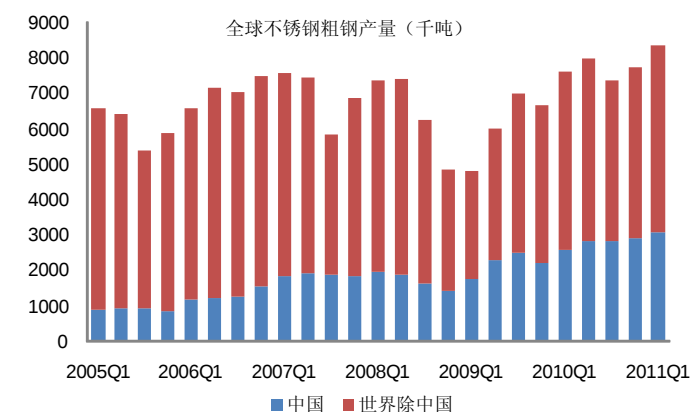
来源: 国金证券研究所

不锈钢业务盈利判断

■ 不锈钢短期趋势展望

- 2011年Q1全球不锈钢产量同比增长8.6%，其中中国大陆增长18%；以中国不锈钢产能1800万吨/年计算，2011年Q1中国不锈钢粗钢产能利用率为68.35%；
- 但并非所有的不锈钢企业在技术上都能够实现达产，假设国有企业太钢、宝钢、东特的产能(合计575万吨)极限利用率为100%，浙山、吴航、张浦、联众、福欣、唐钢产能(合计583万吨)极限利用率为80%，其他产能(642万吨)极限利用率为60%，那么全国不锈钢有效产能为1427万吨，2011年Q1不锈钢产能利用率为86.27%。

图表18: 全球不锈钢粗钢产量2011年Q1增8.6%



来源: IISF、国金证券研究所

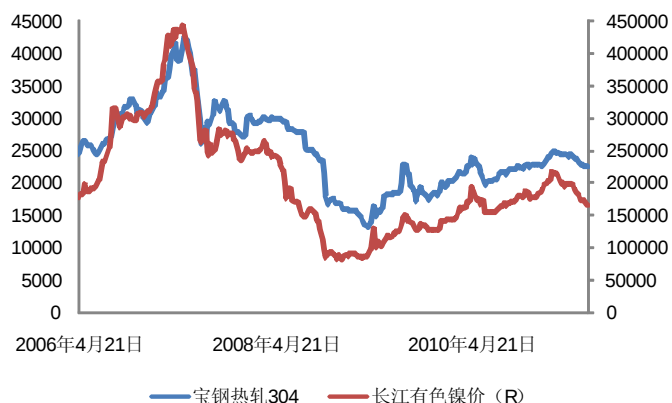
图表19: 全国近1800万吨不锈钢粗钢产能分布

企业	产能	企业	产能	企业	产能
山西太钢	300	友谊特钢	30	溧阳新光	15
宝钢	200	台州三门	30	安徽浙泰	15
浙江青山	100	合肥应流	30	东北特钢	15
福建吴航	90	内蒙华业	30	温州华迪	12
张家港浦项	80	河南金汇	30	山东天元	12
广州联众	180	四川西南	30	上海其昌	10
福建福欣	73	山西环海	20	浙江天地	10
甘肃酒钢	60	温州瑞田	20	苏中特钢	10
唐钢不锈钢	60	湖州久立	20	里能特钢	10
无锡兆顺	50	江苏宝丰	20	锦州凌海	10
烟台金澄	50	山东泉信	18	沈阳邦德	10
宁波华光	30	青岛培明	16	合计	1696

来源: 中华商务网、国金证券研究所

- 不锈钢与镍的价格走势高度一致，我们判断随着镍价追求国际大宗商品价格恐慌性下跌之后，短期有望止跌回升；从另一角度来看，**当前不锈钢和普碳热卷的价格比值已经触及金融危机以后的低点，而2010年以来三次触及该低点后，不锈钢相对于普钢的价值比值便会攀升**，参考前文对普钢价格的走势判断，不难推出不锈钢价也有望将回升。

图表20：不锈钢价和镍价走势基本一致



来源：中国联合钢铁网、国金证券研究所

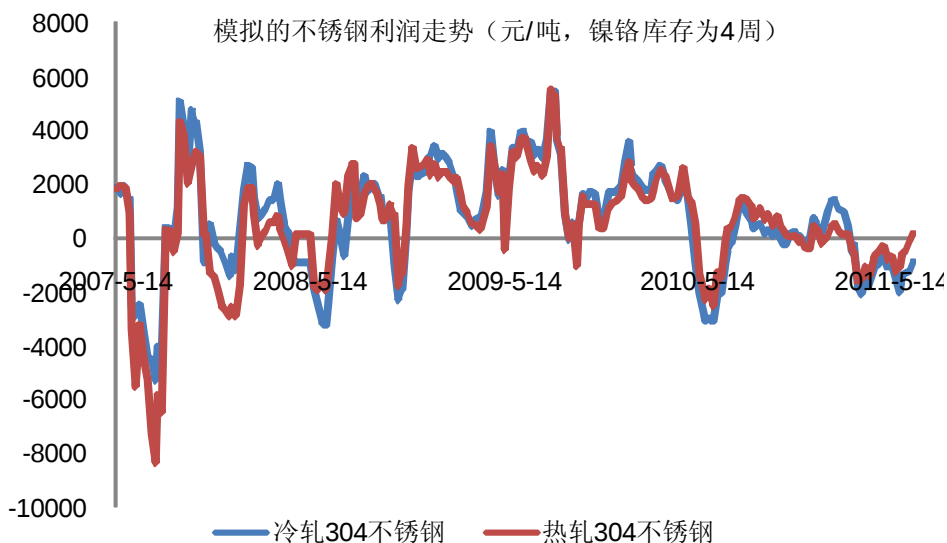
图表21：不锈钢304热卷与普碳热卷的价值比值



来源：中国联合钢铁网、Mysteel、国金证券研究所

- 我们模拟的镍铬库存为4周、矿焦库存为2周的不锈钢企业盈利近期正在逐步回升；随着不锈钢价的企稳上行，我们判断该盈利有望继续向好。

图表22：模拟的不锈钢利润走势（镍铬库存为4周）



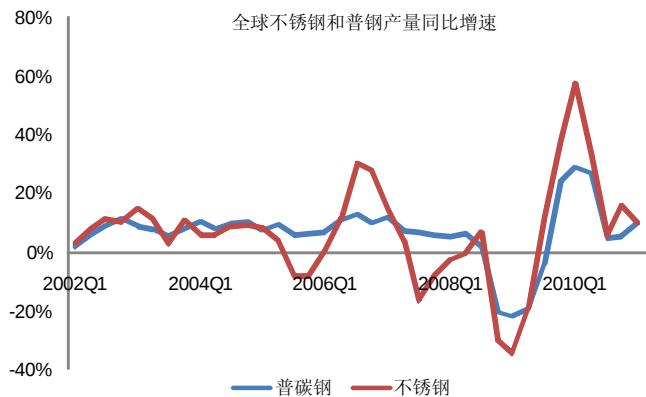
来源：国金证券研究所

■ 不锈钢中长期趋势展望

- 在2001-2004年、2005-2007年、2009-2010年全球经济三轮从低谷到繁荣的期间，不锈钢和普钢复苏的时点基本相同，但景气反弹的力度更大，见顶的时间均早于普钢。因此从这个角度而言，可以认为不锈钢行业对普钢有一定的预警作用，也说明了不锈钢行业的周期性强于普钢。
- 对于不锈钢周期性相对普钢较强的原因，我们认为主要与其下游更集中于高档商品（有研究认为不锈钢的需求弹性类似于高档化妆品）、需求弹性更大有关，而与库存关系似乎并不大。

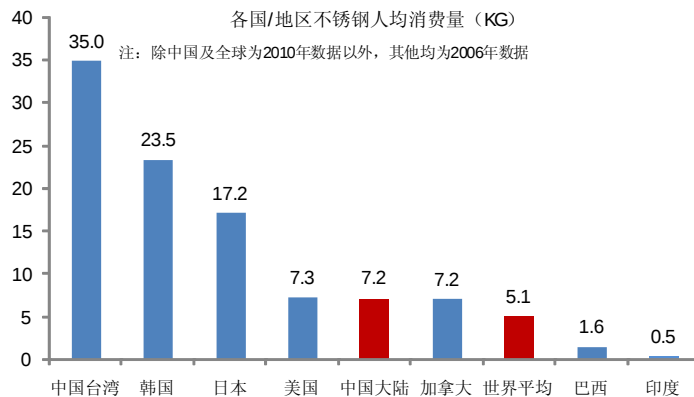
- 2010 年中国不锈钢人均消费量达到 7.23kg，高出世界平均水平 2.12kg；但考虑到同样作为儒家文化圈、文化传统相近的日本、台湾、新加坡、韩国等地不锈钢人均消费量均超过 17 kg，可以认为，中国不锈钢行业成长空间仍然较大，在未来 20 年仍会继续好于普钢。

图表23：不锈钢和普钢的周期基本一致



来源：IISI、IISF、CEIC、国金证券研究所

图表24：全球各国/地区不锈钢人均消费



来源：宝钢技术、IISF、国金证券研究所

- 从各国/地区的不锈钢消费结构来看，我们判断，未来中国的不锈钢消费在制造业、交运业仍有较大的拓展空间。

图表25：全球和中国不锈钢的消费结构对比

2008年	全球	中国	亚洲其他	美洲	欧洲	世界其他
消费量(万吨)	2310	650	460	290	640	270
占全球比重	100%	28.14%	19.91%	12.55%	27.71%	11.69%
各国不锈钢消费细分领域分布						
建筑装饰	17%	18.73%	17.93%	14.90%	18.41%	10.18%
厨具白电	34%	44.71%	25.61%	27.08%	27.00%	46.54%
化工能源	14%	12.44%	14.06%	17.84%	13.64%	14.37%
制造业	20%	16.35%	25.11%	14.34%	23.82%	17.11%
交运业	12%	6.82%	15.07%	22.94%	11.69%	8.21%
其他	3%	0.95%	2.23%	2.90%	5.43%	3.58%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源：SMR、Outokumpu、国金证券研究所

- 高端不锈钢对不锈钢行业/企业的盈利影响

- 核电、高铁占不锈钢消费比重较小（均在 0.5%左右），因此预计新兴产业对不锈钢行业/企业的盈利影响尚有限，但从长期来看值得期待。

图表26：全球不锈钢消费细化领域分布（2008 年）

建筑	17%	厨具白电	34%	制造业	20%	石化能源	14%	交运	12%
街道设施	3.08%	壶&锅	10.4%	食品加工	8.19%	CPI	6.43%	排气系统	6.83%
装饰管材	3.00%	餐饮设备	9.18%	紧固件, 螺栓螺母	2.36%	油气	4.81%	移动坦克	1.09%
覆盖层	2.55%	消费电子	4.79%	工业机械	2.31%	火电厂	1.13%	铁路	0.61%
工业手控阀	1.61%	餐具刀具	3.15%	法兰, 配件	1.81%	制药	0.67%	造船	0.52%
结构用管	1.55%	洗衣机	1.92%	啤酒桶	0.90%	核电站	0.43%	单车摩托	0.36%
其他建筑	5.21%	其他厨具	4.59%	其他制造业	4.42%	其他化工能源	0.52%	其他交运	2.58%

来源：SMR、Outokumpu、国金证券研究所

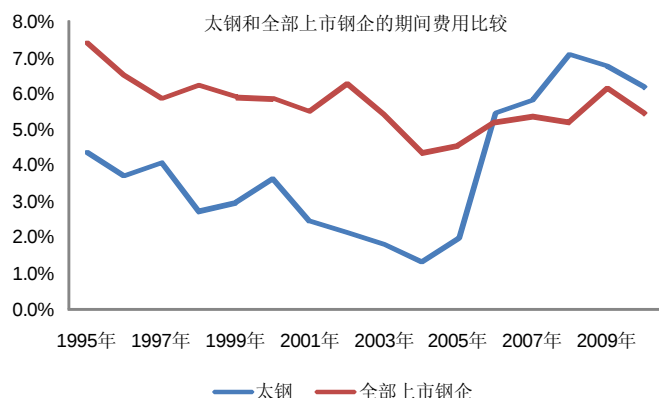
长远之路：费用率控制的空间较大

费用控制的空间较大

■ R&D 费用投入率长期下降的可能性较大

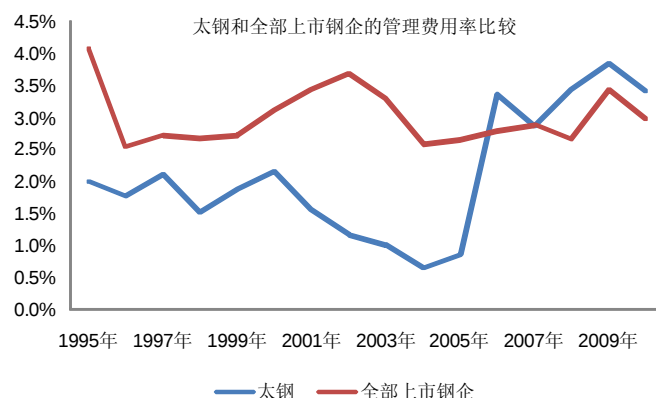
- 自 2006 年整体上市以来，太钢的期间费用率便大幅提升，并持续高于上市钢企的平均水平：1995-2005 年以来太钢不锈钢的期间费用率低于上市钢企平均值 2-4 个百分点，但 2006-2010 年则高于上市钢企平均值 0.2-2 个百分点；
- 太钢不锈钢的期间费用率变化的直接推动因素，是管理费用率出现提升：1995-2005 年太钢不锈钢的管理费用率低于上市钢企平均值 0.5-2.5 个百分点，但 2006-2010 年则高于上市钢企平均值 0-0.8 个百分点。

图表27：太钢不锈钢和同类公司期间费用率比较



来源：WIND、国金证券研究所

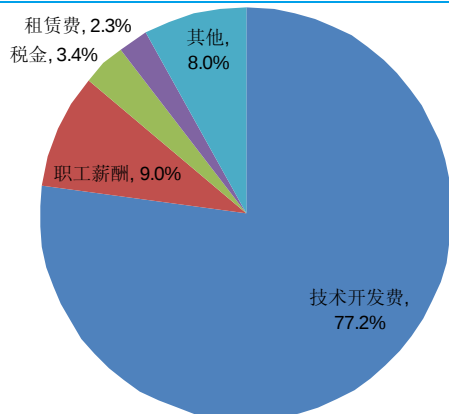
图表28：太钢不锈钢和同类公司管理费用率比较



来源：WIND、国金证券研究所

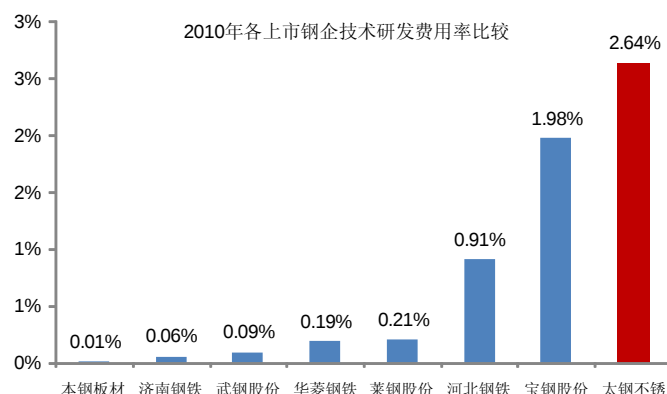
- 太钢不锈钢的管理费用最大构成部分是技术研发费用，2010 年该块占管理费用的比重高达 77.2%；太钢 R&D 研发费用投入率为 2.64%，高于其他上市钢企（譬如宝钢、河钢、武钢等）0.66-2.63 个百分点；
- 鉴于太钢长期以来高额的技术投入并未使得其在技术上取得明显的收益，我们认为该块未来向其他大钢厂均值回归的可能性比较大；2010 年太钢不锈钢的净利率为 1.6%，因此管理费用率如果下降 0.66-1 个百分点，对公司的业绩将有重大影响。

图表29：太钢不锈钢（000825）2010 年管理费用构成



来源：公司年报、国金证券研究所

图表30：太钢不锈钢和同类公司 R&D 费用投入率比较



来源：公司年报、国金证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测：2011-2012 年实现全面摊薄 EPS 为 0.278 元、0.515 元

- 销量：2011 年增长 5.93%、2012 年增长 0%
 - 我们暂不考虑公司潜在的高炉改扩建以及不锈钢扩产带来的产能增加，仅假设充分利用好当前的产能，那么预计 2011 年公司钢材销量增长 5.93%、2012 年和 2013 年均保持不变。

图表31：太钢不锈（000825）主要钢材产销量预测（万吨）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
不锈钢材	168	223	248	270	270	270
普通坯材	763	689	697	730	730	730
合计	930	912	944	1000	1000	1000

来源：国金证券研究所

- 售价：2011 年增长 13%、2012 年保持不变
 - 我们假设 2011 年公司普特坯材售价上涨 12.7%，不锈钢坯材售价上涨 13%；2012 年和 2013 年的销售均价保持不变。

图表32：太钢不锈（000825）主要品种钢价格预测（元/吨）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
不锈钢材	18687	12441	15258	17242	17242	17242
普通坯材	4922	3368	4092	4611	4611	4611

来源：国金证券研究所

- 成本：2011 年上升 10.45%、2012 年下降 1.38%
 - 假设 2011 年、2012 年澳洲 62.5%品位的铁矿石长协 FOB 均价分别上涨 32.46%、下降 2.65%，国内现货价 2011 年上涨 25.14%、2012 年保持不变；再假设袁家村铁矿石在 2012 年 6 月全面投产，且销售给公司的价格与旧矿一致，那么太钢不锈的矿石成本 2011 年上涨 29.44%、2012 年下跌 7.24%、2013 年下跌 3.11%；
 - 假设废钢价格 2011 年上涨 22.91%，2012 年保持不变；焦炭价格 2011 年上涨 10.74%、2012 年保持不变；
 - 假设 2011 年镍价上涨 17.49%、铬铁价格下跌 1.32%，2011 年、2012 年价格均保持不变；
 - 再考虑到公司在 2011 年在建工程转固的项目已不多，且产量在增长，我们假设 2011 年公司吨钢固定资产折旧下降 6 元/吨，2012 年、2013 年则保持不变；我们同时假设公司除原燃料、人工、折旧后的其他成本略好于 2010 年的水平。
 - 这样公司的吨钢成本 2011 年将上涨 10.45%、2012 年将下降 1.38%、2013 年再下降 0.56%。

图表33：太钢不锈（000825）主要成本预测（元/吨）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
铁矿石综合成本	632	793	641	828	1088	1006	972
废钢	2337	3223	2595	2929	3600	3600	3600
镍	325375	177471	115152	166131	195194	195194	195194
铬	8863	11992	7060	9116	8996	8996	8996
焦炭	1285	2211	1615	1806	2000	2000	2000
焦煤	727	1575	1076	1355	1499	1499	1499
喷吹煤	507	1100	751	946	1047	1047	1047
电力	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
水	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
氧气	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
吨辅料成本	171	212	150	165	163	163	163
人工	25	25	25	25	25	25	25
吨钢折旧	294	350	414	426	420	420	420
其他	2046	3216	4204	2646	2615	2615	2615
美元兑人民币	7.60	6.94	6.83	6.76	6.54	6.45	6.35
吨钢材综合成本	7672	8542	8711	8415	9294	9166	9115

来源：国金证券研究所

■ EPS：2011 年 0.278 元、2012 年 0.515 元

- 根据上述假设，我们测算出 2011 年、2012 年、2013 年公司营业收入分别为 1015.37 亿元、1019.63 亿元、1019.65 亿元，同比增长 16.44%、0.42%、0%；
- 2011 年、2012 年、2013 年公司归属于母公司的净利润分别为 15.83 亿元、29.42 亿元、32.76 亿元；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.278 元、0.516 元、0.575 元；同比分别增长 15.38%、85.78%、11.36%。

估值：综合三种估值方法，给予 12 个月 7.21-8.24 元的目标价

■ DCF 绝对估值

- 主要基本假设：（1）无风险利率 3.62%、风险溢价 6.45%；（2）行业 Beta 值为 1.07；（3）永续增长率 TV=2.5%。得出太钢不锈的理论每股价值为 6.73 元。

图表34：太钢不锈（000825）DCF 绝对估值过程

II、WACC											
每股价值	6.73			TV增长率		2.5%					
企业值	70,809.22			WACC		10.24%					
股票价值	38,346.14			债务		31,369.48					
				投资		1,004.32					
				少数股东权益		1,093.60					
会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV 合计
FCF	-5,913.78	-178.03	780.24	8,176.99	8,283.84	8,393.11	8,504.72	8,618.62	8,734.77	8,853.15	117,220.72
PV(FCF)	-5,364.39	-146.49	582.37	5,536.24	5,087.56	4,675.80	4,297.82	3,950.77	3,632.04	3,339.27	171,474.37
											69,804.90

来源：国金证券研究所

■ PE、PB 法估值

- 从 1-2 年的视角来看，太钢不锈收购集团铁矿资产的可能性较大，如果收购全部的铁矿石资产，将能满足现有产能所需的 80%的铁矿石，将有利于增强公司的盈利能力和业绩稳定度；考虑到这个预期以及公司在不锈钢领域的地位，我们保守按 2012 年 14-16 倍 PE 给太钢不锈定价，对应的目标价为 7.21 元-8.24 元；
- 该目标价对应着太钢不锈 2011 年 1.80-2.05 倍 PB，2012 年 1.63-1.86 倍 PB。

■ 估值结论

- 综合 DCF 绝对估值、PE 及 PB 相对估值等三种方法，我们认为给予太钢不锈未来 12 个月 7.21 元-8.24 元的目标价比较合理，这较 2011 年 6 月 27 日收盘价尚有 36.52%-56.02%的空间，我们首次给予“买入”评级。

风险提示

- 袁家村铁矿石投产和注入的进程差于预期
 - 我们预测公司 2012 年净利润同比增长 85.78%的重要假设前提条件是集团袁家村铁矿石在 2012 年 6 月全面投产、且销售给公司的价格与旧矿一致，如果该假设前期不能实现，将会导致我们的盈利预测下调；
 - 与此同时，我们给予公司目标价对应着 2012 年 14-16 倍 PE，（而其他上市钢企我们仅给予 2012 年 12 倍 PE）重要的逻辑是公司存在收购集团铁矿石资产的预期，如果收购的时间或方案差于我们预期，也将影响我们对公司的估值（我们的预期方案见本报告第一部分）。
- 钢铁行业景气恢复状况不达预期
 - 我们判断钢铁行业“两头受挤”的状况将有望得到趋势性的缓和：一方面行业供求关系好转，另一方面铁矿石供求关系趋于宽松将导致价格趋弱；与此同时不锈钢价也将会逐步回升。如果未来行业形势与我们的判断不一致，也将会影响公司的投资价值。
- 宏观经济波动及贸易摩擦风险
 - 如果国内外宏观经济环境出现了较大的变化，导致资本市场系统性的估值下降，也会影响到太钢不锈的投资价值。

附录：太钢不锈（000825）三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	83,063	71,828	87,198	101,537	101,963	101,965
增长率		-13.5%	21.4%	16.4%	0.4%	0.0%
主营业务成本	-74,518	-65,332	-79,457	-92,939	-91,661	-91,146
% 销售收入	89.7%	91.0%	91.1%	91.5%	89.9%	89.4%
毛利	8,545	6,496	7,741	8,598	10,302	10,819
% 销售收入	10.3%	9.0%	8.9%	8.5%	10.1%	10.6%
营业税金及附加	-294	-108	-85	-152	-153	-153
% 销售收入	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-1,299	-1,120	-1,251	-1,584	-1,591	-1,591
% 销售收入	1.6%	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-2,860	-2,761	-2,983	-3,899	-3,915	-3,915
% 销售收入	3.4%	3.8%	3.4%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润（EBIT）	4,092	2,508	3,422	2,962	4,643	5,160
% 销售收入	4.9%	3.5%	3.9%	2.9%	4.6%	5.1%
财务费用	-1,728	-965	-1,148	-1,086	-1,196	-1,320
% 销售收入	2.1%	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.3%
资产减值损失	-1,147	-591	-827	-28	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-133	-23	1	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,084	929	1,448	1,849	3,447	3,840
营业利润率	1.3%	1.3%	1.7%	1.8%	3.4%	3.8%
营业外收支	26	26	9	26	26	26
税前利润	1,110	955	1,457	1,875	3,473	3,866
利润率	1.3%	1.3%	1.7%	1.8%	3.4%	3.8%
所得税	110	-60	-85	-281	-521	-580
所得税率	-10.0%	6.2%	5.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,221	895	1,372	1,593	2,952	3,286
少数股东损益	-14	-11	0	10	10	10
归属于母公司的净利润	1,235	906	1,372	1,583	2,942	3,276
净利率	1.5%	1.3%	1.6%	1.6%	2.9%	3.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,221	895	1,372	1,593	2,952	3,286
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4,418	4,388	4,873	2,853	3,419	4,013
非经营收益	1,471	1,106	1,220	1,241	1,190	1,314
营运资金变动	-3,579	-2,722	-3,253	-3,891	132	56
经营活动现金净流	3,531	3,667	4,212	1,797	7,692	8,670
资本开支	-5,960	-5,134	-3,564	-7,693	-7,776	-7,777
投资	-456	-260	-139	-1	0	0
其他	15	26	51	0	0	0
投资活动现金净流	-6,401	-5,368	-3,652	-7,694	-7,776	-7,777
股权募资	3,476	125	267	0	0	0
债权募资	6,537	-1,420	2,181	3,367	1,936	1,017
其他	-2,872	-1,908	-1,772	-1,143	-1,785	-1,910
筹资活动现金净流	7,141	-3,203	676	2,224	151	-893
现金净流量	4,271	-4,904	1,236	-3,673	67	0

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	8,242	3,337	4,573	900	967	967
应收款项	3,786	2,691	2,202	4,924	4,945	4,945
存货	13,385	12,410	13,436	18,359	18,106	18,004
其他流动资产	3,291	2,959	1,621	4,184	4,127	4,104
流动资产	28,704	21,397	21,833	28,367	28,144	28,020
% 总资产	44.1%	34.8%	34.3%	37.9%	35.6%	33.9%
长期投资	692	865	1,004	1,005	1,004	1,004
固定资产	35,176	38,777	40,310	45,246	49,667	53,488
% 总资产	54.0%	63.0%	63.4%	60.4%	62.8%	64.6%
无形资产	314	321	333	289	252	221
非流动资产	36,414	40,152	41,772	46,542	50,925	54,715
% 总资产	55.9%	65.2%	65.7%	62.1%	64.4%	66.1%
资产总计	65,118	61,548	63,605	74,909	79,069	82,734
短期借款	15,162	10,885	12,080	15,697	17,633	18,649
应付款项	13,233	10,117	8,865	15,021	14,869	14,802
其他流动负债	61	355	185	941	936	934
流动负债	28,455	21,357	21,129	31,659	33,438	34,385
长期贷款	15,224	18,213	19,290	19,290	19,290	19,291
其他长期负债	154	247	250	0	0	0
负债	43,833	39,817	40,669	50,949	52,727	53,676
普通股股东权益	20,528	20,912	21,843	22,856	25,229	27,935
少数股东权益	757	819	1,094	1,104	1,114	1,124
负债股东权益合计	65,118	61,548	63,605	74,909	79,069	82,734

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.217	0.159	0.241	0.278	0.516	0.575
每股净资产	3.604	3.671	3.835	4.013	4.429	4.904
每股经营现金净流	0.620	0.644	0.739	0.315	1.350	1.522
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.02%	4.33%	6.28%	6.93%	11.66%	11.73%
总资产收益率	1.90%	1.47%	2.16%	2.11%	3.72%	3.96%
投入资本收益率	8.71%	4.63%	5.93%	4.27%	6.24%	6.55%
增长率						
主营业务收入增长率	2.41%	-13.53%	21.40%	16.44%	0.42%	0.00%
EBIT增长率	-37.03%	-38.71%	36.43%	-13.43%	56.74%	11.13%
净利润增长率	-70.94%	-26.65%	51.51%	15.38%	85.78%	11.36%
总资产增长率	12.93%	-5.48%	3.34%	17.77%	5.55%	4.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	10.0	5.0	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	75.7	72.1	59.4	72.1	72.1	72.1
应付账款周转天数	37.0	33.3	25.4	33.3	33.3	33.3
固定资产周转天数	126.5	166.9	130.9	129.8	144.4	157.4
偿债能力						
净负债/股东权益	104.04%	118.54%	116.83%	142.26%	136.49%	127.23%
EBIT利息保障倍数	2.4	2.6	3.0	2.7	3.9	3.9
资产负债率	67.31%	64.69%	63.94%	68.01%	66.68%	64.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	4	5
买入	0	0	2	9	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.73	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-08-31	买入	6.95	N/A
2 2009-10-30	买入	7.01	N/A
3 2010-04-21	买入	6.93	5.00 ~ 15.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室