

太钢不锈(000825)

公司研究/深度报告

太钢不锈：源动力十足的不锈“动车”

民生精品---深度研究报告/钢铁行业

2011年08月05日

报告摘要:

不锈主业牛市临近以及产业链向上下游的同步延展，公司业绩增长将步入快车道，投资价值凸显。

● 不锈牛市临近，主业否极泰来

根据金属镍未来供需结构变化，预计不锈钢价格 2012 年微跌后，将于 2013 年触底，并步入上升通道，牛市行情有望延至 2015 年。价格年均复合增速约 4.1%。鉴于公司毛利率往往会先于钢价反弹，因此，2012-2015 年期间，我们预计公司不锈毛利率将由 9% 渐增至 13%。同时，2013 年公司不锈产能有望扩至 400 万吨，届时不锈主业将更为受益，毛利总额预期增长 30% 达到 58.4 亿。

公司碳钢板带材在省内市场集中度已高达 93%。未来受益行业供需改善和省内垄断地位，我们预计该业务销售额将以年均 3% 增速稳步增长，并保持约 15% 的高毛利率水平。

● 下游高新产品形成利润新增点

公司不锈钢精密板带和无缝管项目有望于 2012 年达产，将弥补市场缺口，合计增厚 EPS 约 0.027 元。对于存在争议的大口径焊管项目，我们认为其有别于产能严重过剩的小口径焊管，市场有缺口，并将在“十二五”石油管网全面建设加速中受益。一期 45-60 万吨有望于 2013 年达产，可贡献 EPS 0.014-0.018 元；二期计划增至 100 万吨，EPS 可再增厚 0.012-0.017 元。另外，我们预计无取向硅钢产能于 2013 年扩至 100 万吨，可增厚 EPS 0.12 元。

● 强化资源掌控，自给过半成本降

“十二五”期间太钢集团计划投资 400 亿元，加速实施铁矿、镍矿、铬矿开发及加工项目，确保重要战略资源的自给率达到 50% 以上。至 2013 年铁矿自给率有望达到 70% 以上，且根据公司优质资产注入原则，存在注入预期，若行，EPS 增厚 0.15 元；权益金属镍供给率也将超 50%。伴随 2012 年集团铬铁厂建成，2014 年铬铁自给率将达 100%。至 2013 年，缅甸达贡山镍铁项目和袁家村铁矿项目达产后，公司资源采购成本至少节约 8 亿元，折合 EPS 0.14 元。

● 盈利预测与投资建议

2011-13 年预计实现净利润 17.91 亿、23.12 亿和 39.33 亿，对应 EPS 0.31 元、0.41 元和 0.69 元。合理价位 6.2 元。给出“强烈推荐”评级。

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	87,198	96,537	105,629	121,935
增长率(%)	21.40%	10.71%	9.42%	15.44%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,372	1,791	2,312	3,933
增长率(%)	51.51%	30.50%	29.08%	70.15%
每股收益(元)	0.24	0.31	0.41	0.69
PE	20.17	15.46	11.98	7.04

资料来源：民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

强烈推荐

首次评级

合理估值

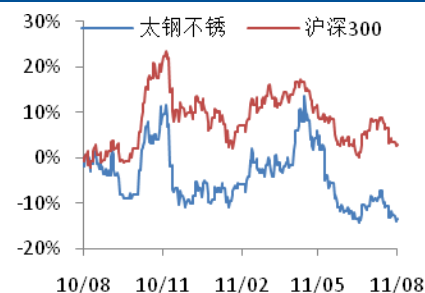
6.2 元

交易数据

2011-08-05

收盘价(元)	4.86
近 12 个月最高/最低	6.73/4.9
总股本(百万股)	5696.25
流通股本(百万股)	5695.87
流通股比例(%)	99.99%
总市值(亿元)	284.81
流通市值(亿元)	284.79

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师： 巨国贤
执业证号： S0100511070005

联系人： 李斌（行业专家）
电话： (8610) 8512 7543
邮箱： libin_yjs@mszq.com

相关研究

- 《河北钢铁深度分析报告—估值优势明显的钢铁巨擎》2011.07.27
- 《太钢不锈深度分析报告—源动力十足的不锈“动车”》2011.08.08

目 录

一、不锈钢春天临近，主业否极泰来	3
(一) 不锈钢牛市预期始于 2013 年	3
(二) “不锈钢牛市+不锈钢增产” 双驱加速主业盈利能力	4
二、省内板带垄断龙头，碳钢业务稳步前行	4
(一) 临钢产能淘汰无影响，2011-2012 年产量微增	4
(二) 受益钢市供需改善，碳钢业务垄断中稳进	5
三、下游高新产品形成利润新增点	6
(一) 不锈钢精密带钢 – 不锈钢尖领域的宠儿	6
(二) 高端不锈钢无缝管 – 国内核电不锈钢配套最全供应商	7
(三) 被误解的焊管项目 – 大口径 焊管市场生态健康	7
(四) 规划中的强劲动力源 – 取向硅钢及无取向硅钢扩产	8
四、强化资源掌控，自给有望过半	9
(一) 15%折价铁矿自给率有望升至 70%，且注入可期	9
(二) 缅甸达贡山镍铁项目助公司降 3 亿成本	10
(三) 2014 年有望实现铬铁完全自给	11
五、太钢不锈估值	11
(一) 相对估值	11
(二) 绝对估值	12
插图目录	14
表格目录	14

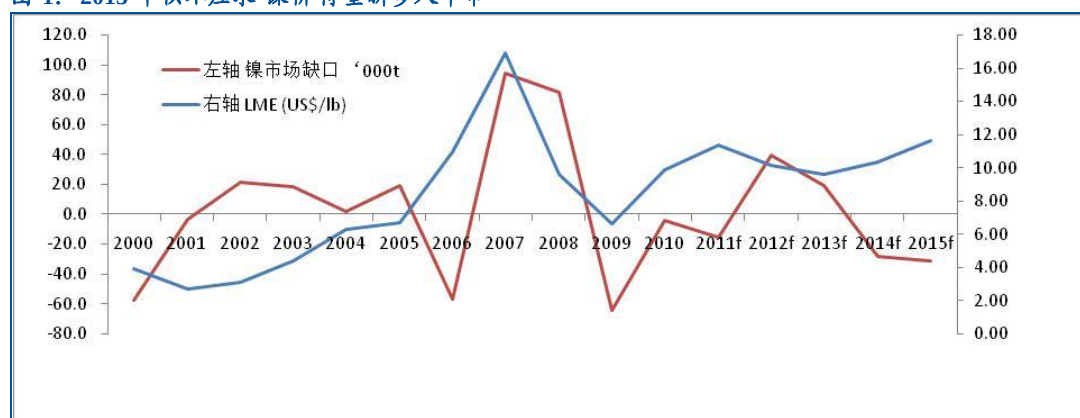
一、不锈钢春天临近，主业否极泰来

(一) 不锈钢牛市预期始于 2013 年

在目前不锈钢价格与镍价走势高度契合的情况下，基于镍价走势预测，预计 2012 年不锈钢价格会出现微调，并于 2013 年重拾升势进入牛市，并维持至 2015 年，价格年均复合增速达 4.1%。

根据权威机构统计，2012-2013 年镍供给将略大于需求，届时镍价预计小幅下跌；随后基本面将重回供不应求的牛市局面，并维持至 2015 年。

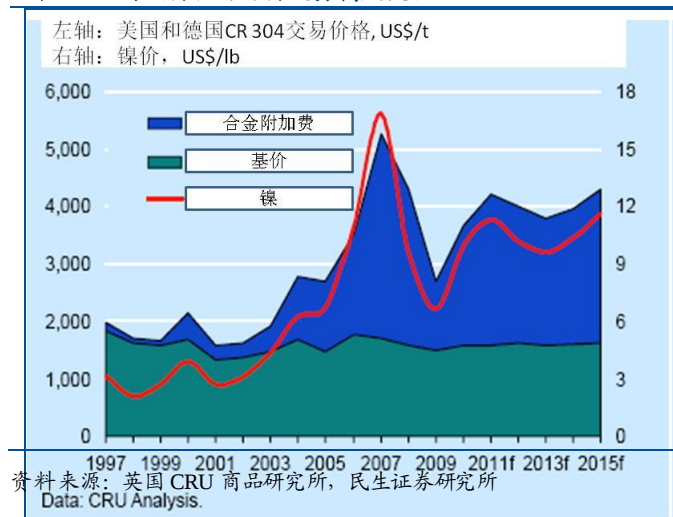
图 1: 2013 年供不应求 镍价将重新步入牛市



资料来源：英国 CRU 商品研究所，民生证券研究所

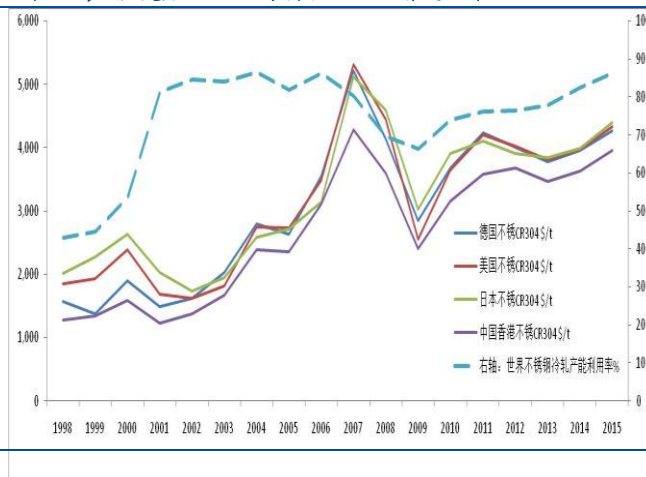
鉴于目前世界大型不锈钢企业均采用“基价+合金附加费”的定价模式，不锈钢价格走势与镍价走势高度契合。2012 年不锈钢价格预计与镍价同步走弱；但随后在 2013 年触底后将步入上升通道。由于目前不锈钢产能略有过剩，因此 2013-2015 年以成本为主推力的价格上涨将受到产能逐步恢复的遏制，上涨速度较为温和，年均复合增长率约 4.1%，不会复制 2001-2007 年那波犀利的涨势。

图 2: 不锈钢价格与镍价走势高度契合



资料来源：英国 CRU 商品研究所，民生证券研究所
Data: CRU Analysis.

图 3: 产能复苏致使不锈钢价格以 4% 增速温和上涨



（二）“不锈牛市+不锈增产”双驱加速主业盈利能力

伴随公司不锈钢产能的逐步扩产以及 2013 年不锈钢慢牛市的临近，公司未来 2 年毛利水平将经历“预热-加速”的过程。

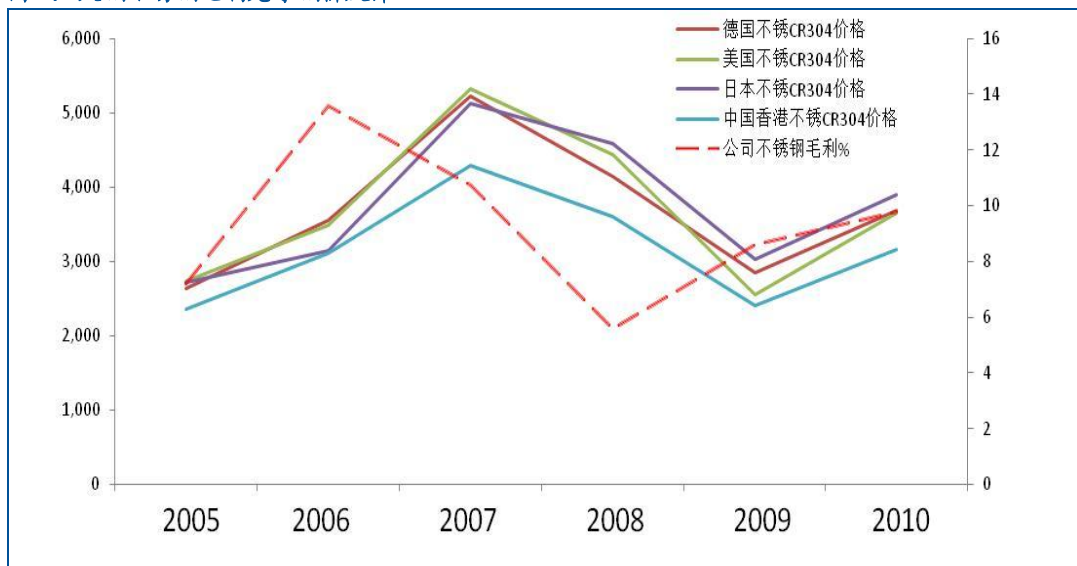
我们预计公司不锈钢毛利在 2012 年会随钢价小幅下调至 2009 年水平约 9%；但受益产能增长（290 万吨增至 320 万吨），毛利总额稳步增长约 1 亿元至 44.3 亿元。

2013 年，我们根据历史经验判断，公司毛利会先于钢价反弹，将恢复至 2010 年水平约 10%，随后伴随不锈钢进入牛市，至 2015 年将逐步攀升至 13%（逼近公司近 10 年最好水平 13.5%）。同时，2013 年不锈钢产能预计增至 400 万吨，将进一步加速公司业绩释放，毛利总额有望增至 58.4 亿元，同比增长 30%。

判断依据：

根据历史统计，公司毛利率与不锈钢价格走势基本同步，但往往在不锈钢价格形成底部和顶部之前出现拐点，故我们预计公司毛利 2012 年略有下降，跌至与 2009 年相当的毛利率水平，约 9%。随后在不锈钢价格底部形成之前，于 2013 年反弹至 2010 年水平约 10%，并跟随不锈钢牛市步入上升通道，至 2015 年达到 13% 左右，逼近公司近十年毛利最好水平 13.5%。

图 4：太钢不锈钢毛利先于钢价反弹



资料来源：英国 CRU 商品研究所，民生证券研究所

二、省内板带垄断龙头，碳钢业务稳步前行

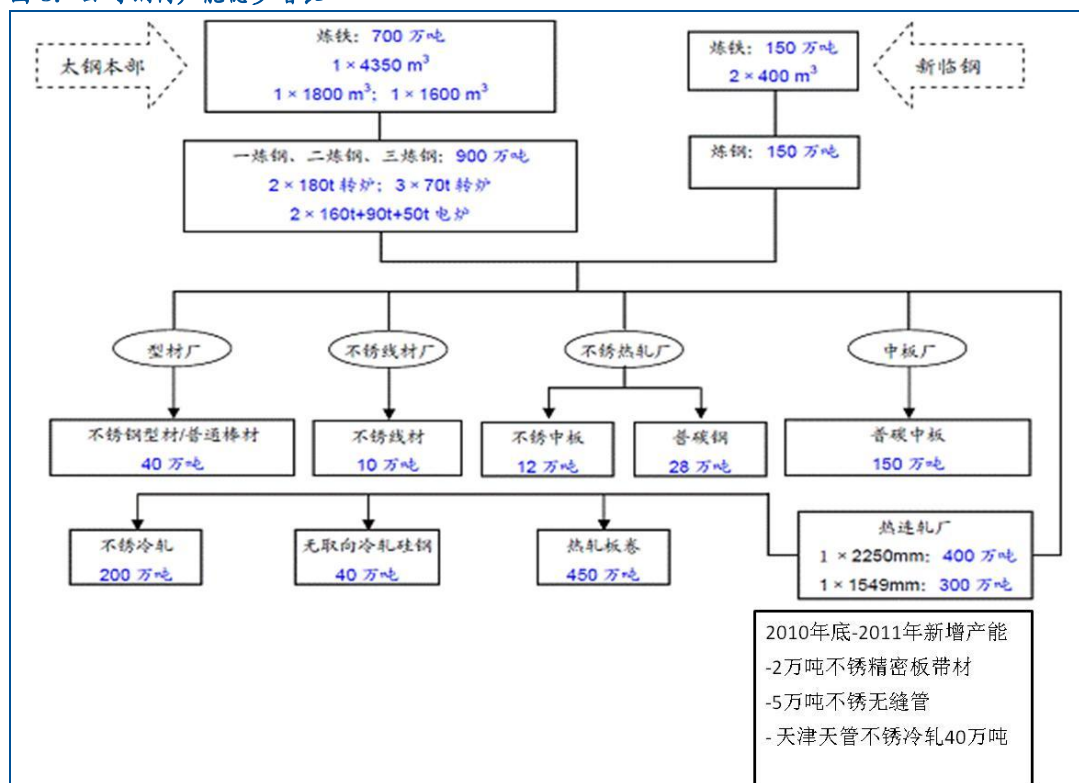
（一）临钢产能淘汰无影响，2011-2012 年产量微增

公司产量不会受到临钢落后产能淘汰影响，2011-2012 年钢材产量预计比 2010 年微增，分别达到约 966 万吨和 1000 万吨。其中，2011-2012 年不锈钢产量预计分别达到 292 万吨和 320 万吨。

公司目前拥有粗钢产能约 1050 万吨，钢材产能 987 万吨。新临钢 3 座 400 立方米高炉将淘汰，但不会影响公司生产。淘汰产能将通过提高本部 1600 立方米高炉（产能 235 万吨）炉容至 4500 立方米以上（可能增至 4700 立方米，产能 400 万吨）进行弥补。

公司上半年生产粗钢 498 万吨，钢材约 480 万吨，其中不锈钢 146 万吨，较去年同期增长约 10.11%。2011 年新增产能均未完全释放，预期 2012 年陆续达产。

图 5：公司钢材产能稳步增长



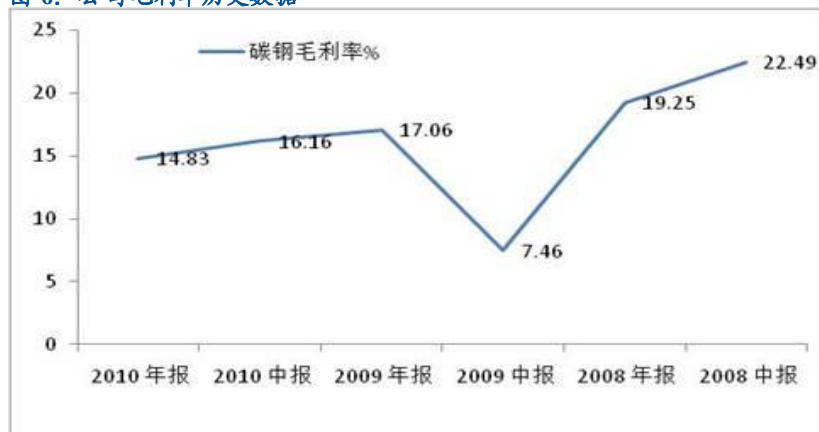
资料来源：民生证券研究所

（二）受益钢市供需改善，碳钢业务垄断中稳进

不同于普遍观点，我们认为当前 7.46 亿吨钢材产能，满负荷工作下产量可达 7.17 亿吨，微高于钢材表观消费 6.94 亿吨，供需基本平衡。同时，伴随国家“淘落后限扩产”政策强势延续，未来 3 年产能年均复合增速约 2.1% 将慢于我们预测的钢材需求保守增速 4%，行业景气持续上升，钢价看涨。

公司 95% 以上的产能是板带材。作为省内板带材龙头企业，公司省内产能集中度已高达 93%，几乎处于垄断地位。品牌在国内也已与宝钢、武钢、鞍本等企业齐名，汽车板、管线钢、高牌号无取向硅钢等高端产品市场占有率稳固。因此，伴随钢市供需逐步改善，我们预计公司未来 2 年普碳钢营业收入稳步增长，增速约 3%。受益于省内垄断地位，毛利率将保持在 15% 左右的高位。

图 6: 公司毛利率历史数据



资料来源: Wind 咨询、民生证券研究所

三、下游高新产品形成利润新增点

预计 2012 年不锈钢无缝管和精密带钢项目可使公司 EPS 合计增厚约 0.027 元。天津 100 万吨焊管项目未来达产后可帮助公司增厚 EPS 约 0.03 元。无取向硅钢扩产至 100 万吨可帮助公司 EPS 增厚约 0.12 元。

(一) 不锈钢精密带钢 - 不锈钢尖领域的宠儿

2 万吨不锈钢精密带钢项目, 公司占股 92.86%。2010 年投产, 2011 年产能利用率预期 60%, 于 2012 年有望达产, 届时销售额有望达到 12-14 亿元, 毛利保守估计 15%, EPS 增厚约 0.018 元。

太钢精密带钢项目利润保障基础分析:

市场存在缺口, 高收益: 目前我国不锈钢精密带钢的自给率水平为 45%左右, 高强度精密带钢尚需进口。产品收益稳定, 在 2008 年行情极其低迷的环境下仍保有 16.1%的毛利率。不锈钢精密带钢因其具有高强度、耐腐蚀性、抗氧化性、加工性、耐磨性以及外观精美的装饰性, 已被广泛应用于航空航天、石油化工、汽车、纺织、电子、家电、计算机和精密机加工等大力发展的支柱产业, 产品的需求量快速增长。

技术壁垒高, 竞争小: 由于技术壁垒较高, 产能利用率一直较低。尤其是厚度在 0.1mm 以下不锈钢、钛、锆等高强合金的精密带钢, 目前国内仅有少数企业能够生产, 产能一直不足。

太钢具备成本优势: 与国内主要竞争对手上海实达精密不锈钢公司和台湾晔联在国内的合资厂相比, 太钢具有低成本、规模化、产业链完善(从炼铁-炼钢-热轧-冷轧)及不锈钢生产经验丰富和产品系列丰富的比较竞争优势。2011 年预计产量达到

1.2 万吨，经过 1 年摸索期，预计 2012 年能够达产。

(二) 高端不锈钢无缝管 - 国内核电不锈钢配套最全供应商

5 万吨不锈钢无缝管项目，公司占股 60%。2010 年投产，2011 年产能利用率预期 60%，2012 年有望达产，届时销售额约为 20 亿元，毛利至少 10%，保守估计 EPS 增厚约 0.009 元。

无缝钢管项目利润保障基础分析：

产品聚焦有缺口的高端市场，具备品牌和认证优势：项目聚焦高端核电（需求 2 万吨）、发电（需求 1.5 万吨）、石化（需求 18 万吨）、水利（需求 1.5 万吨）及机械航空（需求 1.5 万吨）等高端不锈钢无缝管。前述近 25 万吨不锈钢管需求绝大多数需要进口，市场生态健康。公司目前核电用管材已拿到客户认证，彰显了雄厚的技术实力。并且鉴于公司不锈钢板覆盖了核电用整个行业需求，被大量应用于所有国内在建核电项目，因此无缝钢管投产后将显著受益公司在业内的品牌效应。此项目太钢投资 20 亿元，建成设计产能 5 万吨/年，项目占地 776 亩，技术装备主要由 2 组穿孔机（Φ89mm、Φ160mm）、5 台轧机（Φ30mm、Φ60mm、Φ75 mm、Φ90mm、Φ120mm）、10 余组拉拔机及 1 台 6000 吨热挤压机及相关公辅配套设施构成。

合作方为行业龙头，技术和销售渠道有保障：同时此项目为公司与国内最大的无缝管生产企业天管的合作项目，合作方产品被广泛应用于石油、核电等高端行业，因此不存在技术壁垒，且销售渠道顺畅。经过 2011 年的磨合期，预计于 2012 年达产。

(三) 被误解的焊管项目 - 大口径焊管市场生态健康

与市场普遍观点不同，我们看好公司的大口径焊管项目，项目一期 45-60 万吨计划于 2011 年投产，我们预计 2012 年为磨合期，2013 年达产，销售额预计约 30-40 亿元，毛利率 10%，EPS 增厚约 0.014-0.018 元。二期规划能力将达到 100 万吨，届时保守估计 EPS 再增厚约 0.012-0.017 元。

太钢焊管项目争议主要聚焦在“国内焊管产能过剩造成的微利竞争”，目前国内焊管产能约 4000 万吨，过剩约 800 万吨。但深入分析市场供需结构后，我们认为公司投资的大口径焊管项目 - Φ355mm ERW 和 Φ650mm ERW，其 90% 的产品目标市场是石油管网和相应管线管，目标市场存在供需缺口，发展空间广阔。依据如下：

我国焊管产能过剩是结构性产能过剩并非整体过剩：过剩产能主要集中在直径 200mm 以下的小口径焊管，其占据了 95% 以上的产能，大部分为低档的水煤气管。而根据国外发展历史，我国产能占比不到 5% 的大口径焊管仍有提升空间。例如直径 219-660mm 大口径焊管在日本占比为 13%、美国约 11%、德国约 10%。

焊管有望替代部分无缝管市场，消化掉过剩产能：目前我国焊管产量占钢管总量中的比例长期在 55%—60% 左右波动，而发达国家例如美国、日本占 70—85%，韩国几乎占 100%。主要是在中档产品中大量用焊管替代了一部分无缝钢管。若焊管能实现部分领域替代无缝管，需求将至少有 20% 上涨空间，可顺利消化 800 万吨过剩产能。目前，替代进程正在推进，例如在中低压锅炉管、P110、N80—Q、K55 油套管和机械结构管等应用领域中，焊管已逐步替代无缝管；城镇化燃气输送管网建设中，专家也已认可了“在截面较小的输送管道（如支线和城市管网用管）首选 ERW 焊管”的观点，焊管正逐步替代 PE 管和无缝管。

大口径焊管技术日趋成熟，已部分替代进口高端产品，并可部分规避出口“双反”调查风险：我国生产技术已达国际先进水平，开始替代进口，例如宝鸡钢管抗大变形管线管、武钢 ERW 660 机组高档钢结构焊管等已开始替代进口产品。另外，大口径焊管可以部分规避“双反”调查风险，例如美国对中口径在 219mm-406.4mm 的油气输送管线管将征收反倾销税，因此大口径焊管产品可部分规避风险，保证出口。

“十二五”期间我国的石油管线建设将全面加速，需求不愁：“十二五”期间仅中石油管道建设就将近 5.4 万公里，管线管需求约 1600 万吨。其中重点建设的管道包括中缅油气管道、西气东输三期工程等。因此公司定位的主要产品石油管不愁需求。

我们根据久立特材、常宝股份和天津钢管产品毛利率水平进行估算，**保守预计公司焊管项目毛利在 10% 左右**。常宝股份石油管毛利达到了 19%、管线管 6.6%，久立特材焊管整体毛利达到 16%，天津钢管无缝管（涉足石油管等领域）毛利达到 8.8%。

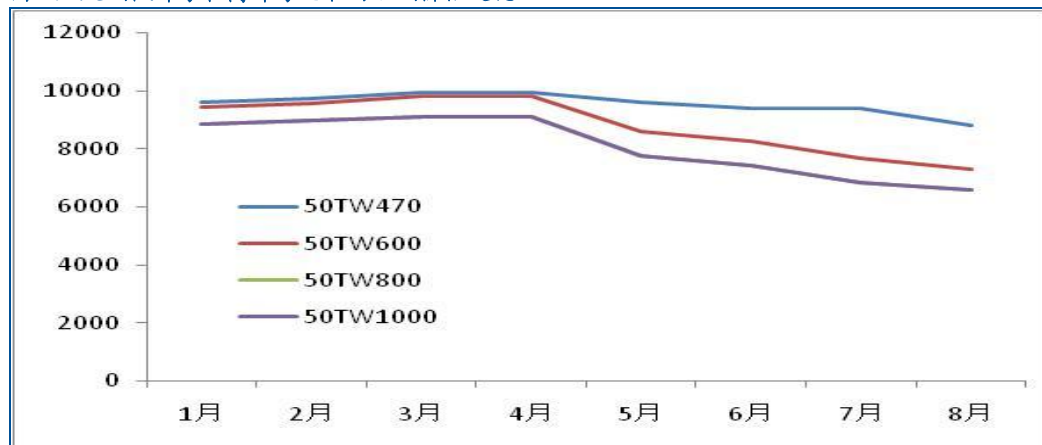
（四）规划中的强劲动力源 — 取向硅钢及无取向硅钢扩产

公司未来无取向硅钢将由 40 万吨提至 100 万吨，目前公司无取向硅钢毛利在 20% 以上。我们预计公司 2011 年取向硅钢销售额约 33 亿，贡献 EPS 0.08 元。若产能增至 100 万吨，预计销售额增加约 51 亿，增厚 EPS 约 0.12 元。在当前各大钢厂急切进军硅钢市场的情况下，我们预计公司扩大规模稳固市场份额迫在眉睫，根据公司扩产规划，我们认为 2013 年增产可能性最大。

公司无取向硅钢销售额预测依据：

2011 年公司 1-8 月低牌号无取向硅钢平均售价约 8079 元/吨，高牌号平均售价约为 9180 元/吨。我们预计公司 2011 年生产无取向硅钢约 38.5 万吨，其中高牌号产品占比 40% 左右，销售额将达到 33 亿，贡献 EPS 0.08 元。

图 7: 太钢低牌号和高牌号无取向硅钢价格趋稳



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

公司的取向硅钢研发已经取得突破性进展, 目前已经完成实验室和中试阶段, 投资进入工业化生产已经列入规划。根据近年投产的产线情况分析, 我们预计公司很可能上马 10 万吨取向硅钢生产线。根据目前取向硅钢售价, 我们保守估计销售额达到 20 亿, 毛利在 30% 左右, 预计可贡献 EPS 0.085 元。

四、强化资源掌控, 自给有望过半

“十二五”期间, 太钢将继续加快上游产业链建设步伐, 计划投资 400 亿元, 加速实施铁矿、铬矿、镍矿开发及加工项目, 确保重要战略资源的自给率达到 50% 以上, 有效平抑市场波动对企业经营的不利影响。

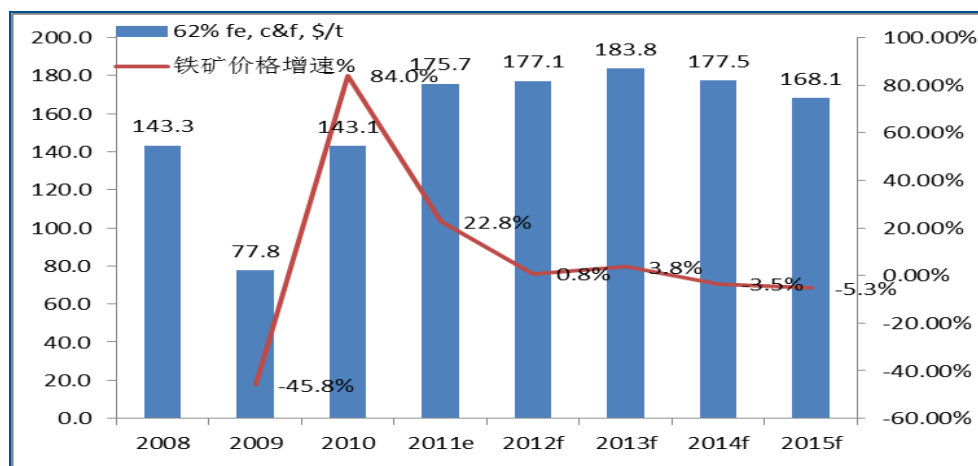
(一) 15% 折价铁矿自给率有望升至 70%, 且注入可期

目前公司年消耗铁矿石约 1150 万吨, 集团配给约 560 万吨, 占比 50% 左右。公司参股 35% 的袁家村铁矿将年产铁精粉约 750 万吨/年, 届时公司铁矿自给率有望升至 70% 以上。针对自给铁矿, 公司是全国目前享受优惠力度最大的钢企, 其优惠金额不少于中国进口的同品种、同品质到岸的海关平均报价的 15%。

若袁家村项目如期投产, 2013 年公司可获得权益优惠矿 262.5 万吨。根据公司享受的优惠政策和权威机构预测的 2013 年 1200 元进口铁矿石价格, 我们预测届时公司可节约成本约 4.73 亿元, 贡献 EPS 约 0.08 元。

另外, 由于矿采投资数额巨大, 且公司有注入优质资产的远景规划, 因此矿产资源注入上市公司是大概率事件。参考国内矿山盈利情况, 一般净利率可达 20-25% 左右, 若矿产注入, 262.5 万吨权益矿, 每吨净利约 335 元, 将可帮助公司获得净利润 8.8 亿, 增厚 EPS 约 0.15 元。

图 8: 2013 年铁矿进口价预计达到 1200 元/吨



资料来源：英国 CRU 商品研究所，民生证券研究所

袁家村铁矿背景介绍及进展：

山西袁家村铁矿项目太原钢铁集团总投资 100 亿元，原计划于 2011 年投产，2013 年达产。届时矿山将拥有采选铁矿石能力 2200 万吨/年、铁精矿生产能力 750 万吨/年。项目目前已获得采矿权，相应手续正在处理中。

(二) 缅甸达贡山镍铁项目助公司降 3 亿成本

项目投产后预计可帮助公司镍金属采购成本节约 1.54-2.2 亿元；另外免费获得 6.3 万吨铁金属，可节约成本约 1.46 亿元。合计节约 3-3.66 亿元，可增厚 EPS 约 0.06 元。届时加上每年从金川获得的 2-3 万吨优惠权益金属镍，镍自给率将达到 50% 以上。

测算依据：

公司目前为控成本，已开始采购镍铁部分替代纯镍。因此我们预测公司未来采购的达贡山镍铁将替代相应的纯镍。

镍铁折合每吨金属镍比纯镍便宜 7000-10000 元，我们预计 2.2 万吨镍铁采购将节约金属镍采购成本 1.54-2.2 亿元。

另外镍铁中的铁免费获得，因此达贡山项目每年可免费获得铁 6.3 万吨，按照 62% 铁精粉每吨 1400 元计算，镍铁中 6.3 万吨的免费铁可节约 1.46 亿元成本。

达贡山镍铁项目在未考虑优惠价格情况下可帮助公司节约成本合计 3-3.66 亿元人民币。

公司镍金属消耗和缅甸达贡山镍铁项目简介：

公司目前年消耗 8 万吨左右金属镍，约占公司制造成本的 60-70%。2010 年镍国内采购量占采购总量约 38%，进口占 62%，主要供应商有金川集团和古巴镍业。目前，太钢集团占有金川 10% 股份，每年可以拿到 2-3 万吨的优惠金属镍（电解镍）。

集团缅甸达贡山镍铁合作项目进展顺利，集团股份占比 40%，但未来镍铁产品全部配给公司。达贡山项目高品位镍矿石储量达 3000 多万吨，镍金属量 70 万吨。总投资超过 8 亿美元，计划 2011 年投产运营，服务年限 20 年，年生产镍铁 8.5 万吨，含镍金属 2.2 万吨。矿山的全部运作主要由集团负责，未来镍铁产品全部以一定的优惠价格卖给公司。

(三) 2014 年有望实现铬铁完全自给

配合集团参股的土耳其铬矿项目（计划至 2014 年可生产 150 万吨 35% 铬矿），集团正在公司附近建设铬铁生产厂，预计 2012 年建成，届时土耳其铬矿将直接供给该厂生产成铬铁，以一定的优惠价格供给公司，公司铬铁自给率将达到 100%。

五、太钢不锈估值

(一) 相对估值

2011 年公司对应合理 PE 我们给出 20 倍，对应 EPS 0.31 元，合理股价价位 6.2 元。

图 9: 太钢不锈 2011-1-07 至 2011-8-04 日 PE 均值 23.2 倍

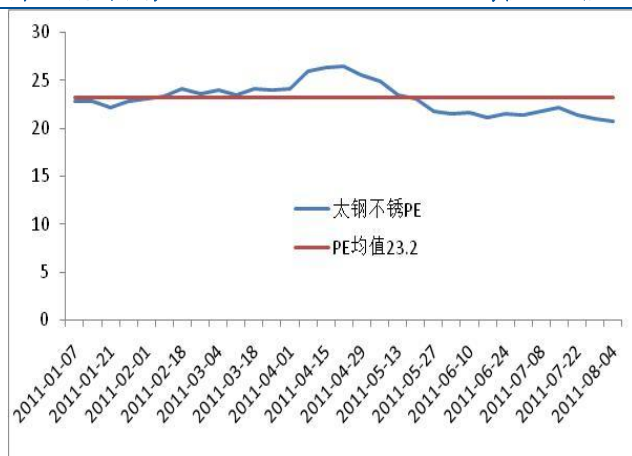


图 10: 钢铁行业 2010-7-09 至 2011-8-04 日 PE 均值 22 倍



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

表 1: 太钢不锈盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	87,198	96,537	105,629	121,935
增长率(%)	21.40%	10.71%	9.42%	15.44%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,372	1,791	2,312	3,933
增长率(%)	51.51%	30.50%	29.08%	70.15%
每股收益(元)	0.24	0.31	0.41	0.69
PE	20.17	15.46	11.98	7.04
PB	/	1.12	1.02	0.89

资料来源: 民生证券研究所

(二) 绝对估值

根据行业发展规律, 3-5 年为一个发展周期, 钢价呈现缓慢震荡上行态势。公司主要业务为不锈钢和碳钢, 产品结构为 95%以上产能为板带材产品。我们作出如下假设:

碳钢业务营业收入将与行业周期波动同步, 但由于公司板带材产品在省内处于垄断地位, 因此毛利我们预计保持在 15%左右。基于前述不锈钢牛市预测, 不锈钢营业收入自 2013 年将以 4%的年均增速增长, 直至 2015 年, 其间毛利由 10%增至 13%。随后销售收入追随钢铁行业周期进行波动。综上所述, 公司各业务加权后的毛利率假设如下:

表 2: 太钢不锈毛利率水平假设

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
9.4%	9.1%	9.99%	10.70%	11.50%	10.30%	9.00%	9.00%	8.80%	8.80%

资料来源: 民生证券研究所

表 3: 太钢不锈绝对估值阶段模型的主要假设

项目(百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	96537	105629	121935	124425	126125	126756	128492	131113	142914	157205
增长率	10.71%	9.42%	15.44%	2.04%	1.37%	0.50%	1.37%	2.04%	9.00%	10.00%
营业成本(请注意折旧和摊销成本)	87462	95684	109390	110638	111148	113227	116455	118840	129864	142898
增长率	9.95%	9.52%	14.21%	1.24%	0.46%	1.87%	2.85%	2.05%	9.28%	10.04%
营业税金及附加/营业收入	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
销售费用/营业收入	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%	1.43%
管理费用/营业收入	3.42%	3.42%	3.42%	3.42%	3.42%	3.42%	3.42%	3.42%	3.42%	3.42%
资产减值损失	850.00	850.00	850.00	850.00	850.00	850.00	850.00	850.00	850.00	850.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支净额	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
所得税/利润总额	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源: 民生证券研究所

表 4: 太钢不锈 WACC 估值敏感性分析表

WACC(%)	永续增长率						
7.32	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
11.01%	4.15	4.47	4.82	5.22	5.69	6.23	6.87
10.51%	4.49	4.81	5.18	5.60	6.09	6.66	7.33
10.01%	4.83	5.17	5.56	6.00	6.51	7.11	7.81
9.51%	5.20	5.55	5.96	6.42	6.95	7.58	8.31
9.01%	5.58	5.95	6.37	6.86	7.42	8.07	8.84
8.51%	5.98	6.37	6.81	7.32	7.90	8.58	9.39
8.01%	6.39	6.80	7.26	7.80	8.41	9.12	9.96
7.51%	6.83	7.26	7.74	8.30	8.94	9.69	10.57
7.01%	7.28	7.73	8.24	8.82	9.50	10.28	11.20
6.51%	7.76	8.23	8.77	9.38	10.08	10.90	11.87
6.01%	8.26	8.75	9.31	9.95	10.69	11.55	12.57

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 2013 年供不应求 镍价将重新步入牛市.....	3
图 2: 不锈钢价格与镍价走势高度契合	3
图 3: 产能复苏致使不锈钢价格以 4%增速温和上涨	3
图 4: 太钢不锈钢毛利先于钢价反弹	4
图 5: 公司钢材产能稳步增长.....	5
图 6: 公司毛利率历史数据.....	6
图 7: 太钢低牌号和高牌号无取向硅钢价格趋稳.....	9
图 8: 2013 年铁矿进口价预计达到 1200 元/吨	9
图 9: 太钢不锈 2011-1-07 至 2011-8-04 日 PE 均值 23.2 倍.....	11
图 10: 钢铁行业 2010-7-09 至 2011-8-04 日 PE 均值 22 倍	11

表格目录

表 1: 太钢不锈盈利预测与财务指标	11
表 2: 太钢不锈毛利率水平假设	12
表 3: 太钢不锈绝对估值阶段模型的主要假设.....	12
表 4: 太钢不锈 WACC 估值敏感性分析表.....	12

分析师与联系人简介

巨国贤，有色金属行业高级分析师，硕士，拥有4年有色金属及新材料科研经验，4年有色金属及新材料行业项目投资经验，4年证券公司有色金属行业研究经验，2010年“水晶球”有色金属行业最佳分析师第六名。

李斌，荷兰莱顿大学工科硕士，曾就职首钢和国际知名大宗商品研究咨询机构CRU（英国商品研究所），拥有6年钢铁行业从业和咨询经验，以及1年小金属行业分析咨询经验。作为核心成员参与了多个钢铁项目规划、并购和IPO，长期跟踪行业及重点企业发展动态，在协会和行业内拥有较为广泛的人脉。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。