

# 太钢不锈 (000825)

## 不锈+普碳双轮驱动业绩增长，不锈龙头尽享双重政策红利

### 推荐 (首次)

现价: 4.46 元

#### 主要数据

行业	钢铁
公司网址	www.tisco.com.cn
大股东/持股	太钢集团/63.49%
实际控制人/持股	山西省国有资产监督管理委员会/%
总股本(百万股)	5,696
流通 A 股(百万股)	5,696
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	254.05
流通 A 股市值(亿元)	254.04
每股净资产(元)	4
资产负债率(%)	67.70

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**魏伟** 投资咨询资格编号  
S1060513060001  
021-38634015  
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**李军** 一般从业资格编号  
S1060117050091  
010-56800119  
LIJUN243@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- **不锈+普碳双轮驱动公司业绩大幅增长:** 不锈钢和普通碳钢构成公司主要收入来源与盈利来源。公司 2016 年实现营业利润 9.8 亿元，同比增长 125.8%，实现净利润 10.2 亿元，同比大幅扭亏。2017 年一季度，公司实现营收 168 亿元，同比增长 47.9%，净利润 3.2 亿元，同比增长 159.2%，创 2012 年以来同期新高。不锈钢和普碳钢毛利大幅回升，驱动公司业绩大幅增长。
- **超强研发实力和产品创新能力，构筑强大护城河:** 公司拥有以不锈钢为主的核心技术 700 多项，近百项自有自主知识产权国际领先，在行业产品标准制定上占得了先机。2016 年由公司起草新版“不锈钢热轧钢板和钢带”等三项国家标准正式实施，涵盖了国内近七成不锈钢产量。同时公司着力开发“高、精、尖、特”产品，如笔尖钢、核电用钢等产品不断问世，填补国内空白并替代进口。公司在业内具有良好的品牌美誉度，提升了产品竞争力和市场占有率。
- **前向一体化+后向一体化，打造具有国际竞争力的不锈钢产业链:** 公司通过建立强大的分销体系、大力发展直供客户，同时建立不锈钢产业园发展不锈钢深加工，打造有竞争力的产品营销链。同时，公司不断推进自有铁矿建设，通过多种方式参与煤炭、镍、铬等资源的全球开发，建立稳定的资源保障体系。通过这种前向一体化和后向一体化战略，使公司巩固和完善了不锈钢产业链，为公司在同业竞争中获得了巨大的竞争优势。
- **行业供给侧改革+山西国企改革，公司享受双重政策红利:** 钢铁行业供给侧改革改善了行业的整体供给水平，钢材价格普遍上涨，钢企盈利水平普遍大幅提升，且行业供给侧改革仍将继续。同时，本轮山西国企改革力度空前，超出预期。本轮山西国企改革特别强调资本运作，要求 18 家国有控股上市公司从今年起每年都要在资本市场上有动作。在国企改革背景下，公司或将获得集团优势资产注入，进一步提升市值水平。公司作为钢铁行业细分领域龙头，山西唯一的国有钢铁上市公司，有望尽享行业供给侧改革+地方国改双重政策红利。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	67913	56738	59008	61368	65050
YoY(%)	-21.7	-16.5	4.0	4.0	6.0
净利润(百万元)	-3711	1146	1264	1529	1690
YoY(%)	-939.8	-130.9	10.3	21.0	10.6
毛利率(%)	4.7	14.6	11.1	11.2	11.3
净利率(%)	-5.5	2.0	2.1	2.5	2.6
ROE(%)	-17.3	4.4	5.2	5.9	6.2
EPS(摊薄/元)	-0.65	0.20	0.22	0.27	0.30
P/E(倍)	-6.85	22.18	20.10	16.62	15.03
P/B(倍)	1.19	1.13	1.08	1.01	0.95

- **盈利预测与评级：**公司作为全球不锈钢领军企业，国内不锈钢龙头，不锈钢业务受益于市场需求增长而保持盈利的持续稳定；公司超强的研发能力和新品创新能力，能够不断推出填补市场空白和替代进口的新产品，如“笔尖钢”之类受到市场高度关注的产品，有望对公司股价形成催化；公司拥有强大的资源保障优势，能够有效提升成本管控能力，保持市场竞争优势；山西国改力度空前，公司作为山西唯一钢铁行业上市公司，有望直接受益；公司是纳入 MSCI 的 5 只钢铁股之一，未来有望吸引境外资金投入，有利于提升公司估值。公司当前 1.1 倍 PB 处于历史相对较低的水平，安全边际相对较高。我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 12.64 亿、15.29 亿和 16.90 亿元，EPS 分别为 0.22 元、0.27 元和 0.30 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济大幅下行造成下游用钢行业需求不及预期；行业供给侧改革和山西国改政策推进不及预期；利率持续上行。

# 正文目录

一、公司是全球不锈钢行业领军企业	6
二、不锈+普碳双轮驱动，助推公司业绩大幅增长	6
2.1 供给侧改革致行业供给收缩，钢材价格均触底反弹	8
2.2 供给侧改革持续推进，龙头钢企持续受益	8
2.3 不锈钢需求多元化，市场前景保持稳定增长	10
2.4 公司不锈钢产品—规格全、品质高、市场占有率高、盈利稳定增长	14
2.5 公司普碳产品—受益于供给收缩，业绩弹性大	16
三、超强研发实力和技术创新能力，构筑强大护城河	17
3.1 公司大比例科研投入，造就超强研发实力	17
3.2 坚持技术创新，高端新产品不断涌现	19
3.3 高品牌价值，提升产品竞争力	20
四、前向一体化+后向一体化，打造具有国际竞争力的不锈钢产业链	20
4.1 前向一体化：打造有竞争力的产品营销链	20
4.2 后向一体化：资源保障优势进一步凸显	23
五、山西国改力度空前，公司有望直接受益	24
5.1 山西国改力度空前，超出预期	24
5.2 公司是山西唯一钢铁上市平台，有望直接受益	26
六、盈利预测与评级	27
七、风险提示	28

## 图表目录

图表 1	太钢不锈股权结构	6
图表 2	公司 2016 年营业收入及占比情况	7
图表 3	公司 2016 年产品毛利及占比情况	7
图表 4	近两年来公司业绩大幅增长	7
图表 5	304 不锈钢市场价格 (元/吨)	7
图表 6	热轧卷板市场价格 (元/吨)	7
图表 7	钢材价格指数在 2016 年 2 月后保持上升趋势	8
图表 8	公司不锈钢代表品种价格 2016 年也保持上升趋势	8
图表 9	山西省粗钢产量位居全国第五位 (2015)	9
图表 10	“2+26” 城市大气污染治理任务涉及山西部分区域	10
图表 11	不锈钢具有良好的性能	10
图表 12	不锈钢常用分类方法	11
图表 13	200 系, 300 系, 400 系三种常见不锈钢的主要性能比较	11
图表 14	不锈钢粗钢产量增速保持较快增长	12
图表 15	2016 年我国不锈钢粗钢产量占全球 54.48%	12
图表 16	我国不锈钢主要分布在 7 个产业集群	12
图表 17	不锈钢需求市场呈多元化特点	13
图表 18	钢材下游用钢行业相对比较集中	13
图表 19	不锈钢材分品种消费情况 (2014)	13
图表 20	我国不锈钢粗钢表观消费量保持增长	13
图表 21	我国不锈钢市场规模保持增长	14
图表 22	公司基本实现不锈钢品种规格全覆盖	15
图表 23	主要不锈钢企业分品种产量统计情况 (2015 年)	15
图表 24	公司不锈钢产量占全国不锈钢总产量比例近 20%	16
图表 25	公司不锈钢产品毛利率保持稳定增长	16
图表 26	公司普碳钢主要产品类型	16
图表 27	2016 年来全国钢厂盈利面大幅提高	17
图表 28	公司 2016 年普钢业绩大幅反弹	17
图表 29	公司近三年研发支出排名行业上市公司前列	18
图表 30	公司发明专利总量持续增长	18
图表 31	公司在中国钢铁发展上创造的“第一”	19
图表 32	公司部分高端产品市场增长率 (2016 年)	20
图表 33	前十大不锈钢出口企业出口情况	20
图表 34	公司营业收入分区域占比 (2016 年)	21
图表 35	公司拥有强大的国内外分销网络	22
图表 36	公司部分直供产品情况	22

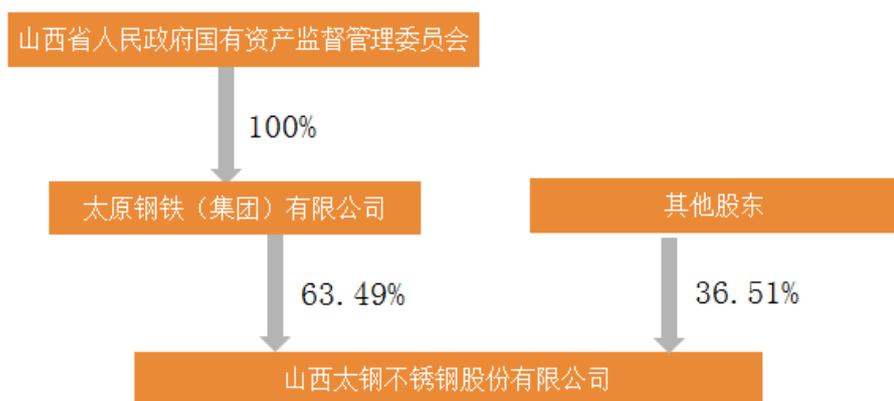
图表 37 太钢不锈工业园为太原不锈钢产业园的核心示范园 .....	23
图表 38 太钢三大铁矿山基本情况 .....	23
图表 39 太钢集团参股的煤炭企业或签订的协议，保障了公司煤炭的充足供应 .....	24
图表 40 太钢集团参股的镍铬合金资源公司，给公司提供了稳定的供应渠道 .....	24
图表 41 山西国改“1+4”文件要求重点开展的 13 个专项行动 .....	26
图表 42 太钢集团业务板块及所属主要公司 .....	27
图表 43 公司目前的 PB 处于历史相对较低水平 .....	28
图表 44 可比公司估值表 .....	28

## 一、 公司是全球不锈钢行业领军企业

太钢不锈是由太原钢铁（集团）有限公司（以下简称“太钢集团”）于 1997 年 10 月独家发起、公开募集设立的股份有限公司。1998 年 6 月，公司对不锈钢生产经营业务等经营性资产重组后注册成立，同年 10 月在深圳证券交易所上市。公司的控股股东是太钢集团，实际控制人是山西省国资委。太钢集团是集矿山采掘和钢铁生产、加工、配送、贸易为一体的特大型钢铁联合企业。

2006 年 6 月，公司完成对太钢集团钢铁主业资产的收购，拥有了完整的钢铁生产工艺流程及相关配套设施。目前，公司已形成年产 1200 万吨钢（其中 430 万吨不锈钢）的生产能力，成为全球单体工厂规模最大、工艺装备水平最高、品种规格最全的不锈钢企业，也是全球不锈钢行业领军企业。

图表1 太钢不锈股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、 不锈+普碳双轮驱动，助推公司业绩大幅增长

公司经营的产品主要有不锈钢、普碳钢、普通钢坯，风水电气废次材、以及其他业务，其中不锈钢和普碳钢是公司营收和业绩的主要来源。

公司 2016 年产钢 1028.18 万吨，其中不锈钢 412.21 万吨，占比 40.09%，普碳钢 584.38 万吨，占比 56.83%；营业收入方面，2016 年公司营业总收入 567.38 亿元，不锈钢产品收入 354.81 亿元，占比 62.53%；普通钢材收入 141.78 亿元，占比 24.99%。毛利方面，2016 年公司产品毛利合计为 83.02 亿元，不锈钢毛利 61.22 亿元，占比 73.74%；普通钢材毛利 18.70 亿元，占比 22.53%。不锈钢和普碳钢合计营收占公司总营收的 88%，毛利占公司总毛利 96%。

图表2 公司 2016 年营业收入及占比情况

产品分类	营业收入 (亿元)	占营业收入比重 (%)
不锈钢材	354.81	62.53
普通钢材	141.78	24.99
普通钢坯	14.92	2.63
风水电气、废次材等其他商品	53.26	9.39
其他业务	2.62	0.46
营业收入合计	567.38	100.00

资料来源:wind,平安证券研究所

图表3 公司 2016 年产品毛利及占比情况

产品分类	毛利 (亿元)	占毛利比重 (%)
不锈钢材	61.22	73.74
普通钢材	18.70	22.53
普通钢坯	-0.24	-0.30
风水电气、废次材等其他商品	3.09	3.72
其他业务	0.25	0.31
毛利合计	83.02	100.00

资料来源:wind,平安证券研究所

公司 2016 年营业收入 567.38 亿元, 同比下降 16.45%; 归属母公司股东净利润 11.46 亿元, 实现扭亏为盈。2017 年一季度, 公司实现营业收入 168.30 亿元, 同比增长 47.91%, 实现归属于母公司净利润 3.22 亿元, 去年同期亏损 5.44 亿元。

图表4 近两年来公司业绩大幅增长

主要指标	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017一季度
营业总收入 (亿元)	1035.15	1050.20	867.66	679.13	567.38	168.30
归属母公司股东的净利润 (亿元)	11.06	6.30	4.42	-37.11	11.46	3.22

资料来源: wind, 平安证券研究所

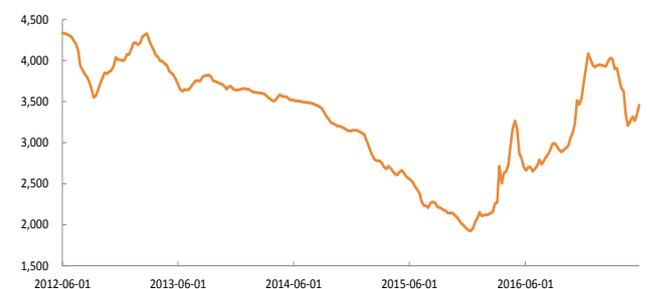
公司 2016 年及 2017 年一季度业绩十分抢眼, 主要得益于不锈钢和普碳钢价格的双双上涨。自钢材价格 2015 年底触底以来, 价格延续持续回升势头。螺纹钢和热轧板 2016 年底价格均同比增长近 100%, 不锈钢价格 (304) 增幅也超 50%; 截止到 6 月 30 日, 热轧卷板市场价格同比增长 40%, 304 不锈钢市场价格同比增长 10%。公司从本轮钢价上涨中深度受益, 业绩得到大幅提升。

图表5 304 不锈钢市场价格 (元/吨)



资料来源:wind,平安证券研究所

图表6 热轧卷板市场价格 (元/吨)

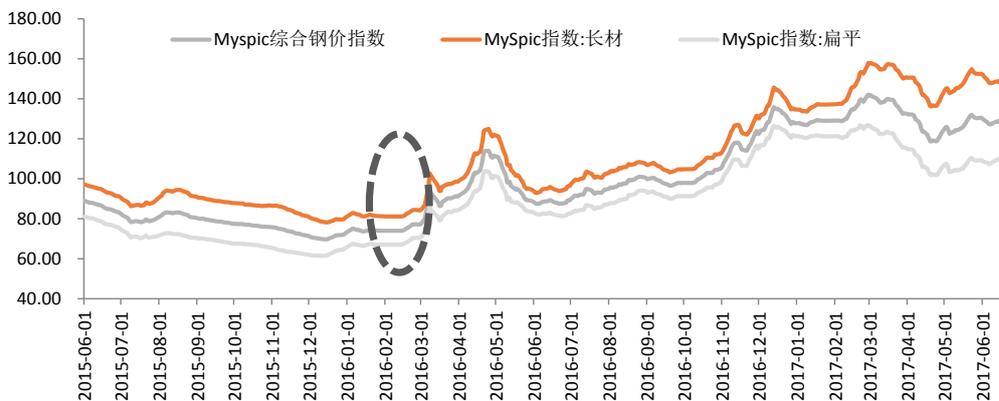


资料来源:wind,平安证券研究所

## 2.1 供给侧改革致行业供给收缩，钢材价格均触底反弹

整体来看，本轮钢材价格上涨主要得益于行业供给侧改革造成的供给收缩。2016年2月4日国务院印发了《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提出“从2016年开始，在近年来淘汰落后钢铁产能的基础上，用5年时间再压减粗钢产能1亿~1.5亿吨”目标后，国家有关部门强力执行，地方上也大力配合，2016年完成化解过剩产能6500万吨以上，2017年截止到5月份全国已完成全年5000万吨任务的84.8%。同时，国家要求在6月底要清除“地条钢”的政策出台，进一步加码钢铁去产能政策，钢铁行业供给相对改善，钢价持续上扬。据mysteel钢材价格指数，截止到6月30日，Myspic综合价格比2016年2月4日增长80.53%，其中长材指数增长86.81%，板材指数增长73.26%。供给侧改革对钢价的提振作用很显著。

图表7 钢材价格指数在2016年2月后保持上升趋势



资料来源: wind, 平安证券研究所

而不锈钢作为钢铁行业一个细分领域，也受到供给侧的积极影响，公司不锈钢代表品种304卷板和430冷轧不锈钢卷价格也持续上升。

图表8 公司不锈钢代表品种价格2016年也保持上升趋势



资料来源: wind, 平安证券研究所

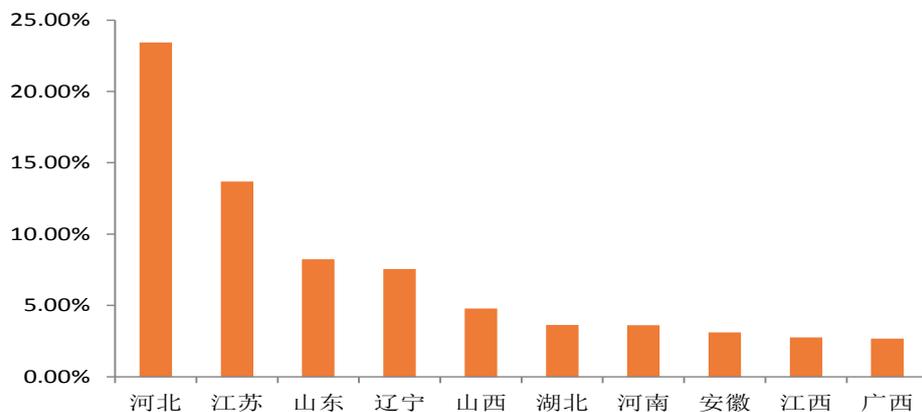
## 2.2 供给侧改革持续推进，龙头钢企持续受益

目前钢铁行业去产能已经进入深水区，钢铁行业去产能工作目标仍未完成，改革必将持续推进。2017年上半年，“地条钢”产量将基本清空，有望减少在产产量年化6000万吨以上；下半年则继续今年化解过剩产能的任务目标，虽然按照国家发改委的说法，今年下半年化解任务不到1000万吨，但从

2016 年的经验来看，各地化解的任务一般都高于国家分配的任务，因此我们判断应该在 1000 万吨以上。二者合计 7000 万吨以上，约占全国粗钢产量的近 10%，这对改善全行业供求关系构成重大利好。如果按照国家发改委“力争三年完成钢铁行业化解过剩产能目标”的要求，2018 年全国仍将要压减 3500 万吨钢铁产能。经过 2016 和 2017 年两年的强力去产能行动，2018 年将要去掉的基本上都是完全合法合规的在产产能。在国家“严禁新增产能”的政策红线下，新增产能是不可能的，所以接下来去产能工作将进一步抑制产能供给，进一步缓解行业供给压力。

山西省作为我国的资源大省，产业面临转型升级；同时山西也是钢铁煤炭供给侧改革的重点省份，因而受到各方面的高度关注。从山西省本省钢铁行业供给侧改革情况来看，执行力度也是很大。山西省 2016 年压减钢铁产能 82 万吨，2017 年计划压减 170 万吨。另外，根据中国冶金报 3 月份统计的山西去产能结果情况，山西省 138 家钢厂已经关闭停产了 77 家，占比高达 56%。公司是山西省内最大的钢厂，不涉及去产能压力，能够满负荷保持生产；考虑到钢铁的运输半径及公司在省内的地位，公司产品将有效填补山西区域内去产能留下供给缺口，从行业整体和省内区域两方面都将显著受益于供给侧改革。

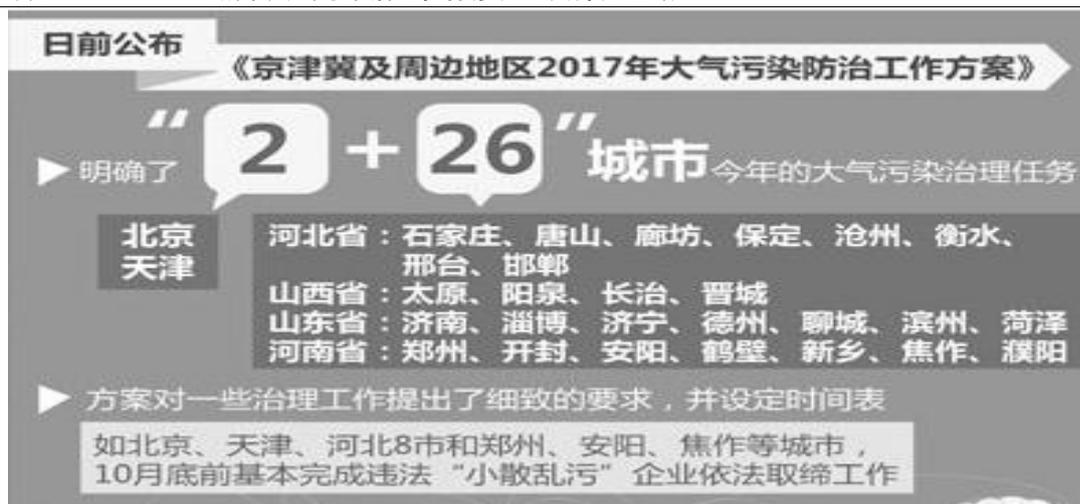
**图表9 山西省粗钢产量位居全国第五位（2015）**



资料来源：wind，平安证券研究所

今年 3 月底环保部、发展改革委、财政部、能源局和北京、天津、河北、河南、山东、山西 6 省市公布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确了“2+26”城市今年的大气污染防治任务。其中山西也有 4 个城市被纳入治理范围。通过 mysteel 今年 5 月份的调查，在 4 月 28 日~5 月 28 日国家环保部驻守山西期间，区域内多数钢厂受到不同程度的停限产量影响，短期区域内钢厂产量下降明显，资源短缺时有发生。纳入 2017 年大气污染防治工作方案后，山西区域类似此类环保行动将成为常态，对本区内大部分钢铁企业正常生产经营活动都将产生影响。本公司得益于在环保方面多年的持续投入，在 2015 中国钢铁企业绿色评级中被评为中国钢铁企业绿色发展标杆，环保生产方面基本影响不大，有利于公司保持生产稳定。

图表10 “2+26”城市大气污染治理任务涉及山西部分区域



资料来源：新华社，平安证券研究所

## 2.3 不锈钢需求多元化，市场前景保持稳定增长

### 2.3.1 认识不锈钢

不锈钢是指在空气、水、蒸汽等弱腐蚀介质中不生锈，在酸、碱、盐溶液等强腐蚀介质中耐腐蚀的钢。不锈的机理主要通过含有的铬而使表面形成很薄的富铬氧化膜，隔离了钢与外界的氧气，从而阻止锈化。不锈钢具有耐蚀性、耐热性、耐低温性以及良好的加工性能，外观精美且可以循环利用，在工业及民用领域得到了广泛的使用，是良好的结构和功能材料。不锈钢本质上是一种铁基高合金钢，属于特钢的一种，由于其应用的广泛性，被称为最大的特钢。

图表11 不锈钢具有良好的性能



资料来源：新材料在线，平安证券研究所

按照不同的分类标准，我们可以把不锈钢分为不同的类别。常见的分类方法有按照产品外型、化学成分、金相组织等几个类别进行划分。

图表12 不锈钢常用分类方法

分类方法	类别
产品外型	板材：板材不锈钢钢材
	长材（棒材、线材）：具有一定长度圆棒状、线状的不锈钢钢材
	型材：其他形状的不锈钢钢材
化学成分	铬系：指除铁外，钢中的主要合金元素是铬，即铬系不锈钢，相当于美国的AISI400系列，代表钢号430, 410.
	铬镍系或铬镍钼系：指除铁外，钢中的主要合金元素是铬、镍、钼，即铬镍系不锈钢或铬镍钼系不锈钢，相当于美国的AISI300系列，代表钢号304、316。
	铬锰氮系：指除铁外，钢中的主要合金元素是铬、锰、氮，相当于美国的AISI200系列。
金相组织	奥氏体不锈钢：铁-铬-镍合金，具有面心立方晶体结构
	铁素体不锈钢：铁-铬合金，具有体心立方晶体结构
	马氏体不锈钢：铁-铬合金，晶体结构随成份而改变
	奥氏体-铁素体双相不锈钢：通常是铁-铬-镍合金，具有奥氏体和铁素体的双相结构
	沉淀硬化不锈钢：铁-铬-镍合金，是马氏体、奥氏体、双相钢的组织上经热处理沉淀析出硬化相，使合金硬化或强化。

资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

市场上常见的不锈钢产品有 200 系、300 系、400 系，主要是根据含有合金类别和含量不同而进行的区分。通常，200 系列属于镍铬锰系不锈钢，特点是含镍量低，比较容易生锈，但是价格比较便宜，工业发达国家一般不提倡使用 200 系不锈钢，也不生产；300 系不锈钢是镍铬系不锈钢，镍成本占总成本的 65%以上，耐腐蚀性和防锈效果非常好，但价格较高；400 系不锈钢是铁素体不锈钢，优点是价格相对 300 系的便宜，缺点是防锈效果相对弱于 300 系。一般来说，300 系耐腐蚀性强，是得到最广泛应用的不锈钢、耐热钢，广泛用于食品生产设备、化工设备、核能等，是工业用不锈钢的主流原材料。

图表13 200 系，300 系，400 系三种常见不锈钢的主要性能比较

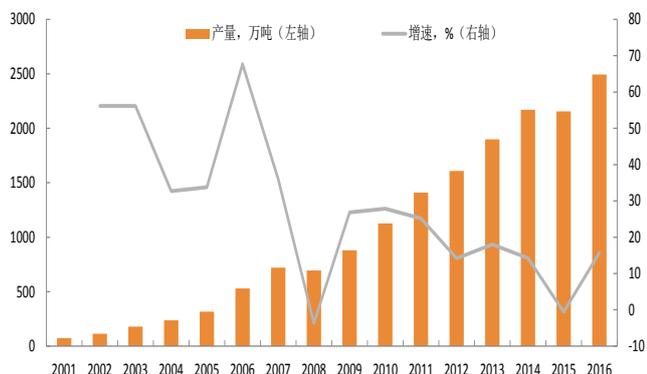
分类	金相组织	磁性	强度	耐蚀性	加工性
200系	奥氏体	无	高	一般	较好
300系	奥氏体	无	较高	好	好
400系	铁素体/马氏体	有	中/高	良	一般

资料来源：中国百科网，平安证券研究所

### ■ 2.3.2 不锈钢行业概况

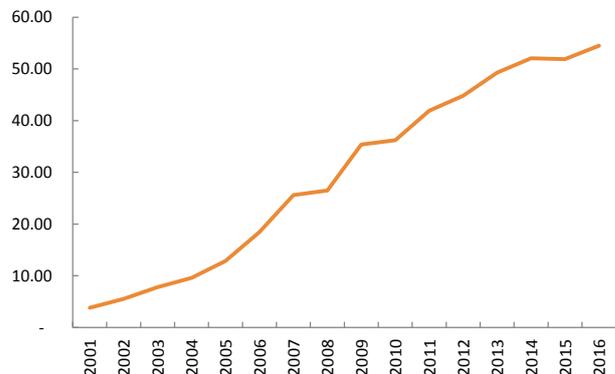
近年来，我国不锈钢产业得到了快速发展，产能规模不断扩大，生产速度保持较快增长。产量占全球的比重由 2001 年 3.8%提升至 2016 年的 54.48%，已成为世界上最大的不锈钢生产国。

图表14 不锈钢粗钢产量增速保持较快增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 2016年我国不锈钢粗钢产量占全球54.48%



资料来源: wind, 平安证券研究所

目前,我国不锈钢已经形成了山西、山东、上海、浙江、广东、江苏、广西7个不锈钢产业集群,布局相对完善。

图表16 我国不锈钢主要分布在7个产业集群

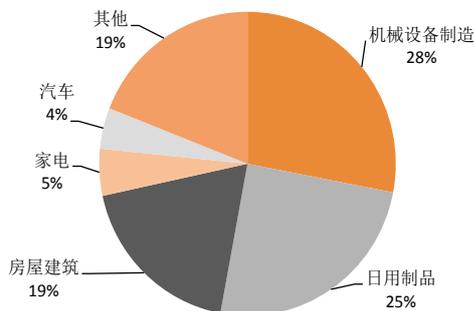


资料来源: 冶金经济与管理, 平安证券研究所

### 2.3.3 不锈钢下游需求广泛而多元化

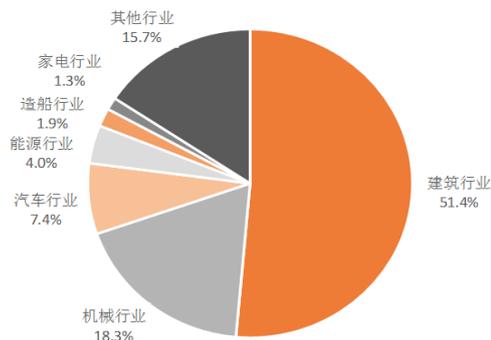
作为钢铁市场里的一个细分市场,不锈钢市场下游需求呈现出独特性。不同于钢材下游用户主要集中于建筑、房地产、机械等几个行业,不锈钢市场下游需求更加多元分散化,被广泛用于机械、日用品、房屋建筑、化工、能源、交通、航空航天等多个领域,呈现出“东方不亮西方亮”的特点。所以,与受房地产调控影响的普通钢材相比,不锈钢市场受到的影响小得多。

图表17 不锈钢需求市场呈多元化特点



资料来源: 冶金经济与管理, 平安证券研究所

图表18 钢材下游用钢行业相对比较集中



资料来源: wind, 平安证券研究所

以 2014 年不锈钢消费数据为例, 分品种来看, 冷轧不锈钢板消费量是 990 万吨, 占比最大, 主要用于制品, 装饰、餐具、太阳能、汽车、集装箱的领域; 其次是热轧不锈钢板, 消费量 350 万吨, 主要应用于石化行业、锅炉、铁路货车、造船等。

图表19 不锈钢材分品种消费情况 (2014)

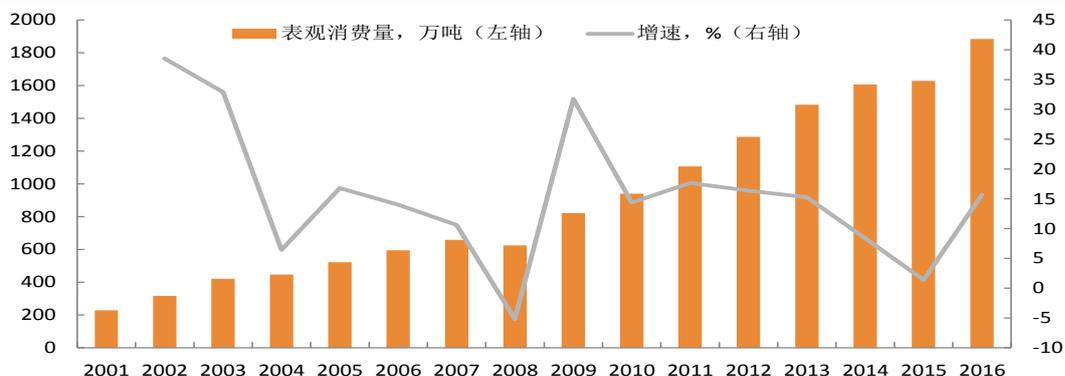
品种	主要消费领域	2014年消费量(万吨)
棒材	机械制造、食品设备、流程控制系统、法兰和配件、加工设备等	140
线材	紧固件、丝网、制品、焊材、易切削品等	76
管材	化工、石化、电力、环保、供水、轻工等	50
冷轧板	日用制品、装饰、餐具、太阳能、汽车、集装箱等	990
热轧板	锅炉、石化、铁路货车、造船等	350

资料来源: 中国百科网, 平安证券研究所

### 2.3.4 不锈钢市场前景保持增长, 可开发空间大

从不锈钢表观消费量来看, 虽然随着近年宏观经济增速整体下滑, 制造业和房地产等行业景气度下行, 导致普钢和不锈钢需求增速均有所放缓, 但得益于下游用钢行业分布多元分散化, 不锈钢需求仍然保持了较为稳定的增长。

图表20 我国不锈钢粗钢表观消费量保持增长



资料来源: 中国特钢企业协会不锈钢分会, 平安证券研究所

从中长期不锈钢需求来看，随着我国城镇化和工业化仍在进行，轨道交通、房屋建筑仍将保持一定程度增长，机械制造、化工等行业也将保持平稳发展。另外，随着人民生活水平的不断提高，人均不锈钢日用品消费量将持续增长，工业领域和民用领域不锈钢消费量都将保持增长态势。另外，随着不锈钢技术的发展，越来越多的新消费需求被开发出来，我国不锈钢市场规模仍有很大可开发空间。根据中国产业信息网的数据，我国不锈钢市场规模从2010年的1610亿元增长到2016年的2556亿元，2022年不锈钢市场规模将进一步增长至4284亿元，比2016年增长67.6%。

图表21 我国不锈钢市场规模保持增长



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

总的来说，目前我国不锈钢市场呈现出“总体上的供大于求与品种的结构性短缺”并存的市场特征。中低端产品对应的下游市场十分拥挤，但高端产品对应的高端市场却显得格外冷清。就以化学工程行业用不锈钢产品为例，目前包括高温高压氢工况炉管和热交换管、高温高压行业氢工况大口径工艺管道、尿素级不锈钢管道和钢板等不锈钢产品均需要从国外进口，大部分用于核电站的不锈钢也以进口为主，这就决定了拥有强大高端产品创新能力的龙头企业将在这个市场竞争中占据较大优势。

## 2.4 公司不锈钢产品—规格全、品质高、市场占有率高、盈利稳定增长

公司作为国内不锈钢龙头企业，目前已经基本实现板、管、型、线等不锈钢品种规格的全覆盖。公司不锈钢产品进入石油、石化、铁路、汽车、造船、集装箱、造币等重点行业，应用于秦山核电站、三峡大坝、“和谐号”高速列车、奥运场馆、“神舟”系列飞船和嫦娥探月工程等重点领域。公司与全球80多个国家和地区开展经贸合作，不锈钢等产品在国际市场广受好评，不锈钢始终保持着中国不锈钢第一出口商的地位。2017年一季度，在全行业钢材出口大幅度下降的情况下，太钢不锈钢出口同比增长65.3%。

图表22 公司基本实现不锈钢品种规格全覆盖

不锈钢品种	产品
冷轧产品	双相不锈钢、TTS443不锈钢冷板产品、宽幅不锈钢冷板、耐热不锈钢、冷藏集装箱用不锈钢板、水箱用不锈钢、汽车排气系统用钢、430冷轧板
热轧产品	铁路货车用不锈钢热轧卷板、双相不锈钢、耐热不锈钢、热轧宽幅不锈钢板、水电不锈钢
型材产品	细丝、微丝用不锈钢盘条、焊接用不锈钢盘条、不锈钢管坯
钢管产品	不锈钢焊接钢管、不锈钢无缝钢管
精密带钢产品	不锈钢精密带钢
锻造法兰产品	主要应用于石油炼化、化工、压力容器、电力、天然气净化和输送等
复合板产品	不锈钢复合板

资料来源：公司官网，平安证券研究所

为避免陷入 200 系等低端产品市场的过度竞争，公司主攻 300 系和 400 系相对高端品种。其中，高端 300 系产量占比近 58%，400 系产量占比 42%，在国内不锈钢行业里处于领先地位。

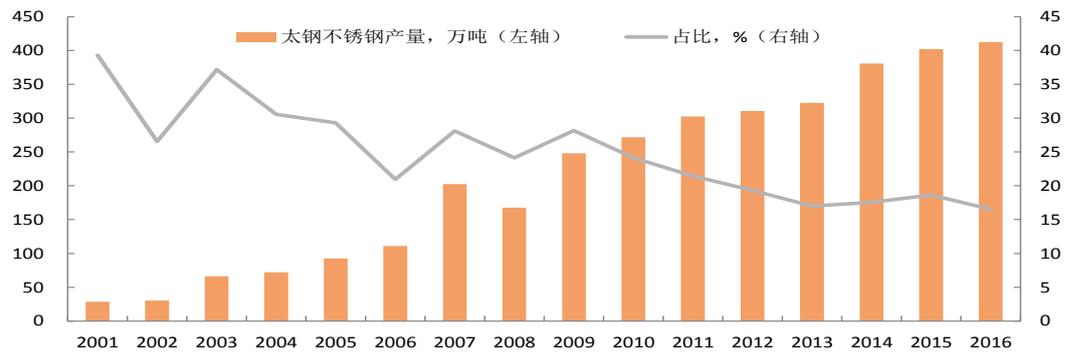
图表23 主要不锈钢企业分品种产量统计情况（2015 年）

企业名称	200系		300系		400系	
	产量（万吨）	占比%	产量（万吨）	占比%	产量（万吨）	占比%
太钢	——	——	231.87	57.91	168.53	42.09
青山鼎信	153.80	39.32	237.30	60.68	——	——
北海诚德	93.04	73.29	33.90	26.71	——	——
宝钢德盛	86.40	77.21	25.50	22.79	——	——
联众	64.08	64.89	18.80	19.04	15.87	16.07
宝钢不锈	0.20	0.27	10.85	14.91	61.70	84.81
酒钢	——	——	43.90	43.25	57.60	56.75
张家港浦项	0.05	0.04	117.31	99.96	——	——

资料来源：兰格钢铁网，平安证券研究所

公司作为国内唯一全流程不锈钢企业，不锈钢产品产销率基本年均达到 100%，市场占有率近 20%，不锈钢行业龙头地位十分稳固。

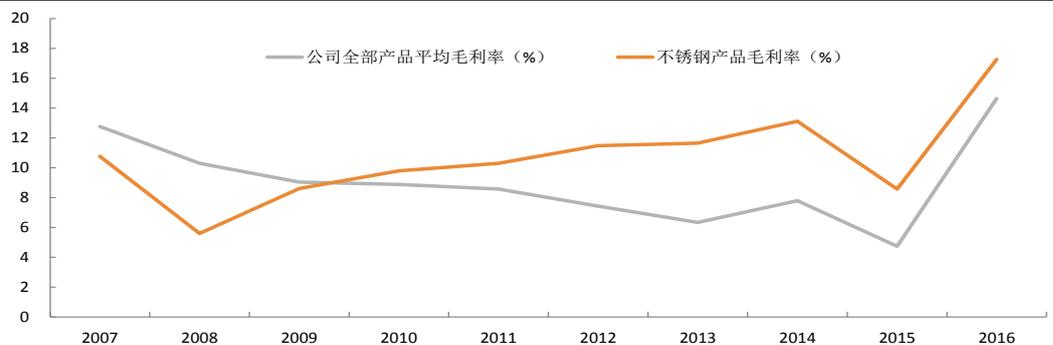
图表24 公司不锈钢产量占全国不锈钢总产量比例近 20%



资料来源: wind, 平安证券研究所

不锈钢产品作为公司的拳头产品, 得益于下游用钢行业的多元分散化特征, 为公司带来了持续稳定的盈利来源。特别是 2016 年及 2017 年一季度, 制造业的景气度回升以及主要原料成本的下降, 支撑了公司盈利大幅上升。

图表25 公司不锈钢产品毛利率保持稳定增长



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 2.5 公司普碳产品—受益于供给收缩, 业绩弹性大

公司普碳钢产品主要包括热轧、中板、无取向硅钢、高强韧系列碳素钢以及冷轧无取向硅钢等, 公司普碳钢产品附加值较高, 可替代性较低。公司的普碳钢产品广泛应用于建筑、工程机械设备、铁路、汽车、造船、石化、集装箱、核电等领域。

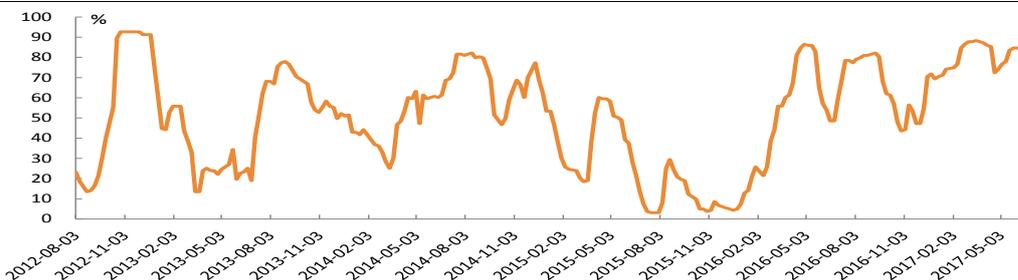
图表26 公司普碳钢主要产品类型

碳钢	产品
冷轧产品	纯铁、无取向冷轧硅钢
热轧产品	耐磨钢、冷轧用钢、工程机械、建筑用钢、风力发电、桥梁钢、集装箱板、船板、汽车用钢、耐候钢、核电用结构钢、火电水电、低温压力容器板、锅炉、压力容器、油井套管用钢、管线钢、Ni系低温钢板
型材产品	工模具钢、高压锅炉管坯钢、气瓶钢、油井用钢、钢轮钢、车轴钢
锻造法兰产品	主要应用于石油炼化、化工、压力容器、电力、天然气净化和输送等

资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

2016年开始的行业供给侧改革和化解过剩产能，促使行业整体供给出现收缩，钢材价格从2015年底开始触底回升，行业整体盈利水平不断提升。

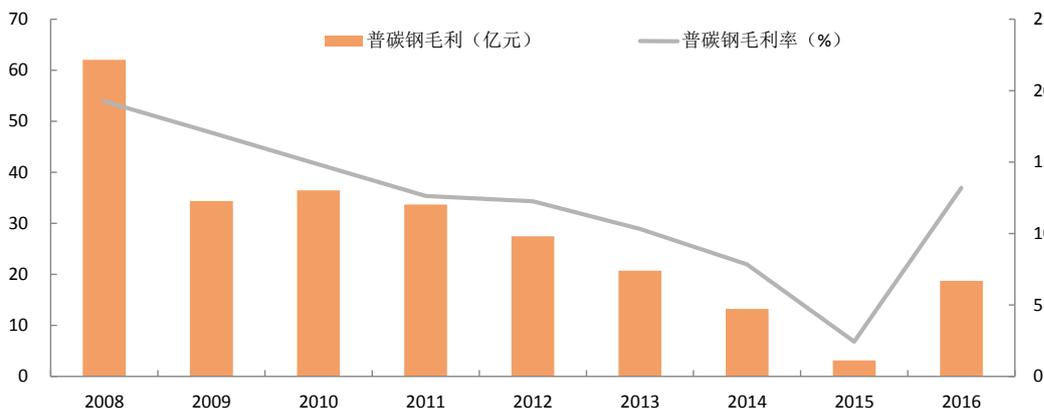
图表27 2016年来全国钢厂盈利面大幅提高



资料来源: wind, 平安证券研究所

公司普碳钢产品受益于行业整体盈利好转的大趋势，表现出巨大的业绩弹性，促使公司2016年实现利润扭亏为盈，2017年一季度实现利润创2012年同期以来的新高。

图表28 公司2016年普钢业绩大幅反弹



资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、 超强研发实力和技术创新能力， 构筑强大护城河

#### 3.1 公司大比例研发投入， 造就超强研发实力

作为不锈钢行业龙头企业，公司十分重视研发投入。公司历年研发支出均排行业上市公司前4名，2016年研发费用支出仅次于宝钢。2014—2016年累计研发支出合计近60亿元，在行业内排名前列。

图表29 公司近三年研发支出排名行业上市公司前列

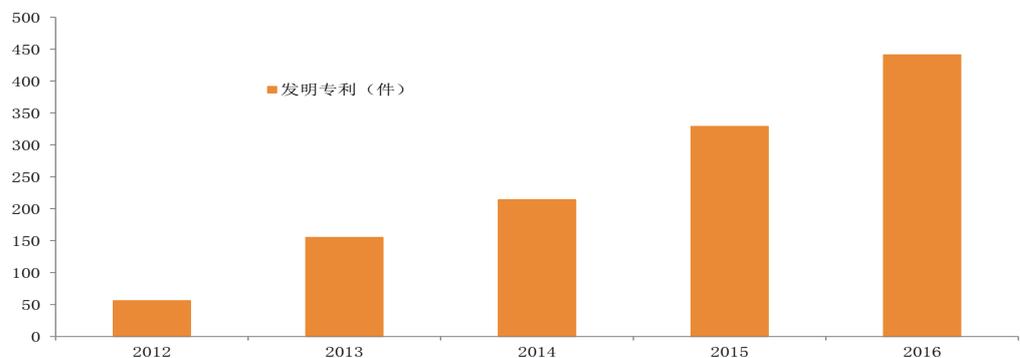
排名	2014年		2015年		2016年	
	企业名称	研发支出（亿元）	企业名称	研发支出（亿元）	企业名称	研发支出（亿元）
1	宝钢股份	39.31	宝钢股份	34.49	宝钢股份	36.62
2	本钢板材	25.51	*ST华菱	15.40	太钢不锈	20.17
3	太钢不锈	22.94	本钢板材	15.32	*ST华菱	16.58
4	鞍钢股份	20.79	太钢不锈	15.20	本钢板材	14.37
5	河钢股份	17.43	鞍钢股份	13.31	本钢板B	14.37
6	酒钢宏兴	12.41	河钢股份	12.40	河钢股份	14.13
7	三钢闽光	6.80	酒钢宏兴	9.69	酒钢宏兴	10.41
8	安阳钢铁	6.41	新兴铸管	8.40	鞍钢股份	10.02
9	*ST重钢	4.64	南钢股份	7.03	新兴铸管	8.92
10	包钢股份	3.52	马钢股份	6.72	南钢股份	8.02

资料来源：wind，平安证券研究所

正是由于大手笔的科研投入，公司已经形成了强大的研发实力。公司先后建成了国家级理化实验室、博士后工作站、中试基地、16个科研实验室、14个产学研联合实验室。依托强大科技创新力量，公司先后承担了“863”、“973”等34项省部级以上重大科技专项攻关计划项目，其中《高质量不锈钢板材技术开发》、《含氮不锈钢生产工艺及品种开发》、《以铁水为主原料生产不锈钢新技术开发与创新》等成果先后获国家科技进步二等奖。

公司发明专利总量保持持续增长。“十二五”期间，公司累计申请专利突破3000件，经国家知识产权局批准授权专利2400余件。其中，有70余项专利分别在全国、国际发明展览会上获奖。部分专利经实施转化，已累计创效5亿元以上。

图表30 公司发明专利总量持续增长



资料来源：《太钢不锈2016年可持续发展报告》，平安证券研究所

公司超强的研发实力为公司在行业产品标准制定上占得了先机。2016年，由公司主持起草的新版“不锈钢热轧钢板和钢带”、“耐热钢钢板和钢带”、“不锈钢冷轧钢板和钢带”三项国家标准正式实施，新标准涵盖了国内近七成不锈钢产量，推动我国不锈钢产业技术全面升级。牵头起草的《笔头用易切削不锈钢丝》行业标准通过了全国钢标委组织的审定。牵头申报的“高强高耐蚀不锈钢及应用”项目获批国家“十三五”重点研发项目。目前，公司已经形成以不锈钢为核心的核心技术700多项，其中近百项自有知识产权技术处于国际领先水平，科技对企业发展的贡献率达到75%以上。

### 3.2 坚持技术创新，高端新产品不断涌现

公司坚持技术创新驱动品种结构优化和转型升级，着力开发“高、精、尖、特”系列产品，不断增强公司在不锈钢业界的市场主导权和竞争力，巩固全球不锈钢领军地位。

图表31 公司在中国钢铁发展上创造的“第一”

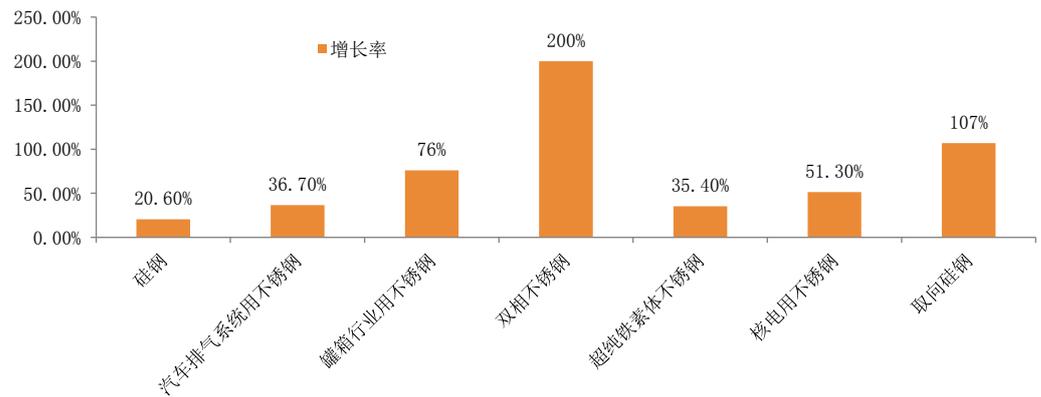
应用领域	创新产品
汽车用钢	国内首家开发>1850mm的宽幅高强改装车用钢。
	国内首家开发成功900Mpa超高强度汽车用钢。
铁路用钢	研发成功我国第一辆载重80吨运输货车用不锈钢新材料，成为国内铁路货车最大的不锈钢材料供应商。
	率先研发成功高速列车用不锈钢车厢板和车轮钢材料
工程机械用钢	率先开发成功700MPa高强度钢材，取代进口。
	在国内率先开发成功900MPa超高强度热轧卷板，成功替代进口。
石油石化行业用钢	国内率先研发成功石油液化天然气（LNG）储罐用钢。
	自主研发的无磁钻铤用钢率先在国内实现了产品系列化。
造船用钢	率先研发成功高品质化学品船用不锈钢材料和节约型双相不锈钢材料，为国产化学品船用不锈钢材料的最大供应商。
核电用钢	国内率先研发成功核电站机组堆内构件用核级控氮不锈钢材料。
	国内首家自主研发成功和生产AP1000第三代核电用挤压不锈钢C、W型钢。
	国内首家自主研发成功和生产厚涂层高等级冷轧硅钢，用于百万千瓦核电机组建设。
	国内首家参与国际热核聚变实验反应堆（ITER）项目的钢铁企业。
锅炉压力容器（电站锅炉）用钢	国内率先开发出253MA耐热不锈钢中板，用于电站锅炉行业。
	国内首家开发成功耐高温高压不锈钢无缝钢管材料，用于超超临界百万千瓦级发电机组建设。

资料来源：公司官网，平安证券研究所

2016年以来，太钢自主研发出百万千瓦级核电站堆内构件用不锈钢，替代进口，助推核电走向世界；成功开发出笔头钢，打破日本企业垄断；国内首家研发成功用于汽车排气净化装置的超纯铁素体不锈钢，应用于国内外知名企业；太钢双相不锈钢产品以材料形式批量进入欧洲高端市场；自主开发成功双相不锈钢螺纹钢筋，应用于港珠澳大桥、武汉青山长江大桥以及文莱淡布隆跨海大桥和马尔代夫中马友谊大桥建设，助力“一带一路”。

由于公司在科研方面的大手笔投入和积累，促使公司在高端产品上面开始放量，增厚了公司业绩。2016年，公司双相不锈钢、超纯铁素体不锈钢、核电用不锈钢、取向硅钢等高端产品市场占有率大幅提高，新产品的市场贡献率在70%以上。

图表32 公司部分高端产品市场增长率（2016年）



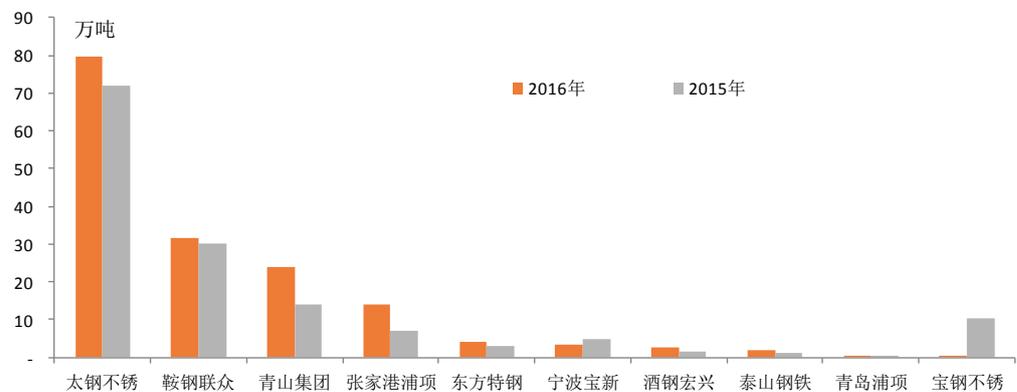
资料来源：中国质量新闻网，平安证券研究所

### 3.3 高品牌价值，提升产品竞争力

公司悠久的不锈钢发展历史和具有特色的企业文化，造就了公司在业内良好的品牌美誉度。太钢先后荣获“中国企业五星品牌”、“世界著名品牌 500 强”、“影响世界最具全球竞争力中国力量领军品牌”称号。“太钢牌”不锈钢荣获“中国不锈钢最具影响力第一品牌”称号和中国驰名商标，太钢不锈钢板材被评为“全国用户满意产品”和“山西省标志性名牌产品”。

良好的品牌价值，提升了公司产品市场占有率和竞争力。如公司开发的双相不锈钢在成功替代进口产品后，今年初又以材料的形式批量进入欧洲高端市场。公司不锈钢出口量始终保持国内第一，两成以上出口到欧美发达国家。

图表33 前十大不锈钢出口企业出口情况



资料来源：中国海关，平安证券研究所

## 四、前向一体化+后向一体化，打造具有国际竞争力的不锈钢产业链

### 4.1 前向一体化：打造有竞争力的产品营销链

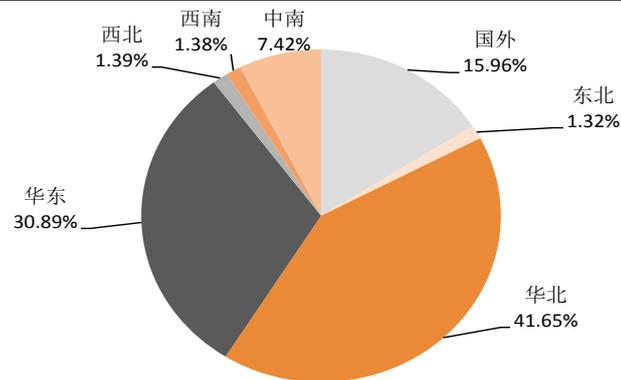
公司坚持“客户至上、价值导向”原则，深化营销平台和营销模式的服务转型，对战略客户、直供客户、一般客户分级服务，以“双经理制”为依托，组建公司级大客户经理+产品工程师服务团队、

行业常态化产品推介与服务团队。通过建立强大的分销体系、发展直销用户，同时发展不锈钢深加工，打造有竞争力的产品营销链。

#### ■ 4.1.1 强大的分销体系

公司产品内销全国各地，外销 30 多个国家和地区，销售区域广泛。为做好营销工作，公司有的放矢地加强营销网络渠道建设，在公司产品销售的重点区域加大布局，建立销售公司和加工配送中心，建立了强大的分销体系。

图表34 公司营业收入分区域占比（2016年）



资料来源：公司2016年报，平安证券研究所

图表35 公司拥有强大的国内外分销网络

区域	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例
华北	北京销售公司	北京市	北京市	贸易	100%
	天津销售公司	天津市	天津市	贸易	90%
	定襄销售公司	山西定襄	山西定襄	贸易	100%
	保税公司	太原市	太原市	贸易	100%
	现货销售公司	太原市	太原市	贸易	90%
华东	济南销售公司	济南市	济南市	贸易	100%
	上海销售公司	上海市	上海市	贸易	100%
	无锡销售公司	无锡市	无锡市	贸易	90%
	杭州销售公司	杭州市	杭州市	贸易	100%
	青岛销售公司	青岛市	青岛市	贸易	90%
华南	佛山销售公司	佛山市	佛山市	贸易	90%
	广东加工公司	佛山市	佛山市	生产	100%
	揭阳销售公司	广东揭阳市	揭阳市	贸易	100%
华中	郑州销售公司	郑州市	郑州市	贸易	100%
	武汉销售公司	武汉市	武汉市	贸易	100%
	长沙销售公司	长沙市	长沙市	贸易	100%
东北	辽宁销售公司	沈阳市	沈阳市	贸易	90%
	沈阳销售公司	沈阳市	沈阳市	贸易	100%
	哈尔滨销售公司	哈尔滨	哈尔滨	贸易	100%
西南	重庆销售公司	重庆市	重庆市	贸易	100%
	成都销售公司	成都市	成都市	贸易	100%
西北	西安销售公司	西安市	西安市	贸易	90%
港澳台	股份香港公司	香港	香港	贸易	100%
国外	太钢欧洲有限公司	德国杜塞尔多夫	德国杜塞尔多夫	贸易	100%
	太钢国贸（美国）公司	美国匹兹堡市	美国匹兹堡市	贸易	100%
	太钢国贸（俄罗斯）公司	俄罗斯莫斯科	俄罗斯莫斯科	贸易	100%

资料来源：公司2016年报，平安证券研究所

#### ■ 4.1.2 发展直供用户

在稳定分销体系的前提下，公司逐步将钢材用量大的直接用户发展为直供用户，联合开发新种、开拓新市场，实现产品直供，利益分享。公司最近几年产品直供比例一直维持在70%左右。

图表36 公司部分直供产品情况

品种	说明
造币钢	公司攻克了造币不锈钢的关键技术难关，使国产不锈钢材料首次用于造币行业
车轴钢	火车车轴钢产品直供国内9个车辆车轴制造厂和4个机车轴厂
不锈钢运煤车辆	公司与铁科院联合开发了经济型不锈钢，成功应用于大秦铁路的C80B重载运煤敞车、出口澳大利亚的不锈钢矿石车的制造。
核电用钢	我国第一座CAP1400型压水堆核电示范电站1号机组安注箱所使用的不锈钢复合板材料全部由公司提供，并替代进口。

资料来源：中国钢铁业，平安证券研究所

#### ■ 4.1.3 建设不锈钢工业园，发展深加工，为公司提供稳定的销货渠道

太钢不锈钢工业园是太钢的全资子公司，是经山西省政府批准、国家发改委备案的省级开发区，是国家工信部命名的新型工业化产业示范基地。太钢不锈钢工业园是太原不锈钢产业园区的核心示范园，于2003年10月开工建设，2004年8月正式开园，园区占地53.3公顷，工业厂房30座，目

前有 40 户海内外企业入驻，其中知名企业有：德国福伊特、中国香港天成、烟台东方、江苏大明、长城电气等，已形成 20 万吨不锈钢的年加工能力。

太钢不锈钢工业园已形成不锈钢管及管配件、城市建设用不锈钢、家居生活用不锈钢、煤石化工用不锈钢、不锈钢的加工中心及不锈钢新材料基地等六大产业集群。由于公司是控股股东的钢铁主业板块的上市公司，不锈钢产品基本全部出自本公司，随着工业园的发展，有望为公司带来每年至少 50 万吨的不锈钢产品销售量。

**图表37 太钢不锈工业园为太原不锈钢产业园的核心示范园**



资料来源：公司官网，平安证券研究所

## 4.2 后向一体化：资源保障优势进一步凸显

公司不断推进自有铁矿山的扩建，提高铁矿山产能；积极争取新的资源，并适时开发利用；通过合资、合作的方式，参与煤炭、铁矿、镍、铬资源的全球开发。通过这一系列资源保障措施，使公司原材料自给率较高，在同业竞争中获得了无法比拟的竞争优势。

### ■ 4.2.1 铁矿石 100%自给自足

控股股东太钢集团目前主要拥有三个峨口铁矿、尖山铁矿、袁家村铁矿三个铁矿山，具有年产 1300 万吨铁精矿粉的生产能力，满足公司对铁矿石的需求。根据公司跟控股股东签订的关联交易协议，控股股东太钢集团向本公司供应铁精矿、球团矿，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%。

**图表38 太钢三大铁矿山基本情况**

序号	项目名称	具体信息	运行状态
1	袁家村铁矿	袁家村铁矿项目是太钢投资建设的国内最大的露天冶金矿山建设项目。矿区面积 8.447km <sup>2</sup> ，资源储量 12.6 亿吨，矿石品位为 TFe32.05。设计年采剥总量 8580 万吨，选矿年处理量 2200 万吨，年产铁精矿粉 741.8 万吨，铁精矿品位达到 TFe65 以上，矿山服务年限 40 年，稳产期 34 年。	试运行
2	尖山铁矿	尖山铁矿石储量 1.38 亿吨，平均品位 34.45%，属易采易选大型山坡露天矿。年设计能力铁矿石 400 万吨，采剥总量 1300 万吨，选矿处理原矿能力为 400 万吨，年产铁精矿 160 万吨。矿山服务年限为 40 年	已投产
3	峨口铁矿	太钢建成球团矿链篦机—回转窑—环冷机生产线，设计产能 200 万吨/年，品位 ≥ 64%。2008 年，太钢启动峨口铁矿 750 万吨扩建项目，2009 建成投产可形成年产 750 万吨铁矿的生产能力，满足年产 200 万吨球团矿的工艺要求。	已投产

资料来源：公司官网，平安证券研究所

#### ■ 4.2.2 煤炭供应优势突出

公司目前的工业用煤全部依靠外购，依托山西能源大省的优势，煤炭资源有着充足的保障。公司及控股股东积极推进煤钢联合，打造煤钢产业链，以参股、控股等方式投资煤炭企业，实现对煤炭资源的控制和对煤炭开发利润的分享，也保证了公司煤炭充足供应。

**图表39 太钢集团参股的煤炭企业或签订的协议，保障了公司煤炭的充足供应**

序号	事项	具体信息
1	与山西潞安集团签订战略合作框架协议	2014年8月14日，山西潞安集团与太钢集团签订战略合作框架协议。根据协议，潞安集团与太钢集团互认对方为长期战略合作伙伴和核心供应商，太钢集团将优先采购潞安集团喷吹煤等产品，潞安集团将优先采购太钢集团不锈钢及其他钢材产品。
2	与晋煤集团合资成立山西晋煤太钢能源有限责任公司	山西晋煤太钢能源有限责任公司由山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司与太原钢铁（集团）有限公司按出资比例共同组建。其中晋煤集团持股51%，太钢集团持股49%。公司主营焦炭，煤化工等，公司占地面积94.58K <sup>m</sup> ，资源储备199484万吨，规划生产能力600万吨/年。
3	与山西焦煤集团合资成立山西煤钢联能源开发有限公司	山西煤钢联能源开发有限公司山西煤钢联能源开发有限公司由山西焦煤集团有限责任公司和太原钢铁（集团）有限公司联合出资共同组建。新公司将通过煤炭资源整合投资、煤炭开采、洗选、销售，以及其他相关领域的投资，扩大山西焦煤的资源领域，保障太钢集团的资源供应安全。

资料来源：公司官网，平安证券研究所

#### ■ 4.2.3 合金资源供应占有一定优势

合金资源的有限性和需求的快速增长，导致不锈钢企业对合金资源的争夺越来越激烈。作为高度依赖镍、铬等资源的不锈钢企业，公司及控股股东十分重视合金资源开发规划，采取了一系列措施，力求对有限的镍、铬资源实现有效掌控，并取得一定的优势。在镍资源方面，集团持有国内最大的镍生产企业金川镍业 5.94%的股权。此外，集团还参股了中色镍业公司，致力于开发缅甸达贡山镍矿，该矿山已经投产，年产 8.5 万吨镍铁。在铬资源方面，集团与控股子公司山西太钢万邦炉料有限公司合资建设晋中高碳铬铁项目，项目投资 13 亿元，设计年产铬铁 30 万吨。太钢集团参股或控股这些合金资源公司，给公司提供了稳定的合金资源供应渠道。

**图表40 太钢集团参股的镍铬合金资源公司，给公司提供了稳定的供应渠道**

序号	事项	具体信息
1	参股金川集团有限公司	金川集团是国内最大的镍钴生产企，镍产量位居全球第三位。公司持有金川集团5.94%股份。
2	参股中色镍业有限公司	中色镍业有限公司主要致力于缅甸达贡山镍矿的开发与经营，达贡山镍矿项目拥有镍资源量70万吨，总投资超过8.2亿美元，建成后年产8.5万吨镍铁。太钢集团占比40%。
3	控股山西太钢万邦炉料有限公司	公司主营铬铁及其他相关铁合金材料的技术研发。此外，太钢集团与公司合资建设晋中高碳铬铁项目，项目投资13亿元，设计年产铬铁30万吨。

资料来源：相关公司官网，平安证券研究所

## 五、山西国改力度空前，公司有望直接受益

### 5.1 山西国改力度空前，超出预期

今年山西国企国资改革是地方国改中的重头戏。山西是资源大省，面临着产业转型；同时也是煤炭和钢铁供给侧改革的重点省份；又由于山西目前处在一个政治生态重建的过程中，受到各方面的高

度关注。所以本轮山西国改会是地方国企改革的重要样板。

从今年初以来，我们也确实看到了山西政府在本轮国资国企改革中出台了很多政策，动作频频。2月9日，山西省全省国有资产监督管理暨党风廉政建设工作会议在太原召开。会议全面部署山西国资国企改革工作，为山西国资国企的改革拉开了序幕。山西省副省长王一新出席会议并讲话。这是王一新不久前兼任山西省国资委党委书记后，山西国资委系统第一次召开的大规模工作会议。会议明确“**国资改革将是今年山西第一重大任务**”。王一新副省长在本次会上强调“**在未来一个时期内，山西省国企凡是能够通过股改独立上市的就独立上市，凡是能装进既有上市公司的逐步装进上市公司，凡是二者皆不能的，则考虑逐步退出**”。会议明确提出要用好用活18家国有控股的上市公司平台，大力推动国有资源资产化、资本化、证券化，**18家国有控股上市公司今年开始每年都必须要在资本市场上有动作**。

6月8日，山西召开省国资委干部大会，会议的主要内容便是根据5月份山西省委省政府审议通过的《关于深化国企国资改革的指导意见》及混改、分离办社会、激发企业家活力、加强国企党建4个配套文件即“1+4文件”研究部署山西省此轮国资国企改革重点工作安排。在这次干部大会上，省国资委主任郭保民做了具体任务分解。接下来，山西将根据“1+4”文件要求重点开展13个专项行动。未来山西将在省级层面组建国有资本投资运营公司，借此优化国资布局、推动国企专业化重组，推进国资的进退留转。

6月22日，山西省政府举行新闻发布会，就该省出台的《关于深化国企国资改革的指导意见》及三个配套文件进行深入解读，明确改革目标：**到2020年，国企国资重要领域和关键环节改革取得决定性成果，争取进入全国“第一方阵”**。

可以预见在接下来两三年的时间里，山西各地及各重点国企以及这18家国有上市公司平台将会出台相应的改革措施及方案，国企改革将逐步进入落地实施阶段。

图表41 山西国改“1+4”文件要求重点开展的13个专项行动

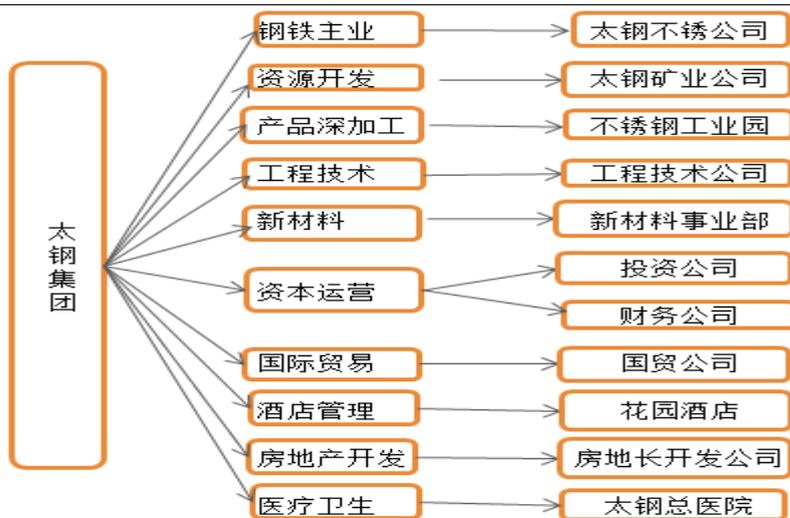
序号	专项行动
1	完善省属企业外部董事制度，出台《山西省省属国有企业外部董事管理办法》的实施细则及配套文件。制定畅通现有经营管理者与职业经理人身份转换通道的具体办法。
2	持续推进省属企业压缩管理层级，减少法人户数，实行扁平化管理；建立月报制度，明确专人，按月统计，通报交流，持续推进出清“僵尸企业”。
3	引导省属企业充分利用上市公司平台，积极开展资本运作。加强对上市公司发展指导，每个省属企业控股上市公司都要有新作为。
4	对于完全竞争性领域的国有企业，不能通过股改独立上市、也不能装入其他上市公司的，摸清底数，通过市场化方式逐步退出。
5	充分利用好互联网和大数据，提高国资监管的科学性、针对性、有效性，推进国有企业信息化建设。
6	组建省级国有资本投资运营公司。以国有资本投资运营公司为抓手，推动省属企业专业化重组。重点培育一批新产业、新动能项目。提升管理层级，对接资本市场，加大融资力度，形成新的经济增长点。
7	探索省属企业特别是煤炭企业在危险工种和岗位使用智能机器人技术。
8	“一企一策”制定经营业绩目标责任书，发挥考核导向作用。
9	2017年在省属企业中选择5-10户上市类、科技类、后勤类子企业进行员工持股试点；选择1-2户企业在集团层面推进混合所有制改革。
10	召开全省国有企业分离办社会职能推进大会。梳理省属企业办社会职能资产类型，摸清经营性及非经营性资产具体情况，分类移交处理；针对不同企业特点，分类剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题；督促有厂办大集体的省属企业制定明确的改革时间表和路线图。
11	持续推进国资委职能转变，改进工作作风，全面推进“放权、管理、服务”改革，使监管企业对监管服务感受到明显变化。按照“两个清单”，抓好改革和监督工作，提高服务水平。
12	充分发挥国有企业党组织的领导核心和政治核心作用，推动省属企业党的建设与企业经营深度融合。
13	指导推进市县国企国资改革，按季汇总地方改革情况和改革进度，组织专题推进。

资料来源：证券日报，平安证券研究所

## 5.2 公司是山西唯一钢铁上市平台，有望直接受益

公司是山西省18家国有控股上市平台，也是山西钢铁行业唯一的上市公司，有望直接受益本轮国改。首先公司或将存在优质资产注入的可能。公司控股股东太钢集团除了钢铁主业外，还存在其他九个板块业务，有些板块业务是围绕钢铁主业板块开展的。按照本轮山西国改的要求“凡是能装进既有上市公司的要逐步装进上市公司”，公司未来或将存在集团将优势资产注入的可能。

图表42 太钢集团业务板块及所属主要公司



资料来源：公司官网，平安证券研究所

其次，公司在山西国资改革大幕拉开后，也是改革动作不断。第一个是公司与山西本地能源大型国企进行交叉持股。3月21日，公司接到控股股东太钢集团通知，太钢集团拟通过无偿划转方式将持有的本公司45,136,538股股份(占本公司总股本的0.79%)划转给晋能集团全资子公司山西国际电力集团有限公司；山西国际电力拟将其持有的通宝能源35,861,574股(占公司总股本的3.13%)股份无偿划转给太钢集团。通过这种交叉持股，既深化了公司及控股股东与晋能集团的战略合作，又实现业务协同，同时分散风险。

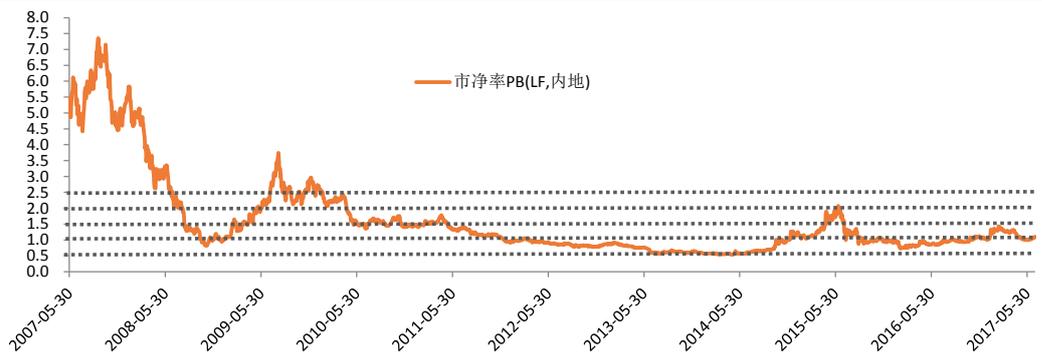
第二个是控股股东债转股项目第一批项目资金40亿元落地。6月8日，中国工商银行对太钢集团增资扩股首期40亿元人民币注入太钢集团账户，这是工行在国内以增资扩股方式进行市场化债转股业务合作的首单合作资金正式落地，也是工行系统内最大一单落地债转股。控股股东债转股项目签约总金额100亿元，分两个阶段实施，本笔40亿元融资通过投行渠道注入，是项目推进的第一阶段。该项目的成功落地不仅实现了集团杠杆率和融资成本“双降”目标，提高了资金使用效率，也增强了投资者对太钢资本市场的信心，有利于企业轻装上阵、排布新的融资格局。

最后根据我们的调研反馈，公司也是在积极按照山西国改的要求对一些改革措施做研究，包括在员工持股、混合所有制改革等方面都在做。总的来说，本轮山西国改要求本地的18家上市公司每年都要在资本市场上有动作，公司作为这18家之一，肯定是要不折不扣完成国资委布置的任务。公司作为山西唯一钢铁上市公司平台，也是山西的大型国有企业，有望从山西省国改过程中持续享受政策红利。

## 六、盈利预测与评级

截止到7月6日，公司PB(LF)为1.1倍，在钢铁行业上市中，仅次于鞍钢(0.9倍)、宝钢(1.0倍)、河钢(1.0倍)，为行业排名第四低PB的公司；从公司历史PB值来看，当前1.1倍PB也是处于其历史相对较低的水平，总体而言安全边际较高。

图表43 公司目前的 PB 处于历史相对较低水平



资料来源: wind, 平安证券研究所

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 12.64 亿、15.29 亿和 16.90 亿元, EPS 分别为 0.22 元、0.27 元和 0.30 元, 对应 7 月 6 日收盘价的 PB 分别为 1.1、1.0 和 0.9 倍。

图表44 可比公司估值表

股票名称	股票代码	总市值 (亿元)	EPS (2017E)	BPS (2017E)	股价	PE (2017E)	PB (2017E)
000825.SZ	太钢不锈钢	254	0.22	4.14	4.46	20.3	1.1
600507.SH	方大特钢	114	0.63	2.42	8.98	14.3	3.7
600399.SH	抚顺特钢	91	0.16	1.69	7.30	45.6	4.3
002318.SZ	久立特材	71	0.25	3.68	8.46	33.8	2.3
603878.SH	武进不锈	48	0.71	10.36	24.22	34.1	2.3
000708.SZ	大冶特钢	53	0.78	8.99	11.87	15.2	1.3

资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 除本公司外, 其他可比公司均采用 wind 一致预期数据。

公司作为全球不锈钢领军企业, 国内不锈钢龙头, 不锈钢业务受益于市场需求增长而保持盈利的持续稳定; 公司超强的研发能力和新品创新能力, 能够不断推出填补市场空白和替代进口的新产品, 如“笔尖钢”之类受到市场高度关注的产品, 有望对公司股价形成催化; 公司拥有强大的资源保障优势, 能够有效提升成本管控能力, 保持市场竞争优势; 山西国改力度空前, 超出预期, 本公司作为山西唯一钢铁行业上市公司, 有望直接受益; 公司是纳入 MSCI 的 5 只钢铁股之一, 未来有望吸引境外资金投入, 有利于提升公司估值。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

## 七、风险提示

宏观经济大幅下行造成下游用钢行业需求不及预期; 行业供给侧改革和山西国改政策推进不及预期; 利率持续上行。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	17023	12029	11566	13310
现金	6585	2360	2455	2602
应收账款	2015	0	0	0
其他应收款	32	76	36	83
预付账款	89	136	110	138
存货	6015	7177	6535	7983
其他流动资产	2287	2280	2430	2504
<b>非流动资产</b>	55563	54620	53597	53345
长期投资	1294	1453	1601	1690
固定资产	50631	49569	48495	48235
无形资产	216	135	81	18
其他非流动资产	3423	3463	3420	3402
<b>资产总计</b>	72586	66649	65163	66655
<b>流动负债</b>	32236	27176	26284	27933
短期借款	5453	10389	9591	9447
应付账款	6085	5704	6550	6424
其他流动负债	20698	11083	10144	12062
<b>非流动负债</b>	17221	15194	13109	11313
长期借款	16633	14606	12521	10725
其他非流动负债	588	588	588	588
<b>负债合计</b>	49457	42370	39393	39246
少数股东权益	686	686	686	686
股本	5696	5696	5696	5696
资本公积	6803	6803	6803	6803
留存收益	9922	11144	12605	14196
<b>归属母公司股东权益</b>	22444	23594	25084	26724
<b>负债和股东权益</b>	72586	66649	65163	66655

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	7654	8171	6888	6902
净利润	1022	1264	1529	1690
折旧摊销	3725	3604	3783	4004
财务费用	1618	1392	1165	1080
投资损失	-105	-47	-53	-68
营运资金变动	-79	1958	464	196
其他经营现金流	1473	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-2077	-2614	-2708	-3684
资本支出	1636	-1102	-1171	-341
长期投资	-490	-158	-39	-89
其他投资现金流	-931	-3873	-3918	-4115
<b>筹资活动现金流</b>	-3936	-14719	-3288	-2927
短期借款	-6216	0	0	0
长期借款	-5618	-2027	-2085	-1796
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	7899	-12692	-1203	-1130
<b>现金净增加额</b>	1761	-9161	893	291

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	56738	59008	61368	65050
营业成本	48437	52458	54525	57732
营业税金及附加	321	157	214	256
营业费用	1530	1593	1657	1756
管理费用	2526	2171	2307	2578
财务费用	1618	1392	1165	1080
资产减值损失	1495	0	0	0
公允价值变动收益	66	0	0	0
投资净收益	105	47	53	68
<b>营业利润</b>	983	1283	1552	1716
营业外收入	72	0	0	0
营业外支出	18	0	0	0
<b>利润总额</b>	1037	1283	1552	1716
所得税	16	19	23	26
<b>净利润</b>	1022	1264	1529	1690
少数股东损益	-124	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1146	1264	1529	1690
EBITDA	5993	5749	6316	6605
EPS (元)	0.20	0.22	0.27	0.30

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-16.5	4.0	4.0	6.0
营业利润(%)	125.8	30.5	21.0	10.6
归属于母公司净利润(%)	-130.9	10.3	21.0	10.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	14.6	11.1	11.2	11.3
净利率(%)	2.0	2.1	2.5	2.6
ROE(%)	4.4	5.2	5.9	6.2
ROIC(%)	3.9	4.2	5.0	5.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	68.1	63.6	60.5	58.9
净负债比率(%)	122.6	100.1	82.7	70.2
流动比率	0.5	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	24.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.9	8.9	8.9	8.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.22	0.27	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.43	1.21	1.21
每股净资产(最新摊薄)	3.94	4.14	4.40	4.69
<b>估值比率</b>				
P/E	22.18	20.10	16.62	15.03
P/B	1.13	1.08	1.01	0.95
EV/EBITDA	9.18	8.87	7.60	6.95

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033