

太钢不锈 (000825.SZ)**钢铁行业**

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：4.61元

存货占收入比重已降至近5年最低

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)	5,695.87
总市值(百万元)	26,259.70
年内股价最高最低(元)	6.43/4.37
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17

**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	0.30	1.35	1.52
市盈率(倍)	60.00	22.17	16.57	8.94	8.01
行业优化市盈率(倍)	14.42	9.70	9.14	9.14	9.14
净利润增长率(%)	-26.65%	51.51%	15.51%	85.28%	11.56%
净资产收益率(%)	4.33%	6.28%	6.93%	11.64%	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：公司公告、国金证券研究所

业绩简评

- **业绩略好于预期。**公司发布三季报：2011年Q3实现营业收入249.60亿元，同比增长7.7%；归属于上市公司股东的净利润为4.08亿元，同比增长125.5%，环比增长5.24%；全面摊薄EPS为0.072元，期末每股净资产为3.96元；1-3季度累计实现EPS为0.219元，同比增长25.75%。

经营分析

- **毛利率小幅回升。**Q3公司综合毛利率小幅回升1.2个百分点，至8.9%，这是近三个季度以来公司的毛利率首次回升，我们猜测主要原因或是不锈钢业务的盈利能力有所好转。
- **期末库存已降至近5年来最低值。**Q3末，公司的库存占季度年化销售收入的比值为12.62%，处于2007年以来的最低水平，环比下降0.65个百分点，总体已经处于较低水平，因此公司抗钢铁及原燃料价格下跌风险的能力已经显著增强。
- **继续关注袁家村铁矿的投产时间。**目前铁矿石价已有较深跌幅，但铁矿石的盈利能力仍显著好于钢铁，而且有望刺激集团早日将铁矿全注入到上市公司，我们预期袁家村铁矿在2012年6月投产，届时集团将有可能将全部铁矿石资产注入到上市公司，进而使得上市公司公司的铁矿石自给率很有可能高达80%，一举成为钢矿一体化最彻底的钢企，并对提升公司的综合盈利能力、抗风险能力均有益处。
- **同时也期待锈钢的弹性。**目前不锈钢相对于普碳钢的价格比值处于历史低位，在消费结构升级和国内外政策放松预期的带动下，不锈钢业务的盈利弹性有望重现，是否会推动公司股价重演09年的故事也值得关注（09年太钢不锈股价的启动时间早于、涨幅远高于钢铁板块平均水平）。

盈利预测和投资建议

- 我们维持公司2011-2013年EPS分别为0.278元、0.516元、0.575元的盈利预测不变，以最新收盘价计算，对应的2011-2013年PE分别为16.56倍、8.94倍和8.01倍，维持“买入”评级。

风险提示

- (1) 镍价大幅波动；(2) 矿价大幅波动。

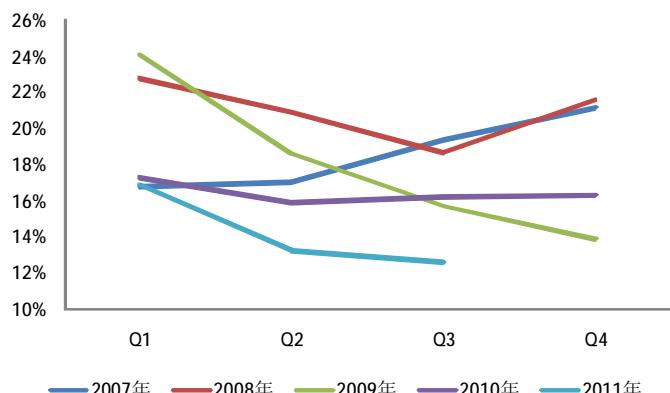
王招华 分析师SAC执业编号：S1130511030033
(8621)61038247
wangzh@gjzq.com.cn

图表1：太钢不锈(000825)单季损益表(百万元)

	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30
主营业务收入	20576	22843	23185	20594	21548	24288	24960
增长率	65.5%	38.2%	12.9%	-7.8%	4.7%	6.3%	7.7%
主营业务成本	18979	20386	21482	18610	19752	22419	22729
%销售收入	92.2%	89.2%	92.7%	90.4%	91.7%	92.3%	91.1%
毛利	1598	2457	1702	1984	1796	1869	2231
%销售收入	7.8%	10.8%	7.3%	9.6%	8.3%	7.7%	8.9%
营业税金及附加	21	19	22	23	53	46	67
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
营业费用	317	322	301	311	282	299	339
%销售收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%	1.4%
管理费用	508	780	871	824	721	777	957
%销售收入	2.5%	3.4%	3.8%	4.0%	3.3%	3.2%	3.8%
息税前利润(EBIT)	751	1336	509	826	739	748	868
%销售收入	3.7%	5.8%	2.2%	4.0%	3.4%	3.1%	3.5%
财务费用	239	305	298	305	248	237	311
%销售收入	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.2%	1.0%	1.2%
资产减值损失	0	635	0	192	0	81	128
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	(4)	(8)	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.9%	-1.8%	0.0%
营业利润	512	395	211	329	487	422	429
营业利润率	2.5%	1.7%	0.9%	1.6%	2.3%	1.7%	1.7%
营业外收支	(11)	5	(4)	20	(5)	4	(16)
税前利润	501	400	207	350	482	426	413
利润率	2.4%	1.8%	0.9%	1.7%	2.2%	1.8%	1.7%
所得税	53	21	36	(25)	35	25	9
所得税率	10.5%	5.4%	17.3%	-7.0%	7.3%	5.8%	2.1%
净利润	448	379	171	374	447	401	404
少数股东损益	5	12	(10)	(7)	(4)	14	(3)
归属于母公司的净利润	443	367	181	381	451	388	408
净利率	2.2%	1.6%	0.8%	1.9%	2.1%	1.6%	1.6%
增长率	-162.0%	994.1%	-74.7%	-56.2%	1.7%	5.6%	125.5%
最新总股本(百万股)	5696	5696	5696	5696	5696	5696	5696
全面摊薄EPS(元/股)	0.078	0.064	0.032	0.067	0.079	0.068	0.072
期末存货	14,218.29	14,542.85	15,024.69	13,435.70	14,552.25	12,887.59	12,599.51
期末存货/年化销售收入	17.28%	15.92%	16.20%	16.31%	16.88%	13.27%	12.62%

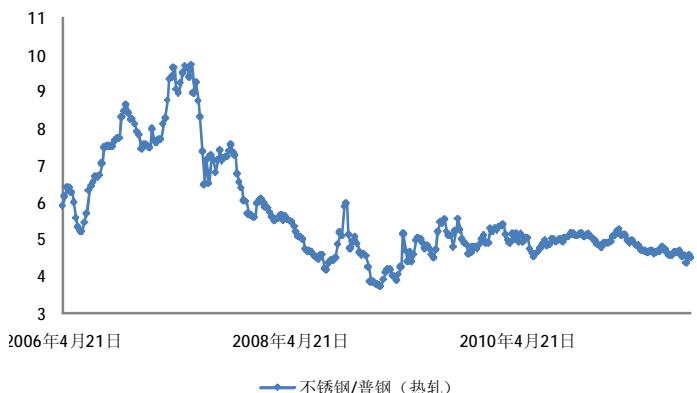
来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：太钢不锈(000825)季末存货占季度年化收入比重



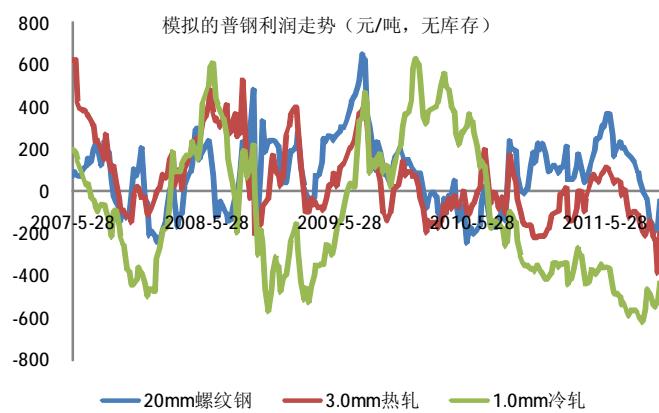
来源：WIND、国金证券研究所

图表3：不锈钢热轧与普钢热轧的价格比值



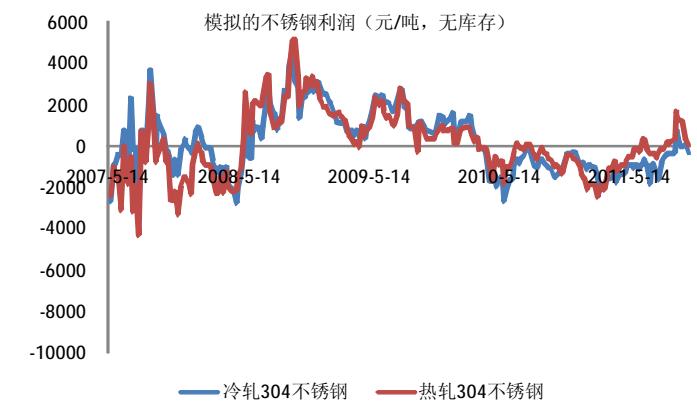
来源：中国联合钢铁网、Mysteel、国金证券研究所

图表4：模拟的现货普钢厂利润



来源：国金证券研究所

图表5：模拟的现货不锈钢厂利润



来源：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	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	2	6
买入	0	0	0	6	11
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.89	1.78

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 2010-04-21	买入	6.93	5.00 ~ 15.00
2 2011-07-06	买入	5.24	7.21 ~ 8.24
3 2011-08-26	买入	4.72	7.21 ~ 8.24

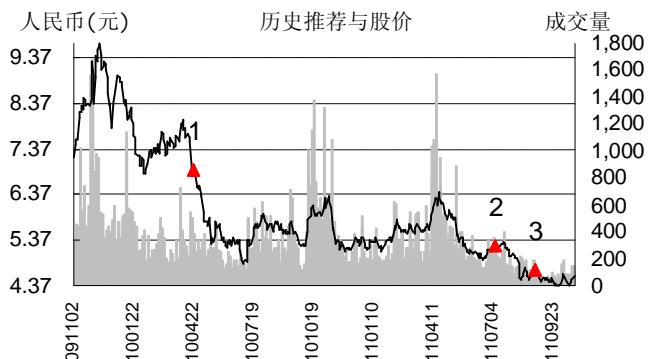
来源：国金证券研究所

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形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认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：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
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：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B