



钢铁

报告原因：深度研究 寻找转折点

2012年12月07日

市场数据：2012年12月7日

收盘价（元）	3.34
一年内最高/最低（元）	4.20/3.15
市净率	0.80
市盈率	44.5
流通A股市值（百万元）	19024.44

基础数据：2012年9月30日

资产负债率	62.28%
毛利率	7.68%
净资产收益率（摊薄）	2.88%

相关研究

- 《潜龙在渊 蓄势待发—太钢不锈深度研究报告》2009/02/20
- 《不锈钢龙头，已进入价值投资区域》20100709
- 《估值洼地 多因素可促公司率先走出低迷》 深度报告 2011年12月30日

分析师：刘俊清

证书编号：S0760511010013
电话：0351-8686975
邮箱：liujunqing@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层
电话：0351-8686990
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

太钢不锈(000825)

买入

厚积薄发 专注主业成功跨越行业低谷

跟踪评级

公司深度报告

盈利预测：

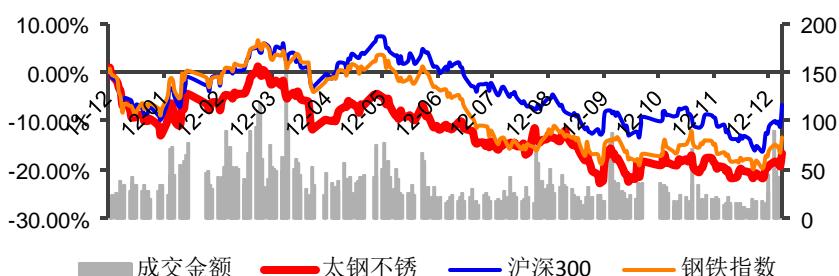
单位：亿元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售毛利率	净资产收益率	市盈率
2011A	962.2	10.4	18.05	31.5	0.32	8.57	7.52	10.4
2012E	979.6	1.81	5.25	-70.9	0.09	6.93	2.08	37.1
2013E	1009.0	3.00	10.77	105.0	0.19	7.63	4.20	17.6
2014E	1089.7	8.00	12.27	14.0	0.22	7.63	4.65	15.2

投资要点：

- **公司不锈钢规模优势突出，毛利率维持稳定。**公司是全球最大的全产业链不锈钢生产企业，规模、技术优势突出，同时拥有低成本原材料。不锈钢毛利率多年维持在10%附近。预计2012/13年公司不锈钢毛利率将维持在7-8%的水平。
- **2013年上半年袁家村铁矿正式生产出矿，产业整合优势凸显。**袁家村750万吨铁精粉项目已进入试生产阶段，预计将于2013年上半年正式出矿。公司届时将拥有不低于262.5万吨权益矿；同时，铁矿石自给率从50%提升至80%。根据协议，集团将以低于市场价格15%的价格供给太钢不锈铁矿石。向上游衍生产业链为公司拓展了利润空间，产业整合优势突出。
- **公司环保投入高，循环经济见效益。**近年，太钢累计投资96亿元实施132项节能减排、循环经济项目。治理后二次能源年回收量占总能耗的48.6%；余热余压年发电量占总用电量的28.8%，高炉煤气放散率创行业最好水平。每年可增效9亿元。
- **厚积薄发，技术创新引领公司未来。**公司研发投入大，技术储备充分，拥有国家及技术中心，开发的新产品不断替代进口并有效出口，使公司能够在未来的市场上抢占先机，具有较大的增长潜力。
- **风险提示：**全球经济环境恶化、新产品开发应用不力、不锈钢行业景气度恢复状况不达预期、袁家村铁矿试生产不达预期等都会影响公司的经营。
- **股票估值与投资评级。**给予“买入”评级。我们预计未来两年公司年EPS分别为0.09元、0.19元。股价长期跌破净资产，存在较大的超跌反弹动能。如果大盘企稳后继续上行，太钢不锈或可率先走出一波上涨行情。

一年内公司股价与大盘对比走势：





1. 太钢不锈是全球最大的不锈钢生产企业

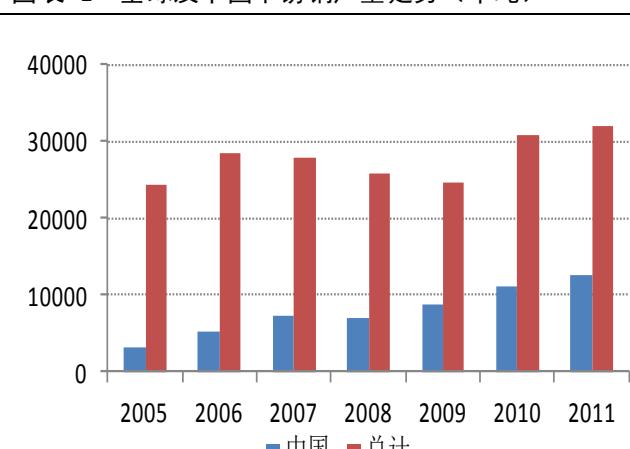
太钢不锈主营不锈钢及钢材的生产销售，粗钢生产能力为年产1000万吨以上，其中不锈钢产能能力为300万吨/年，是全球最大的全产业链不锈钢生产企业。2009年不锈钢粗钢产量突破200万吨以后，产量逐年提高，2012年超过300万，国内市场占有率稳居第一，也是名副其实的全球不锈钢老大。

表格 1 目前全球不锈钢生产企业及其生产能力

企业名称	生产能力（万吨）（2011年底数据）
太钢	300
Arcelor	300
POSCO	300
TKS	280（年底前完成不锈钢业务 Inoxum 的出售）
Acerinox	275
Outokumpu	260（将购买 TKS 公司的 Inoxum）
宝钢不锈	150
合计	1865

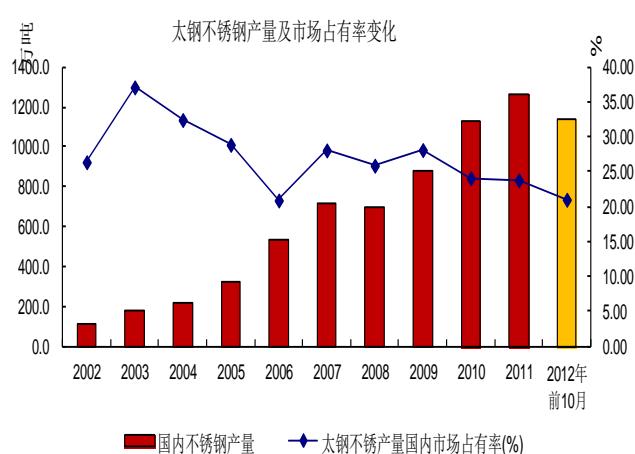
数据来源：山西证券研究所

图表 1 全球及中国不锈钢产量走势（千吨）



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图表 2 中国不锈钢产量及太钢不锈市场占有率变化图



2、不锈钢行业正在走出低谷，消费增长依靠内需

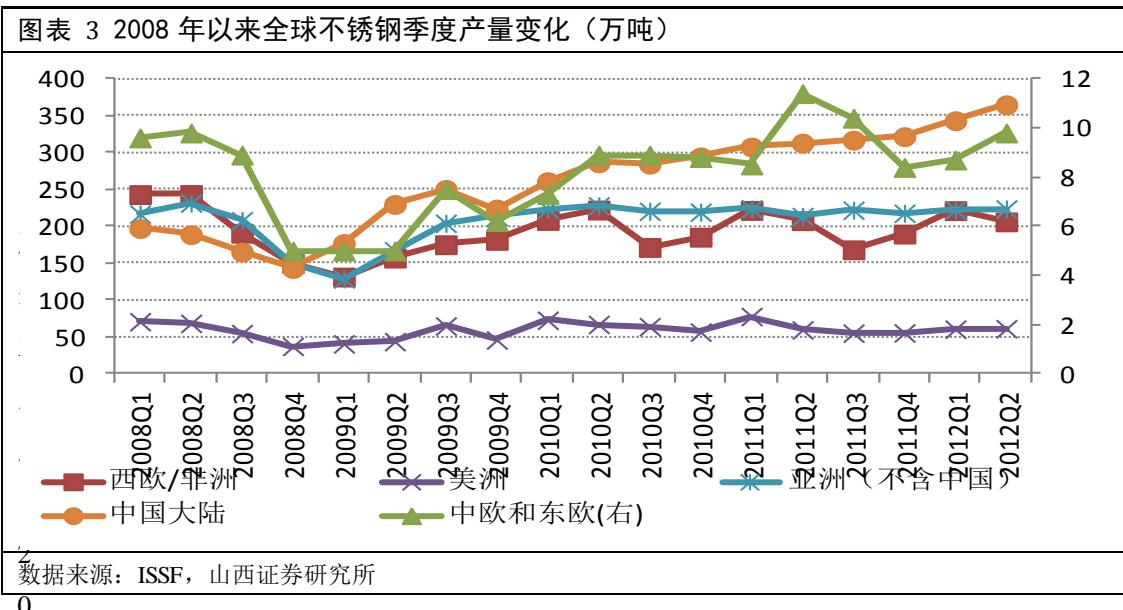
2.1 2012 年全球不锈钢产量创出历史新高

2008年金融危机以来，全球不锈钢产量于2009年初见底后逐季攀升，不断创出历史新高

敬请参阅最后一页的免责申明

高，2012年第二季度产量达到865.6，第三季度略低一些；前三季度增长幅度为5.37%，远高于同期普钢0.6%的增长幅度。

下图是2008年金融危机以后，全球各州不锈钢产量变化情况表，其中美洲不锈钢产量是下降的，西欧/非洲不锈钢产量随季节而变化，但总量基本不变，亚洲产量总体平衡，其中中国的不锈钢产量增加幅度较大。这与全球范围内经济增长密切相关，不锈钢产量的变化基本与各地区经济增长情况相匹配。



2.2 中国不锈钢产业发展增速高于发达国家

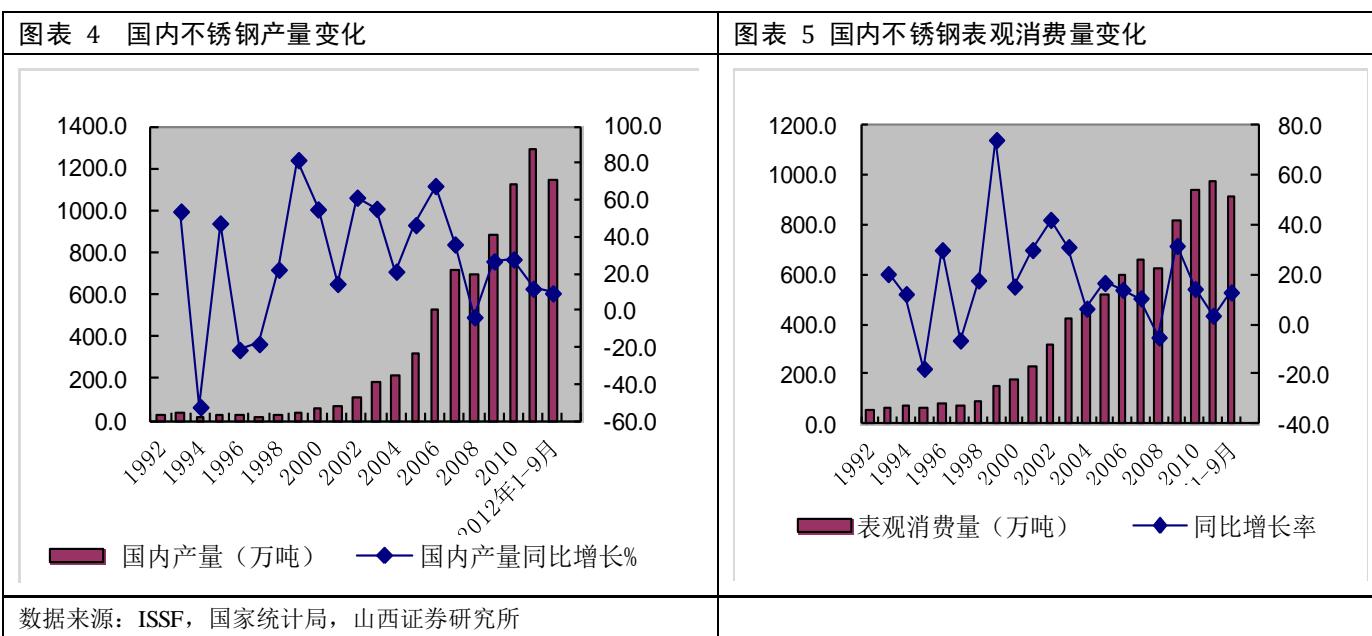
在不锈钢的发展历史中，西方发达国家发展较早较快，西欧和美洲在2006年基本见顶，之后下行；中东欧和亚洲在2007年见顶，目前基本进入平稳运行状态。这是因为西方国家的工业化进程已近结束，亚洲国家中日本和韩国也已进入发达国家行列。我国仍是发展中国家，正处在工业化进程的初期到中期转折阶段，对钢铁特别是不锈钢的消费需求增长潜力仍然较大。

我国不锈钢起步较晚，但近几年发展较快，不锈钢产量保持持续上升趋势。2006年我国不锈钢产量达530万吨，成为世界第一，2007年达720万吨，占全球产量的26.27%，继续保持世界第一的水平。国际不锈钢论坛(ISSF)在一份简报中称，2012年全球不锈钢产业保持前几年的增长势头。2000年至2011年，全球市场产量年平均增长率为4.47%，2011年全球不锈钢产量增长了4.6%至3211万吨。1995-2010年全球不锈钢粗钢产量平均增长率约3.66%，而中国平均增长率高达28%，成为世界不锈钢发展最大的驱动力。2012年前三季度，中国不锈钢粗钢产量达1140.7万吨，增长幅度为9.41%，不仅远高于全球不锈钢增长幅度，也高于同期国内普钢增长幅度1.33%。

2008年我国不锈钢产量、进出口量和表观消费量比上一年都出现了负增长。2008年中国

不锈钢进口121.25万吨，出口105.66万吨，表观消费量624万吨。2009年，由于我国的经济刺激政策和消费的持续增长，同时，2010年随着联众、酒钢等钢厂新产能的投产，不锈钢产量和消费量再次步入上升轨道。2011年我国不锈钢粗钢产量为1259.1万吨，同比增加133.5万吨，增长率为11.86%。

统计分析，我国不锈钢产量和表观消费量增长速度在2007年达到高点，以10年内的复合增长率计算分别为44.62%和24.59%；2007年之后均出现回落，但总体上产量的增速远大于表观消费量的增长速度，截止2011年，分别为33.69%和15.78%，说明我国不锈钢产量过剩较多。据统计，截止2011年底我国不锈钢粗钢产能已达到2040万吨，国内市场面临着巨大的供应过剩压力。



2.3 不锈钢消费将持续增长，主要依靠内需

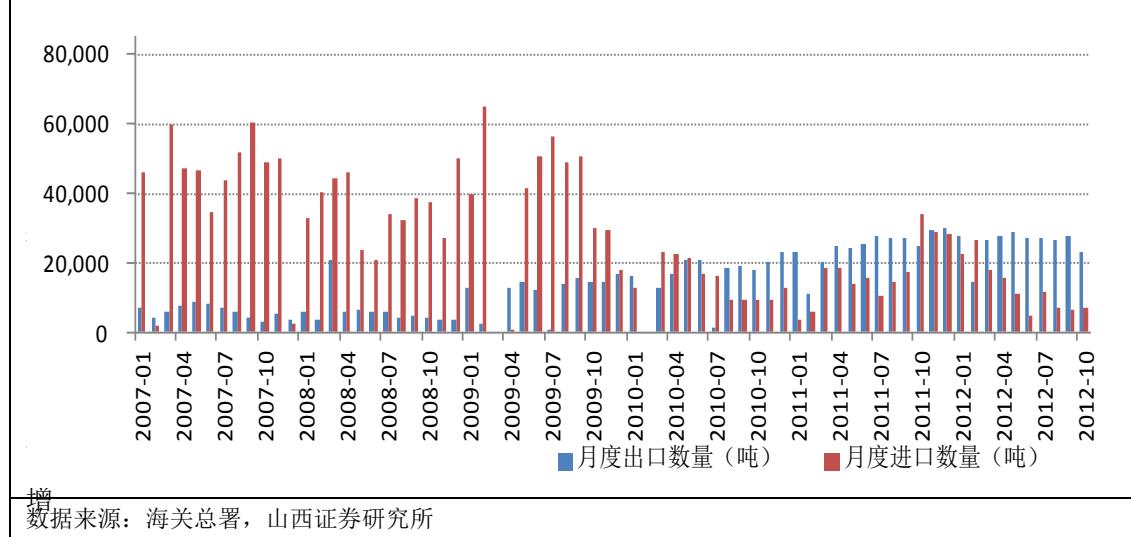
不锈钢由于具有强度高、耐腐蚀、轻巧美观、使用寿命长、成本低，循环使用无污染等优点，在建筑装饰、交通运输、航空航天、石油化工、能源发电、食品加工、环保、医疗以及家电厨具等国民经济和社会生活领域中得到越来越广泛的应用。同时，不锈钢在水工业、建筑与结构业、环保工业、工业设施中的需求也将逐年上升。

2001年，我国不锈钢消费量突破200万吨，成为世界第一消费大国。2007年，我国人均不锈钢消费量已达5公斤，超过了世界人均消费水平。2010年，我国人均不锈钢消费量突破6公斤，2011年突破7公斤。据统计，发达国家目前人均年消费水平在10公斤以上，但这样的消费水平已经保持了十多年，其社会存量就有200公斤以上，虽然近几年来发达国家不锈钢消费水平的增长幅度相对于我国在缩小，但是在达到人均200公斤以上的社会存量这后才出现的，我国目前的人均社会存量不足10公斤，要达到200公斤的人均社会存量，还需要很

长很长一段时间，所以，只要我国国民经济保持正常的发展水平，我国不锈钢需求就会持续增长。

由于欧美等主要经济体在金融危机中受创较重，严重影响了需求，中国不锈钢出口受到制约，增长空间有限，至今尚未恢复。到2010年，我国首次实现不锈钢材净出口。未来，中国不锈钢消费将主要依靠内需增长。

图表 6 2007年以来我国不锈钢进出口变化情况



2.4 不锈钢消费结构比较及变化趋势

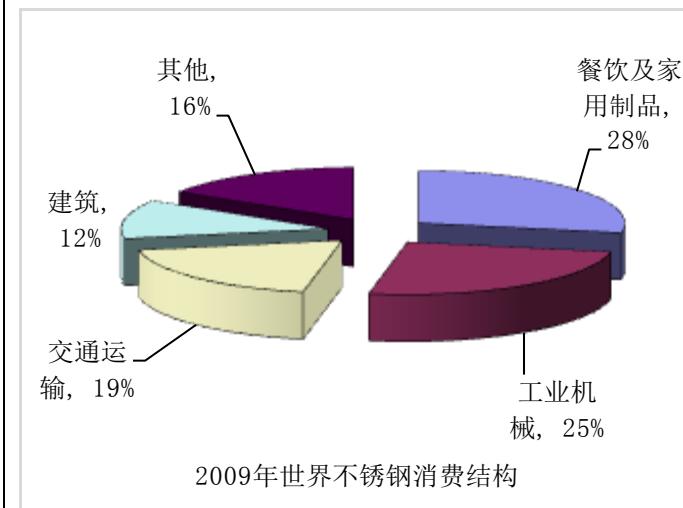
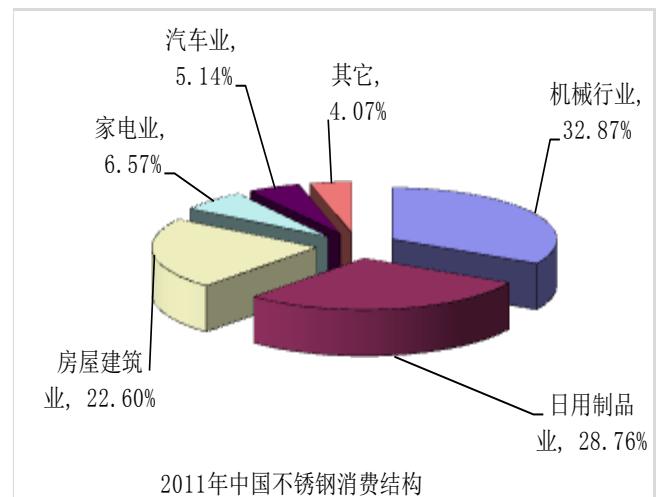
在消费方面，上世纪90年代以来，我国的不锈钢表观消费逐渐加速，2001年成为世界第一，2003年超过美国和日本的消费之和，到2011年已经达到973.6万吨以上。根据发达国家特别是日本的不锈钢发展经验，经过十年的快速增长后将进入平稳增长阶段，预计未来几年我国不锈钢生产消费将在现有水平上平稳上行，但增长率仍将超过10%。

目前世界不锈钢材料总的消费结构为：交通运输22%，建筑17%，金属制品（加工制品、食品器皿等）26%，电子机械12%，其他23%。发达国家不锈钢消费以建筑结构、家电、工业为主，工业设施采用的不锈钢比例约为15%~20%；中等发达国家以运输、管线为主；发展中国家则以器皿为主。汽车工业、水工业、家电业、环保工业、工业设施等行业都是不锈钢消费主要领域，并且不锈钢应用领域日益广泛。

我国不锈钢应用市场中金属制品（容器、钢管、刀叉等）处于第一位，占42%，其次为建筑装潢17.4%，机械工程17.3%，电子电机6.9%，交通运输5.3%，其它占11.6%。需求地区分布以广东居首位，约占31%，其次为浙江及江苏各约占13%，山东占10%，其它地区合计约占33%。国际特钢企业协会表示，预计2015年中国不锈钢产能将达到2600万吨。但未来5年中国不锈钢表观消费量增长率将放缓至23.7%，大大低于2006-2010年期间58%的增长率。

从世界不锈钢的需求结构分析，发达国家以工业需求为主，发展中国家以民用为主。

发展中国家在民用需求发展到一定程度后将向工业需求逐步转移，产品规格、档次逐渐走向高端化，我国不锈钢材料消费结构正处于重点调整阶段。

图表 7 2009 年全球不锈钢消费结构

图表 8 2011 年中国不锈钢消费结构


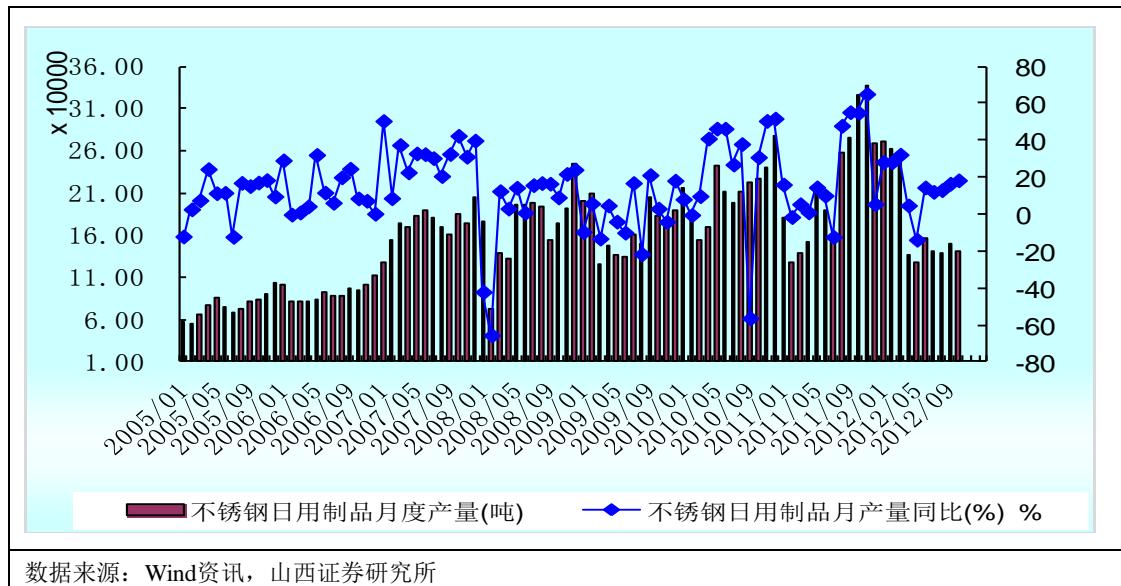
数据来源：ISSF，国家统计局，山西证券研究所

由上述分析，不锈钢消费可以在工业领域和民用领域同步发展。

由于科学技术的发展，不锈钢的工业应用领域正在逐步拓宽，根据发达国家的经验，不锈钢在工业领域如运输设备、工程机械等领域的应用将逐步增加。我国铁路建设的加速、汽车工业的发展、新型结构性建筑以及新能源、新产业等对不锈钢的需求都将大幅度增长。

随着我国经济发展和人民生活水平提高，我国不锈钢人均消费量也将进一步提高。一方面是国家不断提高居民收入，促进消费的政策，将为日用消费品的升级换代将带来对不锈钢的新需求；一方面是中国城市化进程的加快将对不锈钢提供大量的增量需求。截止2011年底，我国城镇人口已经达6.9亿，城镇化率达51.27%。未来10年到20年，我国城镇化加速发展的趋势不会改变。新一届领导人指出，中国未来的发展潜力仍然是城镇化。按此进程，每年约有2000万人进入到城市，对不锈钢的消费将显著增加。

图表 9 国内不锈钢金属制品的产量月度统计



3、太钢不锈拥有突出的竞争优势

3.1 普钢不锈同生共长，具有盈利弹性

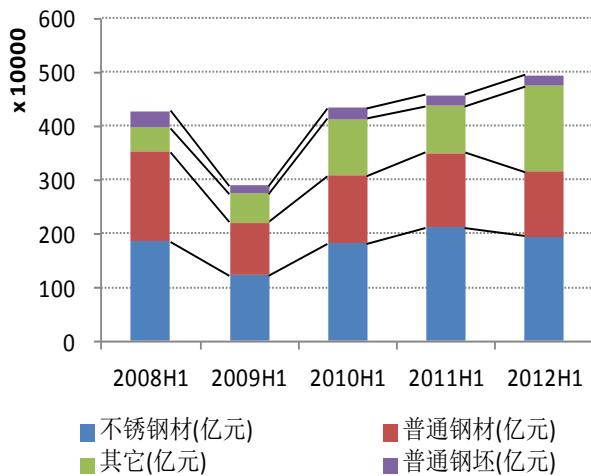
公司具有年产1000万吨/年的钢铁生产能力，其中不锈钢产能达300万吨。普钢产品与不锈钢产品共同构成公司收入来源，两种类型产品应用范围不同，景气周期不相一致。公司可以根据市场景气情况调整普钢与不锈钢的生产量比例，以确保市场需求较大的优势品种的生产，这就为公司提供了较好的盈利弹性。

2012年上半年公司实现钢产量520.86万吨，比上年同期498.80万吨增长4.42%，其中不锈钢产量155.62万吨，比上年同期145.55万吨增长6.92%，不锈钢的产销量进入稳定增长阶段。

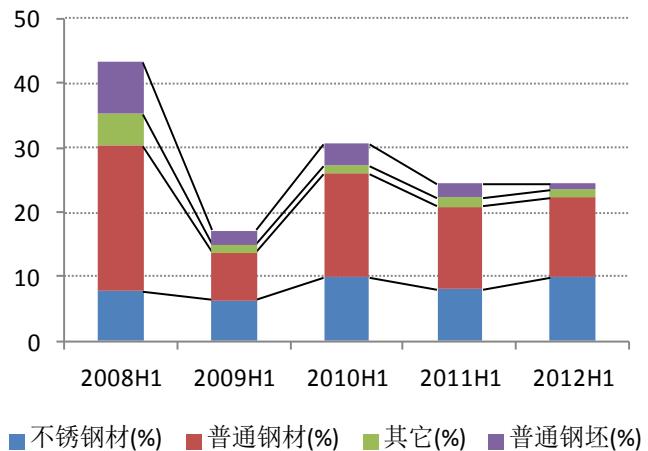
2012年上半年实现营业收入501.42亿元、利润总额3.28亿元，收入同比增长9.39%、利润同比下降63.89%，具体收入构成见下图，不锈钢收入已经超过普钢收入。不锈钢贡献的毛利占比逐年加大，与普钢共同构成太钢的利润。

从近几年的数据来看，公司整体资本结构稳定，营运能力较强，营业周期缩短、存货周转率提高，说明公司经营逐步向好。三项费率基本稳定，销售费用率小幅回落，财务费用率略有升高，因为资金利息较高的缘故，管理费用率的升高是因为公司对科研的投入进一步加大，目前的科研投入就是未来的竞争能力。

图表 10 2008 年以来公司收入及构成

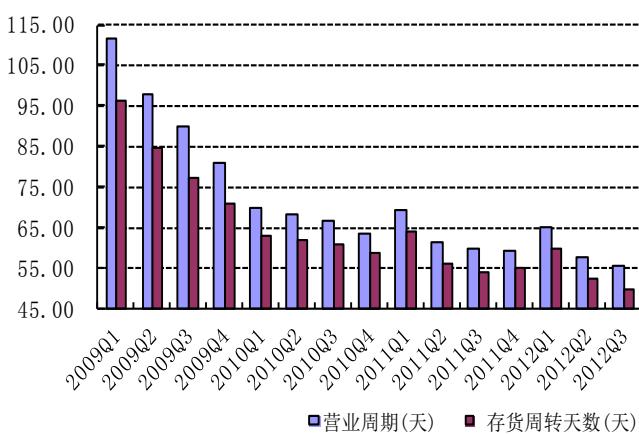


图表 11 2008 年以来公司各产品毛利率变化情况

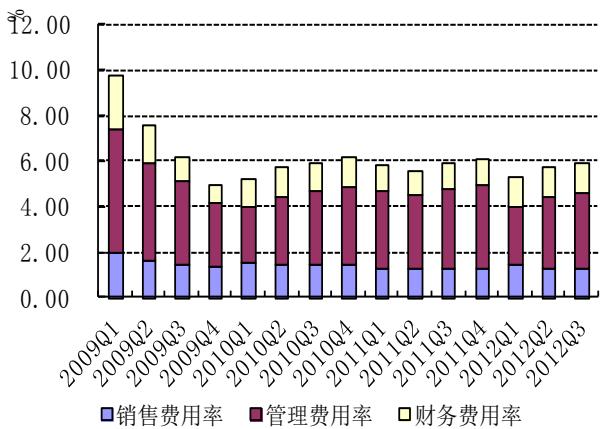


数据来源：公司公告，山西证券研究所

图表 12 2009 年以来公司营运能力分析



图表 13 2009 年以来公司三项比率变化



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图表 14 太钢不锈资本结构分析（以年末数据为主）



数据来源：公司公告，山西证券研究所

3.2 环保投入产出效率高，循环经济出效益

2012年12月4日，媒体报道太钢不锈获选“2012全球契约中国最佳实践”奖。联合国全球契约组织成立于2000年7月。目前拥有来自世界上130多个国家的一万多家企业和其他利益相关方成员，在中国拥有276名成员、240多家企业。太钢于2012年5月正式加入联合国全球契约组织，成为联合国全球契约成员。

2000年以来，太钢不锈率先在国内应用推广世界最先进的循环经济工艺技术，建立起以粉煤灰、钢渣及高炉水渣综合利用为主的固体废弃物循环经济产业链，以工业废水、生活污水、酸再生为主的液体废弃物循环经济产业链，以焦炉煤气脱硫制酸、烧结烟气脱硫脱硝、余压余热发电为主的气体废弃物循环经济产业链，能耗、水耗、污染物排放等关键指标行业领先。2002年至2011年，太钢累计投资96亿元实施132项节能减排、循环经济项目。其中，34项世界最新节能环保科技成果在太钢率先使用和系统集成，72项节能环保技术和工艺直接惠及城市社区。

图表 15 固态废弃物循环利用产业链建设

项目	技术	效果
碳素钢渣和不锈钢渣处理线	国际先进水平	年处理碳素钢渣92万吨、不锈钢渣76万吨
废钢破碎生产线	国际先进水平	年处理碳素废钢70万吨、不锈钢降温料7万吨
碳钢渣处理线	自主设计建设，国际先进水平	年处理能力60万吨
粉煤灰混凝土砌块及蒸压粉煤灰标砖生产线	国际先进水平	年产30万立方米的粉煤灰混凝土砌块、2亿块蒸压粉煤灰标砖
矿渣超细粉工程	国际先进水平	年产120万吨矿渣超细粉（一期）

数据来源：公司网站

图表 16 液态废弃物循环利用产业链建设

项 目	技 术	效 果
中水深度处理工程	双膜法（超滤系统+反渗透系统） 最先进的水处理技术	年可深度处理城市中水420万吨，生产除盐水638万吨
4350立方米高炉煤气干法除尘系统	内滤式大布袋除尘工艺技术国内领先	年节水1700万吨，高炉煤气联合循环发电量增加30%
城市生活污水处理系统	高新技术	日处理5.5万吨，年减少COD排放5600吨
不锈冷轧废混酸再生工程	世界上最先进的喷雾焙烧法工艺	年处理能力15.8万立方米，回收氯氟酸1.2万吨、硝酸1.1万吨、金属氧化粉6700吨，实现了对废混酸100%的回收利用

数据来源：公司网站

图表 17 气态废弃物循环利用产业链建设

项 目	技 术	效 果
干熄焦发电	国际先进水平	总装机容量50MW，年发电量3.8亿kWh，每年减少各类粉尘排放228吨，减少二氧化硫排放2500吨
煤调湿	自主设计制造	配合煤水份下降3.5%，减少酚氰污水排放30 立方米/小时，每年减排二氧化硫2380吨
焦炉煤气脱硫脱氯制酸	国际先进水平	每年减排二氧化硫1.2万吨，制成98%的浓硫酸1.9万吨
烧结烟气脱硫脱硝制酸	国内首创、国际先进水平	每年减少二氧化硫排放1.6万吨，减少粉尘排放2000多吨，减少氮氧化物排放2200多吨，年回收硫酸(98%)2万余吨
高炉煤气余压发电	国际先进水平	总装机容量42.75MW，年发电量2.9亿kWh
燃气蒸汽联合循环发电	国际先进水平	总装机容量51.6 MW，年发电4.1亿kWh，减少二氧化硫排放1800吨
饱和蒸汽发电机组	国内首创、国际先进水平	总装机容量4.1MW，发电1亿kWh，节约新水150余万吨
烧结烟气余热回收发电	国际先进水平	装机容量33MW，年回收环冷机余热8.6万吨标煤，发电2.2亿kWh

数据来源：公司网站

经过治理，公司二次能源年回收量占总能耗的48.6%；余热余压年发电量占总用电量的28.8%。高炉煤气放散率创行业最好水平。这些重点节能减排、循环经济项目，每年可增加效益9亿元。

2012年3月27日，山西省重点工程之一——太钢哈斯科钢渣综合利用项目正式动工建设。这是太钢与美国哈斯科公司合作实施的炼钢尾渣开发利用项目，是山西省引进最大的用于循环经济领域的美国商业投资项目。该项目将采用世界最先进的钢渣资源化利用技术，建设五条钢渣处理线，形成年处理150万吨不锈钢渣和100万吨碳钢渣的能力。目前，各生产

线全部按照进度节点计划运行。项目建成投产后，太钢将实现钢渣全部高效循环利用和零排放。其中主要产品钢渣肥料具有低碳环保特性，用于农业生产，可有效改善土壤结构，起到显著增产的效果。

3.3 原材料自给率高，成本优势突出

太钢不锈位于山西省太原市。山西煤炭、铁矿资源丰富，为太钢不锈提供了大量优质原材料。

铁矿石：集团以低于 15% 的价格提供 50% 以上的使用量

公司控股股东太钢集团拥有峨口铁矿(年产200万吨铁精矿粉)的和尖山铁矿(年产400万吨铁精矿粉)，铁矿石储量可供开采50年以上，铁精矿平均品位达到69.5%，生产的铁精矿全部供应太钢不锈，能够保证公司所需的约50%以上的铁矿石供应。上述矿山经过多年改造，均拥有较为先进的采选设备及技术，特别是尖山铁矿，拥有亚洲最大的矿浆管道输送系统，铁矿石运输成本低于一般的固体运输，根据太钢集团与太钢不锈签订的协议，集团以低于市场15%的价格优惠供应股份公司铁矿石；当现货价格低于到岸平均价时，集团的优惠幅度会相应增加，铁矿石自给率达50%以上。太钢集团拥有丰富的铁矿石资源，下属根据双方签署的协议，

2008年5月30日开工建设的袁家村铁矿项目已经入投产阶段。据了解，目前，单体试车已经完成，正在进行试生产阶段，预计2013年上半年能正式出矿。袁家村铁矿位于山西省吕梁市岚县梁家庄乡袁家村，是目前国内最大的露天冶金矿山项目，资源储量规模为12亿吨，具有良好的露天开采条件，且铁路，公路交通十分便利。矿山设计生产规模为铁矿石2200 万吨/年、65%铁精矿750万吨/年。根据太钢不锈与太钢集团签署了的协议，该项目是双方共同组建公司，太钢集团控股，太钢不锈参股比例不低于35%，以保障铁矿石资源供应。该项目建成后，加上现有山西省境内尖山、峨口两大铁矿的扩能改造，集团将形成年产1500万吨精矿粉的能力。太钢不锈每年可获得超过260万吨的铁精矿产品权益，铁矿石自给率将提高到80%以上，利于公司生产成本的降低，届时将增加263万吨权益矿，成本优势更加突出。

煤炭：公司地处煤炭产地，具备煤炭采购、运输成本优势

山西地区煤炭资源极其丰富。太钢集团与山西焦煤集团有限公司及其他几家公司建立了战略合作伙伴关系，保证了公司的炼焦和动力用煤供应稳定。2009 年煤炭使用量293.32 万吨，其中来自于山西焦煤集团有限公司的占30%。控股公司太钢集团与山西省内多家煤炭企业合作，拥有权益煤炭资源量大幅增加，为公司的煤炭使用提供了绝对的保障。

同时，太钢不锈钢铁生产基地与焦煤采购地距离较近，拥有绝对的运输成本优势。

太钢集团目前已经拥有山西吕梁地区94.52平方公里的临县煤矿的探矿权，规划建成年产原煤1000 万吨的现代化煤矿。

镍、铬合金：依托集团与国内外供应商建立长期战略合作

镍为不锈钢主要的合金原料之一，全球精炼镍大约有65%用于制造不锈钢，全球不锈钢的产量和镍需求量的相关性极高。

目前，太钢集团持有中国最大的镍生产企业金川集团有限公司5.9%的股权；在此基础上太钢集团还积极开展工作，加强与国际最大的镍资源生产供应商加拿大Inco公司、古巴镍业的联系，以进一步保障镍的供应。2010年，投资4亿多美元，与中国有色集团共同建设缅甸达贡山镍矿项目，2011年3月27日，矿山系统正式投产，冶炼系统正在建设。项目投产后，每年可供高品位镍铁8.5万吨。同时为了降低镍价的大幅波动给公司带来的负面影响，公司加强了镍的库存控制，镍库存基本维持在10天左右，同时公司对所有供应商滞后1个月进行结算。

铬，2009年，公司出资2亿多美元收购了土耳其CRV公司50%的股权，成为山西省最大的海外投资项目，项目扩建完成后，每年可获取100万吨铬矿。2010年，投资13亿元，与山西晋中万邦公司合作建设年产30万吨的世界先进、亚洲最大的铬铁生产线，2013年建成后，可将土耳其铬矿转化为炼钢用高碳铬铁，基本满足公司对铬铁原料的需求。铬资源项目的实施，对于打造具有国际竞争力的铬资源产业链，提高中国不锈钢产业的国际竞争力具有重要意义。

在不锈废钢采购价格合理的情况下，公司还会加大其替代纯镍的力度，以达到最优的成本控制。公司还开发出用镍铁代替纯镍的工艺，这种工艺既可以保证镍的纯度，又可以减少炼钢过程中废钢的添加量，在不影响产品质量的情况下充分减轻了镍价大幅波动的压力。

图表 18 LME 镍现货价与太钢 304/2B（规格 1.0）价格走势对比



3.4 拥有国家及技术中心，新产品的应用处于行业领先地位

多年来，太钢不锈投入巨资进行新产品和新技术的研发工作。公司技术中心在全国729家国家认定企业技术中心中位列第二位，冶金行业排名第一位。公司被认定为全国首批55家“国家技术创新示范企业”之一，成为唯一入选的冶金企业。太钢不锈通过国家高新技术企业复评审，再次被认定为高新技术企业。持续的高水平的创新能力引领公司度过行业低谷，走向高端制造业的前端。

坚持自主创新，新产品开发不断取得突破。

企业自身的不断创新使企业拥有了以不锈钢制造为主的700多项核心技术，其中近100项核心技术具有国际水平，这些产品的推出大大提升了公司在国内外、国际市场中的地位。

表格 2 近期太钢不锈新产品开发应用简况

新品开发	
太钢高等级管线钢将用于壳牌项目	2012/12/4
太钢抗菌不锈钢走进井冈山	2012/12/3
太钢铁素体不锈钢冷轧钢板和钢带荣获“特优质量奖”	2012/11/29
太钢成功开发出混凝土泵车输送管用钢	2012/11/14
太钢加气板材成功打入市场	2012/11/2
太钢通过 ASME 核电认证例行检查现场审核	2012/10/22
太钢不锈钢管材填补国内空白	2012/9/26
太钢热轧结构钢获欧盟建筑市场“准入证”	2012/9/24
太钢 TA 产品亮相市场	2012/9/13
太钢再次中标国内重大水电项目	2012/9/11
太钢成功中标中石油项目	2012/9/7
太钢铁路客车用不锈钢成功打入重庆轨道交通龙头企业	2012/8/31
太钢超低温用关键材料研发取得新突破	2012/8/30
太钢临氢容器板成功打入国际市场	2012/8/8
太钢不锈钢复合板获全球最大织造企业认可	2012/7/19
太钢超（超）临界电站锅炉用耐热不锈钢管准入市场	2012/6/20
太钢不锈钢钢管公司成功开发 C 型钢	2012/6/7

数据来源：太钢集团网站

新产品的不断上市提升公司市场竞争力

公司新型、技术含量高的产品不断面世，并为公司带来持续增长的利润。

9月份，公司控股92.86%的太钢精密带钢公司的产品用于iphone5项目，并批量供货，之前在国内生产的该智能手机相关配件均使用进口产品；

2012年9月，科技部宣布，太钢不锈承担的“高速列车用不锈钢车厢板”课题取得重要进展，于2012年7月14日顺利通过验收，公司已建成两条年产1万吨的专业化生产示范线，打破了国外在不锈钢车厢板行业的垄断，实现了该产品的国产化。根据发达国家的经验，

高速列车车厢60%有不锈钢制成。随着我国高速列车、地铁等轨道交通的快速发展，不锈钢车厢板有广阔的发展前景。

近日，太钢生产的1万多吨高等级管线热轧卷板L485MB，经国内某钢管公司制成螺旋焊管，已装船发运荷兰，将在壳牌项目中投用。这也是中国高等级管线钢螺旋焊管首次成功出口欧洲。该批L485MB螺旋焊管，厚度最大达到17.87mm，不仅对力学性能要求严格，还要满足零下20℃落锤性能等指标，比国内管线产品技术要求高、质量保证难度大。为圆满完成供货壳牌石油管线钢的任务，太钢上下凝心合力、攻坚克难，通过分批试制、采取风险控制管理等措施，在较短的时间内得到用户的试制认可。

表格 3 新产品开发及市场营销情况

品种(规格)	主要应用领域	销量同比(%)	市场占有率(%)
400 系列不锈钢	石油化工、汽车、机械设备、零配件冲压、医疗器械、建筑装饰、厨房设备、电子、钟表、通讯、太阳能、航空航天等	8.30	45
双相不锈钢	石油、化工、水利、真空制盐、烟气脱硫、化学品船制造等	55.30	67
耐热不锈钢	化工、冶金加热炉、电站锅炉、节能环保设备等	48.30	83
宽度≥1500mm 不锈钢冷板	铁路、汽车、桥梁、集装箱、环保设备、核电、造船、石油、化工等	28.2	80
资源节约型高性能超纯铁素体不锈钢	电力、食品加工、家电、制品、车辆部件、高压容器、环行加热炉、流化床锅炉等	12.30	70

资料来源：集团公司网站

截止目前，太钢不锈大力开发的高附加值、高技术含量产品中，铁路行业用钢、双相钢、耐热钢、造币钢、车轴钢、纯铁、9%Ni钢等21个品种国内市场占有率为第一。

3.5 产业链整合效益渐显

多年来，公司致力于产业链的整合，目前已初步见效，预计未来几年可为公司提供增值收益。

向上游延伸：

2008年投资建设的袁家村铁矿项目已进入试生产阶段，预计2013年可证实为公司供货。2011年10月18日，山西太钢鑫磊资源有限公司成立暨石灰项目开工仪式隆重举行。该项目将建设两座日产1000吨活性石灰回转窑及与之配套的石灰石矿山。即将投产的这一项目连同复合材料厂600吨/日轻烧白云石回转窑项目，将成为太钢重要的辅料基地。与此同时，与省内大型煤炭企业共同投资的多个煤炭资源开发项目也取得重要进展。

2011年3月，太钢与山西晋中万邦工贸有限公司共同成立太钢万邦炉料有限公司，着手打造年产30万吨高碳铬铁项目，太钢将形成从铬矿生产、铬铁冶炼到不锈钢生产上下游完

整产业链。

“资源为王”，太钢破解了“瓶颈”，建立了“粮仓”，安全、稳定的资源供应正在成为太钢的独特竞争力。

向下游延伸：

“作为钢铁行业，做强做精主业就是转型发展的应有之义，做强做精是钢铁企业最重要的转型。”李晓波这样说。

如上所述，公司在不锈钢下游产品应用领域进行高精尖的开发利用，最先进的精密带钢应用于iphone5电子产品系列，高速列车的车厢用钢板等产品已成功应用。

同时，不锈钢市场的白热化竞争凸显着400系不锈钢的巨大作用，近年来，太钢形成了品种和规格齐全的超纯铁素体不锈钢系列产品。为了巩固和扩大400系不锈钢高端市场上的领先地位，太钢将眼光放在了制约400系不锈钢生产的瓶颈上。2250mm热轧生产线罩式炉改造工程应运而生。目前，太钢400系不锈钢的退火能力进一步提升，生产能力得到极大解放。

在建材装饰市场，一种叫镜面板或BA板的钢板备受高端人士青睐。太钢投资11亿元，建成了目前世界上产能最大、轧机运行速度最快、产品规格最宽、档次最高、代表当今世界不锈钢生产的最高水平的不锈钢光亮板生产线，形成了新的竞争力和新的效益增长点显示了公司在不锈钢领域的雄厚实力。

9月14日，公司与西马克集团高速铁路用钢技术改造项目正式签约，此举将进一步巩固公司在铁路用钢国内市场占有率第一的地位。

明年9月投运的不锈钢冷连轧项目，获得了2亿元中央最大预算内资金支持，该项目将有效提高太钢的生产效率和产品质量，可生产包括高速重载铁路车厢用钢、汽车排气管用钢、集装箱用钢、造币钢、超纯铁素体不锈钢等高技术含量、高附加值的产品，部分产品还可替代进口，更好地满足国民经济的发展要求。

2011年10月8日，投资10.8亿元的太钢大明金属制品有限公司加工中心落户太钢；2011年11月3日，太钢与宝鸡钛业股份有限公司强强联合，在不到一年时间内就结出硕果，2012年9月13日，国内第一卷宽幅纯镍板在太钢问世；2012年9月29日，太钢高端碳纤维项目开工奠基仪式举行。项目竣工后，将填补国内高端碳纤维的生产空白。

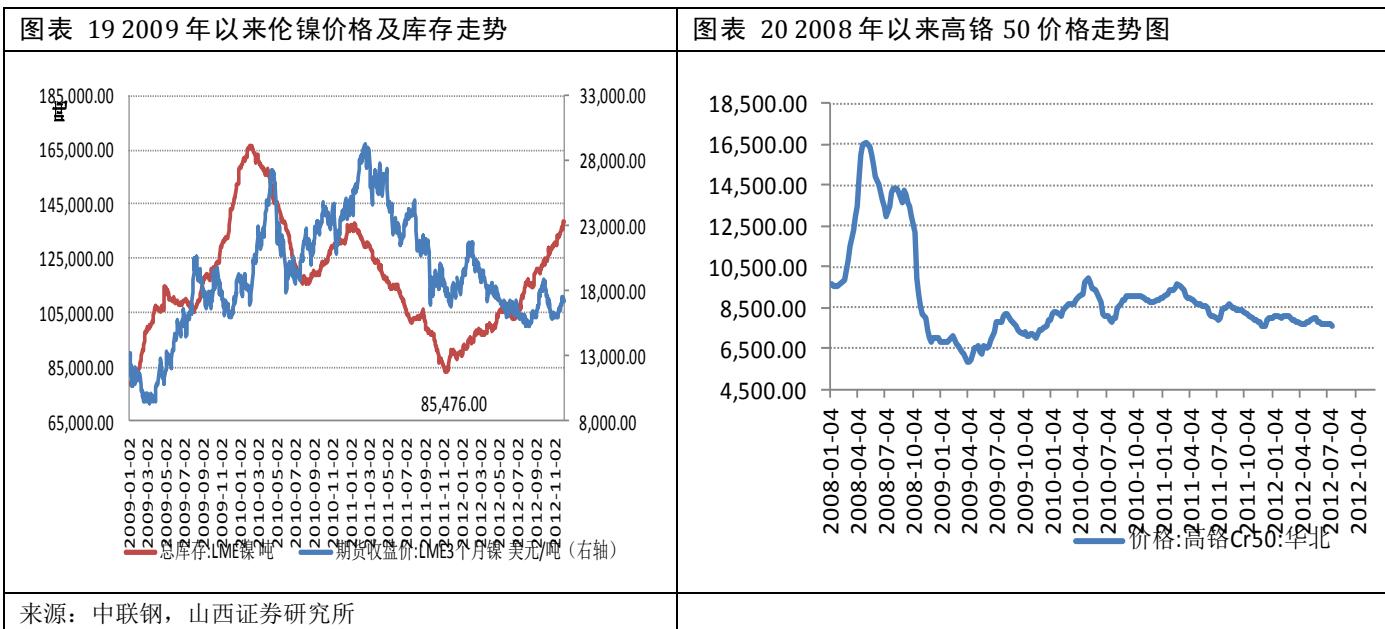
太钢的转型得益于在专业领域得技术开发和衍生发展。到“十二五”末，太钢高端特色产品占比要提高到90%以上，所有常规产品全部退出产品目录，成为国内极具特色的精品钢铁基地。

4. 目前钢材价格处于低位，未来上涨的可能性较大

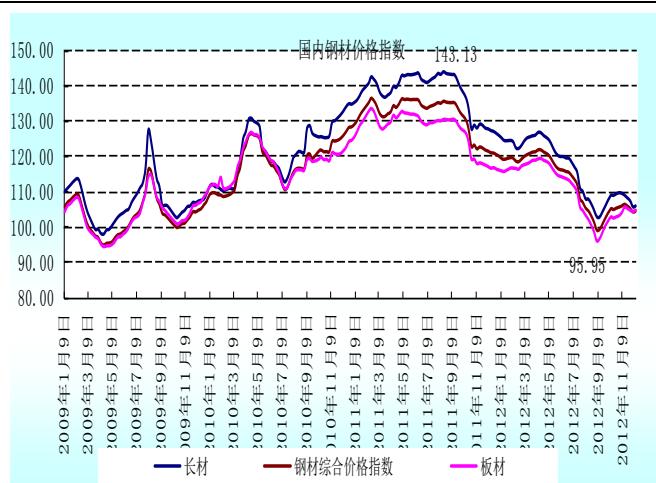
2011 年工信部发布的《钢铁工业“十二五”发展规划》提出，重点支持优势大型钢铁

企业开展跨地区、跨所有制兼并重组，积极支持区域优势钢铁企业兼并重组，大幅减少钢铁企业数量，这给太钢不锈的发展提供了政策方面的有力支持。

近年来，钢铁及其原材料经历了连续几个波段的大幅下跌，目前已处于相对低位。未来随着全球经济的缓慢复苏，钢铁价格从底部升高的可能性增大。特别是不锈钢，其成本构成的主要成分镍、铬价格也在低位，为改善不锈钢的利润提供了较大空间。

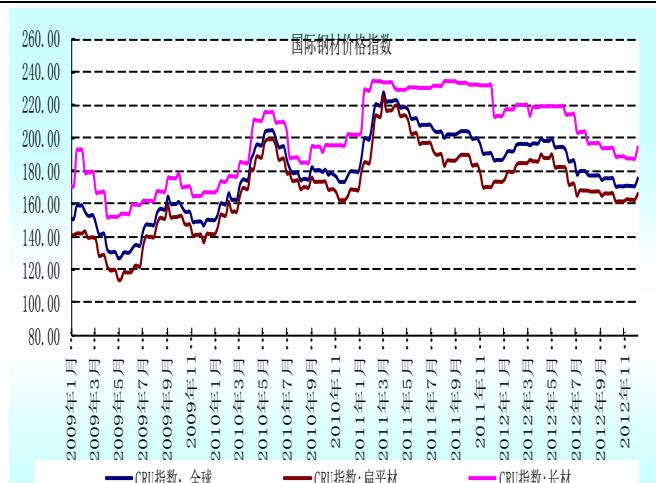


图表 22 国内钢材综合价格指数图



来源：wind 资讯，山西证券研究所

图表 23 国际钢材综合价格指数

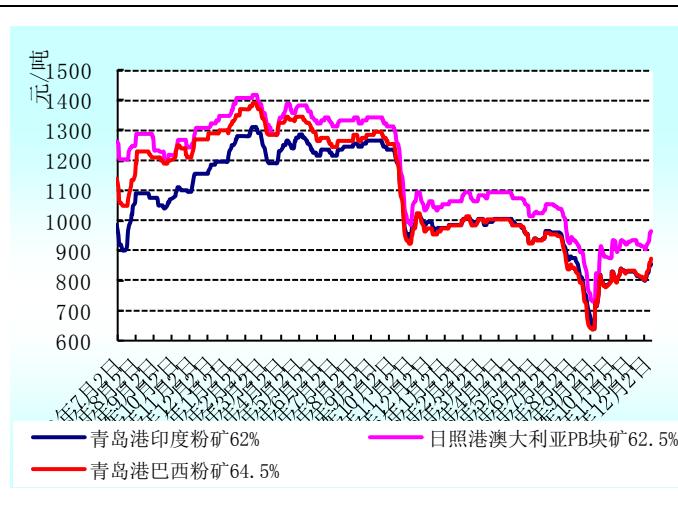


有色金属镍、铬：有色金属镍、铬是影响不锈钢价格的主要因素。经过2007年的暴涨和2008年的暴跌，2009年出现恢复性上涨，之后随着其他大宗商品的回落而回落，目前价格处于低位。在低迷的宏观经济背景下，这种低价走势将持续。如图所示。

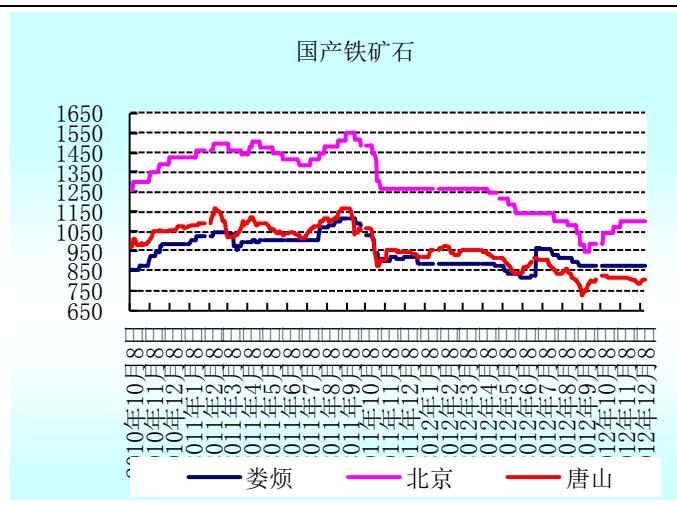
铁矿石价格将在相对低位运行。受需求增加和供应垄断的共同影响，铁矿石价格多年来一直处于上升通道，进口长协价在2009年回调40%左右。2010年供应商废除了执行了40多年的年度协议价，改为季度定价模式。2011年第二季度铁矿石价格达到历史新高。之后由于中国钢企的减产、欧债危机等导致铁矿石需求预期减弱，铁矿石价格逐步回调。目前港口铁矿石现货货（63.5%印粉）价格已经跌至120美元/吨。

可以预计，由于钢材市场的走软，铁矿石价格短期还将进一步下跌，但由于供应的垄断效应，回落时间和回调幅度可能有限。

图表 24 进口铁矿石现货价格走势图



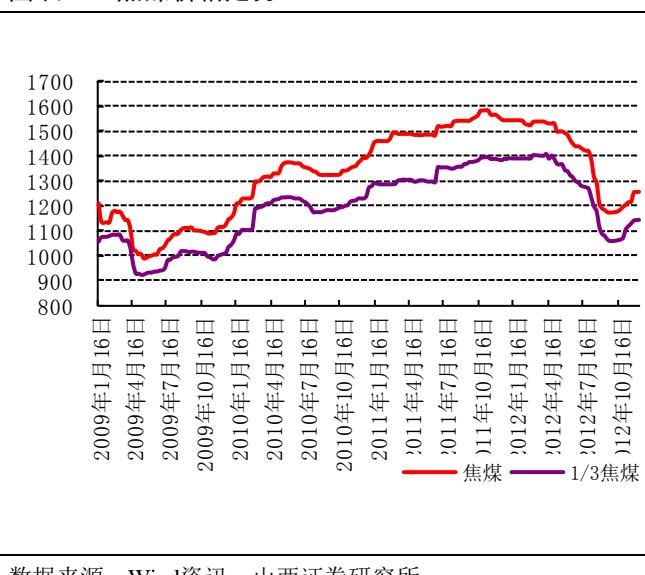
图表 25 国产铁矿石现货价格走势图



数据来源：wind资讯，山西证券研究所

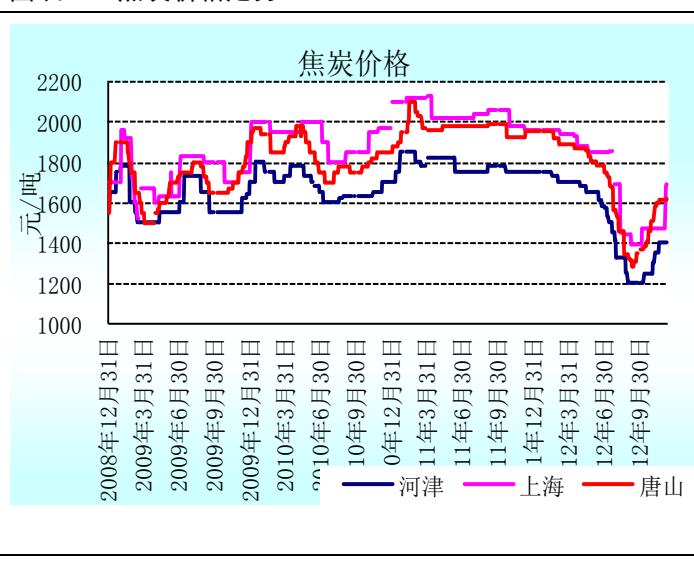
焦炭价格将弱势调整。 2009以来，焦煤与焦炭的价格就一直处于相对合理的水平下平稳运行（如图所示）。由于供需基本平衡，未来仍将保持这种弱平衡格局。

图表 26 焦煤价格走势



数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

图表 27 焦炭价格走势



数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

4、盈利预测与股票评级

4.1 基本假设

假设一：宏观经济环境继续适度回落；

假设二：我国结构调整继续进行，城镇化建设稳步推进；

假设三：公司生产正常，市场销售良好。

4.2 盈利预测结论

根据上述设定，结合2012年市场实际，我们适度调低2012年度盈利预期，预计公司2012、2013年的营业收入980亿元、1009亿元，分别实现归属于上市公司股东的净利润5.25亿元、10.76亿元。每股收益0.09元、0.19元。



表格 4 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	23126.12	25005.03	24719.43	26207.78	营业收入	96220.26	97962.10	100900.96	108973.04
现金	3883.06	4228.20	4055.63	4141.92	营业成本	87975.87	91170.05	93205.70	100662.15
应收账款	1067.79	1352.45	1326.56	1382.15	营业税金及附加	191.61	195.07	200.93	217.00
其它应收款	93.44	88.55	75.58	100.65	营业费用	1236.42	1397.10	1394.37	1486.78
预付账款	2490.31	2055.76	2273.03	2164.39	管理费用	3552.63	3577.84	3620.84	3971.33
存货	13448.63	15557.10	15304.37	16364.49	财务费用	1061.79	278.90	479.25	489.02
其他	2142.90	1722.98	1684.26	2054.17	资产减值损失	383.48	708.28	696.11	658.00
非流动资产	42686.29	40142.57	37652.41	36821.42	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	330.50	195.91	-33.74	-386.53	投资净收益	-13.06	-11.92	-8.12	-11.03
固定资产	34818.51	33216.78	31608.35	31414.58	营业利润	1805.40	622.93	1295.66	1477.73
无形资产	389.87	372.90	359.79	365.66	营业外收入	66.58	68.55	61.39	65.51
其他	7147.42	6356.99	5718.01	5427.71	营业外支出	59.85	54.57	51.38	55.27
资产总计	65812.42	65147.60	62371.84	63029.19	利润总额	1812.13	636.91	1305.67	1487.96
流动负债	23017.69	21601.83	22682.86	27010.45	所得税	22.72	95.54	195.85	223.19
短期借款	3362.46	7159.84	8415.69	12502.12	净利润	1789.41	541.37	1109.82	1264.77
应付账款	5918.30	5665.07	5731.71	5771.70	少数股东损益	-15.68	16.24	33.29	37.94
其他	13736.94	8776.91	8535.46	8736.63	归属母公司净利润	1805.09	525.13	1076.52	1226.83
非流动负债	17736.47	18230.96	13739.04	9247.07	EBITDA	7239.03	5273.11	6283.81	6933.19
长期借款	17471.04	17976.83	13482.62	8988.42	EPS (元)	0.32	0.09	0.19	0.22
其他	265.43	254.13	256.41	258.66					
负债合计	40754.16	39832.79	36421.90	36257.52					
少数股东权益	1754.09	1770.33	1803.63	1841.57					
归属母公司股东权益	23304.16	23544.48	24146.32	24930.10					
负债和股东权益	65812.42	65147.60	62371.84	63029.19					
现金流量表					主要财务比率				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5884.03	2755.94	5670.96	5176.35	成长能力				
净利润	1789.41	541.37	1109.82	1264.77	营业收入	10.35%	1.81%	3.00%	8.00%
折旧摊销	4197.29	3861.74	4119.98	4572.69	营业利润	24.68%	-65.50%	107.99%	14.05%
财务费用	1061.79	278.90	479.25	489.02	归属母公司净利润	31.54%	-70.91%	105.00%	13.96%
投资损失	13.06	11.92	8.12	11.03	获利能力				
营运资金变动	-711.73	-1907.61	-61.79	-1160.90	毛利率	8.57%	6.93%	7.63%	7.63%
其它	-465.79	-30.39	15.59	-0.26	净利率	1.86%	0.55%	1.10%	1.16%
投资活动现金流	-2871.27	-1299.56	-1653.53	-3752.47	ROE	7.52%	2.08%	4.20%	4.65%
资本支出	1582.00	-2428.43	-2247.17	-480.66	ROIC	5.59%	2.25%	3.62%	3.92%
长期投资	-669.70	-134.38	-229.69	-352.83	偿债能力				
其他	-1958.97	-3862.37	-4130.39	-4585.97	资产负债率	61.92%	61.14%	58.39%	57.52%
筹资活动现金流	-3683.70	-3166.67	-6316.84	-4988.54	净负债比率	120.39%	117.05%	101.71%	97.06%
短期借款	-3483.91	1741.96	-870.98	435.49	流动比率	1.00	1.16	1.09	0.97
长期借款	-1818.48	505.79	-4494.21	-4494.21	速动比率	0.42	0.44	0.42	0.36
其他	1618.69	-5414.41	-951.65	-929.82	营运能力				
现金净增加额	-670.94	-1710.29	-2299.40	-3564.66	总资产周转率	1.49	1.50	1.58	1.74
					应收账款周转率	0.01	0.01	0.01	0.01
					应付帐款周转率	5918.30	5665.07	5731.71	5771.70
					每股指标(元)				
					每股收益	0.32	0.09	0.19	0.22
					每股经营现金	1.03	0.48	1.00	0.91
					每股净资产	4.40	4.44	4.56	4.70
					估值比率				
					P/E	10.44	36.23	17.67	15.51
					P/B	0.77	0.81	0.79	0.76

EV/EBITDA

3.61

8.81

6.91

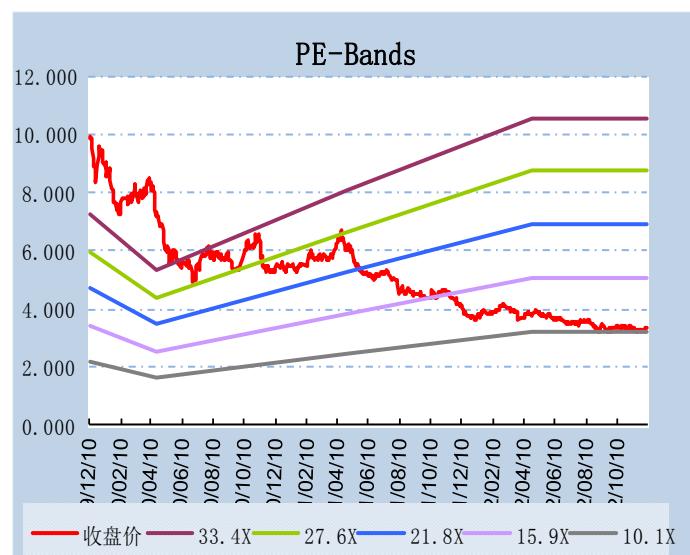
6.20

数据来源：山西证券研究所

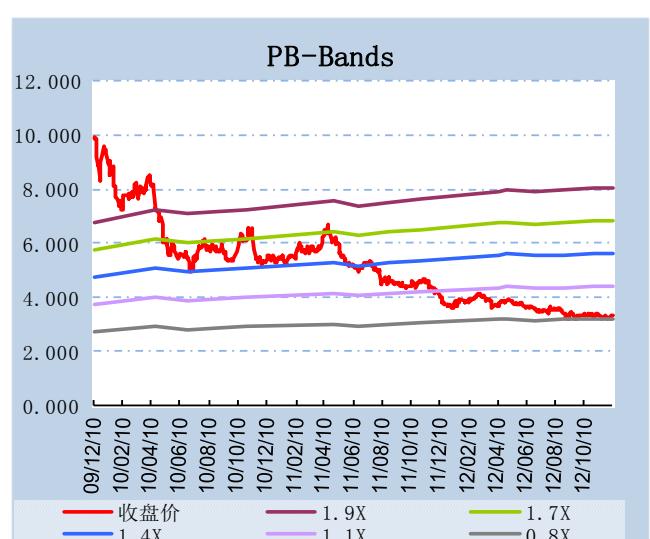
4.3 行业比较与股票评级

根据公司发展潜力及盈利预测，公司股价已经长期大幅跌破净资产，存在超跌反弹的动力。待市场企稳向上，该股票或可率先走出一波上涨行情。投资者可以逢低吸纳，持股待涨。给出“买入”评级。

图表 28 太钢不锈近三年来的 PE 走势图



图表 29 太钢不锈近 3 年来的 PB 走势图



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。