

**2010年4月27日**

李晓璐

C0049@capital.com.tw

目标价(元)

6.62

**公司基本信息**

产业别	钢铁		
A股价 (10/04/27)	6.87		
深圳成份指数(10/04/27)	11355.37		
股价 12 个月高/低	12.86 / 5.57		
总发行股数 (百万)	5696.25		
A股数 (百万)	2288.51		
A市值 (亿元)	163.86		
主要股东	太原钢铁集团		
每股净值 (元)	3.75		
股价/账面净值	2.27		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-9.14	-7.01	21.36

**近期评等**

出刊日期 前日收盘 评等

**产品组合**

不锈钢材	39.10%
普通钢材	28.34%
其它	28.26%
普通钢坯	4.30%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	10.30%
一般法人	4.46%
社保基金	0.82%

**股价相对大盘走势**

**太钢不锈(000825.SZ)**
**Neutral 中性**
**政策压制需求的可能性加大**
**结论与建议:**

预计 2010 年和 2011 年公司净利润分别为 10.61 亿和 12.08 亿元，同比增长 19% 和 14%。EPS 分别为 0.186 元和 0.212 元，对应动态 P/E 为 38 倍和 34 倍。不锈钢价格由于当前负面政策可能压制未来钢材需求而走弱的可能性加大。分季来看，预计的情况是 2、3 季度价格下跌，4 季度钢价触底。因此预计 2010 年后三个季度盈利将低于一季度，故给予“中性”评级。

- 2009 年盈利超 9 亿元：公司 2009 年实现营业收入 718.28 亿元，同比下降 13.53%；实现利润总额 9.55 亿元，同比下降 13.99%；归属于上市公司股东的净利润为 9.06 亿元，同比下降 26.25%。2009 年 EPS 为 0.159 元。2009 年公司拟每 10 股派送现金红利 1.0 元（含税）。2009 年扭亏为盈是受益于普通冷轧产品价格大幅提高以及 400 系不锈钢比重提高。
- 2009 年钢铁产品毛利率 9.08%，同比下降 1.16%。分品种看，不锈钢毛利率为 8.61%，排名第二，低于毛利率最高的普通钢材接近 9 个百分点。
- 2009 年公司不锈钢产量居全球第一。全年产铁 817.69 万吨，同比增长 5.48%；产钢 945.61 万吨，同比增长 2.76%，其中不锈钢 247.97 万吨；产坯材 912.17 万吨，其中不锈钢坯材 223.40 万吨。
- 2010 年首季盈利超近 5 亿，环比下滑五成：2010 年一季度，实现营业收入 205.76 亿元，同比增长 65.48%，环比下降 8%；实现利润总额 5 亿元，同比增长 170.58%；归属于上市公司股东的净利润为 4.43 亿元，同比增长 162.04%，环比下降 49%。EPS 为 0.078 元。利润环比大幅下滑主要源于镍价连续走高，利润空间缩小。
- 预计公司盈利受到成本上升和钢价下跌被挤压。预计的情况是 2、3 季度价格下跌，4 季度钢价小幅反弹。2011 年很可能出现前低后高的情形。随着公司 400 系不锈钢的比重上升对高价镍依赖继续减少，以及 150 万吨不锈钢新线产量的释放，预计 2011 年公司盈利略优于 2010 年。因此，预计 2010 年和 2011 年公司净利润分别为 10.61 亿和 12.08 亿元，同比增长 19% 和 14%。EPS 分别为 0.186 元和 0.212 元。给予“中性”评级。

**.....接续下页.....**

年度截止 12 月 31 日		2005	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	831	2537	4362	1213	895	1061	1208
同比增减	%	-17.63	205.37	71.98	-72.19	-26.21	18.61	13.8
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.601	0.853	1.228	0.216	0.159	0.186	0.324
同比增减	%	-22.98	41.84	44.00	-82.43	-26.32	17.23	74.04
A 股市盈率(P/E)	X	11.9	8.4	5.8	33.3	45.2	38.5	22.1
股利 (DPS 税前)	RMB 元	0.20	0.20	0.30	0.10	0.10	0.10	0.20
股息率 (Yield)	%	2.79	2.79	4.18	1.39	1.39	1.39	2.79

## 营运分析

**2009年下半年扭亏为盈，全年实现净利润9.06亿元**

公司2009年实现营业收入718.28亿元，同比下降13.53%；实现利润总额9.55亿元，同比下降13.99%；归属于上市公司股东的净利润为9.06亿元，同比下降26.25%。2009年EPS为0.159元，同比下降30.57%。2009年公司拟每10股派送现金红利1.0元（含税）。

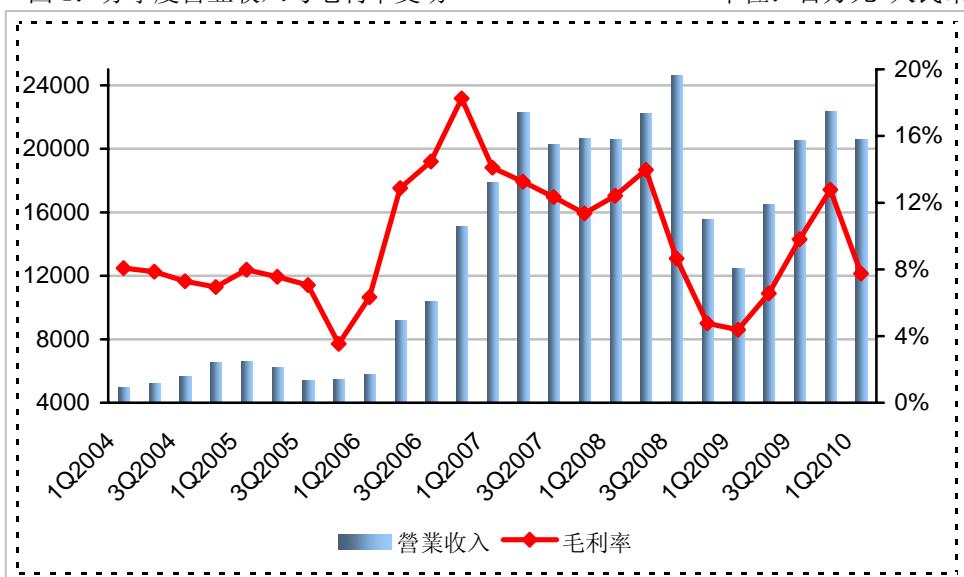
2009年上半年公司严重亏损超7亿元，但最终全年实现净利润超9亿元，最主要的原因是下半年大幅度扭亏为盈。

2009年钢铁产品毛利率9.08%，同比下降1.16%。分品种看，不锈钢材实现营收2.78百万元，同比下降11.26%。不锈钢对营收贡献最大，但毛利率排名第二，为8.61%，低于毛利率最高的普通钢材接近9个百分点。

不锈钢毛利降低主要是由于近几年国内和外资品牌不锈钢产能的增长，使得行业利润趋向平均化所致。

图1：分季度营业收入与毛利率变动

单位：百万元 人民币



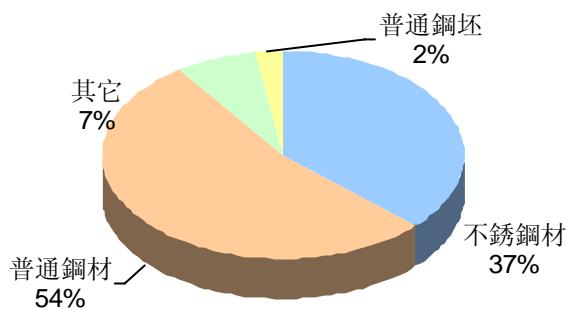
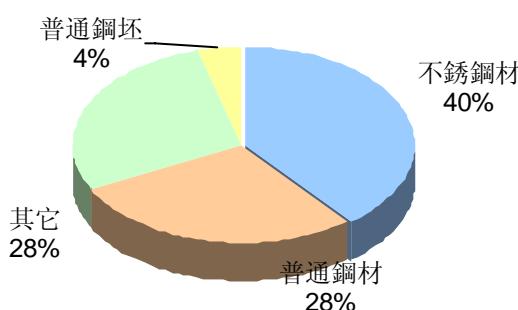
数据来源：上市公司公告，群益证券研究所整理

**冷轧系产品量价齐升以及400系不锈钢比重增加，使下半年利润暴增**

2009年公司大幅扭亏主要受益于普通冷轧产品价格大幅度提高，以及400系不锈钢产品比重提高减少对高价镍的依赖。

从公司了解到，近几年公司加大了产品研发力度，根据市场需求不断提高不锈钢产质量。为了应对镍价的大幅度上涨所带大的巨大负面冲击，提高了400系不锈钢的比重。2009年400系不锈钢比重达到了40%，今后该比重将继续提高。

此外，冷轧系产品对盈利贡献度提升，主要受益于09年汽车、家电行业的快速复苏。今明两年冷轧系产品和不锈钢产品将继续成为公司的主要盈利增长点。

**圖2: 2009年分產品對冶金利潤收入的貢獻**

**圖3: 2009年分產品對冶金營業收入的貢獻**


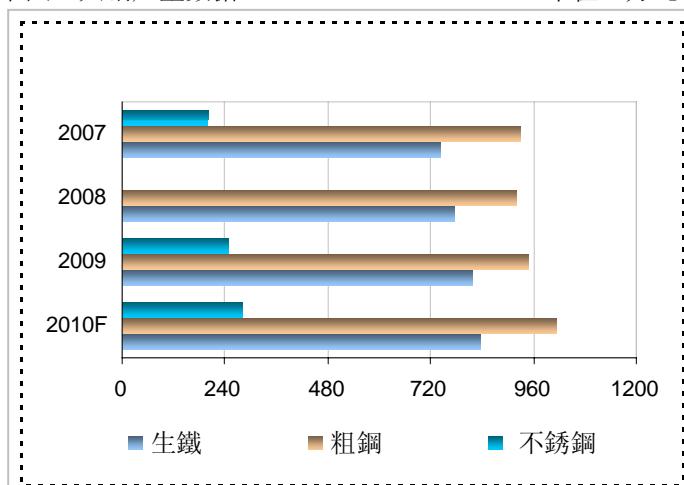
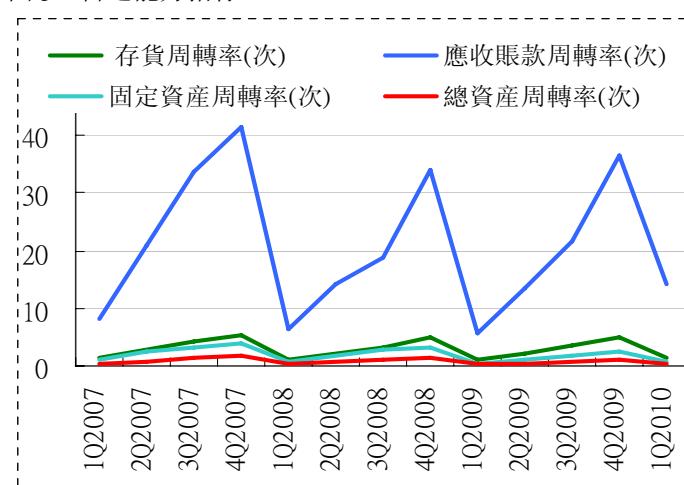
数据来源: Wind 信息, 群益证券研究所整理

**2010 年首季盈利 4.43 亿元, 同比增长 162.04%, 环比下降 49%。**

环比来看, 一季度营收和净利润均出现下降, 其中净利润下降近 5 成。2010 年一季度各钢材品种价格继续回升, 但受到春节影响, 公司产量环比下降, 造成营收环比下降。此外镍价连续走高使得公司 2010 年首季吨钢成本明显高于 2009 年 4 季度, 直接导致了净利润环比出现大幅度下滑近 5 成。而同比出现了巨幅增长则是因为 2009 年一季度亏损 7.14 亿元。

**图 4: 太钢产量数据 (2007-2010F)**

单位: 万吨


**图 5: 营运能力指标**


数据来源: 上市公司公告, 群益证券研究所整理

### 盈利预测

**铁水成本低和不锈钢产品优势有利于保障公司长期盈利增长**

公司的竞争优势主要集中在铁水成本低, 不锈钢市场占有率高, 不锈钢质量好, 以及多年的不锈钢技术研发优势。

就 2010 年来看, 由于股份公司拥有较丰富的自产铁矿石, 在 2010 年铁矿石长协矿大幅度提价的背景下, 仍可保持极低的吨钢冶炼成本。太原钢铁集团供应股份公司约 50% 铁矿石, 并给予不低于 15% 的价格优惠。长期来看, 2010 年 4 月开工建设的袁家村铁矿 (预计年产铁精粉 750 万吨), 预计 2 年后投产达产, 将进一步扩

大公司的铁水成本优势。

2009 年公司不锈钢产量居全球第一。公司新建 150 万吨不锈钢冷轧工程已经竣工，2010 年产能将缓慢释放，预计年内新增不锈钢产量 30-40 万吨。有利于进一步巩固不锈钢市场的份额。

2010 年的经营目标是：产生铁 836 万吨，同比增长 2.24%；产钢 1012 万吨，同比增长 7.02%；其中不锈钢 280 万吨，同比增长 13%；产坯材 1007 万吨，其中不锈钢 259 万吨；营业收入 800 亿元，同比增长 0.6%。

未来 400 系不锈钢比重提高能有效减少对高价镍的依赖。公司为了规避镍价大幅提价的风险，在成本控制方面取得了一些进展，着重表现在是加大了 400 系不锈钢的产量比重和分析后市提前准备原材料库存。从公司了解到，2009 年 400 系不锈钢比重达到了 40%，2010 年该比重将继续提高。

### **风险主要来自钢价下跌和镍价回落幅度不同步**

由于最新一次房地产新政对于房地产的打压力度空前，预计对未来全社会固定资产投资增速将带来很大的负面影响。假如固定资产投资出现明显回落，将使得钢铁行业下游用钢需求减少，进而使得钢价回落。

2010 年长协矿价格上涨明确，因此公司年内 2-4 季度铁水成本上升明确。尽管占不锈钢成本 60% 左右的镍价极有可能随着国内不锈钢价格回落也出现下跌。但考虑到镍价成本占不锈钢成本很大，镍价需同步大幅回落才能对冲不锈钢钢价下跌。加上如果钢价持续回落也会使得市场成交量下降进而减少钢厂的产量。综合来看，公司盈利受到成本上升和钢价下跌被挤压，预计的情况是 2、3 季度价格下跌，4 季度钢价有望触底。

预计 2011 年钢价走势与 2010 年相反，很可能出现前低后高的情形。随着公司 400 系不锈钢的比重上升，以及 150 万吨不锈钢新线产量的释放，预计 2011 年公司盈利略优于 2010 年。

鉴于上述原因，我们预计 2010 年和 2011 年公司净利润分别为 10.61 亿和 12.08 亿元，同比增长 19% 和 14%。EPS 分别为 0.186 元和 0.212 元，对应动态 P/E 为 38 倍和 34 倍。

图 6: LME3 个月镍期货收盘价 (1987-2010) 单位:美元/吨



图 7: 1#镍现货均价变动 (2007.1-2010.4)



数据来源: Wind 信息，群益证券研究所整理

**预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:**

 强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

 中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

 卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\% =$ ; 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ ))

**附一: 合并损益表**

百万元	2005	2006	2007	2008	2009	2010F
营业额	23751	40453	81055	82961	74823	79492
经营成本	22175	34644	70732	74427	65332	73302
主营业务利润	1079	3405	5276	1077	929	1228
销售费用	208	469	1251	1298	1120	1146
管理费用	205	1313	2315	2857	2761	2294
财务费用	53	385	1146	1727	965	1517
营业利润	1079	3405	5276	1077	929	1228
税前利润	1061	3376	5287	1103	955	1202
所得税	230	839	925	-111	60	123
少数股东权益	54	83	115	-16	-11	17
净利润	777	2446	4249	1229	906	1062

**附二: 合并资产负债表**

百万元	2005	2006	2007	2008	2009	2010F
货币资金	1202	2696	3970	3337	8242	9231
存货净额	3256	9622	17513	13385	12409	12657
应收帐款净额	639	1911	2087	2807	1134	907
流动资产合计	6642	17017	28204	28704	21396	19256
长期投资净额	0	0	0	686	860	963
固定资产合计	5152	23757	29457	28791	32845	36786
无形资产及其它资产合计	49	48	156	314	320	358
资产总计	11844	40823	57661	65117	61548	68934
流动负债合计	4775	17660	28161	28455	21357	17086
长期负债合计	1143	9278	11844	15377	18460	20675
负债合计	5918	26938	40005	43832	39817	37761
少数股东权益	520	603	678	757	819	737
股东权益合计	5406	13282	16493	21285	21730	31173
负债和股东权益总计	11844	40823	56498	65117	61548	68934

**附三: 合并现金流量表**

百万元	2005	2006	2007	2008	2009	2010F
经营活动产生的现金流量净额	942	2003	2674	3531	3667	2996
投资活动产生的现金流量净额	-1250	-5819	-8948	-6401	-5368	-4831
筹资活动产生的现金流量净额	-217	5316	7563	7211	-3180	5489
现金及现金等价物净增加额	-526	1495	1272	4271	-4904	2560

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券@持意见或立场, 或会买入, 出售或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

## 群益大中华产业研究团队

### 台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
<b>总经及市场策略处</b>		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
<b>产业研究一处</b>		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霓	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯瑄	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
<b>产业研究二处</b>		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安控
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang@capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
<b>产业研究三处</b>		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹊翎	chelsey_su@capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

### 上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy.lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@e-capital.com.cn	市场
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	WeiQi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Liuhuei@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

### 群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料

