

## 太钢不锈 (000825.SZ) 买入 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 4.47 元

目标价格 (人民币): 7.00 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	56.96
已上市流通 A 股(亿股)	56.96
总市值(亿元)	254.62
年内股价最高最低(元)	5.24/3.11
沪深 300 指数	4929
深证成指	13407



## 宝武入主，打造不锈钢旗舰平台

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	72,946	70,419	65,215	69,490	71,350
营业收入增长率	7.61%	-3.46%	-7.39%	6.56%	2.68%
归母净利润(百万元)	4,977	2,119	1,702	4,008	4,084
归母净利润增长率	7.69%	-57.43%	-19.68%	135.51%	1.90%
摊薄每股收益(元)	0.874	0.372	0.299	0.704	0.717
每股经营性现金流净额	1.62	0.40	1.14	1.67	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.34%	6.63%	5.16%	11.33%	10.80%
P/E	4.74	11.00	14.96	6.35	6.23
P/B	0.77	0.73	0.77	0.72	0.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 2020 年中国宝武联合重组太钢集团，公司实控人变更。新股东目标将太钢打造为中国宝武旗下不锈钢产业一体化运营的旗舰平台、全球最具竞争力的不锈钢全产业链企业。
- “量”增逻辑：产能三年翻两番，有望成为 40% 市占龙头。
  - ✓ 中国宝武官微“子公司领导访谈”刊发太钢集团董事长专访内容，目标到 2023 年末，不锈钢产能将从 450 万吨做到 1500 万吨，主要通过兼并重组、海外布局等方式，谋求全球不锈钢领域头部企业地位。未来解决同业竞争问题，相关资产大概率注入上市公司体内；
  - ✓ 不锈钢行业特点：需求稳定，复合增速达 8%；行业产能利用率不高 70%。但竞争有序，供需相对稳定，特别是集中度高，CR3 近 50%；
  - ✓ 若公司或集团后续达到 1500 万吨产能规模，有望成为国内 40% 市占率龙头企业。
- “利”升逻辑：新型一体化工艺带来的潜在盈利提升。国内以太钢为代表采用传统“三步法”，投资、生产成本高，单吨盈利 300-400 元/吨；以青山为代表采用“新型一体化法”，成本降低至少千元以上。未来公司（或集团）1500 万吨产能中，若新工艺比例提升，单吨盈利能力也将有大幅提升。
- 普钢涨“价”逻辑：控产量政策预期下，钢铁盈利边际改善。公司 700 万吨品种钢，板材为主，研发能力不错，诸如有影响力的手撕钢、笔尖钢、三代核电不锈钢；太钢集团则具备 1300 万吨铁精粉能力，成本 60-70 美元/吨，对应公司铁矿自供率 100%，焦化自供率 50%。普钢部分成本优势，且受益行业盈利边际改善。

## 投资建议&amp;盈利预测

- 预计 20-22 年实现 EPS 为 0.30 元、0.70 元、0.71 元，对应 PE 分别为 15.0 倍、6.4 倍、6.2 倍。21 年盈利大幅回升，主要考虑疫情后不锈钢价格及盈利回升，暂未考虑兼并重组对业绩带来的影响。公司作为不锈钢国内龙头企业，参考可比公司宝钢等估值，给予 21 年 10 倍 PE，对应目标价 7.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 不锈钢价格波动风险、控产量导致产量下降、并购及海外布局不达预期。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
niwenyi@gzq.com.cn

## 内容目录

一、宝武入主，打造不锈钢全产业链旗舰平台 .....	4
1.1 “亿吨宝武”新成员，产能目标三年翻两番 .....	5
二、“量”增：不锈钢行业稳健，有望成为 40%市占龙头 .....	7
2.1 不锈钢行业集中度高，供需稳定 .....	7
2.2 未来 50%市占率的不锈钢龙头 .....	10
三、“利”升：新型一体化工艺带来的潜在盈利提升 .....	11
四、普钢受益行业盈利边际改善 .....	14
4.1 2021 年钢铁行业盈利边际改善 .....	14
4.2 公司品种钢产品有望显著受益 .....	15
五、盈利预测&投资建议 .....	16
六、风险提示 .....	17

## 图表目录

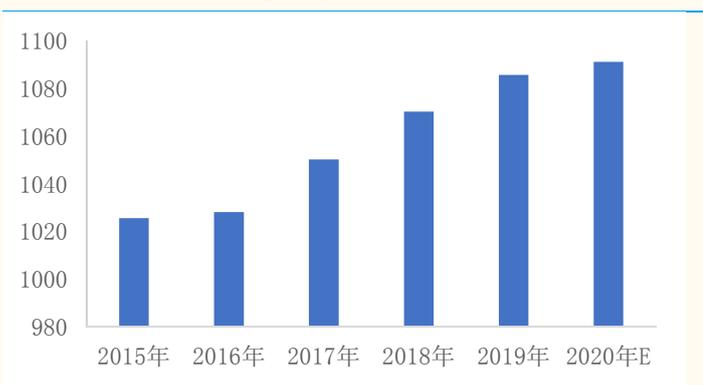
图表 1：公司粗钢产量连续多年保持小幅增长（万吨） .....	4
图表 2：公司不锈钢产量维持稳定（万吨） .....	4
图表 3：公司营业收入占比结构 .....	4
图表 4：公司毛利占比结构 .....	4
图表 5：公司近年主营产品毛利率情况 .....	5
图表 6：中国宝武联合重组太钢集团进程 .....	5
图表 7：并入宝武后公司股权结构 .....	6
图表 8：太钢集团“十四五”目标 .....	6
图表 9：宝武系不锈钢产能梳理 .....	7
图表 10：200 系、300 系与 400 系主要性能比较 .....	7
图表 11：国内不锈钢各系近年产量统计（万吨） .....	8
图表 12：200 系、300 系、400 系产量占比 .....	8
图表 13：不锈钢下游消费需求占比 .....	8
图表 14：不锈钢下游具体应用 .....	8
图表 15：国内不锈钢产量统计 .....	9
图表 16：我国近年不锈钢表观消费量情况 .....	9
图表 17：全球不锈钢产量统计 .....	9
图表 18：全球各主要地区不锈钢产量占比 .....	9
图表 19：太钢集团“十四五”目标 .....	10
图表 20：不锈钢新增产能统计 .....	10
<b>图表 21：公司不锈钢品种拆分 .....</b>	<b>11</b>
图表 22：太钢（或集团）潜在市占率 .....	11
图表 23：二步法流程图 .....	11
图表 24：二步法、三步法工艺对比 .....	12

图表 25: 太钢不锈钢生产工艺流程.....	12
图表 26: 新型一体化法流程图.....	13
图表 27: 新型一体化法流程图.....	13
图表 28: 公司不锈钢冶炼车间概述.....	13
图表 29: 钢铁供需平衡表.....	14
图表 30: 2021 年度钢价、盈利预测.....	14
图表 31: 普钢分类及主要用途.....	15
图表 32: 公司控股股东太钢集团具备三个铁矿具体信息.....	16
图表 33: 公司控股股东太钢集团下属涉及煤炭、镍、铬的子公司.....	16
图表 34: 盈利预测.....	16
图表 35: 可比公司比较.....	17
图表 36: 不锈钢期货结算价 (元/吨) .....	18

## 一、宝武入主，打造不锈钢全产业链旗舰平台

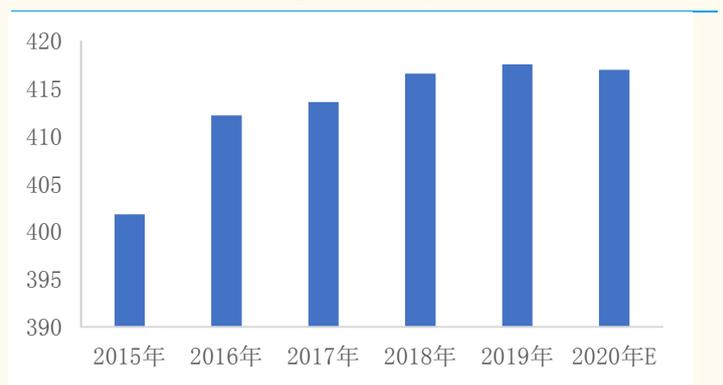
- **主业不锈钢+普钢双轮驱动。**太钢不锈是太钢集团在 1998 年重组不锈钢经营性资产后募集设立的股份有限公司，原大股东为山西国资委，为地方国企。
  - ✓ 公司现有业务为不锈钢和普碳钢两部分，不锈钢包含 300 系、400 系产品；普碳钢主要为品种钢为主，包括冷轧硅钢、热卷、火车轮轴钢、高强度汽车大梁钢、合金模具钢、军工钢等。
  - ✓ 公司重点产品批量应用于石油、化工、造船、集装箱、铁路、汽车、城市轻轨、大型电站、“神舟”系列飞船等重点领域和新兴行业；火车钢轮钢、火车车轴钢市场占有率国内第一；软态不锈钢精密箔材（手撕钢）、笔尖钢、高锰高氮不锈钢、第三代核电用挤压不锈钢 C 型钢等产品为我国关键材料的国产化发挥着重要作用。
  - ✓ 目前公司具备年产 1260 万吨钢能力，其中不锈钢产能为 450 万吨，不锈钢中 300 系、400 系产品各占 50% 左右。
- 此外，太钢集团还具有年产 1300 万吨铁精矿粉的生产能力。集团下属的袁家村铁矿储量 12 亿吨，为亚洲规模最大的露天冶金矿山，且成本在 60-70 美元/吨左右，成本较低。另外，集团还有镍、铬、钼、煤炭等资源储备。上市公司的焦化自给率也达到了 50%。公司的资源保障能力较强。

图表 1：公司粗钢产量连续多年保持小幅增长（万吨）



来源：wind、国金证券研究所

图表 2：公司不锈钢产量维持稳定（万吨）

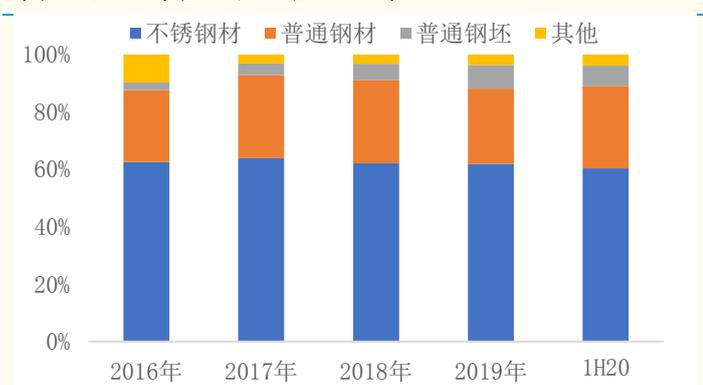


来源：wind、国金证券研究所

### ■ 不锈钢业务收入、利润占比超过 60%。

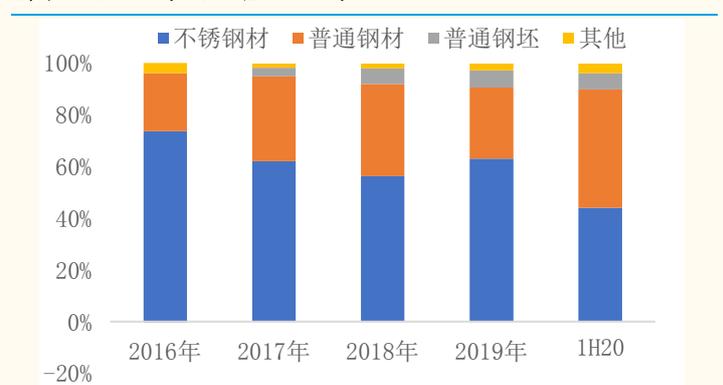
- ✓ 截至 1H20，公司不锈钢营收 198.1 亿元，在总收入中占比 60%；普钢营收 117.6 亿元，在总收入中占比 35% 左右；不锈钢材毛利 15.0 亿元，在总毛利中占比 44%，受到疫情影响，占比有所下降，往年不锈钢毛利占比基本维持在 60% 左右；普钢毛利则在总毛利中占比 46%。

图表 3：公司营业收入占比结构



来源：wind、国金证券研究所

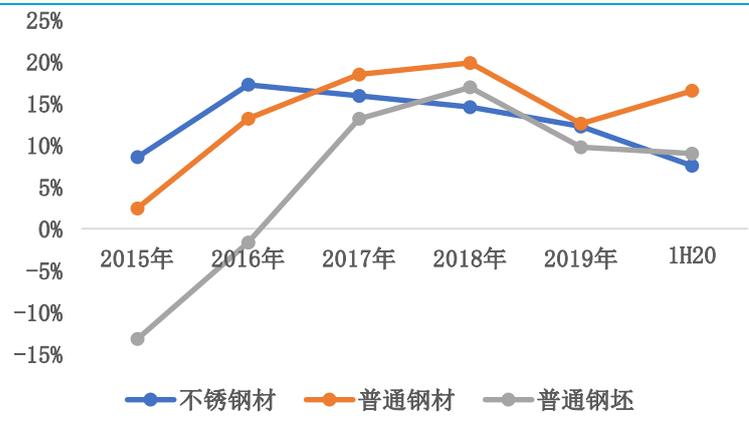
图表 4：公司毛利占比结构



来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 从盈利能力看，公司不锈钢业务过去几年毛利率一直较为稳定，维持在 15% 上下。2020 年上半年受到疫情影响，毛利率下降较大，预计后续将有所回升；普钢部分毛利率总体跟随钢铁行业吨钢盈利变化。

图表 5：公司近年主营产品毛利率情况



来源：wind、国金证券研究所

### 1.1 “亿吨宝武”新成员，产能目标三年翻两番

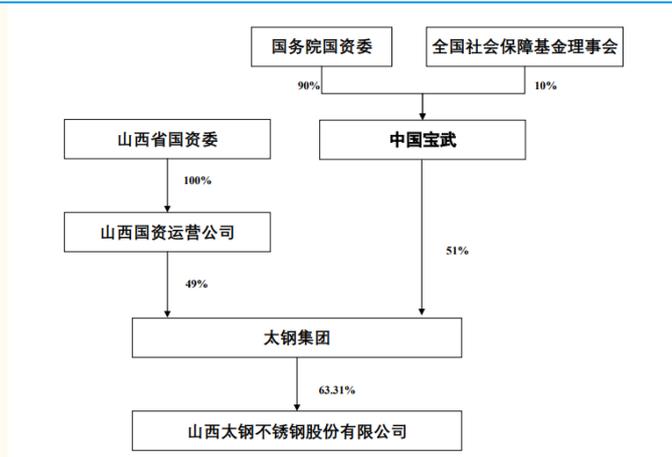
- 2020 年 8 月，中国宝武启动与太钢集团的联合重组，山西省国资委向中国宝武无偿划转所持有的太钢集团 51% 股权。本次划转后，中国宝武通过太钢集团间接控制太钢不锈钢 62.98% 股份，公司实控人变更为国务院国资委。

图表 6：中国宝武联合重组太钢集团进程

时间	事件
2020 年 8 月	山西省国有资本运营有限公司与中国宝武签署太钢集团股权划转协议，推进太钢集团与中国宝武的联合重组
2020 年 8 月	公告《山西太钢不锈钢公司收购报告书》、《关于控股股东太钢集团 51% 股权无偿划转进展情况》
2020 年 9 月	控股股东太钢集团 51% 股权无偿划转事项获得国务院国有资产监督管理委员会批准
2020 年 11 月、12 月	无偿划转事宜通过中国、韩国、日本、土耳其反垄断审查
2020 年 12 月	太钢集团完成股权划转工商变更登记，中国宝武成为控股股东
2020 年 12 月	中国宝武启动集团不锈钢板块的内部整合，宝钢德盛、宁波宝新交由太钢集团托管

来源：wind、国金证券研究所

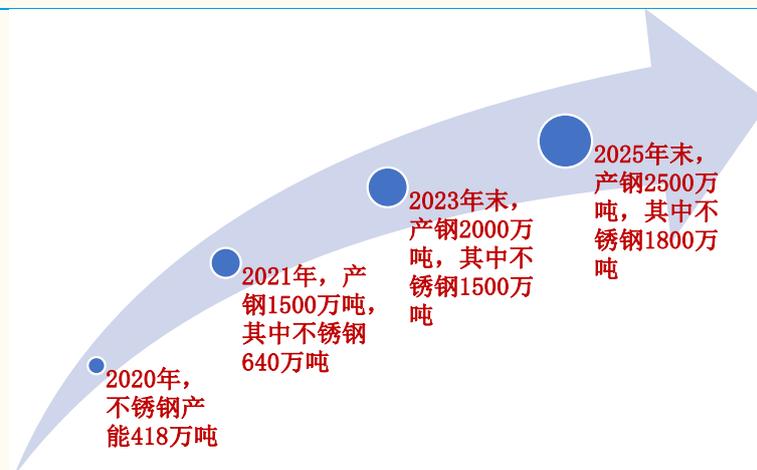
图表 7：并入宝武后公司股权结构



来源：wind、国金证券研究所

- 目标成为中国宝武旗下不锈钢产业一体化运营的旗舰平台公司、全球最具竞争力的不锈钢全产业链企业集团。
  - ✓ 根据中国宝武发布，太钢集团管理对接会在 2021 年 1 月 5 日举行，中国宝武将把新近完成重组的太钢集团，作为一级子公司纳入其管理体系。对接会上明确提出了太钢未来五年目标。
  - ✓ 中国宝武总经理胡望明也称，中国宝武将加大各种资源在太钢集团的配置力度，进一步提升太钢集团综合竞争力，力争五年内实现上述目标。
- 2 月 22 日，中国宝武官微“子公司领导访谈”专栏刊发了太钢集团党委书记、董事长高祥明就进一步贯彻落实好中国宝武党委一届五次全委（扩大）会暨 2021 年干部大会和中国宝武一届四次职代会精神的专访报道。太钢集团“十四五”的主要奋斗目标：
  - ✓ 第一步，到 2023 年末，把不锈钢规模做到 1500 万吨，太钢 2020 年不锈钢产量是 419 万吨，实现三年翻两番；主要通过整合融合、极致挖潜、兼并重组、海外布局等方式，加快做强做优做大；
  - ✓ 第二步，到 2025 年末，钢铁产业规模力争达到 2500 万吨，其中不锈钢 1800 万吨，谋求全球不锈钢领域头部企业地位；
  - ✓ 镍、铬资源自给率分别达到 30%和 50%以上，铁精矿粉产量力争翻番，太钢集团整体实现两千亿级营业收入、百亿级利润。

图表 8：太钢集团“十四五”目标



来源：太钢集团、国金证券研究所

- **判断通过兼并重组、资产注入等方式实现 2023 年末 1500 万吨目标。**
  - ✓ 在宝武完成工商变更登记后，中国宝武即启动了集团不锈钢板块的内部整合，将宝钢德盛不锈钢和宁波宝新不锈钢交由太钢集团托管。
  - ✓ 根据中国宝武出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，针对本次收购完成后中国宝武与太钢不锈存在的部分业务重合情况，公司将自本承诺函出具日起 5 年内，并力争用更短的时间，综合运用资产重组、业务调整、委托管理等多种方式，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题。
  - ✓ 同时，太钢集团主要钢铁资产均在太钢不锈上市公司体内，未来解决同业竞争问题，将宝钢德盛、宁波宝新注入到上市公司可能性较大。
- **宝武系不锈钢产能梳理。**截至 2020 年底，宝武系不锈钢产能主要包括了太钢 450 万吨、宝钢德盛 200 万吨、宝钢特钢 30 万，合计 680 万吨。宁波宝新为冷轧不锈钢薄板加工企业，年产量 70 万吨左右。
  - ✓ 根据 2019 年宝钢德盛不锈钢公布的产能置换项目，计划到 2021 年年中左右，建成 272 万吨/年长流程炼钢生产线、50 万吨/年短流程炼钢生产线，最终达产 322 万吨/年的炼钢产能，具备生产 200 系、300 系、400 系等高端品种不锈钢的能力。
  - ✓ 若上述产能顺利投产，到 **2021 年底，宝武集团将拥有 1002 万吨不锈钢产能**，剩余 500 万吨产能判断以收并购为主的方式来实现。

图表 9：宝武系不锈钢产能梳理

	太钢	宝钢德盛	宝钢特钢	合计（万吨）
产能	450	200	30	680
产量	417	180	4.3	601.3

来源：中国宝武、国金证券研究所

## 二、“量”增：不锈钢行业稳健，有望成为 40% 市占龙头

### 2.1 不锈钢行业集中度高，供需稳定

- **不锈钢中高端产品使用占比最高。**
  - ✓ 不锈钢是指在大气条件下具备耐锈性，以及在各种液体介质中有耐腐蚀性的合金。按照现行国家标准，不锈钢是指以不锈、耐腐蚀性为主要特性并且铬元素含量在 10.5% 以上，碳元素在 1.2% 以下的钢。
  - ✓ 市场上常见的不锈钢产品，按成分可分为 Cr 不锈钢（400 系）、Cr-Ni 不锈钢（300 系）、Cr-Mn-Ni 不锈钢（200 系）。

图表 10：200 系、300 系与 400 系主要性能比较

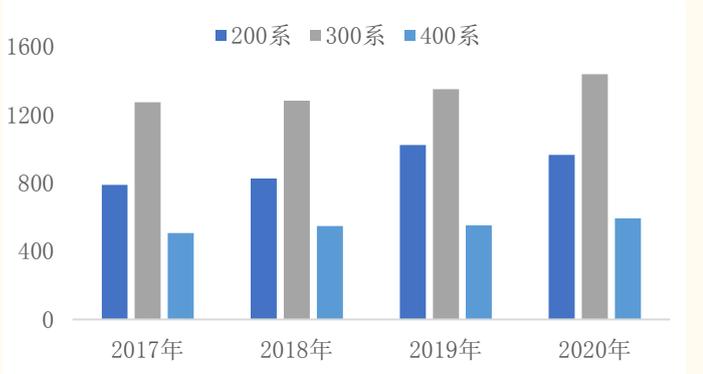
名称	分类	金相组织	磁性	强度	耐腐蚀性	加工性	其他信息
镍铬锰系不锈钢	200 系	奥氏体	无	高	一般	较好	含镍量低，工业发达国家一般不提倡使用 200 系不锈钢，也不生产
镍铬系不锈钢	300 系	奥氏体	无	较高	优	好	镍的成本占总成本的 65% 以上，价格较高
铁素体不锈钢	400 系	铁素体/马氏体	有	中/高	良	一般	价格相对 300 系的便宜

来源：太钢官网、国金证券研究所

- ✓ 通常，200 系产品为中低端产品，300 系、400 系为中高端。从过去几年产量情况看，200 系产量占比在 30% 左右，300 系占比 50%，400 系占比 20%。
- ✓ 总体来看，300 系不锈钢具有高度的耐腐蚀性以及良好可延展、相对高的抗拉强度和优异可焊接性，其产量占中国不锈钢粗总产量占比最

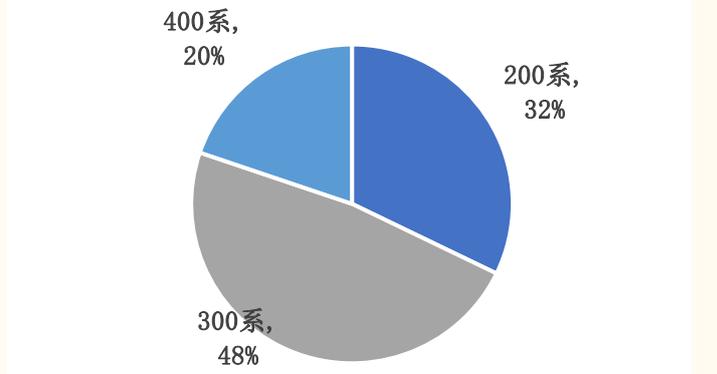
高，是目前应用范围最为广泛的不锈钢种。200 系不锈钢在耐蚀性等方面不如 300 系不锈钢，但因其含镍较低具有一定的成本优势在我国市场上仍占据一定市场份额。400 系不锈钢因其具有磁性特点，常用于特定领域用途，在民用领域应广泛使用。

图表 11：国内不锈钢各系近年产量统计（万吨）



来源：国金证券研究所

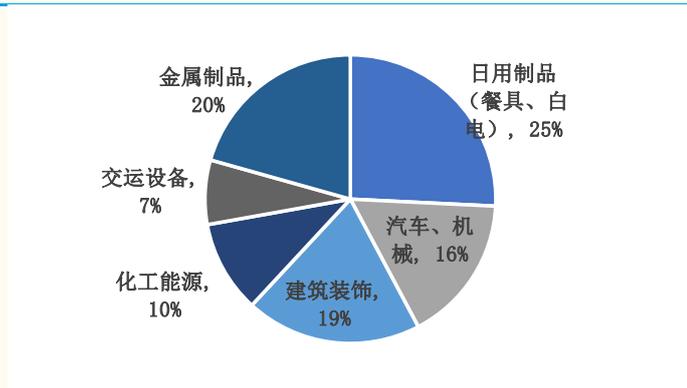
图表 12：200 系、300 系、400 系产量占比



来源：国金证券研究所

- **不锈钢下游应用广泛。** 不锈钢因其具有高强度、耐腐蚀性、良好的加工和耐磨性以及外观精美等特点，已被广泛应用于国民经济各个部门，涵盖家电、环保设备、电子信息、建筑装饰、汽车配件、厨电厨具、化工、仪器仪表和轨交等行业领域。

图表 13：不锈钢下游消费需求占比



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 14：不锈钢下游具体应用

行业	应用领域
建筑	室外装修、结构材料和耐腐蚀屋顶，钢结构、标牌等
机械	化工设备、运输设备、海工设备、环保设备等
家电、厨具	白电为主，洗衣机和烘干内筒、热水器内胆、微波炉内外壳、冰箱内衬；不锈钢厨具等
汽车	汽车排气系统零部件、发动机紧固件、汽车燃油箱、水箱和汽车内外装饰材料，嵌条、扶手、安全栏杆等；
电子	电子产品精密结构件（内构件、外观件）材料，应用在平板电脑、笔记本电脑、数码相机、移动电源、智能穿戴设备等
仪器仪表	如压力表、弯管、温控器、波纹管等

来源：甬金股份招股书、国金证券研究所

- **国内不锈钢需求复合增速 8%。**

- ✓ 根据中国特钢协会不锈钢分会公布数据，2020 年国内不锈钢产量 3013.9 万吨，同比增长 2.51%；不锈钢表观消费量为 2560.79 万吨，

同比上升 6.46%，过去 5 年，国内不锈钢表观消费量复合增速超过 8%。

- ✓ 全球范围来，根据国际不锈钢论坛（ISSF）发布统计数据显示，2020 年，全球不锈钢粗钢产量总计 5089.2 万吨，同比下降 2.5%。全球不锈钢粗钢产量受疫情影响在第二季有所下降之后逐季上升，并在第四季达到年内最高，不含中国大陆、韩国、印尼在内的亚洲地区以及美国的第四季产量有所下降，而其他几大地区的第四季同比产量均有所增长。
- ✓ 根据 2020 年产量数据，目前国内不锈钢产量基本稳定占全球不锈钢产量的 60%。

图表 15：国内不锈钢产量统计



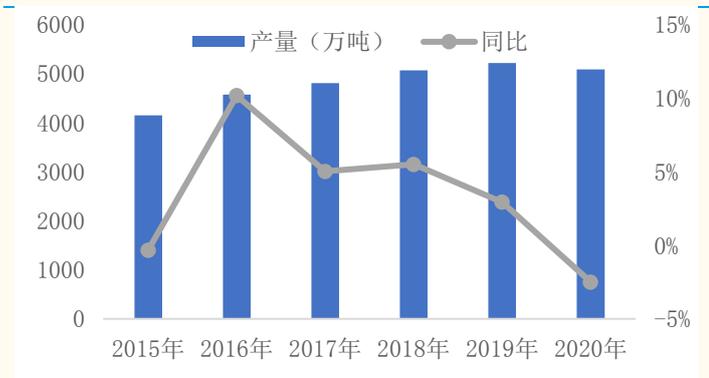
来源：Mysteel、国金证券研究所

图表 16：我国近年不锈钢表观消费量情况



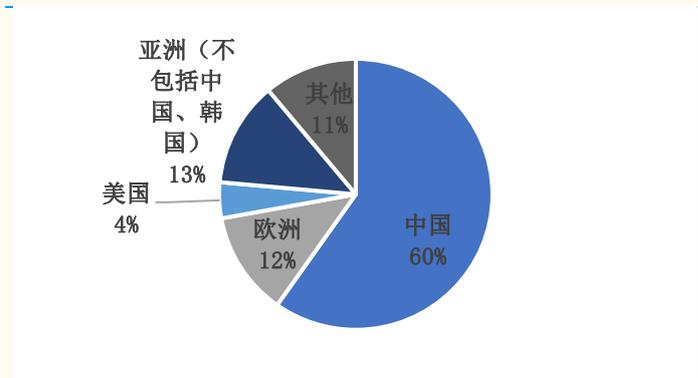
来源：Mysteel、国金证券研究所

图表 17：全球不锈钢产量统计



来源：Mysteel、国金证券研究所

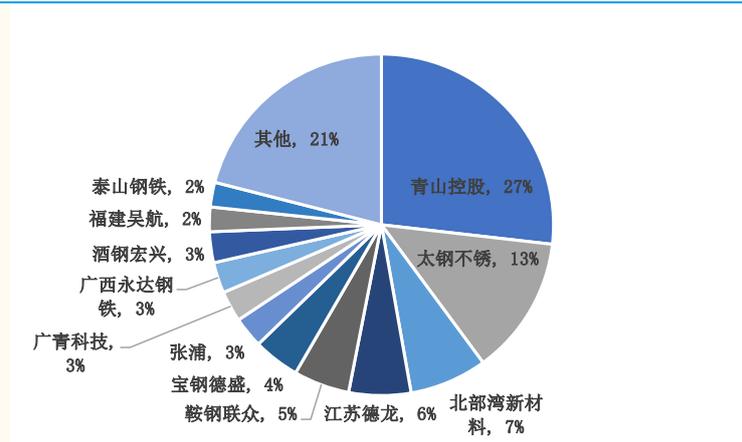
图表 18：全球各主要地区不锈钢产量占比



来源：Mysteel、国金证券研究所

- **预计不锈钢需求有望维持稳健增长态势。**由于不锈钢应用广泛，超过 80% 的不锈钢需求用于制造业，消费领域、产品材料与设备更新换代等，上述带来需求量长期存在，且增速稳定。
- **不锈钢行业集中度高，CR3 近 50%。**
  - ✓ 根据特钢协会不锈钢分会统计，截至目前，国内不锈钢行业 CR3 为近 50%，CR5 为 60%，CR10 为近 80%，行业集中度高。前三大企业分别为青山控股、太钢不锈、北部湾新材料，且根据头部企业的扩产计划，未来集中度有望进一步提升。

图表 19：太钢集团“十四五”目标



来源：太钢集团、国金证券研究所

■ 行业产能利用率不高，但竞争有序，供需相对稳定。

- ✓ 2019 年国内不锈钢粗钢产能达到 3800 万吨，预计到 2020 年国内产能将超过 4000 万吨。也就意味着不锈钢行业整体产能利用率不高，近几年维持在 70% 上下，处于小幅过剩状态。
- ✓ 表现为具有较高产能的大型不锈钢钢厂一直处于满产状态，而小型不锈钢钢厂处于停产状态。
- ✓ 同时，从国内外不锈钢产能释放来看，许多钢厂的新增投产依旧充满不确定性，其中山东鑫海的 300 万吨 300 系产能已经多次推迟计划。未来的新增产能，仍将主要在中国和印尼释放。国内主要通过产能置换方式，国外主要通过新增产能实现。

图表 20：不锈钢新增产能统计

企业名称	新增产能 (万吨/年)	预计投产时间	性质	产品
西南不锈钢+云南天高	140	2020 年已投产	新增	200/300 系
临沂钢铁	70	2020 年 10 月	置换	
江苏德龙	135	2021 年	置换	300 系
宝钢德盛	100	2021 年	置换	300/400 系
内蒙古上泰实业	30	2021-2022 年	置换	300 系
河北毕式	100	2021-2022 年	碳钢置换	300 系
内蒙古明拓	80	2021-2022 年	碳钢置换	400 系
青山集团	400	2022-2023 年	新增	200/300/400 系
鑫海科技	300	待定	置换	300 系
太钢不锈钢	100	待定	碳钢置换	300/400 系

来源：Mysteel、国金证券研究所

2.2 未来 50% 市占率的不锈钢龙头

- 为避免陷入 200 系等低端不锈钢产品市场的过度竞争，公司主营产品为 300 系与 400 系的中高端品种不锈钢，近几年高端 400 系产品占比也在逐步提高过程中。
- 太钢目前生产中高端不锈钢基本实现不锈钢品种规格全覆盖，以高精尖特产品全力抢占市场竞争制高点。根据公司 2020 年半年报，2020 年上半年公司实现不锈钢差异化品种销量占到不锈钢总销量的 57%，实现战略品种销量占到钢材总销量的 35%。

图表 21：公司不锈钢品种拆分

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

来源：公司公告、国金证券研究所

- 按目前国内不锈钢市场消费量及产能情况，若公司或集团后续达到 1500 万吨产能规模，有望超越青山控股成为国内 40%市占率龙头企业。

图表 22：太钢（或集团）潜在市占率

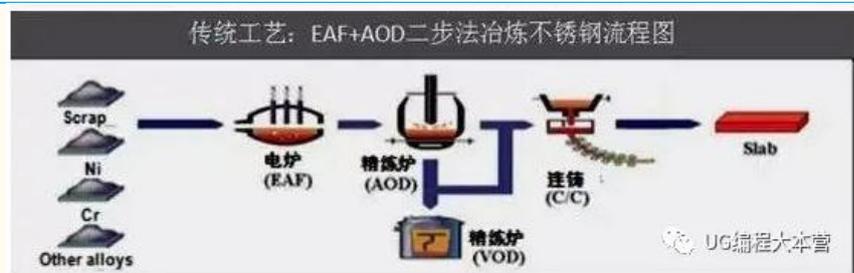
	数值	对应市占率
国内产能	4000	38%
国内产量	3014	50%
全球产量	5089	29%

来源：国金证券研究所

### 三、“利”升：新型一体化工艺带来的潜在盈利提升

- 从不锈钢冶炼工艺流程发展的历史来看，主要分为单一电炉法、电炉+精炼炉法两大阶段，其中后者又可以分为“一步法”、“二步法”、“三步法”以及“新型一体化法”。
  - ✓ 一步法是指在电弧炉内完成所有的冶金任务，包括废钢和合金的熔化、脱碳精炼、钢渣还原和合金化，目前一步法工艺由于冶炼周期长、耐火材料烧损严重、成本高等原因已经被逐步淘汰。
  - ✓ 两步法是指以初炼炉（如电弧炉、转炉或中频炉）熔化废钢及合金料生产不锈钢母液，然后在不同的转炉型精炼炉中精炼成合格的不锈钢钢水。

图表 23：二步法流程图



来源：中国特钢企业协会不锈钢分会、国金证券研究所

- ✓ “三步法”为电炉+顶底复吹转炉（K-OBM-S 或 AOD）+真空精炼炉（VOD），是在两步法的基础上，增加了深脱碳的装备，用以生产超

低碳或超低碳氮不锈钢，适合于冶炼高纯和超高纯等特殊高性能要求的不锈钢品种。

图表 24：二步法、三步法工艺对比

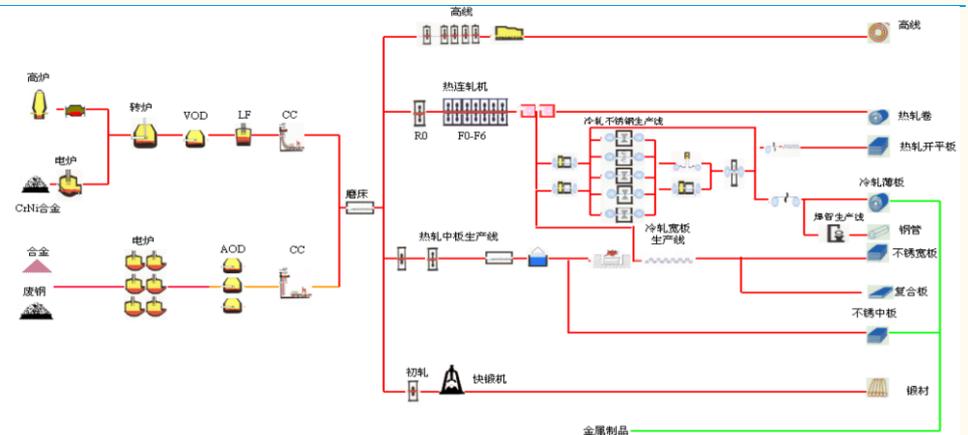
项目	三步法	二步法	备注
	DEP-KOBMS-VOD	EAF/BOF-AOD	
主要原料	高炉脱磷铁水、铁合金	含镍生铁、不锈钢废钢、合金	二步法生产 400 系铬钢时采用 BOF-AOD 工艺,使用高炉铁水、铁合金
冶炼炉容量/t	90, KOBMS × 1 90, VOD × 1	180, BOF × 1 160, EAF × 2 180, AOD × 2	
连铸拉坯规格, 厚度 × 宽度/mm	200 × (900 ~ 1280)	200 × (1000 ~ 2100)	直弧形单流板坯连铸机
连铸台时产量/(t · h <sup>-1</sup> )	~102	~150	
吨钢耐火材料消耗/(元 · t <sup>-1</sup> )	~235	~115	
工序步骤费/(元 · t <sup>-1</sup> )	~990	~1050	
铬收得率/%	~94	~93	三步法计算 KOBMS + VOD 两工序, 二步法计算 EAF + AOD 两工序
镍收得率/%	~98	~97	
初炼炉冶炼时间/min	304 KOBMS ~70 430 KOBMS ~55	EAF ~100 BOF ~30	冶炼时间为兑钢到本炉出钢的间隔时间
精炼炉冶炼时间/min	304 VOD ~60 430 VOD ~55	AOD ~65 AOD ~76	

来源：《三步法和二步法不锈钢冶炼工艺的分析 and 生产实践》、国金证券研究所

■ 以太钢为代表，国内较多厂商采用“三步法”工艺。

- ✓ 2020 年太钢将原碳钢转炉进行改造，并新建配套装置，开始采用三步法生产工艺。
- ✓ 虽然三步法工艺适用于生产高纯的高端产品，且具有产量大、自动化程度高、生产效率高、质量稳定、成品好的优点，但投资和生产成本较高，另外真空装备系统复杂，维护量大。

图表 25：太钢不锈钢生产工艺流程

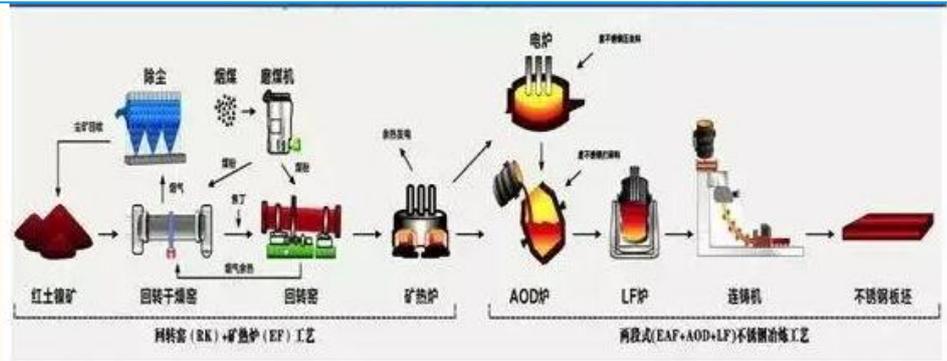


来源：太钢官网、国金证券研究所

■ “新型一体化法”——RKEF（回转窑电炉）+AOD（氩氧精炼炉）。

- ✓ 红土镍矿为主原料冶炼不锈钢，从红土镍矿—冶炼—连铸—热轧不锈钢带，镍铁水不经过冷却直接热送到 AOD 炼钢炉，两次热装热送。
- ✓ 冶炼工艺与早期一步法相比在生产流程上取消了电炉这一冶炼环节，提高了不锈钢炼钢速度，减少原料损耗，大大提升经济效益。具体来看，优点包括：1) 降低投资；2) 降低生产成本；3) 高炉铁水冶炼降低了配料成本，降低了能耗，提高了钢水纯净度；4) 废钢比低，适应现有的废钢市场；5) 对于冶炼 400 系列不锈钢尤为经济。

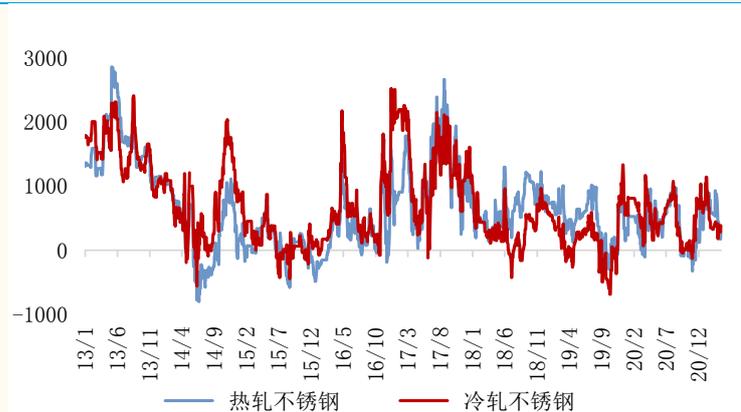
图表 26：新型一体化法流程图



来源：中国特钢企业协会不锈钢分会、国金证券研究所

- 国内以青山为代表采用 RKEF+AOD 的“新型一体化法”，成本降低至少千元以上。
  - ✓ 国内以青山、北海诚德、宝钢德盛等企业为代表，采用 RKEF 镍铁冶炼+不锈钢冶炼工艺，以红土镍矿为原料，镍铁水热送入炉内，为不锈钢创造了一种新的低成本冶炼工艺。与传统的不锈钢工艺相比，冶炼成本降低了约 1000 元/吨。
  - ✓ 根据 2020 年 8 月在福建宁德举行的“中国·宁德不锈钢新材料创新研讨会”上青山钢铁董事局主席项光达的发言，“RKEF+AOD 工艺，可以节省八百块钱”。

图表 27：新型一体化法流程图



来源：中国特钢企业协会不锈钢分会、国金证券研究所

- 太钢目前设有 3 个不锈钢冶炼车间。铁前系统有 7.63 米焦炉、450 平方米烧结机、4350 立方米高炉。炼钢系统拥有专利技术的 90 吨 K-OBM-S 顶底复吹不锈钢转炉，90 吨 LF 不锈钢精炼炉、90 吨 VOD 精炼炉、连铸机及配套装备。新不锈钢系统改造又建成 160 吨电炉、180 吨转炉、180 吨 AOD 炉、180 吨 LF 炉，以及 2150 直弧型连铸机，形成了完整的转炉炼不锈钢生产线。

图表 28：公司不锈钢冶炼车间概述

钢厂	工艺	路线	主要产品
第三炼钢厂	短流程工艺	EAF→AOD	双向不锈钢、耐热钢、高合金不锈钢、高附加值不锈钢种
第二炼钢厂南区	长流程工艺	铁水预处理→K-OBM-S 炉→VOD→LF 炉	铁素体和马氏体不锈钢
第二炼钢厂北区	工艺路径灵活	脱磷转炉→AOD→LF 炉/VOD 和电炉 →AOD→LF/VOD	

来源：《不锈钢冶炼工艺及国内现状与发展》、国金证券研究所

- 太钢目前 450 万吨产能均使用高炉三步法生产工艺流程，测算的行业平均单吨盈利在 300-400 元/吨。若按新型一体化工艺，当前不锈钢吨钢盈利应在 1500 元/吨以上。未来公司（或集团）1500 万吨产能中，若新型一体化工艺比例提升，单吨盈利能力也将有大幅提升。

#### 四、普钢受益行业盈利边际改善

##### 4.1 2021 年钢铁行业盈利边际改善

- 根据我们年度测算判断，从需求、供给、成本三维度，得到以下 2021 年供需平衡表：预计 2021 年供需继续双增，需求增长 2.2%，供给增长 2.3%（不考虑控产量政策），对应产能利用率微降 0.1%个百分点至 86.1%，基本持平。

图表 29：钢铁供需平衡表

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021E
国内需求	79,455	83,158	85,885	89,251	90,872	92,694
YOY	1.9%	4.7%	3.3%	3.9%	1.8%	2.0%
外部需求	9,416	6,779	6,955	6,538	5,753	6,041
YOY	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	-12.0%	5.0%
总需求	88,871	89,937	92,840	95,789	96,626	98,735
YOY	1.5%	1.2%	3.2%	3.2%	0.9%	2.2%
库存变化	-79	-515	-340	100	500	500
YOY	-95.6%	548.7%	-34.1%	129.4%	400.0%	0.0%
粗钢总产量（亿吨）	88,791	89,421	92,500	95,689	96,126	98,235
YOY	3.6%	0.7%	3.4%	3.4%	0.5%	2.2%
粗钢有效产能（亿吨）	10.83	10.04	9.94	10.41	11.15	11.41
产能利用率	82.0%	89.1%	93.1%	91.9%	86.2%	86.1%

来源：国金证券研究所

- 预测 2021 年钢铁行业钢价、盈利同比略增，结束连续两年的盈利下滑。具体来看：
  - ✓ 预计 2021 年五大品种钢价均值为 4000 元/吨上下，同比涨 0.5%；2021 年铁矿石、焦炭、废钢同比分别-2.4%、0.1%、0.3%；钢坯成本同比下降 23 元/吨。
  - ✓ 预计 2021 年五大品种吨钢毛利润为 467 元/吨，同比增长 4.5%。

图表 30：2021 年度钢价、盈利预测

全年均值	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021E
钢价，五大品种均值	4180	3847	3399	2404	2790	3978	4373	4017	3979	4000
年度变化	-739	-333	-448	-994	386	1188	394	-356	-38	21
增幅	-15.0%	-8.0%	-11.6%	-29.3%	16.1%	42.6%	9.9%	-8.1%	-0.9%	0.5%
其中，螺纹	4070	3621	3114	2211	2488	3868	4190	3926	3757	
其中，线材	3971	3618	3182	2319	2620	4012	4444	4156	4040	
其中，热轧	4101	3752	3330	2294	2780	3828	4211	3834	3835	
其中，冷轧	4778	4567	4076	2943	3413	4425	4719	4282	4401	
其中，中厚板	3979	3675	3291	2254	2652	3759	4299	3887	3860	
钢坯成本	3172	3042	2506	1970	2133	2571	2670	2929	2875	2852
年度变化	-560	-130	-535	-536	163	438	99	259	-54	-23
增幅	-15.0%	-4.1%	-17.6%	-21.4%	8.3%	20.5%	3.8%	9.7%	-1.8%	-0.8%
铁矿石-进口矿	927	951	671	428	463	561	520	617	707	690

全年均值	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021E
年度变化	-283	24	-279	-243	35	98	-41	97	90	-17
增幅	-23.4%	2.5%	-29.4%	-36.2%	8.1%	21.2%	-7.4%	18.7%	14.6%	-2.4%
焦炭-二级冶金焦	1710	1442	1118	863	1191	1873	2129	1939	1879	1880
年度变化	-260	-268	-324	-255	328	682	256	-190	-60	1
增幅	-13.2%	-15.7%	-22.5%	-22.8%	38.0%	57.3%	13.6%	-8.9%	-3.1%	0.1%
废钢	2661	2353	1981	1292	1316	1676	2314	2507	2522	2530
年度变化	-582	-308	-371	-690	24	361	637	193	15	8
增幅	-17.9%	-11.6%	-15.8%	-34.8%	1.8%	27.4%	38.0%	8.3%	0.6%	0.3%
吨钢毛利, 测算	299	200	291	-85	335	907	1113	567	447	467
年度变化	-153	-99	91	-376	420	572	205	-546	-120	20
增幅	-33.9%	-33.3%	45.7%	-	-492.6%	170.9%	22.6%	-49.0%	-21.2%	4.5%
其中, 螺纹	415	200	232	-52	258	1024	1163	683	451	
其中, 线材	286	168	270	26	361	1138	1386	879	705	
其中, 热轧	286	170	288	-130	390	822	1023	426	370	
其中, 冷轧	364	387	434	-82	423	819	931	273	336	
其中, 中厚板	144	74	229	-189	242	734	1092	459	375	

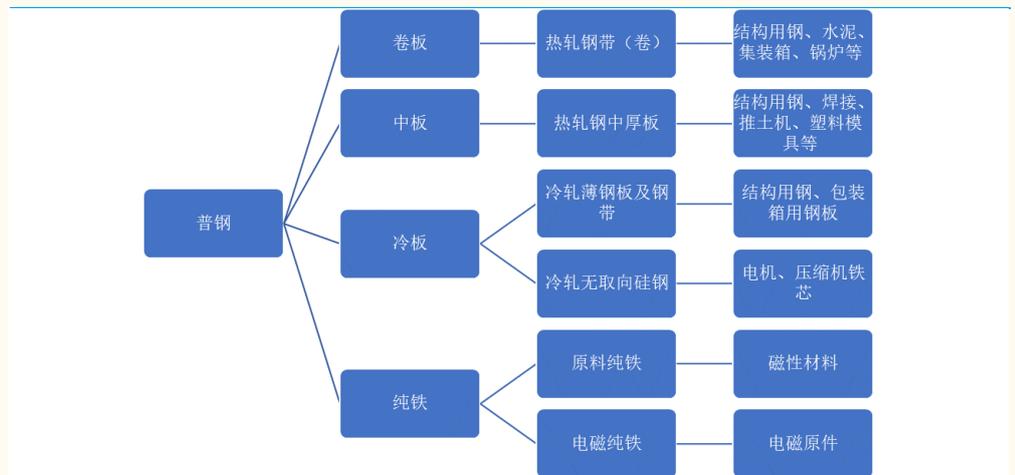
来源: 国金证券研究所

- 控产量政策预期下, 今年钢铁行业盈利有进一步上调可能性。年初至今, 包括工信部、中钢协在多种场合多次表示, 确保 2021 年全面实现钢铁产量同比下降。若今年粗钢产量同比下降, 在需求仍有一定增长的情况下, 不排除出现供需缺口的可能性, 进而带动盈利进一步上调。
- ✓ 工信部: 坚决压缩钢铁产量。结合当前行业发展的总体态势, 着眼于实现碳达峰、碳中和阶段性目标, 逐步建立以碳排放、污染物排放、能耗总量为依据的存量约束机制, 研究制定相关工作方案, 确保 2021 年全面实现钢铁产量同比下降。
- ✓ 中钢协: 将在碳约束下, 确保 2021 年钢铁产量同比下降。

#### 4.2 公司品种钢产品有望显著受益

- 公司普钢产品主要包括卷板、中板、冷板和纯铁四大类。

图表 31: 普钢分类及主要用途



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **成本优势。**公司的控股股东太钢集团在上游原材料端的布局, 使得公司原材料自给率较高, 在同行业竞争中获得资源保障优势。

- ✓ 公司的控股股东太钢集团具有年产 1300 万吨铁精矿粉的生产能力，是国内铁矿石资源自给率最高的企业，满足公司生产过程中对铁矿石的需求。在镍、铬、煤炭等资源方面与业内领军企业均结成长期稳定的战略合作关系为公司钢铁生产提供可靠、稳定的资源保障。
- ✓ 公司控股股东太钢集团具有的铁矿资源主要为袁家村铁矿、尖山铁矿以及峨口铁矿三个铁矿。

图表 32：公司控股股东太钢集团具备三个铁矿具体信息

铁矿山名称	资源储量	品味	涉及铁精矿产量	服务年限	相关信息
袁家村铁矿	12.6 亿吨	32.05%	741.8 万吨	40 年	国内最大的露天冶金矿山
尖山铁矿	1.38 亿吨	34.45%	160 万吨	40 年	易采易选大型山坡露天矿
峨口铁矿		64%	200 万吨		

来源：公司公告、国金证券研究所

- ✓ 煤炭、铬、镍等原材料方面，公司坐落于山西省，依托于山西省充分的能源优势，煤炭资源有足够的保障。另外，公司控股股东太钢集团参股煤炭、镍、铬企业等，为公司生产过程中所需要的原材料提供了保障。
- ✓ 公司与控股股东积极推进煤、钢联合，形成了较为稳定的煤炭-钢铁上下游产业链，控股股东太钢集团以参股、控股的方式实现了煤炭资源的控制和开发共享。

图表 33：公司控股股东太钢集团下属涉及煤炭、镍、铬的子公司

太钢集团涉及原材料控股子公司名称	控股比例	主要信息
山西太钢能源有限公司	100%	控股 40% 的山西煤钢联能源开发有限公司，主营煤炭资源整合投资、煤炭开采、洗选、销售。
山西太钢万邦炉料有限公司	51%	主营铬铁及其他相关铁合金
山西晋煤太钢能源有限责任公司	49%	主营焦炭，煤化工等
中色镍业有限公司	40%	缅甸达贡山镍矿的开发与经营
金川集团股份有限公司	4.87%	国内最大的镍钴生产企业

来源：wind、国金证券研究所

## 五、盈利预测&投资建议

### ■ 盈利假设：

- ✓ 不锈钢：产量方面，公司过去几年不锈钢产量维持在 420 万吨上下，不考虑未来潜在的收并购预期，预计 20-22 年不锈钢产量分别为 417 万吨、420 万吨、430 万吨。价格方面，20 年受到疫情影响，不锈钢均价有所回落，预计 21、22 年逐步回升至 1.02 万元/吨、1.03 万元/吨的相对正常水平。毛利率方面，同样受到疫情影响，20 年毛利率进一步下滑，预计 21、22 年逐步回升 15%、15%，与过去几年平均水平相当。
- ✓ 普钢：产量方面，预计总体变化不大，20-22 年钢材产量分别为 640 万吨、650 万吨、660 万吨。价格方面，由于公司产品多为品种钢，价格波动略小，21 年疫情后均价略有提升，预计 20-22 年均价分别为 0.4 万元/吨、0.41 万元/吨、0.41 万元/吨。毛利率方面，同样受到疫情影响，20 年毛利率进一步下滑，预计 21、22 年逐步回升 16%、16%。

图表 34：盈利预测

盈利预测	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
------	--------	--------	--------	--------	--------

不锈钢	销量	万吨	416	417	417	420	430
	产能	万吨	450	450	450	450	450
	产能利用率						
	售价	万元/吨	1.05	1.09	0.95	1.02	1.03
	毛利率		14.5%	11.8%	11%	15%	15%
	收入	亿元	435.56	453.15	396.15	428.40	442.90
	成本	亿元	369.56	399.76	352.57	364.14	376.47
	毛利	亿元	66.00	53.39	43.58	64.26	66.44
	普钢（管线钢、大梁钢、电工钢等品种钢）	销量	万吨	654	668	640	650
产能		万吨	790	790	790	790	790
产能利用率							
售价		万元/吨	0.42	0.40	0.4	0.41	0.41
毛利率			18.5%	11.6%	12%	16%	16%
收入		亿元	276.31	268.64	256.00	266.50	270.60
成本		亿元	225.22	237.54	225.28	223.59	227.30
毛利润		亿元	51.09	31.10	30.72	42.91	43.30

来源：国金证券研究所

- 我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入分别为 652.15 亿元、694.90 亿元、713.50 亿元，同比增长-7.4%、6.6%、2.7%；实现归母净利润分别为 17.02 亿元、40.08 亿元、40.84 亿元，同比增长-19.7%、135.5%、1.9%，对应 PE 分别为 15.0 倍、6.4 倍、6.2 倍。公司 2021 年盈利大幅回升，判断主要是疫情后不锈钢价格的回升，以及部分高盈利能力品种钢产品盈利回升的带动，未考虑潜在兼并重组对公司盈利的影响。
- 公司作为不锈钢国内龙头企业，普钢部分主要为品种钢，参考可比公司宝钢等估值，给予 21 年 10 倍 PE，对应目标价 7.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 35：可比公司比较

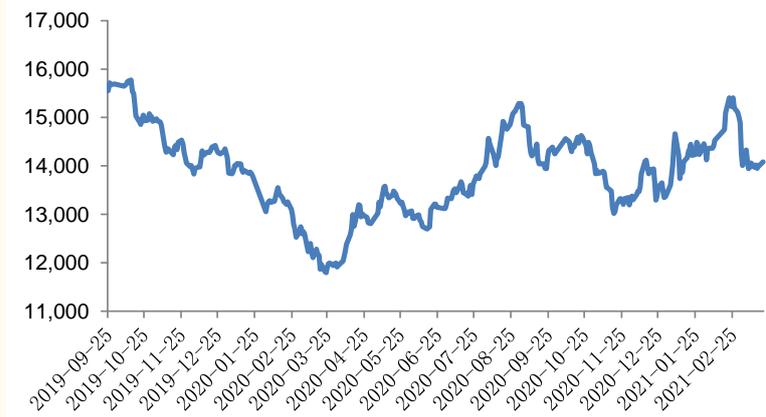
股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600019	宝钢股份	7.52	0.55	0.69	0.73	13.71	10.96	10.31
000717	韶钢松山	4.35	0.69	0.72	0.74	6.35	6.08	5.85
000898	鞍钢股份	3.24	0.18	0.23	0.22	17.61	13.79	14.91
600282	南钢股份	3.38	0.42	0.46	0.52	8.11	7.40	6.56
000932	华菱钢铁	5.84	1.00	1.06	1.11	5.85	5.52	5.25
	中位数					8.11	7.40	6.56
	平均数					<b>10.32</b>	<b>8.75</b>	<b>8.58</b>
000825	太钢不锈	5.24	0.30	0.70	0.72	14.96	6.35	6.23

来源：wind、国金证券研究所

## 六、风险提示

- **不锈钢价格波动风险。**从过去几年不锈钢价格看，整体维持宽幅区间震荡，上下区间在 4000 元/吨，价格总体平稳。但包括疫情、高库存、旺季不旺、季节性等因素也会导致价格的波动。比如，20 年 Q4 由于高库存叠加旺季不旺，部分不锈钢企业打价格战，导致了价格。而后不锈钢企业部分检修，以及环保限产，不锈钢价格展开反弹。因为突发性的因素导致的价格波动，对公司盈利稳定将带来一定影响。

图表 36：不锈钢期货结算价（元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

- **兼并重组、海外布局不达预期。**根据太钢集团官网，公司或集体要实现2023年末1500万吨不锈钢产能目标，主要通过整合融合、极致挖潜、兼并重组、海外布局等方式。我们认为，凭借太钢在不锈钢行业内低位，以及宝武平台，未来兼并重组落地的概率较大。但是，兼并重组实际操作过程中涉及到并购价格、估值、经营理念等问题，相对复杂，其中不确定性因素也较大。同时，海外布局也会涉及当下疫情影响、当地政策环境等问题。因此，兼并重组、海外布局仍存在不达预期可能性。
- **控产量目标下导致公司自身产量下降。**“碳中和”大背景下，今年已明确钢铁产量同比下降。目前相关详细政策尚在制定过程中，不排除政策力度超预期，各钢铁企业普遍进行一定程度减产的可能，进而导致今年公司产量的低于预期，从而影响整体利润。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>67,790</b>	<b>72,946</b>	<b>70,419</b>	<b>65,215</b>	<b>69,490</b>	<b>71,350</b>	货币资金	10,193	10,498	9,810	17,759	23,049	27,347
增长率		7.6%	-3.5%	-7.4%	6.6%	2.7%	应收账款	4,350	3,831	3,127	3,184	3,393	3,483
<b>主营业务成本</b>	<b>-56,731</b>	<b>-61,237</b>	<b>-61,970</b>	<b>-57,785</b>	<b>-58,773</b>	<b>-60,377</b>	存货	7,697	7,891	8,482	8,232	8,373	8,602
%销售收入	83.7%	83.9%	88.0%	88.6%	84.6%	84.6%	其他流动资产	87	165	547	370	375	382
<b>毛利</b>	<b>11,059</b>	<b>11,710</b>	<b>8,449</b>	<b>7,430</b>	<b>10,717</b>	<b>10,973</b>	流动资产	22,326	22,386	21,966	29,545	35,190	39,814
%销售收入	16.3%	16.1%	12.0%	11.4%	15.4%	15.4%	%总资产	30.0%	31.2%	31.6%	38.5%	42.4%	44.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-398</b>	<b>-467</b>	<b>-295</b>	<b>-287</b>	<b>-306</b>	<b>-314</b>	长期投资	1,724	1,834	1,872	1,982	2,092	2,202
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	49,770	46,734	44,686	44,941	45,537	46,457
<b>销售费用</b>	<b>-1,632</b>	<b>-1,602</b>	<b>-1,614</b>	<b>-1,630</b>	<b>-1,668</b>	<b>-1,641</b>	%总资产	66.8%	65.1%	64.3%	58.6%	54.8%	52.4%
%销售收入	2.4%	2.2%	2.3%	2.5%	2.4%	2.3%	无形资产	295	262	244	235	227	219
<b>管理费用</b>	<b>-2,473</b>	<b>-579</b>	<b>-587</b>	<b>-528</b>	<b>-563</b>	<b>-578</b>	非流动资产	52,170	49,438	47,582	47,158	47,856	48,879
%销售收入	3.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	%总资产	70.0%	68.8%	68.4%	61.5%	57.6%	55.1%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-2,217</b>	<b>-2,296</b>	<b>-2,022</b>	<b>-2,154</b>	<b>-2,212</b>	<b>资产总计</b>	<b>74,496</b>	<b>71,823</b>	<b>69,548</b>	<b>76,703</b>	<b>83,046</b>	<b>88,692</b>
%销售收入	0.0%	3.0%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%	短期借款	20,703	12,596	12,622	19,423	23,036	25,872
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>6,555</b>	<b>6,844</b>	<b>3,657</b>	<b>2,962</b>	<b>6,026</b>	<b>6,228</b>	应付款项	14,156	14,076	11,840	11,774	11,977	12,303
%销售收入	9.7%	9.4%	5.2%	4.5%	8.7%	8.7%	其他流动负债	2,840	2,709	2,475	1,859	2,000	2,053
<b>财务费用</b>	<b>-1,272</b>	<b>-1,099</b>	<b>-932</b>	<b>-1,318</b>	<b>-1,668</b>	<b>-1,781</b>	流动负债	37,699	29,380	26,936	33,056	37,013	40,228
%销售收入	1.9%	1.5%	1.3%	2.0%	2.4%	2.5%	长期贷款	9,282	11,410	10,042	10,042	10,042	10,042
<b>资产减值损失</b>	<b>-780</b>	<b>-558</b>	<b>790</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	其他长期负债	176	209	319	352	352	352
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-73</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	负债	47,157	40,999	37,296	43,450	47,407	50,622
<b>投资收益</b>	<b>60</b>	<b>116</b>	<b>189</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>26,902</b>	<b>30,463</b>	<b>31,944</b>	<b>32,965</b>	<b>35,370</b>	<b>37,820</b>
%税前利润	1.4%	2.2%	8.8%	5.1%	2.1%	2.1%	其中：股本	5,696	5,696	5,696	5,696	5,696	5,696
<b>营业利润</b>	<b>4,545</b>	<b>5,324</b>	<b>2,150</b>	<b>1,990</b>	<b>4,703</b>	<b>4,792</b>	未分配利润	11,905	14,994	16,543	17,564	19,969	22,419
营业利润率	6.7%	7.3%	3.1%	3.1%	6.8%	6.7%	少数股东权益	437	362	307	288	269	250
<b>营业外收支</b>	<b>-157</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>74,496</b>	<b>71,823</b>	<b>69,548</b>	<b>76,703</b>	<b>83,046</b>	<b>88,692</b>
<b>税前利润</b>	<b>4,388</b>	<b>5,335</b>	<b>2,158</b>	<b>1,980</b>	<b>4,693</b>	<b>4,782</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	6.5%	7.3%	3.1%	3.0%	6.8%	6.7%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>所得税</b>	<b>-19</b>	<b>-425</b>	<b>-94</b>	<b>-297</b>	<b>-704</b>	<b>-717</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	0.4%	8.0%	4.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.811	0.874	0.372	0.299	0.704	0.717
<b>净利润</b>	<b>4,369</b>	<b>4,910</b>	<b>2,064</b>	<b>1,683</b>	<b>3,989</b>	<b>4,065</b>	每股净资产	4.723	5.348	5.608	5.787	6.209	6.640
少数股东损益	-253	-68	-55	-19	-19	-19	每股经营现金净流	1.911	1.617	0.401	1.145	1.670	1.762
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4,622</b>	<b>4,977</b>	<b>2,119</b>	<b>1,702</b>	<b>4,008</b>	<b>4,084</b>	每股股利	0.243	0.100	0.100	0.120	0.281	0.287
净利率	6.8%	6.8%	3.0%	2.6%	5.8%	5.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	17.18%	16.34%	6.63%	5.16%	11.33%	10.80%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	6.20%	6.93%	3.05%	2.22%	4.83%	4.60%
							投入资本收益率	11.38%	11.49%	6.37%	4.01%	7.45%	7.16%
<b>净利润</b>	<b>4,369</b>	<b>4,910</b>	<b>2,064</b>	<b>1,683</b>	<b>3,989</b>	<b>4,065</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	-253	-68	-55	-19	-19	-19	主营业务收入增长率	19.48%	7.61%	-3.46%	-7.39%	6.56%	2.68%
<b>非现金支出</b>	<b>4,283</b>	<b>4,068</b>	<b>2,537</b>	<b>3,354</b>	<b>3,512</b>	<b>3,688</b>	EBIT增长率	66.99%	4.41%	-46.57%	-18.99%	103.42%	3.36%
<b>非经营收益</b>	<b>1,472</b>	<b>813</b>	<b>840</b>	<b>1,796</b>	<b>2,021</b>	<b>2,233</b>	净利润增长率	303.43%	7.69%	-57.43%	-19.68%	135.51%	1.90%
<b>营运资金变动</b>	<b>762</b>	<b>-581</b>	<b>-3,155</b>	<b>-312</b>	<b>-10</b>	<b>52</b>	总资产增长率	2.63%	-3.59%	-3.17%	10.29%	8.27%	6.80%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>10,886</b>	<b>9,210</b>	<b>2,286</b>	<b>6,522</b>	<b>9,512</b>	<b>10,037</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-565</b>	<b>-600</b>	<b>-1,258</b>	<b>-3,098</b>	<b>-4,110</b>	<b>-4,610</b>	应收账款周转天数	9.5	6.9	6.0	7.2	7.2	7.2
投资	-376	0	0	-130	-130	-130	存货周转天数	44.1	46.5	48.2	52.0	52.0	52.0
其他	-46	-13	58	100	100	100	应付账款周转天数	42.4	36.5	29.5	32.0	32.0	32.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-986</b>	<b>-613</b>	<b>-1,200</b>	<b>-3,128</b>	<b>-4,140</b>	<b>-4,640</b>	固定资产周转天数	266.5	231.5	225.8	236.8	214.9	203.8
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-4,857</b>	<b>-6,069</b>	<b>-1,560</b>	<b>6,838</b>	<b>3,613</b>	<b>2,836</b>	净负债/股东权益	72.39%	43.82%	39.85%	35.20%	28.14%	22.50%
其他	-1,570	-3,233	-1,095	-2,284	-3,694	-3,936	EBIT利息保障倍数	5.2	6.2	3.9	2.2	3.6	3.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6,427</b>	<b>-9,302</b>	<b>-2,655</b>	<b>4,554</b>	<b>-81</b>	<b>-1,100</b>	资产负债率	63.30%	57.08%	53.63%	56.65%	57.08%	57.08%
<b>现金净流量</b>	<b>3,472</b>	<b>-705</b>	<b>-1,569</b>	<b>7,949</b>	<b>5,291</b>	<b>4,297</b>							

来源：公司年报、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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.50</b>

来源：聚源数据

**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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

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: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402