

太钢不锈(000825)

不锈钢龙头，三大优势齐爆发

——太钢不锈首次覆盖报告

✍️ : 马金龙 执业证书编号: S1230520120003  
☎️ :  
✉️ : majinlong@stocke.com.cn

报告导读

导读: 公司是以不锈钢、碳钢(板带材为主)的全流程企业,产能是1260万吨,其中不锈钢450万吨。公司碳钢具备120万吨电工钢生产能力;公司资源充足,利好公司成本把控;宝武集团是实质控制人,未来将成为宝武旗下的不锈钢平台,存有外延并购及内在效率提升的潜力。

投资要点

❑ 品种结构调整, 高端电工钢产品放量

公司在碳钢方面持续进行品种结构调整。20年底新投产50万吨高端取向电工钢。随着新能源汽车、电力行业等硅钢下游需求的快速增长,公司硅钢产品将表现出“高盈利+高增长”的态势。

❑ 天然资源优势, 成本优势明显

太钢集团三大矿山具备年产1300万吨铁精粉能力,太钢不锈铁精粉100%从集团采购,参照青岛到港价85折结算。公司焦炭自给率超过90%,尤其是倚重山西省煤炭优势。在高原材料价格的情况下,成本优势明显。

❑ 宝武集团入驻, 外延并购及效率提升值得期待

有望成为宝武集团旗下不锈钢产业平台。公司2023年前要完成不锈钢产能1500万吨。由于宝武集团承诺解决同业竞争问题,未来不锈钢资产有望注入到公司中。目前,宝武集团旗下不锈钢产能为宝钢德盛(200万吨)及宝钢特钢(30万吨),加上太钢不锈自身450万吨,未来仍有较大缺口。同时,宝武将会输入先进的生产管理经验,生产效率提升同样值得关注。

❑ 盈利预测及估值

公司作为优质板材企业,受益于下游需求旺盛、行业景气度提升,公司业绩有望大幅增长。预计公司2021-2023年实现营业收入845.98亿元、868.57亿元、884.96亿元,归母净利润82.46亿元、83.56亿元、84.78亿元,对应PE分别为4.09倍、4.04倍、3.98倍。综合来看,给予公司8倍PE,对应目标价11.6元。首次覆盖,给予“买入”评级。

❑ 风险提示: 全球疫情继续蔓延, 上游原材料价格大幅涨价, 下游需求持续性不及预期, 产业政策执行不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	67419.39	84597.85	86857.17	88496.18
(+/-)	-4.26%	25.48%	2.67%	1.89%
净利润	1735.21	8245.80	8355.85	8477.90
(+/-)	-53.08%	375.20%	1.33%	1.46%
每股收益(元)	0.30	1.45	1.47	1.49
P/E	19.43	4.09	4.04	3.98

评级

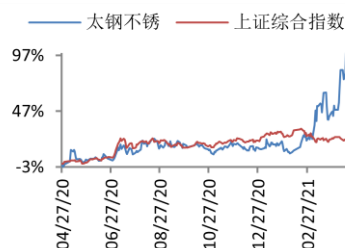
买入

上次评级	首次评级
当前价格	¥5.92

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.33
4Q/2020	0.12
3Q/2020	0.08
2Q/2020	0.08



公司简介

相关报告

报告撰写人: 马金龙

联系人: 马野

## 正文目录

<b>1. 公司整体并入中国宝武集团</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司具有高端不锈钢及优质碳钢生产能力 .....	4
1.2. 主要财务指标 .....	5
<b>2. 不锈钢、碳钢双品种发展</b> .....	<b>8</b>
2.1. 不锈钢龙头 快速发展碳钢品种 .....	8
2.2. 吨钢盈利水平大幅提升 .....	8
<b>3. 品种、成本、规模潜力，三大优势齐爆发</b> .....	<b>10</b>
3.1. 产品结构不断优化，向更高端金属材料方向发展 .....	10
3.2. 山西资源丰富，公司成本优势明显 .....	12
3.3. 并入宝武集团，外延并购及生产效率提升值得期待 .....	13
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>14</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 .....	4
图 2: 2014 年-2021 年 Q1 公司营业总收入变化情况 .....	6
图 3: 2014-2021 年 Q1 公司归母净利润变化情况 .....	6
图 4: 2014-2021Q1 资产负债率变化情况 (%) .....	6
图 5: 2014 年-2021Q1 公司销售毛利率 (%) .....	7
图 6: 2014-2021Q1 公司销售净利率 (%) .....	7
图 7: 2015-2020 年钢材产品毛利率变化情况 (%) .....	7
图 8: 2016-2020 年公司主营产品营收占比情况 .....	8
图 9: 2015-2020 年公司不锈钢、普通钢材产量情况 (万吨) .....	9
图 10: 2014 年-2020 年公司分产品产能利用率情况 .....	9
图 11: 2014-2020 年 E 公司产能利用率与行业对比 .....	9
图 12: 2016-2021 年 Q1E 吨钢净利润水平 (元) .....	9
图 13: 2015-2020 年公司在建工程情况 .....	10
图 14: 2015-2020 年公司研发费用情况 .....	10
图 15: 2019 年至今硅钢价格走势 .....	11
图 16: 2011-2020 年全国电工钢产量情况 (万吨) .....	11
图 17: 2016-2021 年前三个月电网基建投资情况 .....	12
图 18: 2015-2021 前 3 个月新能源汽车产量变化情况 (%) .....	12
图 19: 独立焦化企业吨焦平均盈利 (元) .....	12
图 20: 2015-2019 年公司与宝钢股份人均产钢量变化情况 (吨) .....	14
图 21: 2019-2021Q1 不锈钢绝对价格指数 (元/吨) .....	14
图 22: 2019-2021Q1 中钢协板材价格指数 .....	14

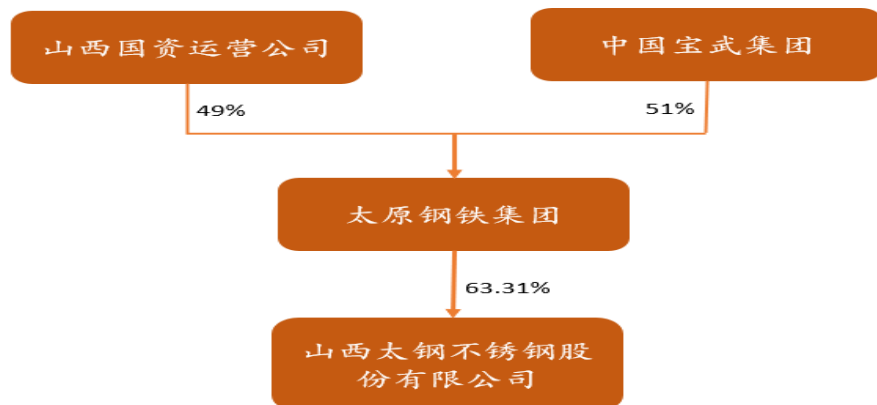
表 1: 不锈钢产品分类及用途 .....	5
表 2: 碳钢产品分类及用途 .....	5
表 3: 公司主要钢总产销量及库存情况 (单位: 万吨) .....	8
表 4: 太钢集团三大矿山情况 .....	12
表 5: 2020 年-2023 年公司不锈钢产能产能变化情况 (万吨) .....	13
表 6: 2015-2019 年公司与宝钢股份人均产钢量变化情况 .....	13
表 7: 2021-2023 年盈利预测 .....	15
表 8: 可比公司估值情况 .....	15
表附录: 三大报表预测值 .....	16

## 1. 公司整体并入中国宝武集团

山西太钢不锈股份有限公司是太原钢铁集团有限公司 1998 年重组不锈钢经营性资产后募集设立的股份有限公司。2006 年太钢不锈完成对太钢集团钢铁主业资产的收购，拥有完整的钢铁生产技术装备及配套设施。经过多年发展，太钢不锈已成为全球不锈钢行业领军企业。太钢不锈与全球 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。太钢不锈将加快建设全球最具竞争力的不锈钢企业，使以不锈钢为主的品种、质量、成本、研发、节能、环保、效率、服务等各项指标达到国际一流水平。除不锈钢之外，公司普碳钢产量占比较大，近年来更是开发出高端硅钢产品，并在市场上占据重要地位。

2020 年 8 月 21 日，持有公司控股股东太原钢铁（集团）有限公司 100% 股权的山西省国有资本运营有限公司，与由国务院国有资产监督管理委员会控股的中国宝武钢铁集团有限公司签署《山西省国有资本运营有限公司 中国宝武钢铁集团有限公司关于太原钢铁（集团）有限公司股权无偿划转协议》。此后，中国宝武持有太钢集团 51% 股权，成为太钢集团控股股东，并通过太钢集团间接控制公司 63.31% 的股份，实现对公司的控制，公司实际控制人由山西省国资委变更为国务院国资委；山西省国资委通过山西国资运营公司持有太钢集团股权的比例由 100% 降至 49%。公司直接控股股东保持不变，仍为太钢集团，太钢集团仍持有公司 63.31% 的股份。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.1. 公司具有高端不锈钢及优质碳钢生产能力

公司拥有完整的钢铁生产工艺流程及相关配套设施，主要从事不锈钢及其它钢材、钢坯、钢锭、黑色金属、铁合金、金属制品的生产、销售，钢铁生产所需原辅材料的国内贸易和进出口等业务。太钢不锈拥有 800 多项以不锈钢为主的核心技术，多项不锈钢技术开发与创新成果获国家科技进步奖，“太钢牌”不锈钢材获“中国名牌产品”和“中国不锈钢最具影响力第一品牌”称号。

太钢不锈主要产品有不锈钢、冷轧硅钢、碳钢热轧卷板、火车轮轴钢、合金模具钢、军工钢等。不锈钢、不锈钢复合板、高牌号冷轧硅钢、电磁纯铁、高强度汽车大梁钢、火车轮轴钢、花纹板、焊瓶钢市场占有率国内第一。不锈钢等重点产品进入石油、石化、铁道、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。

**表 1：不锈钢产品分类及用途**

不锈钢产品	钢种	用途
热轧中板	0Cr13 系、0Cr13A1 系、1Cr13 系、2Cr13 系、3Cr13 系、1Cr11MoV、316 系、316Ti 系、321 系、304 系、304L 系	餐具、刀刃、机械零件、螺栓和螺母、锅炉、环保设备、石化行业高温硫腐蚀设备制造、紧固件、阀门、叶片、强硬度要求高的结构件、汽轮机、石油石化、压力容器、交通运输、电力行业、
热轧开平板	1Cr13 系、2Cr13 系、430 系、304 系、304L 系、316 系、319Ti 系、321 系	餐具、刀刃、机械零件、螺栓和螺母、建筑、重油燃烧器部件、石油石化、压力容器、交通运输、金属制品、机械制造、焊管、电力行业
锻材	304 系、321 系、316 系、Cr13 系	深冲型部件和输酸管道、容器；较高韧性、受冲击负荷、具有不锈性、承受高应力负荷零件
轧制棒材	304 系、321 系、316 系、Cr13 系	深冲型部件和输酸管道、容器；较高韧性、受冲击负荷、具有不锈性、承受高应力负荷零件
线材	1Cr13 系、2Cr13 系、430 系、304 系、304L 系、316Y、401L 等	不锈钢丝、弹簧丝、不锈钢医疗器械、高负荷零件、不锈钢焊条等。
管坯	奥氏体不锈钢、马氏体不锈钢	制造奥氏体不锈钢无缝钢管、汽油井中耐 CO2 腐蚀的无缝钢管
初轧商品坯	Cr13 系	塑料模具行业
热轧卷板	304 系、316 系、316Ti 系、321 系、301 系、430 系、Cr13 系、409 系等	制造深冲型部件和输酸管道、容器、石油石化、交通运输、机械制造、装饰、焊管、家庭用具、汽车排气管、冷藏集装箱等
冷轧卷板	304 系、316 系、316Ti 系、321 系、301 系、430 系、Cr13 系、409 系、造币钢等	制造深冲型部件和输酸管道、容器、石油石化、交通运输、机械制造、装饰、焊管、家庭用具、汽车排气管、冷藏集装箱、硬币生产等

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**表 2：碳钢产品分类及用途**

碳钢类别	钢类	用途
碳钢卷板	普碳钢、优碳钢、低合金、耐候钢、气瓶钢、耐大气腐蚀钢、汽车结构钢、汽车轴管钢、管线钢、船板、容器钢、工程结构钢、水泥搅拌罐专用钢等	结构用钢、冷成型用热轧钢带、铁道车辆、集装箱、卡车制造、石油天然气输送焊管、造船、电力 通讯 农业机械用镀锌结构件、桥梁结构件等
碳钢中板	低合金、优碳中板、合结中板、无磁中板、船板、压力容器用板、塑料模具钢等	结构用钢、焊接结构重载部件用钢、推土机用热轧钢板、锅炉用钢
碳钢冷板	优碳钢薄板、普碳薄钢板、包装用钢板、无取向冷轧硅钢带	结构用钢、包装箱用钢板、电机 压缩机的电芯

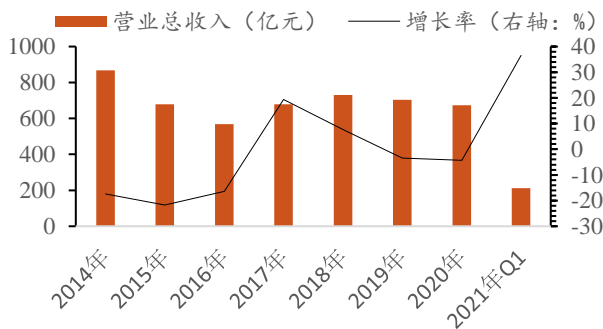
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 1.2. 主要财务指标

公司今年来产量年度小幅增长,整体保持稳定在1100万吨左右粗钢产量,营业收入整体稳定,随市场钢材价格有所调整。根据公司2021年一季报,公司2021年Q1实现营业总收入212.82亿元,同比增加36.55%。在公司产量整体保持平稳的情况下,2021年以来的钢材价格上涨,有望带动公司全年营业收入的大幅提高。

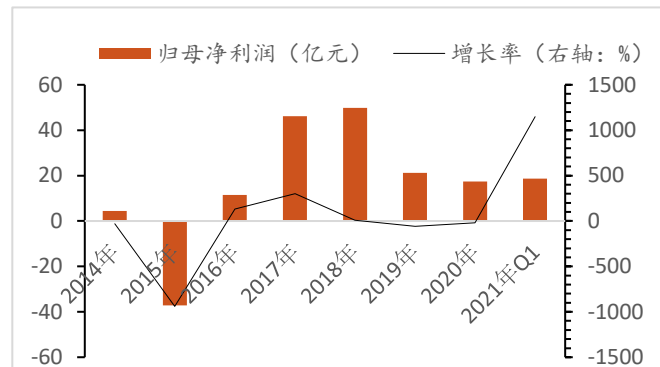
归母净利润近年来波动较大。2019-2020年利润平稳。根据公司发布的2021年一季度报告,公司2021年Q1实现归母净利润18.65亿元,实现大幅增长。我们认为,钢材价格在今年以来的大幅上涨增厚了利润空间,另外一方面,公司的自备矿山及焦炭的高自供比例在原材料同步上涨的阶段稳定了公司业绩。

图 2: 2014 年-2021 年 Q1 公司营业总收入变化情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

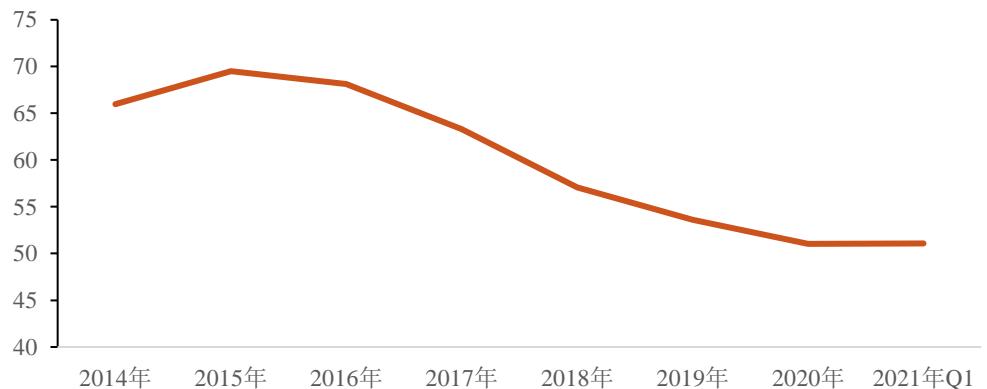
图 3: 2014-2021 年 Q1 公司归母净利润变化情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

资产负债率方面,公司自2015年达到近年来的高点后,去杠杆工作持续推进,截至2021Q1,公司资产负债率51.09%,达到行业合理水平。

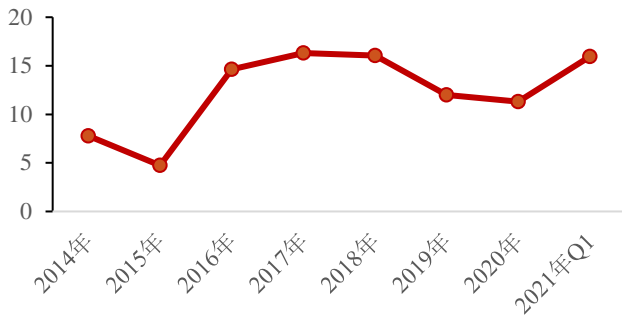
图 4: 2014-2021Q1 资产负债率变化情况 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

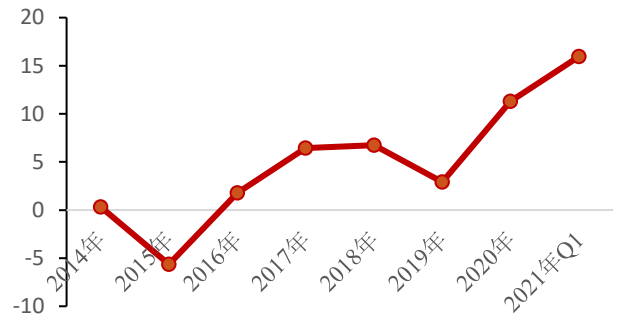
销售利润率方面,公司两大类产品中,不锈钢产品在技术、品牌及规模上具有优势,在市场中起到稳定剂左右,相对于普碳钢来讲,弹性不足但更加稳定。而普碳钢产品,市场价格上涨带来的弹性更大,且公司资源充足,对于主要原材料铁矿石及焦炭上涨对冲能力更强。

图 5：2014 年-2021Q1 公司销售毛利率 (%)



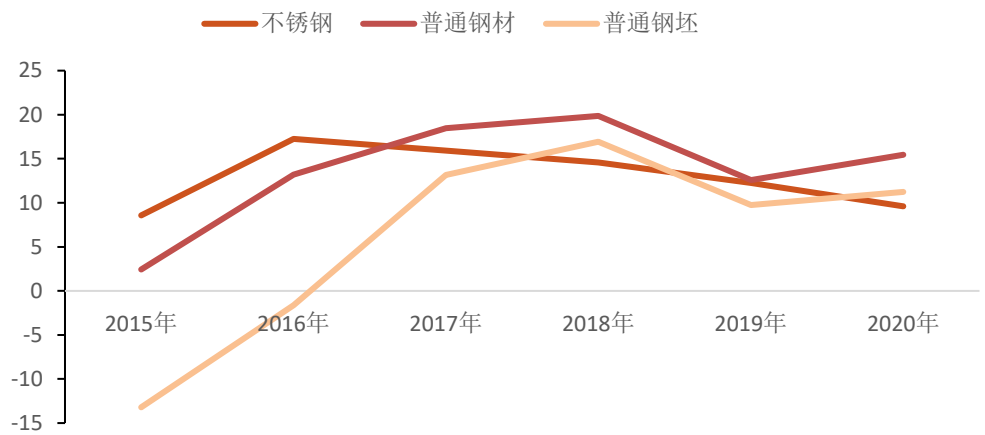
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 6：2014-2021Q1 公司销售净利率 (%)



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 7：2015-2020 年钢材产品毛利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

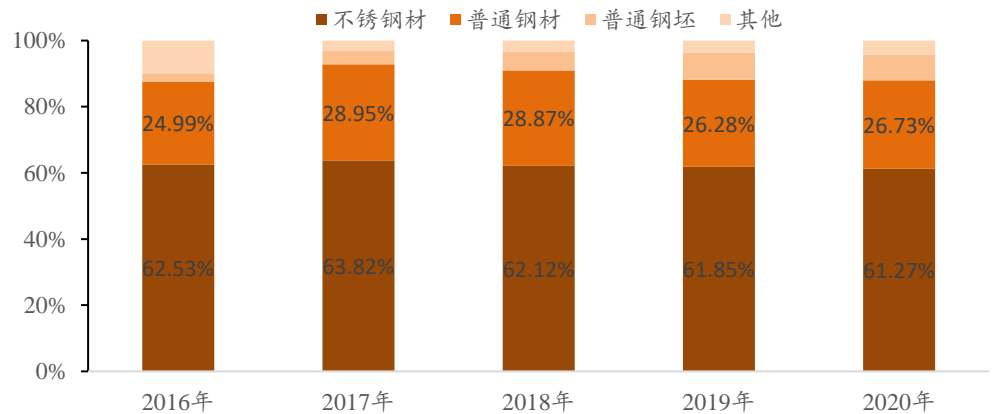


## 2. 不锈钢、碳钢双品种发展

### 2.1. 不锈钢龙头 快速发展碳钢品种

按照大类产品来分，公司钢材产品主要为不锈钢材、普通钢材及普通钢坯，其中普通钢材以工业用板材为主。不锈钢材占比维持在 60%水平，普通钢材占比 30%左右，之和在 90%左右。

图 8：2016-2020 公司主营产品营收占比情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

产量方面，公司不锈钢材及普通钢材产销量整体维持在 100%水平线上，企业库存保持较低位置。预计公司 2020 年有望实现不锈钢材产量突破 400 万吨，碳钢产量突破 600 万吨。

表 3：公司主要钢总产销量及库存情况（单位：万吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	
不锈钢	销售量	381	376	381	376	379
	生产量	378	375	381	376	378
	库存量	23	22	21	21	20
碳钢	销售量	584	599	624	636	608
	生产量	584	594	620	633	610
	库存量	12	9	5	2	4

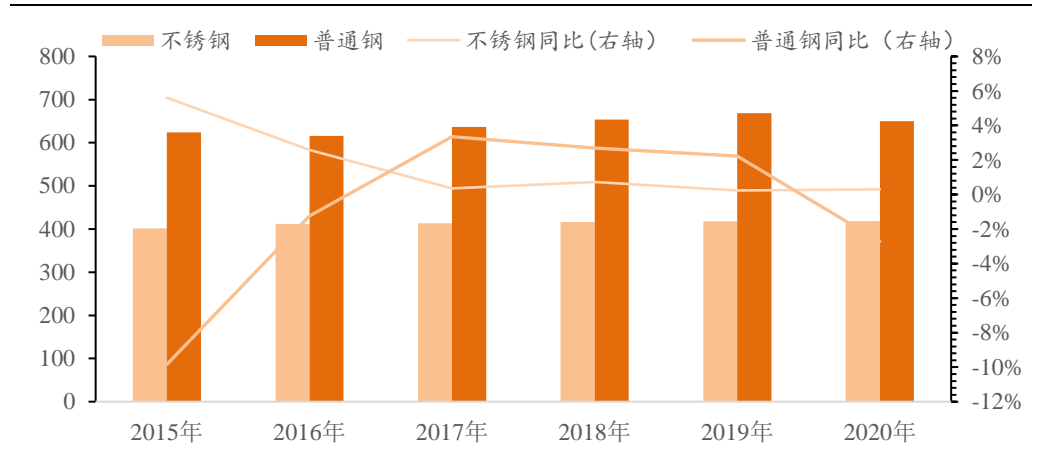
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 2.2. 吨钢盈利水平大幅提升

公司近年来先后实施了一系列技术改造，目前具备年产 1260 万吨钢，其中 450 万吨不锈钢的能力。产量来看，公司普通钢材及不锈钢产量稳步增长，截至 2020 年，公司生产粗钢 1068.86 万吨，其中生产不锈钢粗钢 418.84 万吨，普通钢材粗钢 650.02 万吨。随着市场行情转好，入驻宝武集团，公司生产效率有望得到提升。



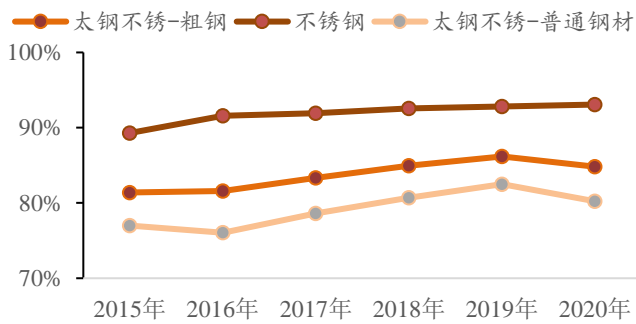
图 9：2015-2020 年公司不锈钢、普通钢材产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

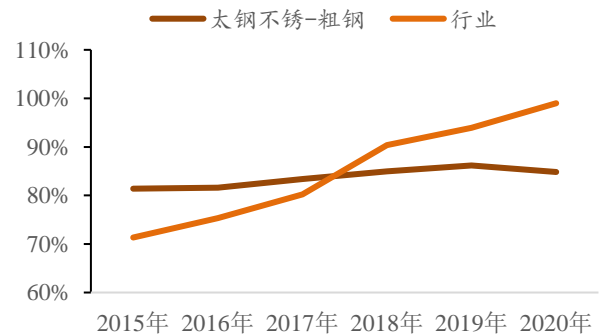
产能利用率角度来看，公司主要钢材产品产能利用率整体保持稳定。但截至 2020 年末看，公司产能使用情况较行业仍存在不足。随着入驻宝武集团后，生产效率有望得到提升，对比先进生产能力企业，未来具有较大提升空间。

图 10：2014 年-2020 年公司分产品产能利用率情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

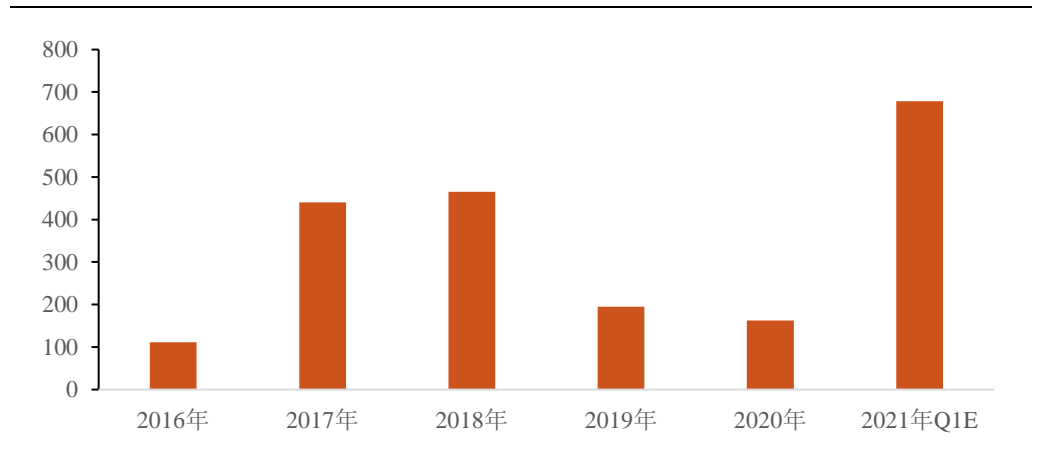
图 11：2014-2020 年 E 公司产能利用率与行业对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

2021 年一季度，公司预计归母净利润实现大幅增长。按照公司一季度归母净利润折算，公司 2021Q1 吨钢净利润创下 2016 年以来新高。一方面受益于钢铁产品市场价格走高。另一方面，公司电工钢产品一季度开始放量，也带来整体盈利能力的提升。同时，在原材料价格高企阶段，公司资源优势避免了钢材原材料价格上涨过程中吞噬企业利润空间。

图 12：2016-2021 年 Q1E 吨钢净利润水平（元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

### 3. 品种、成本、规模潜力，三大优势齐爆发

公司是以不锈钢、碳钢板带材为主的全流程企业，产能是1260万吨，其中不锈钢450万吨，普通碳钢材包括硅钢、管线钢、特种钢材等。拥有三条不锈钢冷轧生产线，三条硅钢生产线。不锈钢主要生产300系和400系，是全球单体最大的不锈钢生产线。

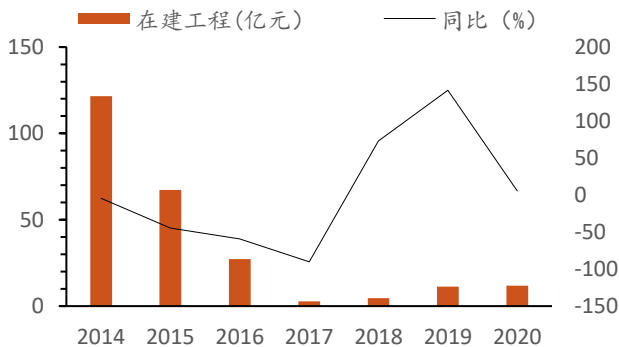
资源优势充足：铁矿石100%是集团的三座铁矿山供应，铁精粉产量1300万吨，上市公司铁矿资源从集团采购，参照青岛港到港价打85折结算。焦炭产量300万吨，和高炉匹配度高，自供量90%左右。

宝武集团入驻，管理效率和外延并购值得期待：作为宝武不锈钢板块平台公司，未来更专注不锈钢领域发展。在提高生产效率、管理模式，采购-销售-生产环节当中的自动化程度应用、财务管理、技术中心产品开发将有较大提高。未来有望通过国内并购+海外参股建厂等形式，实现2021年-2023年不锈钢产能1500万吨，外延并购值得期待。

#### 3.1. 产品结构不断优化，向更高端金属材料方向发展

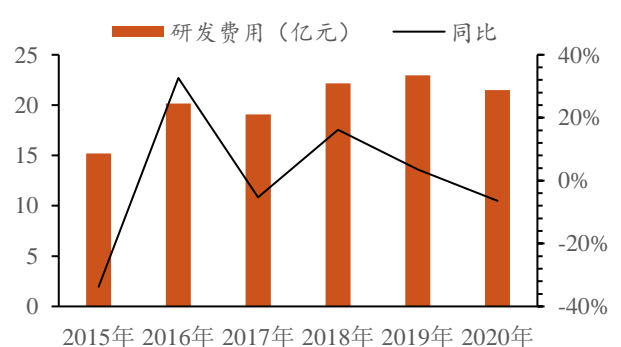
近年来先后实施了一系列技术改造，具备年产1260万吨钢（其中450万吨不锈钢）的能力，实现了技术装备大型化、现代化、集约化，具有生产流程短、效率高、质量优、成本低、节能环保等优势。公司硅钢冷连轧、不锈钢冷连轧、高速铁路用钢技术改造等重点项目达产达效、稳定运行，装备水平持续提升。公司加快推进中板机组智能化升级改造、高端冷轧取向硅钢项目、不锈钢棒线材升级改造项目等，对产线进一步填平补齐，实现全流程装备最优。

图 13：2015-2020 年公司在建工程情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 14：2015-2020 年公司研发费用情况



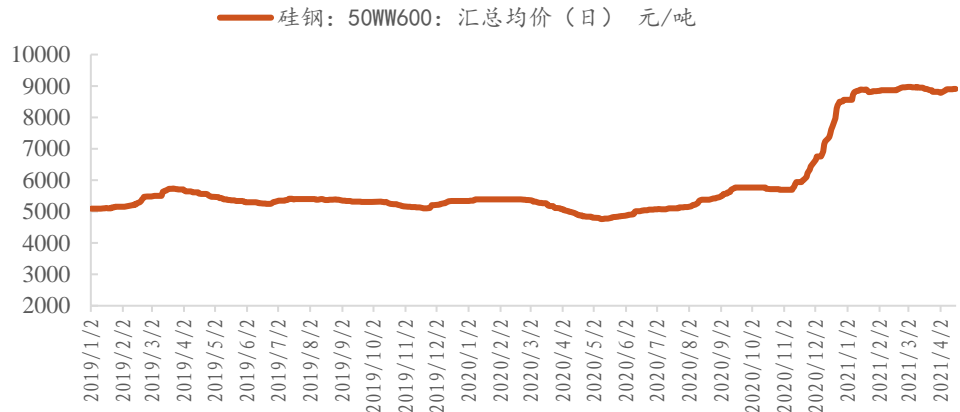
资料来源：wind，浙商证券研究所

公司拥有完整的科技创新体系和一流的科技人才队伍，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，被认定为“国家技术创新示范企业”和“国家高新技术企业”，形成以不锈钢为核心的核心技术800多项，其中120项自有知识产权技术处于国际领先水平。在国家企业技术中心2018-2019年评价中，公司技术中心排名第十位，居冶金行业和山西省第一位。公司形成了以不锈钢、冷轧硅钢、高强韧系列钢材为主的高效节能长寿型产品集群，不锈钢产品实现了品种规格全覆盖，囊括了板、管、型、线、带和超薄、超宽、超厚等极限规格，极具品种特色和品牌影响力，16个产品国内市场独有，21个产品国内市场占有率第一，30多个品种成功替代进口。

2019年11月18日，山西省转型升级重点项目——太钢高端冷轧取向硅钢项目举行开工仪式。高端冷轧取向硅钢作为具有高附加值的钢铁产品，主要用于制作变压器和大型发电机铁芯，是电力工业发展最为重要的功能材料之一。太钢是国内最早研发、生产制造硅钢片的钢铁企业，经过多年的研究、开发和积累，已完全掌握了代表当今世界取向硅钢最高

技术水平的低温加热生产高磁感取向硅钢的工艺技术，是世界上仅有的极少数掌握该技术的企业。由于原有产线制约，仅能生产少量产品，不能满足市场和用户需求，一定程度上制约了产品的市场竞争力。目前该项目已实现投产，目前实现年产120万吨左右硅钢产品。随着硅钢下游需求的快速增长及公司产品的进一步升级，公司硅钢产品将表现出“高盈利+高增长”的态势。

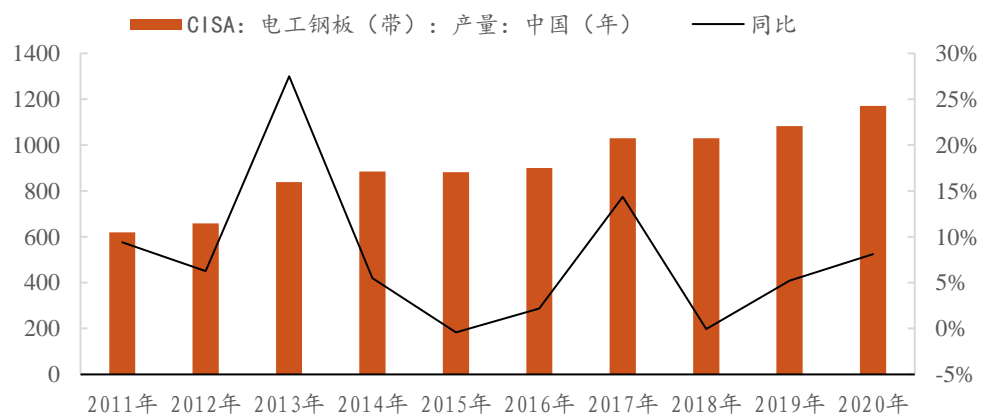
图 15：2019 年至今硅钢价格走势



资料来源：MySteel，浙商证券研究所

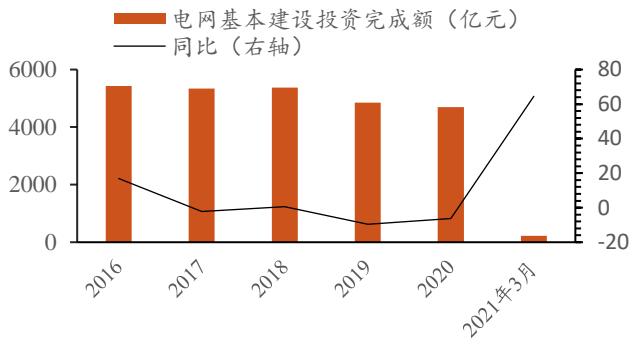
公司硅钢产品主要由取向硅钢及无取向硅钢产品构成。其中，取向硅钢主要应用在变压器、电机中电芯；取向硅钢主要应用在新能源汽车领域。我们认为，该领域下游需求强劲，首先新能源汽车保持高速增长，相关领域均表现较高增速。另外，在环保升级的大背景下，各行业均逐步提升能耗标准的提升。电工钢下游行业面临高增长及存量市场升级需求，持续性及力度均保持强劲状态。而行业供给端虽然仍保持增长，但由于电工钢产品对生产技术要求高，产量释放缓慢。另外，在电工钢供给格局中存在明显分化状态，即现金的技术及高牌号产品集中在头部企业中，而其余企业电工钢产品仍以低端产品为主。后续随着对产品要求的持续升级，供给未来获奖面临落后产品淘汰及高端产品放量缓慢的局面。随着下游维持持续增长，电工钢产品将维持较高价位运行。

图 16：2011-2020 年全国电工钢产量情况 (万吨)



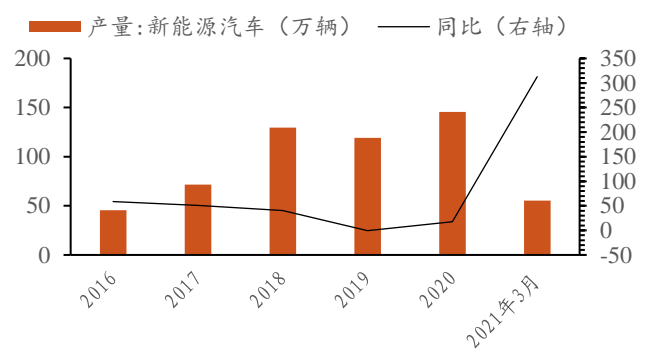
资料来源：MySteel，浙商证券研究所

图 17: 2016-2021 年前三个月电网基建投资情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 18: 2015-2021 前 3 个月新能源汽车产量变化情况 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

今年随着公司 60 万吨取向硅钢产线达产, 进一步占领高端新能源市场, 准确切入高增长下游行业, 助力公司持续高盈利。

### 3.2. 山西资源丰富, 公司成本优势明显

公司地处中国最大的能源基地, 与山西焦煤集团建立战略合作关系, 可获得稳定、低成本的煤炭资源; 在铁矿资源获取方面, 太钢集团的尖山铁矿、峨口铁矿及袁家村铁矿可为公司钢铁生产提供可靠、稳定的资源保障。其中, 袁家村铁矿具有储量大、品位高、产量大的特点。另外在镍、铬、煤炭等资源方面太钢集团均有投资与合作, 这些项目可极大改善公司战略资源的供应能力, 未来随着有望进一步扩大自给能力, 将在稳定生产及抵御周期性价格波动方面为公司后续经营提供支撑。

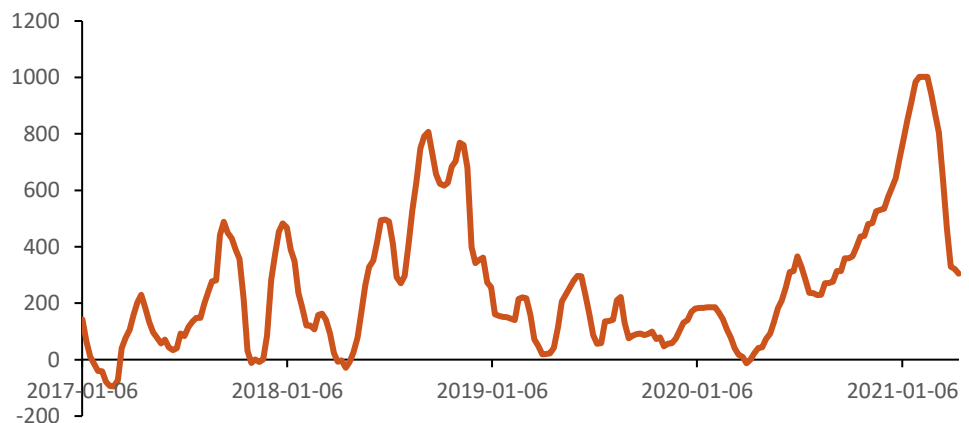
表 4: 太钢集团三大矿山情况

集团三大矿山	探明储量	矿石地质品位	铁精粉品位	矿石产量	铁精粉产量
袁家村铁矿	12.5 亿吨	32.05%	66.95%	2200 万吨/年	741.8 万吨/年
峨口铁矿	2.6 亿吨	29%		750 万吨/年	220 万吨/年
尖山铁矿	1.38 亿吨			1000 万吨/年	380 万吨/年

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

焦炭方面, 公司自给率也处于行业领先。目前独立焦化厂吨焦盈利 305 元, 按照吨钢消耗 0.5 吨焦炭算, 高焦炭自给率吨钢节省成本在 150 元左右。

图 19: 独立焦化企业吨焦平均盈利 (元)



资料来源: MySteel, 浙商证券研究所

### 3.3. 并入宝武集团，外延并购及生产效率提升值得期待

在太钢加入中国宝武、宝钢德盛和宁波宝新加入太钢的新形势下，太钢集团党委书记高祥明代表太钢党委常委会作了题为《担当新使命，奋进新征程，全力打造全球不锈钢业引领者》的工作报告。

报告支出了太钢集团 2021 年和“十四五”的主要奋斗目标：2021 年产钢 1505 万吨，其中不锈钢 640 万吨，实现营业收入 1080 亿元，利润总额 45 亿元，到 2023 年末，钢铁产业规模力争达到 2000 万吨，其中不锈钢 1500 万吨，营业收入 1500 亿元以上，利润总额 66 亿元；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，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，多元板块力争成为本区域、本行业头部企业，太钢整体实现两千亿级营业收入、百亿级利润。

目前，宝武集团旗下不锈钢产能情况分别为太钢集团、宝钢德盛及宝钢特钢，具备不锈钢产能分别为 450 万吨、200 万吨、30 万吨。其中，宝钢德盛 2019 年 7 月确定规划，拟通过产能转移、技术改造等方式，在罗源湾建设年产 500 万~600 万吨精品不锈钢绿色产业基地项目，第一步为力争在 2021 年达到 350 万吨的年产能，第二步为再经过三到四年，达到 500 万~600 万吨的年产能。因此测算，太钢集团要达成在 2023 年实现 1500 万吨，目前自身（450 万吨）及宝武旗下不锈钢产能（630 万吨），合计不锈钢产能达到 1080 万吨。其余空缺公司或将通过外延并购来实现 1500 万吨产能目标。

**表 5：2020 年-2023 年公司不锈钢产能变化情况（万吨）**

公司名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
太钢集团	450	450	450	450
宝钢德盛	200	350	500	600
宝钢特钢	30	30	30	30
合计	680	830	980	1080

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

除了不锈钢产能在未来 3-5 年内有望实现增长外，公司入驻宝武集团将会对企业内部生产管理方面起到积极作用。宝武集团将大力支持太钢集团，为后者提供先进的炼钢、轧钢，智能制造，工业机器人，大采购平台，大销售平台等。我们认为，公司入驻宝武将会起到明显互补作用，太钢在不锈钢研发，生产等领域具有一定优势，而宝武集团在生产管理、智能制造等领域具有先进经验。两者结合将最大程度发挥太钢在不锈钢领域的优势。梳理 2015 年-2019 年太钢不锈钢与宝钢股份的人均产钢量可以看出，太钢目前较宝钢股份在人均产钢量上仍存有差距，未来公司有望在存量产能不变的情况下，充分发挥自身潜能而实现产量增长。

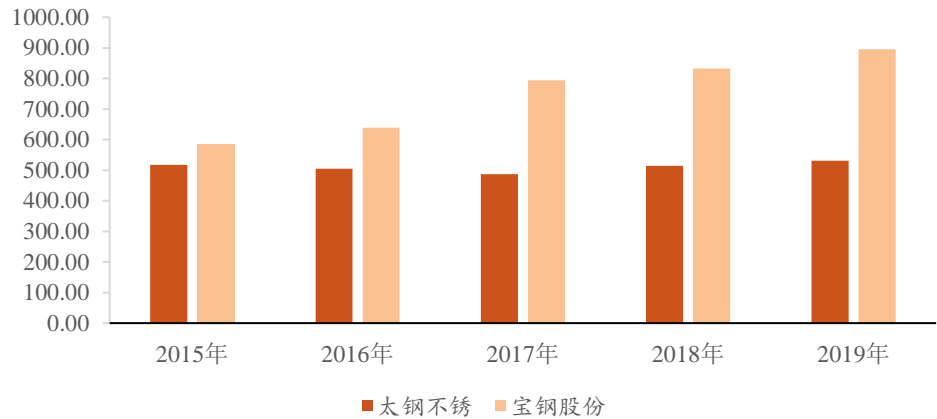
**表 6：2015-2019 年公司与宝钢股份人均产钢量变化情况**

	太钢不锈钢			宝钢股份		
	钢材产量 (万吨)	总在职员 工数	人均产钢量 (吨/人)	钢材产量 (万吨)	总在职员 工数	人均产钢量 (吨/人)
2015 年	962.13	18,606	517.11	2230	38,089	585.47
2016 年	962.37	19,080	504.39	2374	37,183	638.46
2017 年	968.85	19,901	486.83	4538	57,154	794.00
2018 年	1000.41	19,468	513.87	4675	56,158	832.47
2019 年	1008.97	18,985	531.46	4687	52,323	895.78

资料来源：公司公告，浙商证券研究所



图 20：2015-2019 年公司与宝钢股份人均产钢量变化情况（吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 4. 盈利预测

不考虑未来公司有不锈钢注入带来的业绩增加。根据截至目前一季度钢材价格走势，根据 MySteel 不锈钢绝对价格指数看，2021Q1 不锈钢市场价格指数较去年下半年增长 8.17%；根据中钢协公布的板材综合价格指数看，板材价格在 2021Q1 较去年下半年增长 18.53%；Mysteel 公布的唐山地区钢坯价格看，2021Q1 较去年下半年增幅 21.07%。

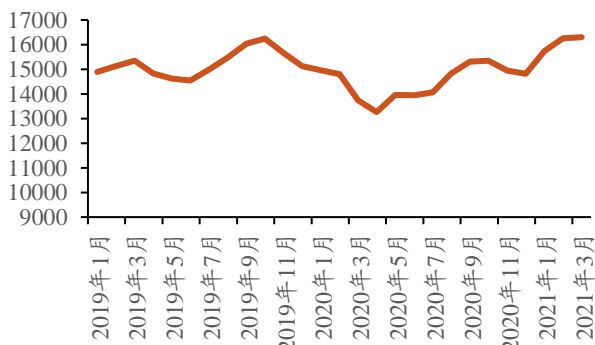
核心假设：

钢铁行业 2 季度开始供给端或将受政策影响开始压缩，在需求保持旺盛情况下，钢材价格保持高位运行，一季度以来的利润空间存在支撑，且有进一步上行空间；预计普碳钢才价格 2021-2023 年均价有望恢复至 1.09 万元、1.10 万元、1.12 万元。普碳钢价格在今年出现大幅增长后，后期将维持高位运行，预计 2021-2023 年售价在 5000 元左右。

公司 2021 年开始高端取向硅钢开始放量，利润空间大，带动整体普碳钢材毛利率大幅提升；另外，随着宝武现金管理经验带动效率提升，公司不锈钢产能利用率维持在 94% 左右，普碳钢产能利用率提升空间较大，2021 年-2023 年分别提升至 85%、86%、90%。

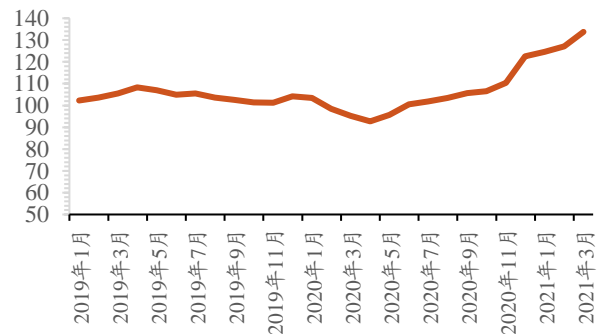
上游原材料仍保持高位运行，但由于我国产量未来有压减空间，铁矿石等需求走弱，成本端进一步抬升空间有限，预计 2021 年-2023 年上游原材料价格中枢小幅下行。

图 21：2019-2021Q1 不锈钢绝对价格指数（元/吨）



资料来源：Mysteel，浙商证券研究所

图 22：2019-2021Q1 中钢协板材价格指数



资料来源：Mysteel，浙商证券研究所

**表 7：2021-2023 年盈利预测**

		2019 年	2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
产能利用率	不锈钢	92.80%	93.08%	94.00%	94.00%	94.00%
	碳钢	82.50%	80.25%	85.19%	86.00%	90.00%
产量(万吨)	不锈钢	416.62	418.84	423.00	423.00	423.00
	碳钢	668.28	650.02	690.00	696.60	729.00
	合计	1084.90	1068.86	1113.00	1119.60	1152.00
价格增速	不锈钢	-2.49%	-4.88%	11.00%	1.00%	1.00%
	碳钢	-7.23%	-1.37%	38.00%	1.00%	1.00%
单吨售价(元)	不锈钢	10454.49	9862.32	10947.17	11056.64	11167.21
	碳钢	3627.50	3573.56	4931.52	4980.83	5030.64
营收(百万元)	不锈钢	43555.50	41307.33	46306.54	46769.60	47237.30
	碳钢	24241.89	23228.87	34027.46	34696.47	36673.36
单吨成本(元)	不锈钢	9173.09	8916.52	9719.01	9913.39	10111.65
	碳钢	3195.20	3054.86	3558.92	3630.10	3702.70
成本(百万元)	不锈钢	38216.92	37345.95	41111.40	41933.62	42772.30
	碳钢	21352.88	19857.23	24556.53	25287.24	26992.66

资料来源：wind，浙商证券研究所。备注：碳钢预测数据为钢坯+普通钢材

因此，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 845.98 亿元、868.57 亿元、884.96 亿元，归母净利润 82.46 亿元、83.56 亿元、84.78 亿元，对应 PE 分别为 4.09 倍、4.04 倍、3.98 倍。综合来看，给予公司 8 倍 PE，对应目标价 11.6 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 8：可比公司估值情况**

证券代码	证券名称	市值(4月23日)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600019.SH	宝钢股份	1924	0.75	0.80		11.55	10.79	
000932.SZ	华菱钢铁	555	1.34	1.51	1.54	6.74	6.00	5.87
600282.SH	南钢股份	274	0.55	0.63	0.87	8.04	7.06	5.14
	可比公司平均		0.88	0.98	1.21	8.78	7.95	5.51
000825.SZ	太钢不锈	349	1.45	1.47	1.49	4.09	4.04	3.98

资料来源：wind，浙商证券研究所。备注，宝钢股份、南钢股份的 EPS 来自 wind 一致预期。

## 5. 风险提示

全球疫情继续蔓延，上游原材料价格大幅涨价，下游需求持续性不及预期，产业政策执行不及预期等。



**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	21559	38404	40470	52741
现金	9522	25309	27302	39577
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	929	1820	804	595
其它应收款	37	79	87	73
预付账款	276	280	331	325
存货	8839	9528	10102	10441
其他	1956	1388	1844	1730
<b>非流动资产</b>	46739	41388	36944	32520
金额资产类	0	85	28	38
长期投资	1795	1644	1689	1710
固定资产	42033	37214	32651	28229
无形资产	220	177	138	98
在建工程	1182	1189	1224	1169
其他	1509	1079	1215	1277
<b>资产总计</b>	68298	79791	77414	85261
<b>流动负债</b>	27572	31883	22188	22537
短期借款	10056	10000	981	980
应付款项	10553	13018	12936	13346
预收账款	0	1824	1584	1174
其他	6962	7041	6686	7036
<b>非流动负债</b>	7283	7144	7186	7204
长期借款	6811	6811	6811	6811
其他	472	333	375	393
<b>负债合计</b>	34855	39028	29373	29741
少数股东权益	531	488	449	411
归属母公司股东权	32913	40276	47592	55109
<b>负债和股东权益</b>	68298	79791	77414	85261
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	6886	12988	11157	11585
净利润	1709	8203	8317	8440
折旧摊销	3196	2647	2645	2644
财务费用	722	822	442	119
投资损失	(151)	(151)	(151)	(151)
营运资金变动	1389	1305	249	577
其它	20	162	(344)	(45)
<b>投资活动现金流</b>	(2314)	2456	2075	1980
资本支出	1466	2181	1896	1845
长期投资	(223)	100	7	(38)
其他	(3558)	175	172	173
<b>筹资活动现金流</b>	(4699)	342	(11239)	(1290)
短期借款	1868	(56)	(9020)	(0)
长期借款	(3231)	0	0	0
其他	(3336)	398	(2220)	(1290)
<b>现金净增加额</b>	(127)	15787	1993	12275

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	67419.39	84597.85	86857.17	88496.18
营业成本	59802.79	69117.08	71724.28	73441.29
营业税金及附加	277.55	414.75	382.31	395.90
营业费用	1659.04	1959.56	2046.57	2104.25
管理费用	605.50	732.72	766.18	773.56
研发费用	2148.16	2727.06	2783.70	2844.48
财务费用	722.39	822.08	441.93	119.37
资产减值损失	686.19	441.82	347.34	334.17
公允价值变动损益	(3.96)	(11.15)	(7.55)	(9.35)
投资净收益	150.99	150.99	150.99	150.99
其他经营收益	119.57	67.14	78.57	88.43
<b>营业利润</b>	1784.36	8589.76	8586.88	8713.22
营业外收支	(54.91)	(54.91)	(54.91)	(54.91)
<b>利润总额</b>	1729.45	8534.85	8531.96	8658.31
所得税	20.08	331.56	215.16	218.41
<b>净利润</b>	1709.37	8203.29	8316.81	8439.90
少数股东损益	(25.84)	(42.51)	(39.04)	(38.00)
<b>归属母公司净利润</b>	1735.21	8245.80	8355.85	8477.90
EBITDA	5693.95	11976.76	11611.75	11405.29
EPS (最新摊薄)	0.30	1.45	1.47	1.49
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	(4.26%)	25.48%	2.67%	1.89%
营业利润	(52.15%)	381.39%	(0.03%)	1.47%
归属母公司净利润	(53.08%)	375.20%	1.33%	1.46%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.30%	18.30%	17.42%	17.01%
净利率	2.54%	9.70%	9.58%	9.54%
ROE	5.28%	22.22%	18.82%	16.37%
ROIC	4.70%	14.52%	14.72%	12.80%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.03%	48.91%	37.94%	34.88%
净负债比率	55.40%	54.56%	39.41%	38.20%
流动比率	0.78	1.20	1.82	2.34
速动比率	0.46	0.91	1.37	1.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	1.14	1.11	1.09
应收帐款周转率	67.87	76.19	67.65	68.97
应付帐款周转率	12.67	13.67	12.89	12.93
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.30	1.45	1.47	1.49
每股经营现金	1.21	2.28	1.96	2.03
每股净资产	5.78	7.07	8.35	9.67
<b>估值比率</b>				
P/E	19.43	4.09	4.04	3.98
P/B	1.02	0.84	0.71	0.61
EV/EBITDA	5.48	2.54	1.61	0.54

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>