

太钢不锈 (000825.SZ) 买入 (维持评级)

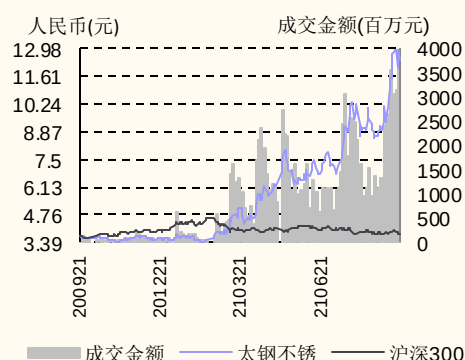
公司点评

市场价格 (人民币): 12.43 元

目标价格 (人民币): 16.90 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)	708.04
年内股价最高最低(元)	13.00/3.39
沪深 300 指数	4856
深证成指	14359



相关报告

- 1.《Q2 业绩符合预期, 继续等待并购逻辑落地-太钢不锈 2021 半年...》, 2021.8.22
- 2.《中报业绩优异, 等待并购逻辑验证-太钢不锈业绩点评》, 2021.7.1
- 3.《Q1 业绩大超预期, 兼具低估+成长逻辑-太钢不锈业绩点评》, 2021.4.11
- 4.《宝武入主, 打造不锈钢旗舰平台-太钢不锈深度报告》, 2021.3.25

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

太钢“量、价、成本”逻辑再梳理

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	70,419	67,419	97,200	99,000	100,200
营业收入增长率	-3.46%	-4.26%	44.17%	1.85%	1.21%
归母净利润(百万元)	2,119	1,735	12,055	12,360	12,554
归母净利润增长率	-57.43%	-18.11%	594.74%	2.53%	1.58%
摊薄每股收益(元)	0.372	0.305	2.116	2.170	2.204
每股经营性现金流净额	0.40	0.97	3.17	2.93	2.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.63%	5.27%	28.33%	23.57%	20.09%
P/E	11.00	11.85	5.87	5.73	5.64
P/B	0.73	0.62	1.66	1.35	1.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 1) 根据 Mysteel 9 月 16 日调研新闻, 江苏 2 家不锈钢钢厂限产在 30-50%; 广西钢厂限产 40%, 广西当地 6 家不锈钢厂实施限产要求, 在 9 月份排产计划的基础上, 再压减 20% 产量。2) 证券时报 9 月 18 日新闻, 江苏泰州当地企已启动限、停产相关工作包括中国不锈钢名镇戴南镇。

评论

- “价升”逻辑: 不锈钢&普钢价格双上涨。前期普钢盈利好。公司 700 万吨品种钢, 板材为主, 其中 120 万吨无取向硅钢等当前盈利能力出众。近期不锈钢价格更为强势, 期货价已超过 19 年上市来新高的 2 万元/吨大关, 核心在于不锈钢的限产+限电。不锈钢四大产地广西、广东、福建、江苏均为能耗红色预警, 加上山西 (山西降低能耗进度为橙色预警, 而总量控制目标为绿色), 上述 5 大产地占全国不锈钢总产量超 70%。“双限”若持续至年底, 测算 9-12 月不锈钢产量较前 8 月平均水平要下降 30%。
- 最核心的“量”增: 逻辑确定性增加。首先, 山西地区“双限”影响目前较小。其次, 钢厂已开启实质性减产, 未来限产或间歇性限产或将常态化, 有量增长逻辑公司实属难得。根据公司目标, 到 2023 年末, 不锈钢产能将从 450 万吨做到 1500 万吨, 对应国内市占率 40%; “十四五”末, 不锈钢规模 1800 万吨, 营收规模两千亿级, 利润水平百亿级。
- 成本优势逻辑: 原料保供能力强。普钢原料铁矿、焦炭方面, 集团对公司铁矿自供率 100%, 焦化自供率 90%。镍铁方面, 据中国宝武官网, 中国宝武太钢集团、淡水河谷印尼公司和鑫海科技将携手建设和运营位于印尼中苏拉威西省莫罗瓦利县的镍铁项目, 镍、铬资源自给率 30%以上、50%以上。

盈利预测&投资建议

- 考虑不锈钢价格已较年中上涨 30%, 且后续还有上涨空间, 而公司产量并未受到大影响。分别上调 21-23 年盈利预测 50%、49%、48%, 对应实现归母净利润 120 亿元、123 亿元、125 亿元, 对应 PE 分别为 5.8 倍、5.7 倍、5.6 倍。估值方面, 普钢股普遍 5-7 倍 PE, 稀有的量增逻辑给予溢价, 给予 21X8PE, 对应 960 亿市值, 目标价上调至 16.9 元, 维持“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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	72,946	70,419	67,419	97,200	99,000	100,200
增长率		-3.5%	-4.3%	44.2%	1.9%	1.2%
主营业务成本	-61,237	-61,970	-59,803	-75,949	-77,388	-78,372
%销售收入	83.9%	88.0%	88.7%	78.1%	78.2%	78.2%
毛利	11,710	8,449	7,617	21,251	21,612	21,828
%销售收入	16.1%	12.0%	11.3%	21.9%	21.8%	21.8%
营业税金及附加	-467	-295	-278	-399	-406	-411
%销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,602	-1,614	-1,659	-2,391	-2,435	-2,465
%销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-579	-587	-606	-875	-891	-902
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	-2,217	-2,296	-2,148	-3,101	-3,158	-3,196
%销售收入	3.0%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	6,844	3,657	2,926	14,486	14,722	14,854
%销售收入	9.4%	5.2%	4.3%	14.9%	14.9%	14.8%
财务费用	-1,099	-932	-722	-877	-855	-808
%销售收入	1.5%	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-558	790	686	300	350	350
公允价值变动收益	-12	-18	-4	0	0	0
投资收益	116	189	151	200	250	300
%税前利润	2.2%	8.8%	8.7%	1.4%	1.7%	2.0%
营业利润	5,324	2,150	1,784	14,209	14,567	14,796
营业利润率	7.3%	3.1%	2.6%	14.6%	14.7%	14.8%
营业外收支	11	8	-55	-50	-50	-50
税前利润	5,335	2,158	1,729	14,159	14,517	14,746
利润率	7.3%	3.1%	2.6%	14.6%	14.7%	14.7%
所得税	-425	-94	-20	-2,124	-2,178	-2,212
所得税率	8.0%	4.4%	1.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4,910	2,064	1,709	12,035	12,340	12,534
少数股东损益	-68	-55	-26	-20	-20	-20
归属于母公司的净利润	4,977	2,119	1,735	12,055	12,360	12,554
净利率	6.8%	3.0%	2.6%	12.4%	12.5%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,910	2,064	1,709	12,035	12,340	12,534
少数股东损益	-68	-55	-26	-20	-20	-20
非现金支出	4,068	2,543	2,510	2,891	2,989	3,137
非经营收益	813	840	748	957	913	801
营运资金变动	-581	-3,155	546	2,164	446	423
经营活动现金净流	9,210	2,292	5,513	18,048	16,688	16,896
资本开支	-600	-1,258	-2,312	-3,731	-3,655	-3,658
投资	0	0	0	-600	-600	-600
其他	-13	58	-2	200	250	300
投资活动现金净流	-613	-1,200	-2,314	-4,131	-4,005	-3,958
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-6,069	-1,560	-3,310	527	-1,250	-644
其他	-3,233	-1,095	-1,405	-3,555	-3,585	-3,562
筹资活动现金净流	-9,302	-2,655	-4,715	-3,027	-4,835	-4,206
现金净流量	-705	-1,562	-1,516	10,890	7,848	8,731

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	10,498	9,810	9,522	20,412	28,260	36,991
应收款项	3,831	3,127	2,890	4,787	5,011	5,209
存货	7,891	8,482	8,839	10,820	11,025	11,165
其他流动资产	165	547	309	392	408	423
流动资产	22,386	21,966	21,559	36,410	44,704	53,788
%总资产	31.2%	31.6%	31.6%	43.1%	47.5%	51.6%
长期投资	1,834	1,872	2,148	3,048	3,998	4,948
固定资产	46,734	44,686	43,220	43,636	43,903	44,023
%总资产	65.1%	64.3%	63.3%	51.6%	46.7%	42.2%
无形资产	262	244	222	217	215	217
非流动资产	49,438	47,582	46,739	48,165	49,381	50,451
%总资产	68.8%	68.4%	68.4%	56.9%	52.5%	48.4%
资产总计	71,823	69,548	68,298	84,575	94,085	104,240
短期借款	12,596	12,622	12,497	13,023	11,773	11,128
应付款项	14,076	11,840	11,605	14,932	15,215	15,408
其他流动负债	2,709	2,475	3,470	6,268	6,877	7,459
流动负债	29,380	26,936	27,572	34,223	33,865	33,996
长期贷款	11,410	10,042	6,811	6,811	6,811	6,811
其他长期负债	209	319	472	474	474	474
负债	40,999	37,296	34,855	41,508	41,150	41,281
普通股股东权益	30,463	31,944	32,913	42,557	52,444	62,488
其中：股本	5,696	5,696	5,696	5,696	5,696	5,696
未分配利润	14,994	16,543	17,709	27,353	37,241	47,284
少数股东权益	362	307	531	511	491	471
负债股东权益合计	71,823	69,548	68,298	84,575	94,085	104,240

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.874	0.372	0.305	2.116	2.170	2.204
每股净资产	5.348	5.608	5.778	7.471	9.207	10.970
每股经营现金净流	1.617	0.402	0.968	3.168	2.930	2.966
每股股利	0.243	0.100	0.100	0.423	0.434	0.441
回报率						
净资产收益率	16.34%	6.63%	5.27%	28.33%	23.57%	20.09%
总资产收益率	6.93%	3.05%	2.54%	14.25%	13.14%	12.04%
投入资本收益率	11.49%	6.37%	5.48%	19.57%	17.50%	15.61%
增长率						
主营业务收入增长率	7.61%	-3.46%	-4.26%	44.17%	1.85%	1.21%
EBIT增长率	4.41%	-46.57%	-19.98%	395.01%	1.63%	0.90%
净利润增长率	7.69%	-57.43%	-18.11%	594.74%	2.53%	1.58%
总资产增长率	-3.59%	-3.17%	-1.80%	23.83%	11.24%	10.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	6.0	5.4	5.0	5.5	6.0
存货周转天数	46.5	48.2	52.9	52.0	52.0	52.0
应付账款周转天数	36.5	29.5	28.8	31.0	31.0	31.0
固定资产周转天数	231.5	225.8	227.6	153.4	145.7	138.6
偿债能力						
净负债/股东权益	43.82%	39.85%	29.26%	-1.34%	-18.28%	-30.26%
EBIT利息保障倍数	6.2	3.9	4.1	16.5	17.2	18.4
资产负债率	57.08%	53.63%	51.03%	49.08%	43.74%	39.60%

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	1	1	3	6
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.67	1.40	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-25	买入	4.47	7.00 ~ 7.00
2	2021-04-11	买入	5.89	N/A
3	2021-07-01	买入	7.49	N/A
4	2021-08-22	买入	8.63	N/A

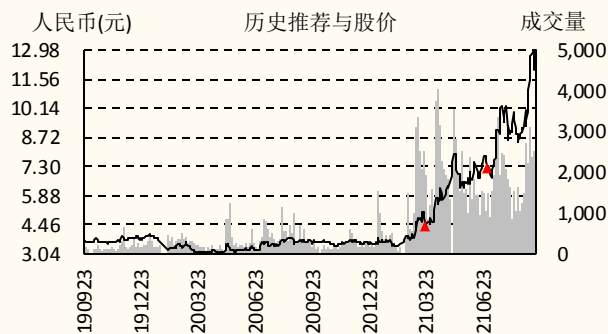
来源：国金证券研究所

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“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