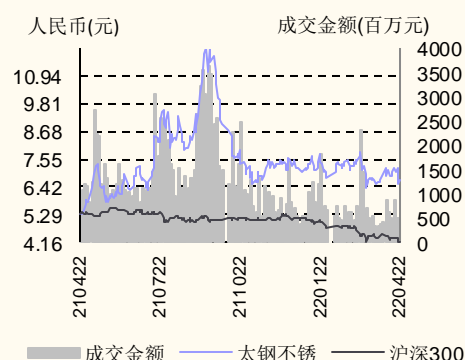


太钢不锈 (000825.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 6.69 元

Q1 环比大幅改善**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)	381.08
年内股价最高最低(元)	12.05/5.32
沪深 300 指数	4013
深证成指	11052

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	67,419	101,437	103,000	111,400	117,000
营业收入增长率	-4.26%	50.46%	1.54%	8.16%	5.03%
归母净利润(百万元)	1,735	6,310	8,413	10,073	11,026
归母净利润增长率	-18.11%	263.63%	33.33%	19.74%	9.45%
摊薄每股收益(元)	0.305	1.108	1.477	1.768	1.936
每股经营性现金流净额	1.21	2.77	1.22	2.45	2.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.27%	17.99%	20.97%	21.82%	20.89%
P/E	11.85	6.36	4.53	3.78	3.46
P/B	0.62	1.14	0.95	0.83	0.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 4 月 22 日晚发布 2021 年报和 2022 年一季报, 2021 年实现营收 1014.37 亿元, 同比增长 50.46%; 实现归母净利润 63.1 亿元, 同比增长 263.63%; 实现 EPS 为 1.108 元。2022 年一季度公司实现营收 232.04 亿元, 同比增长 9.03%; 实现归母净利润 12.72 亿元, 同比减少 31.80%; 实现 EPS 为 0.223 元。

评论

- **Q1 环比大幅改善。**21 年公司计提各项资产减值准备 17.68 亿元, 导致 Q4 业绩不及预期, Q1 公司归母净利润环比扭亏, 钢铁盈利改善, Q1 综合毛利率 10.46%, 环比增加 7.37pcts, 同比下降 5.49pcts, Q2 基建、地产稳增长需求回暖, 公司钢铁业绩有望逐步回升。21 年公司钢材销量 1208.26 万吨, 其中不锈钢 414.32 万吨, 同比增长 9.38%, 销售均价同比增长 26.8%。22 年公司计划产钢 1269 万吨, 其中不锈钢 450 万吨。
- **并购鑫海扩张产能, “量增”逻辑确定性强。**公司为国内不锈钢龙头企业, 增资控股 51%鑫海实业后将增加 100 万吨不锈钢权益产能。公司提出到 2023 年末, 不锈钢产能提升至 1500 万吨, 实现三年翻两番, 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; “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。
- **集团原料保供, 成本优势显著。**集团具备 1300 万吨铁精粉能力, 成本 60-70 美金/吨, 对应公司铁矿自供率 100%, 焦化自供率 90%。太钢集团、淡水河谷印尼和鑫海科技将携手建设和运营位于印尼莫罗瓦利县的镍铁项目, 镍、铬资源自给率 30%以上、50%以上。RKEF+AOD “新型一体化法”工艺成本降低至少千元以上, 采用新工艺公司单吨盈利能力有望持续提升。

盈利预测&投资建议

- 考虑到鑫海实业到 23 年新增产能才开始逐步释放, 下调公司 22-23 年归母净利润 6%、20%, 预计 22-24 年公司归母净利润分别为 84.13 亿元、100.73 亿元、110.26 亿元, 对应 EPS 分别为 1.48 元、1.77 元、1.94 元, 对应 PE 分别为 5 倍、4 倍、3 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 钢产品价格波动风险; 控产量导致产量下降; 并购及海外布局不达预期。

相关报告

1. 《完成不锈钢并购扩张第一步-太钢不锈点评》, 2022.4.18
2. 《太钢“量、价、成本”逻辑再梳理-太钢不锈公司点评》, 2021.9.21
3. 《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
4. 《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

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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	70,419	67,419	101,437	103,000	111,400	117,000
增长率		-4.3%	50.5%	1.5%	8.2%	5.0%
主营业务成本	-61,970	-59,803	-87,881	-88,810	-95,047	-98,988
%销售收入	88.0%	88.7%	86.6%	86.2%	85.3%	84.6%
毛利	8,449	7,617	13,556	14,190	16,353	18,012
%销售收入	12.0%	11.3%	13.4%	13.8%	14.7%	15.4%
营业税金及附加	-295	-278	-488	-495	-535	-562
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,614	-1,659	-233	-237	-256	-269
%销售收入	2.3%	2.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-587	-606	-647	-657	-711	-746
%销售收入	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
研发费用	-2,296	-2,148	-3,362	-3,414	-3,692	-3,878
%销售收入	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	3,657	2,926	8,826	9,387	11,159	12,557
%销售收入	5.2%	4.3%	8.7%	9.1%	10.0%	10.7%
财务费用	-932	-722	-376	-368	-320	-674
%销售收入	1.3%	1.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-18	-4	0	0	0	0
投资收益	189	151	160	150	150	150
%税前利润	8.8%	8.7%	2.3%	1.6%	1.4%	1.2%
营业利润	2,150	1,784	6,899	9,219	11,039	12,082
营业利润率	3.1%	2.6%	6.8%	9.0%	9.9%	10.3%
营业外收支	8	-55	-52	0	0	0
税前利润	2,158	1,729	6,847	9,219	11,039	12,082
利润率	3.1%	2.6%	6.8%	9.0%	9.9%	10.3%
所得税	-94	-20	-599	-806	-965	-1,057
所得税率	4.4%	1.2%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
净利润	2,064	1,709	6,248	8,413	10,073	11,026
少数股东损益	-55	-26	-61	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,119	1,735	6,310	8,413	10,073	11,026
净利率	3.0%	2.6%	6.2%	8.2%	9.0%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,064	1,709	6,248	8,413	10,073	11,026
少数股东损益	-55	-26	-61	0	0	0
非现金支出	4,122	3,882	5,109	3,121	3,218	3,326
非经营收益	840	748	330	428	476	492
营运资金变动	-3,155	546	4,080	-5,039	204	121
经营活动现金净流	3,871	6,886	15,767	6,922	13,971	14,965
资本开支	-1,258	-2,312	-2,682	-2,013	-2,100	-2,300
投资	0	0	-548	0	0	0
其他	58	-2	11	150	150	150
投资活动现金净流	-1,200	-2,314	-3,219	-1,863	-1,950	-2,150
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-1,560	-3,310	-7,682	516	297	185
其他	-1,088	-1,389	-5,414	-3,944	-4,656	-5,052
筹资活动现金净流	-2,648	-4,699	-13,096	-3,428	-4,358	-4,868
现金净流量	17	-144	-557	1,632	7,662	7,948

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,810	9,522	9,324	10,956	18,619	26,566
应收款项	3,127	2,890	1,705	5,061	5,474	5,749
存货	8,482	8,839	10,008	9,523	10,192	10,615
其他流动资产	547	309	415	394	415	429
流动资产	21,966	21,559	21,452	25,935	34,700	43,359
%总资产	31.6%	31.6%	31.7%	36.5%	44.1%	50.3%
长期投资	1,872	2,148	2,823	2,823	2,823	2,823
固定资产	44,686	43,220	41,238	40,135	39,035	38,026
%总资产	64.3%	63.3%	61.0%	56.5%	49.6%	44.1%
无形资产	244	222	521	508	496	483
非流动资产	47,582	46,739	46,147	45,039	43,922	42,896
%总资产	68.4%	68.4%	68.3%	63.5%	55.9%	49.7%
资产总计	69,548	68,298	67,599	70,974	78,622	86,255
短期借款	12,622	12,497	8,564	9,080	9,377	9,562
应付款项	11,840	11,605	15,462	13,677	14,638	15,245
其他流动负债	2,475	3,470	4,845	4,442	4,787	5,012
流动负债	26,936	27,572	28,871	27,198	28,802	29,819
长期贷款	10,042	6,811	2,807	2,807	2,807	2,807
其他长期负债	319	472	382	382	382	382
负债	37,296	34,855	32,060	30,387	31,990	33,008
普通股股东权益	31,944	32,913	35,071	40,119	46,163	52,779
其中：股本	5,696	5,696	5,696	5,696	5,696	5,696
未分配利润	16,543	17,709	19,806	24,853	30,897	37,513
少数股东权益	307	531	468	468	468	468
负债股东权益合计	69,548	68,298	67,599	70,974	78,622	86,255

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.372	0.305	1.108	1.477	1.768	1.936
每股净资产	5.608	5.778	6.157	7.043	8.104	9.266
每股经营现金净流	0.680	1.209	2.768	1.215	2.453	2.627
每股股利	0.100	0.153	0.060	0.591	0.707	0.774
回报率						
净资产收益率	6.63%	5.27%	17.99%	20.97%	21.82%	20.89%
总资产收益率	3.05%	2.54%	9.33%	11.85%	12.81%	12.78%
投入资本收益率	6.37%	5.48%	17.17%	16.32%	17.31%	17.46%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.46%	-4.26%	50.46%	1.54%	8.16%	5.03%
EBIT增长率	-46.57%	-19.98%	201.62%	6.36%	18.87%	12.53%
净利润增长率	-57.43%	-18.11%	263.63%	33.33%	19.74%	9.45%
总资产增长率	-3.17%	-1.80%	-1.02%	4.99%	10.78%	9.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.0	5.4	3.2	3.2	3.2	3.2
存货周转天数	48.2	52.9	39.1	39.1	39.1	39.1
应付账款周转天数	29.5	28.8	23.1	23.1	23.1	23.1
固定资产周转天数	225.8	227.6	141.3	132.4	116.2	105.0
偿债能力						
净负债/股东权益	39.85%	29.26%	5.76%	2.29%	-13.80%	-26.66%
EBIT利息保障倍数	3.9	4.1	23.4	25.5	34.9	18.6
资产负债率	53.63%	51.03%	47.43%	42.81%	40.69%	38.27%

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	2	3	3	3	4
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.25	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
5	2021-09-21	买入	12.43	16.90 ~ 16.90
6	2022-04-18	买入	7.15	N/A

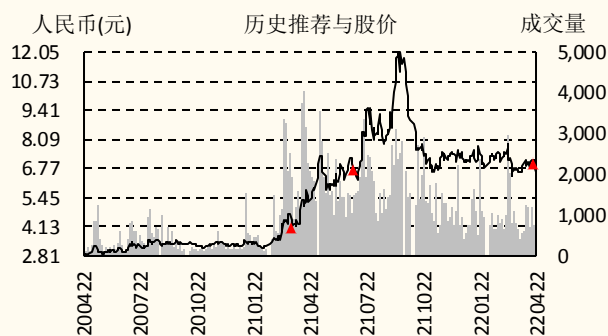
来源：国金证券研究所

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