

钢铁行业脉搏：印度钢铁龙头_首次覆盖

Investment Focus

	Target	P/E	
		FY24	FY25
JSW Steel	925	21.2	14.3
Tata Steel	160	12.1	11.1
Jindal Steel & Power	890	12.1	13.1
Steel Authority of India	90	19.9	11.0

印度钢铁的持续需求驱动因素到位

印度钢铁行业正经历一个强劲的需求周期，其驱动力来自公共和私人资本支出的大幅增长以及基础钢铁消费行业的持续增长。鉴于印度未来两年的GDP增长预期为6.3%，我们预计印度的钢铁需求复合增长率将增长6.6%，在23-26财年达到1.45亿吨成品钢需求。为了满足这一需求，主要钢铁企业制定了扩张计划，到2026财年将粗钢产能增加2700万吨，至1.91亿吨。在我们覆盖的公司中，到26财年，京德勒西南钢铁公司(JSW钢铁)将增加最大的产能880万吨，其次是金德尔钢铁与电力有限公司(JSPL)将增加630万吨，塔塔钢铁(Tata Steel)将增加575万吨，印度国营企业印度钢铁管理公司(SAIL)将增加200万吨产能。在上述扩张的推动下，我们预计JSW钢铁/塔塔钢铁/JSPL/SAIL将在23-26财年实现10%/8%/12%/4%的销量复合增长率。

中国钢铁仍带来喜忧参半

随着供需杠杆的到位，印度钢价差主要担忧就是中国钢铁市场的情况。中国在23财年出口了9100万吨钢材，影响了全球钢材价格。由于中国房地产行业持续承压，我们预计中国的钢铁出口将继续。随着中国其他钢铁消费行业表现的改善，我们预计钢铁出口将在一定程度上得到缓冲。

首次覆盖印度钢铁行业

在印度钢铁需求强劲的背景下，考虑到即将增加的钢铁产能，我们对JSW Steel、塔塔钢铁和JSPL给予跑赢大盘的评级，而鉴于新增产能有限，我们对SAIL给予逊于大盘的。我们根据产能扩张计划、资产负债表实力、原材料整合和回报率等因素对钢铁企业进行同行评估。

图 1: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	○	○	7

Note: ○1 ○2 ●3 ●4

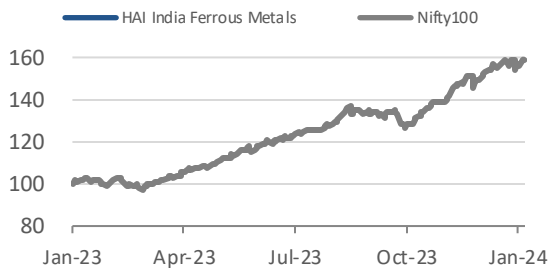
资料来源：HTI估计；higher points the better

JSW钢铁 - 跑赢大盘：我们对公司的估值是其26财年EBITDA的6.5倍，目标价为925卢比。

塔塔钢铁 - 跑赢大盘：我们以分部估值法(SOTP)为基础对公司进行估值，得出160卢比的目标价。我们对印度业务的估值是其26财年EBITDA的6.5倍，对欧洲和其他业务的估值是其26财年EBITDA的5倍。

JSPL - 跑赢大盘：我们对公司的估值是其26财年EBITDA的6.5倍，目标价为890卢比。

SAIL - 跑输大盘：我们对公司的估值是其26财年EBITDA的5.5倍，目标价为90卢比。



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

Tata Steel Q3FY24 Result Review (28 Jan 2024)

JSW Steel Q3FY24 Result Review (28 Jan 2024)

Ferrous Weekly: Raw Material Prices Ease (19 Jan 2024)

Saras Singh
saras.singh@htisec.com

行业部分

持续的需求驱动因素到位.....	3
满足需求的产能管道.....	11
中国钢铁仍带来喜忧参半.....	15

公司部分

京德勒西南钢铁公司 (JSW Steel)	20
塔塔钢铁 (Tata Steel)	35
金德尔钢铁与电力有限公司 (Jindal Steel and Power_ JSPL).....	51
印度钢铁管理公司 (Steel Authority Of India_SAIL)	66

印度经济正处于一个多年的资本支出周期中，其基础已经到位，大量资金分配给基础设施项目和铁路。随着政府强劲的资金支出和主要钢铁消费行业的强劲订单，我们预计该国的成品钢材需求将在23-26财年以6.6%的复合年增长率增长。

持续的需求驱动因素到位

印度经济虽然未能幸免于全球动荡，但在采购经理指数 (PMI)、工业生产指数 (IIP)、电力需求、信贷增长、货运和航空客运量等关键指标上表现出色。预计该国将实现强劲的 GDP 增长，是主要地区中最高的地区之一，预计24财年和25财年将增长6.3%。

印度的 GDP 预计将在24财年和25财年增长6.3%

图 2: GDP 增长预测

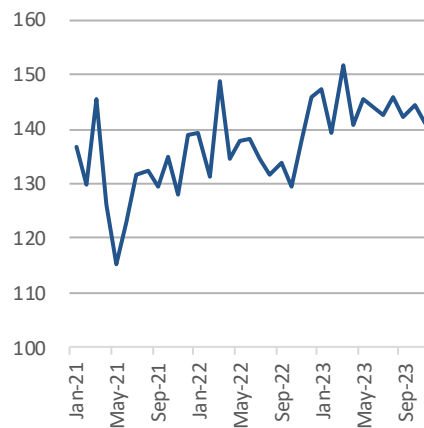
	CY20	CY21	CY22	CY23	CY24	CY25	CY26
United States	(2.8)	5.9	2.1	2.1	1.5	1.8	2.1
China	2.2	8.5	3.0	5.0	4.2	4.1	4.1
Japan	(4.2)	2.2	1.0	2.0	1.0	0.7	0.5
Germany	(3.8)	3.2	1.8	(0.5)	0.9	2.0	1.9
India	(5.8)	9.1	7.2	6.3	6.3	6.3	6.3
United Kingdom	(11.0)	7.6	4.1	0.5	0.6	2.0	2.1
Thailand	(6.1)	1.5	2.6	2.7	3.2	3.1	3.0
Vietnam	2.9	2.6	8.0	4.7	5.8	6.9	6.8
Bangladesh	3.4	6.9	7.1	6.0	6.0	6.6	7.1

资料来源: IMF

关键指标表现强劲

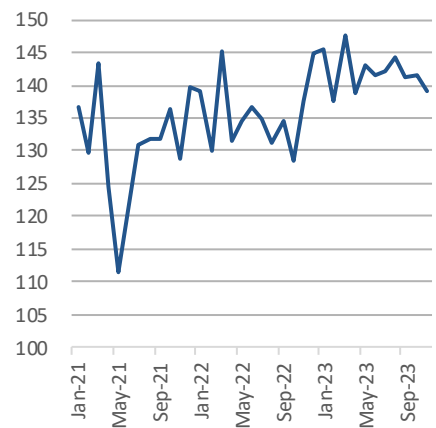
工业生产指数 (IIP) 在11月的增长势头放缓，同比增长2.4%，受制造业表现增长1.2%的拖累。制造业增速放缓，主要是由于11月季度下调。在23年10月同比增长11.7%的16个月高点之后，增速放缓。采矿业和电力业分别增长6.8%和5.8%。

图 3: 印度 IIP 指数



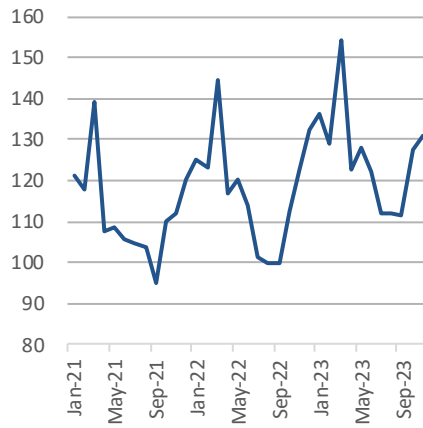
资料来源: 彭博

图 4: 印度制造业指数



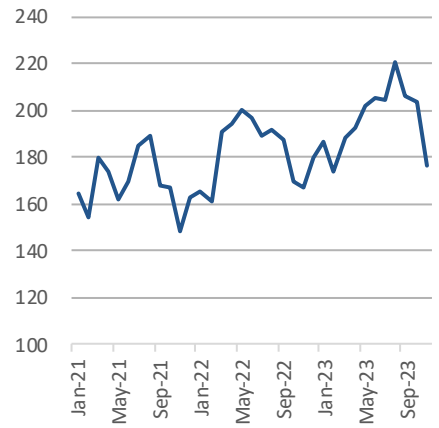
资料来源: 彭博

图 5: 印度矿业 IIP 指数



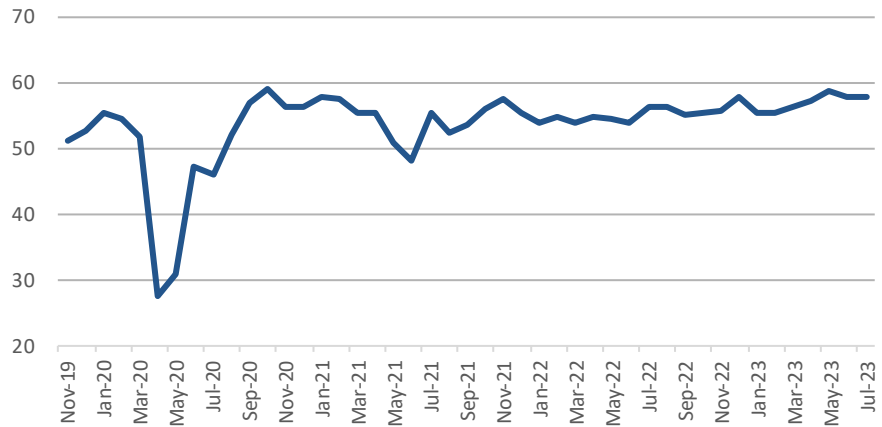
资料来源: 彭博

图 6: 印度电力 IIP 指数



资料来源: 彭博

图 7: 标普全球印度制造业采购经理人指数



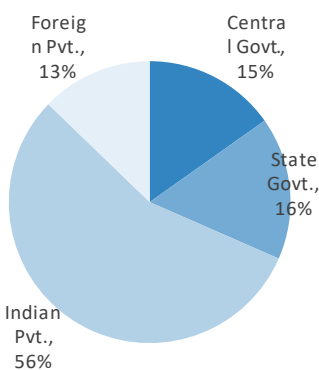
资料来源: 彭博

新项目发布, 涨幅大增

此外, 印度发布的新项目同比增长 92%, 达到 37 万亿卢比, 主要受制造业的推动, 制造业同比增长 146%, 达到 20 万亿卢比。制造业的增长是由大型项目数量 (规模 100 亿以上) 从 22 财年的 98 个增加到 23 财年的 132 个。新项目的势头在 24 财年一直保持, 24 财年上半年项目价值同比增长 12%, 而项目数量保持不变。

23 财年新项目启动的份额由印度私营公司主导, 占 56%, 而政府主导的项目占 31%, 外国私营公司占 13%。

图 8: 23 财年宣布的项目组合



资料来源: Projects Today

图 9: 新项目发布的行业细分

Sectors	FY20		FY21		FY22		FY23		H1FY24	
	Projects	Rs Bn	Projects	Rs Bn	Projects	Rs Bn	Projects	Rs Bn	Projects	Rs Bn
Manufacturing	1,147	1,445	1,537	2,602	2,759	8,082	1,912	19,853	864	4,218
Mining	149	631	133	625	135	681	174	653	61	391
Electricity	189	1,187	283	996	266	1,494	288	4,107	162	3,186
Infra	7,619	7,355	6,422	5,750	7,141	8,883	7,883	11,765	3,814	6,834
Irrigation	203	239	176	752	144	132	252	619	82	170
Total	9,307	10,857	8,551	10,725	10,445	19,272	10,509	36,996	4,983	14,798
Growth YoY (%)			-8%	-1%	22%	80%	1%	92%	0%	12%

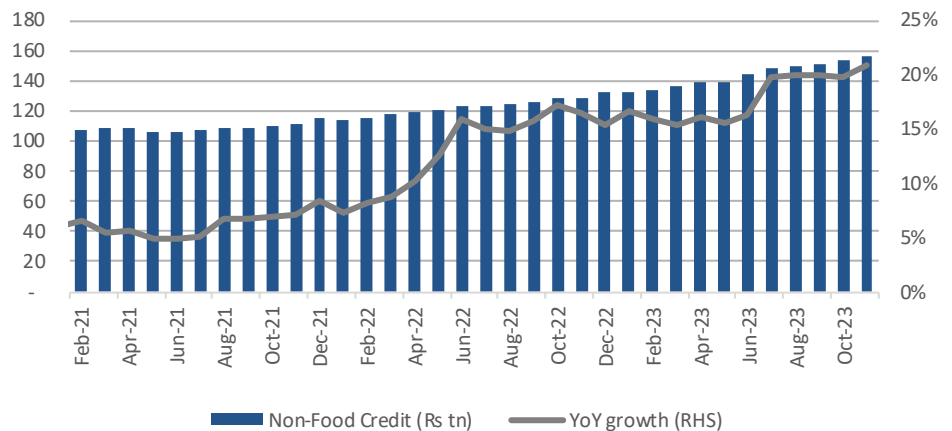
资料来源: Projects Today

信贷增长依然强劲，有助于投资周期

截至 23 年 11 月，非食品信贷同比增长进一步改善至约 20.8%（23 年 10 月为 19.8%），并且由于包括 HDFCB 和 e-HDFC 的合并影响，因此在进一步提高。报告的增长是由各细分市场的广泛增长推动的，个人细分市场同比增长 30.1%（占非食品信贷总额约 32.5%），服务细分市场同比增长 25.4%（占非食品信贷总额的 27.4%），农业细分市场同比增长约 18.2%（占非食品信贷总额约 12.4%）。虽然行业增长反弹至 6.6% 的同比增长（过去 12 个月保持 <9% 的增长），并占贷款约 23.1%。月环比来看，报告的非食品信贷增长保持在 1.1%，服务/工业/农业和个人贷款分别增长 1.3/0.8/0.9/1.1%。

在调整后的基础上（例如 HDFC 合并），非食品信贷增长改善至 16.3%（在连续几个月稳定增长 15.3% 之后）。这得益于各细分市场增长趋势的改善/稳定。个人贷款同比增长至约 18.6%（23 年 10 月为 18.0%），环比增长 1.3%。服务业务增长 21.9%（23 年 10 月同比增长 20.1%），环比增长 1.4%。行业细分市场同比增长 6.1%（23 年 10 月为 5.4%），环比增长 0.8%。

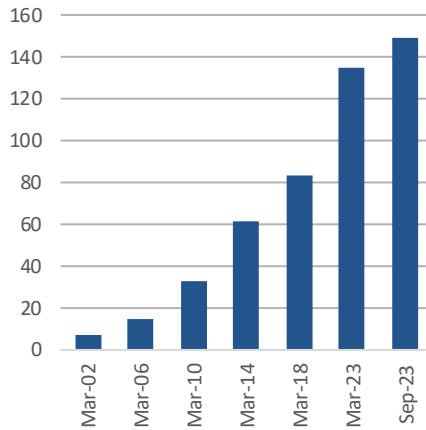
图 10: 信贷增长（非食品）



资料来源: RBI

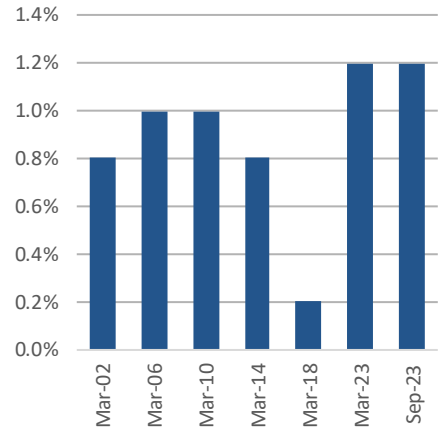
印度储备银行（RBI）在其《金融稳定报告》（FSR）中强调，尽管面临多重全球逆风，但印度经济表现出稳定和韧性，并有望成为增长最快的主要经济体之一。

图 11:预付款总额达到 150 万亿卢比 (万亿卢比)



资料来源: RBI FSR Report, HTI Research

图 12: ROA 为 1.2% (%)

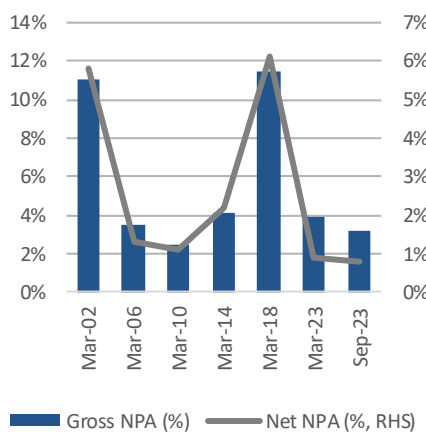


资料来源: RBI FSR Report, HTI Research

资产质量的改善预示着投资周期的良好开端

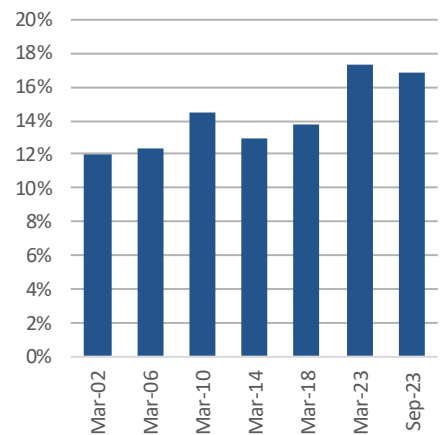
正规商业银行 (SCB) 的资产质量较 2018 财年的历史低点强劲, 不良资产总额 (GNPA) 进一步改善至 2024 财年上半年的 3.2%, 而 2023 财年为 3.9%。受 PSB 改善 (4.4%, 同比下降 210 个基点) 的推动, 23 财年上半年增长 5.0%, 而 PVT 银行报告同比下降 120 个基点至 2.1%。自 2018 财年以来, SCB 的 GNPA 总体下降了 840 个基点, 其中 PSB (公共部门银行) 下降了 1,120 个基点, PVT 银行下降了 190 个基点。在印度央行的压力情景下, 到 9 月 24 日, 渣打银行的 GNPA (%) 可能会在基准情景下改善 (10 个基点) 至 3.1%, 而渣打银行在中度和重度压力情景下的 GNPA (%) 可能会增加约 40/120 基点分别为 3.6/4.4%。在银行集团中, 2023 年 9 月 PSB 的 GNPA 为 4.4%, 可能会改善至 4.1% (在基准情景下), 但在压力情况下, 到 24 年 9 月可能会小幅恶化至 4.5/5.1% (在中度/重度情景下)。对于 PVT (私人) 银行, 国民生产总值从 23 年 9 月的 2.1% 提高至 2.0% (基准情景), 并且在中等/压力情景下可能更快恶化至 2.6/3.6%。GNPA 的整体增长 (在严重压力情景下) 仍保持在之前的压力情景假设范围内 (5.1-10.5%), 这为整个行业带来了巨大的缓解。

图 13:各 SCB 的资产质量强劲 (%)



资料来源: RBI FSR Report, HTI Research

图 14:平均加权风险资产资本比率(CRAR)触及 17%



资料来源: RBI FSR Report, HTI Research

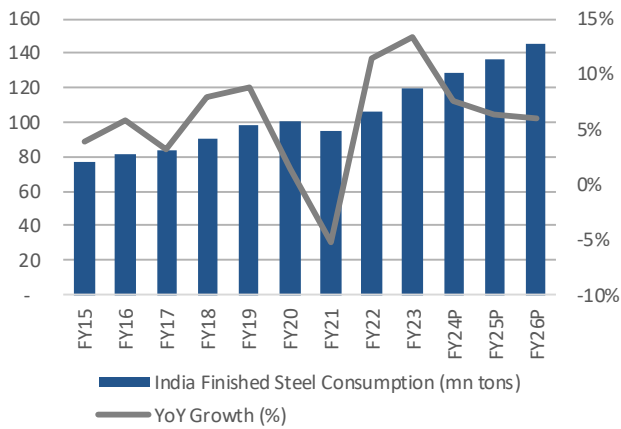
在印度储备银行的严峻情景下，资产质量恶化仍保持在可接受的水平（低于上一年的压力情况），我们认为这是令人鼓舞的。此外，有一些迹象表明消费者信贷存在风险，而印度储备银行已经对这种情况保持警惕。除此之外，该系统仍然资本充足，以支持增长上升。由于资产质量较低，重点将放在信贷增长趋势、存款增值和利润率上。我们继续保持对该行业的积极立场，我们对更广泛的论点保持不变，我们更看好拥有卓越负债专营权、强劲的资产负债表 (B/S) 和相对较低的资产质量困境的大型银行。

我们预计成品钢材需求将在 23-26 财年以 6.6% 的复合年增长率增长

核心钢铁消费行业的潜在需求是积极的

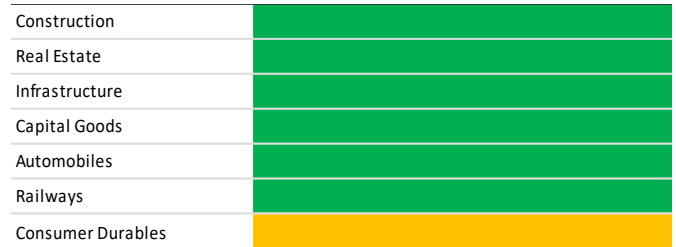
我们对核心钢铁消费行业的订单、主要公司评论和预算分配的分析表明，大多数行业都有强劲的需求驱动力。由于基础行业需求前景乐观，我们预计 23-26 财年成品钢材需求复合年增长率为 6.6%，即未来三年新增成品钢材需求约 2500 万吨。

图 15: 印度成品钢材需求



资料来源：钢铁部、印度钢铁协会、HTI 估计

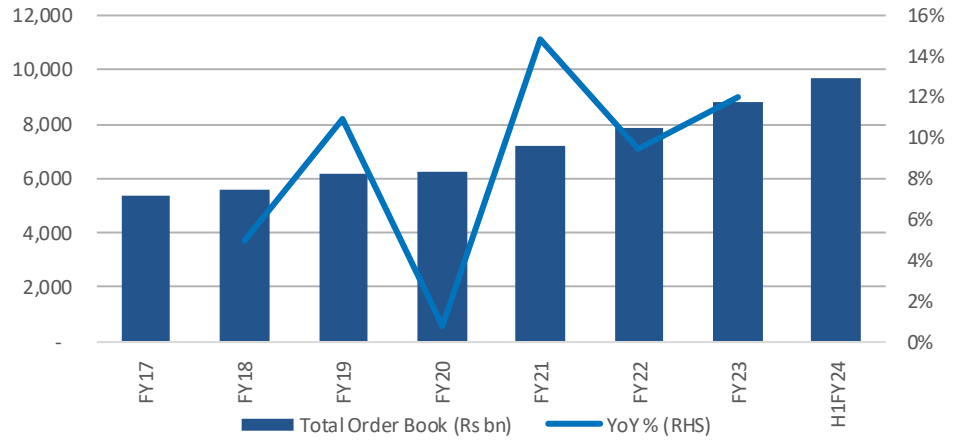
图 16: 全面展开的潜在需求驱动因素



资料来源：HTI 估计

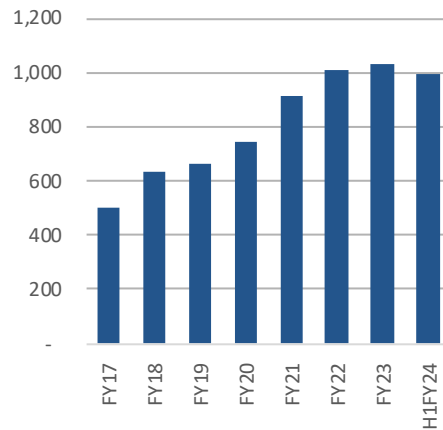
截至 23 财年，多个行业的 23 家公司的总订单量为 8.8 万亿卢比，17-23 财年的复合年增长率为 8.7%。在总订单中，拉森&特博洛有限公司 (L&T) 份额为 4 万亿卢比或 45%。在 L&T 的账簿中，约 72% 或 2.9 万亿卢比是国内订单簿，中央政府的订单份额为 14%，州政府为 30%，国有企业 (PSU) 为 36%，私营部门为 20%。公司 89% 的订单份额专门用于基础设施和能源领域。不包括 L&T，国防的订单量最大，在 23 财年为 1.7 万亿卢比，其次是道路和 T&D，订单分别为 1 万亿卢比和 8020 亿卢比。房地产和基础设施、资本货物、汽车等建筑业是钢铁消费的主要行业，由于这些行业的订单量很大，我们预计钢铁需求将强劲。

图 17: 印度订单量接近 9 万亿卢比



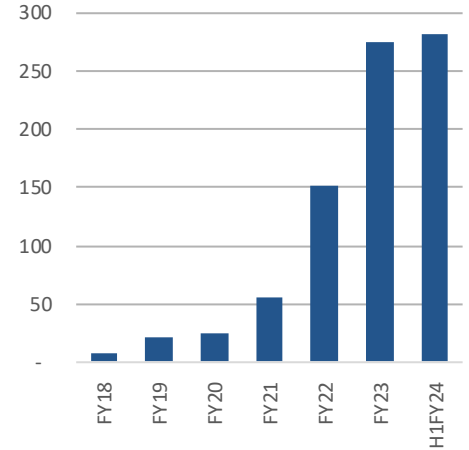
资料来源: HTI, 公司数据

图 18: 道路订单簿 (十亿卢比)



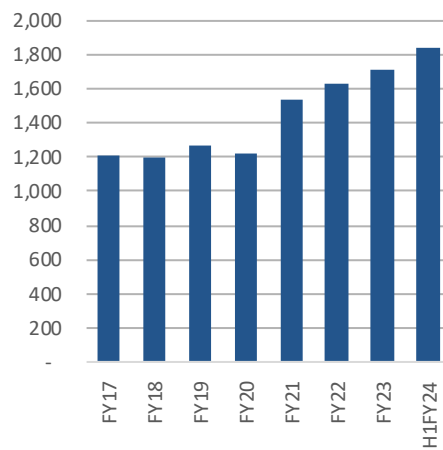
资料来源: HTI, 公司数据

图 19: 铁路 (Titagarh) 订单簿 (十亿卢比)



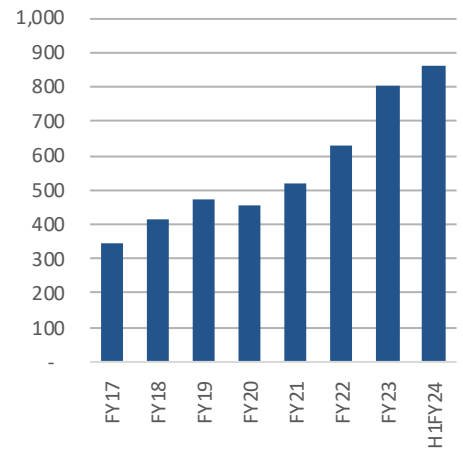
资料来源: HTI, 公司数据

图 20: 国防订单簿 (十亿卢比)



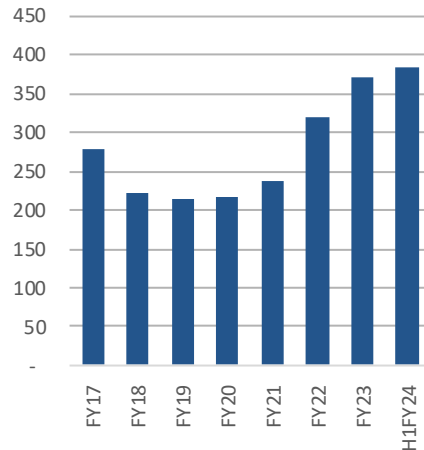
资料来源: HTI, 公司数据

图 21: T&D 订单簿 (十亿卢比)



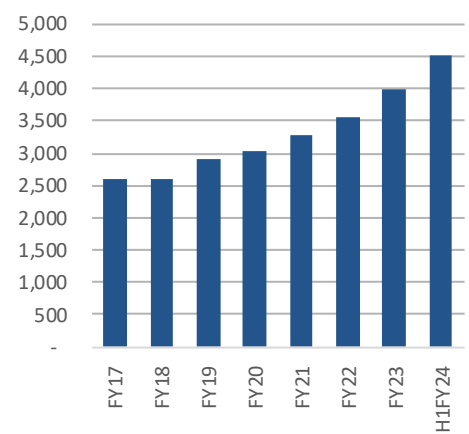
资料来源: HTI, 公司数据

图 22: 资本货物订单簿 (十亿卢比)



资料来源: HTI, 公司数据, ex-L&T

图 23: L&T 订单簿 (十亿卢比)

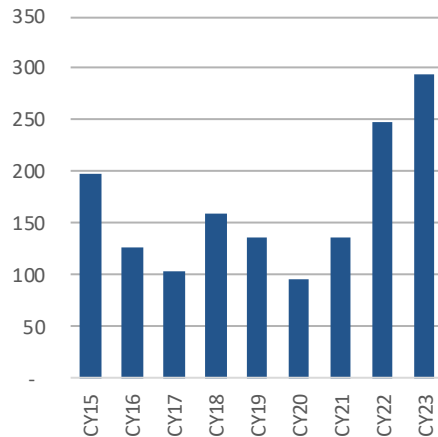


资料来源: HTI, 公司数据

2023 年记录了最高水平的项目启动, 为 0.29mn 单位。

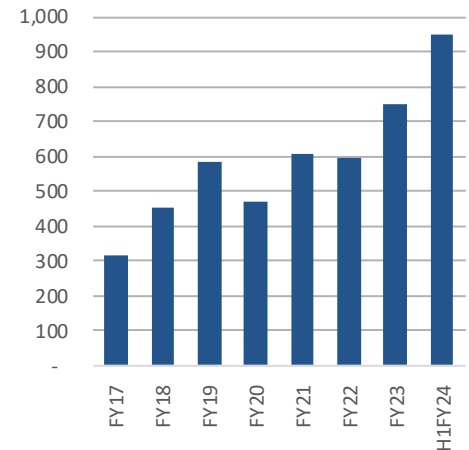
另一个关键的钢铁消费行业, 房地产, 正在经历一个多年的周期, 有大量的发射管道。在 23 财年, 该行业完成了 87 笔土地交易, 高于 22 财年的 44 笔交易, 累计土地面积为 1,862 英亩。尽管该国出现加息, 但新项目启动继续呈上升趋势。23 年记录了最高水平的项目启动, 为 0.29mn 单位。此外, 建筑公司的订单在 17-23 财年的复合年增长率为 16%, 23 财年增长了 26%。由于房地产建设占印度钢铁需求的 35-40% 左右, 该行业的强劲表现对钢铁需求有利。

图 24: 新住宅项目启动



资料来源: JLL

图 25: 建筑物订单簿



资料来源: HTI, 公司数据

在主要的钢铁消费行业中, 耐用消费品行业在 23 财年需求放缓, 预计 24 财年将疲软。然而, 鉴于空调 (6-7%)、冰箱 (30-33%) 和洗衣机 (13-15%) 等类别的渗透率较低, 我们预计需求应该会从 25 财年开始复苏。

政府支出正在推动钢铁消费需求

对于 24 财年, 印度政府的资本支出预算为 10 万亿卢比

印度的订单量得益于政府强劲的资本支出分配。对于 24 财年, 印度政府的资本支出预算为 10 万亿卢比, 比 23 财年的估计资本支出增长了 37%。在支出中, 铁路等主要钢铁消费部门的预算拨款比 23 财年增长了 51%。这样的资本支出水平对印度的钢铁需求来说是个好兆头。

图 26: 印度预算资本支出分配

(Rs Bn)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24B
Roads & Highway	412	508	676	684	892	1,133	2,063	2,586
Railways	452	434	528	678	1,093	1,173	1,591	2,400
Defense	864	904	952	1,111	1,343	1,380	1,500	1,626
Others	1,118	785	920	884	935	2,243	2,129	3,398
Budget CAPEX	2,846	2,631	3,077	3,357	4,263	5,929	7,283	10,010
YoY (%)		-7.5%	16.9%	9.1%	27.0%	39.1%	22.8%	37.4%

资料来源: India Budget

为了满足不断增长的需求，多家钢铁公司纷纷开展产能扩张项目，其中京德勒西南钢铁公司（JSW 钢铁）率先增加了 8.8 百万吨的国内产能，其次是 JSPL 的 6.3 百万吨，塔塔钢铁（5.75 百万吨）和 SAIL 仅增加了 200 万吨的产能。除了上市的同行外，AM/NS（安赛乐米塔尔新日铁印度公司）计划到 26 财年扩大 600 万吨，而韦丹塔集团（Vedanta）计划在 24 财年将其钢铁产能扩大 1.5 百万吨。

满足需求的产能管道

印度有望在 26 财年将其粗钢产能提高到 1.91 亿吨

预计国内成品钢需求在 23-26 财年将以 6.6% 的复合年增长率增长，并且需要额外的产能来满足这一需求。根据各钢企产能扩张情况分析，预计 26 财年全国粗钢产能将增至 1.91 亿吨。此外，印度钢铁部预计，到 2031 财年，印度粗钢产能将达到 3 亿吨。我们分析钢铁产能的建立、投产阶段和公司的资产负债表实力，表明按时投产的可能性。

图 27: 印度钢铁产能增加热图

	FY24	FY25	FY26
JSW Steel	Green	Green	Red
Tata Steel	Red	Green	Yellow
Steel Authority of India	Yellow	Yellow	Yellow
Jindal Steel & Power	Green	Green	Red
ArcelorMittal Nippon Steel India	Red	Red	Green
Rashtriya Ispat Nigam	Red	Red	Red
NMDC Steel	Red	Red	Red
Vedanta Steel	Red	Yellow	Red
Others	Red	Red	Red

资料来源: HTI 估计

在国内钢铁企业中，JSW 钢铁是满足不断增长的钢铁需求的最佳公司之一，在 23-26 财年增加了 880 万吨粗钢产能。在此期间，JSPL 将增加 6.3 百万吨的第二大产能，其次是 AM/NS 的 600 万吨，塔塔钢铁的 5.75 百万吨，SAIL 的 200 万吨和 Vedanta 的 15 百万吨。

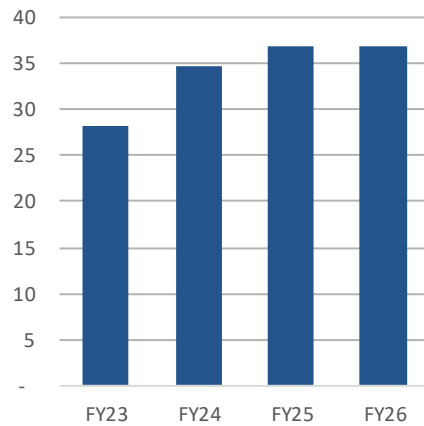
JSW 钢铁目前的扩张是棕地和消除其维查耶纳伽尔 (Vijayanagar)、BPSL (Bhushan Power and Steel) 和 JISPL (Jindal Ispat Special Products Limited) 工厂的瓶颈。

JSW 将在 23-26 财年在印度增加 8.8 百万吨粗钢产能

- Vijayanagar 工厂目前正在正在进行 500 万吨的棕地扩建，预计将于 2024 财年年底投产。除了棕地扩建之外，该公司 Vijayanagar 工厂的下一阶段扩建计划将通过消除瓶颈活动和更换 3 号高炉来增加 50 万吨产能。25 财年 300 万吨高炉将关闭 4-5 个月，并由 450 万吨高炉取代。
- 公司目前正在进行的另一项扩张是其位于贾苏古达 (Jharsuguda) 的 BSPL 工厂，该工厂正在将 1.5 百万吨的炼钢能力增加到 500 万吨。扩建预计将在 24 财年完成，SMS-2 将于 24 财年第三季度投入使用。
- 公司还将对其 JISPL 工厂进行去瓶颈化，到 25 财年，产能将从 1.2 百万吨提高到 1.5 百万吨。
- 公司的其他扩建项目包括在查谟 (Jammu) 和克什米尔 (Kashmir) 的一条 12 万吨彩色涂装线，预计该线也将在 24 财年完成。

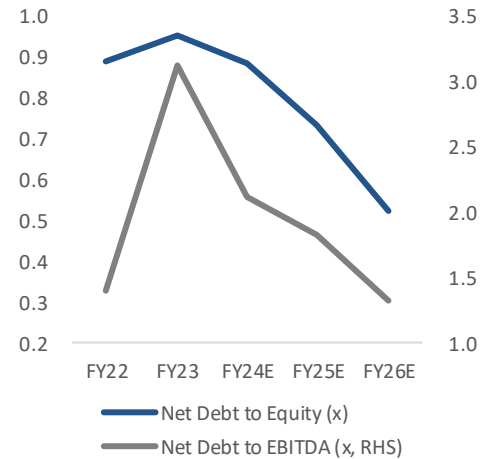
在同行中，JSW Steel 的平均资产负债表为 7920 亿卢比，2024 财年 9 个月的净债务股本比和杠杆率分别为 2.64 倍和 1.02 倍。目前的杠杆率高于塔塔钢铁和 JSPL，接近 SAIL 的杠杆率。然而，鉴于国内钢铁行业长期稳定的前景，该公司优先考虑持续的资本支出，而不是偿还债务。

图 28: 产能扩张计划 (百万吨)



资料来源: HTI 估计, 公司数据

图 29: 资产负债率和杠杆率



资料来源: HTI 估计, 公司数据

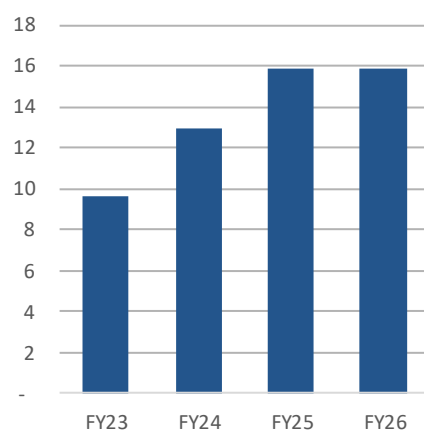
到 25 财年, 金德尔钢铁与电力有限公司 (JSPL) 将增加 6.4 百万吨炼铁能力 (包括直接还原铁和高炉) 和 6.3 百万吨炼钢能力

到 25 财年, 金达尔钢铁和 Power_JSPL 将分别新增 640 万吨炼铁产能 (包括直接还原铁和高炉) 和 630 万吨炼钢产能, 分别达到 1680 万吨和 1590 万吨。安古尔钢铁厂正在进行扩建工程。钢铁产能从 2013 年的 300 万吨增至 2023 年的 960 万吨后, 公司产能扩大了约 65%。

除了炼铁和炼钢能力外, 公司还在提高其精加工能力。它的现有产能为 7.25 百万吨, 包括板材、螺纹钢、结构、线材和钢轨, 但产能更偏向于长材, 约占其 23 财年产能 6.7 百万吨的 67%。随着持续扩张, 公司正在增加 5.5 百万吨的热轧带钢厂产能, 预计将于 24 财年第三季度投产。到 25 财年, 这一产能将使公司的扁钢产能提高到 63%。预计这一比例将进一步增加到 64%, 在 26 财年增加 50 万吨板材产能。

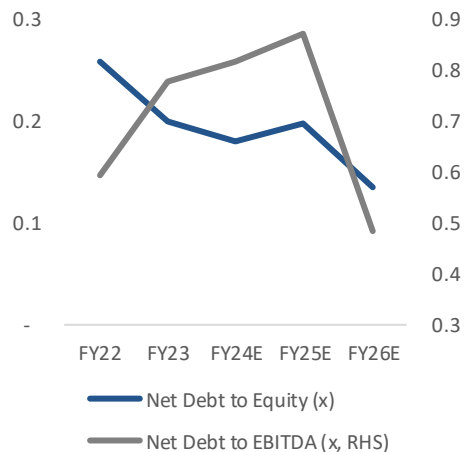
为了支持持续的扩张, 公司拥有强劲的资产负债表。通过各种举措, 公司已将其杠杆率从 19 财年的 4.1 倍降至 23 财年的 0.8 倍。此外, 公司坚持保持资产负债表干净的立场, 在不同周期中杠杆率保持在 1.5 倍以下。

图 30: 产能扩张计划 (百万吨)



资料来源: HTI 估计, 公司数据

图 31: 负债率和杠杆率



资料来源: HTI 估计, 公司数据

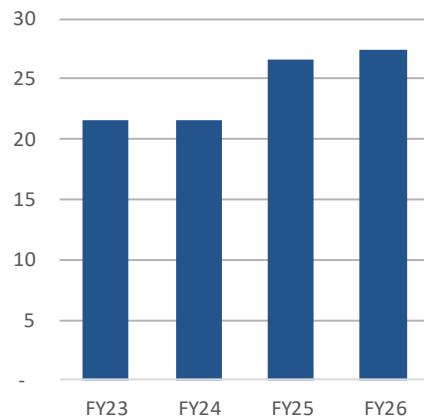
塔塔钢铁将在 23-26 财年在印度增加 5.75 百万吨粗钢产能

塔塔钢铁将在 23-26 财年增加 5.75 百万吨粗钢产能。扩建将是棕地和绿地的混合体。公司的棕地扩建项目卡林格纳格尔（Kalinganagar）二期正处于完工的最后阶段，预计将于 24 财年末投入使用。此次扩建将使塔塔钢铁的 Kalinganagar 产能达到 800 万吨。

除了 KPO II 的扩建外，公司还在旁遮普邦（Punjab）的卢迪亚纳（Ludhiana）建立了一个容量为 0.75 百万吨的电弧炉。此次扩建的破土动工于 2023 年 10 月进行，该项目预计将于 25 财年完成。

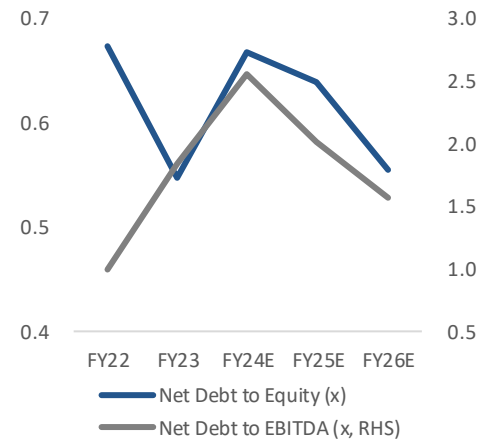
在资产负债表方面，截至 24 财年上半年，公司的杠杆率为 3.53 倍，负债率为 0.79 倍，净债务为 7700 亿卢比。上半年的净债务水平有所增加，原因是 Kalinganagar 二期扩建的执行以及荷兰高炉衬里更换导致的特殊成本。鉴于荷兰高炉的重新调整预计将于 2024 财年第三季度完成，资产负债表的压力应会缓解。

图 32: 产能扩张计划 (百万吨)



资料来源: HTI 估计, 公司数据

图 33: 资产负债率和杠杆率

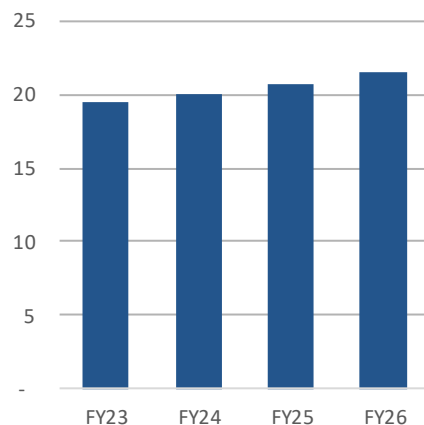


资料来源: HTI 估计, 公司数据

在消除瓶颈的带动下, SAIL 的粗钢产能增加了 200 万吨

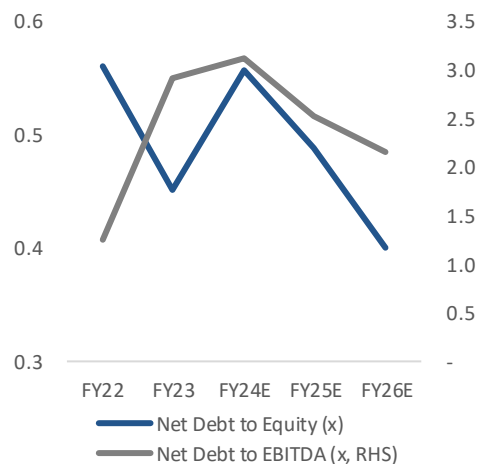
印度钢铁管理局 (SAIL Steel Authority of India) 是钢铁巨头之一, 除非在短期内采取消除瓶颈的举措, 否则不会大幅增加产能。公司将仅进行约 200 万吨的去瓶颈主导扩张。虽然产能相对较低, 但与棕地或绿地项目相比, 这种产能的增加通常更快, 这应该会给 SAIL 一些短期空间。

图 34: 产能扩张计划 (百万吨)



资料来源: HTI 估计, 公司数据

图 35: 资产负债率和杠杆率



资料来源: HTI 估计, 公司数据

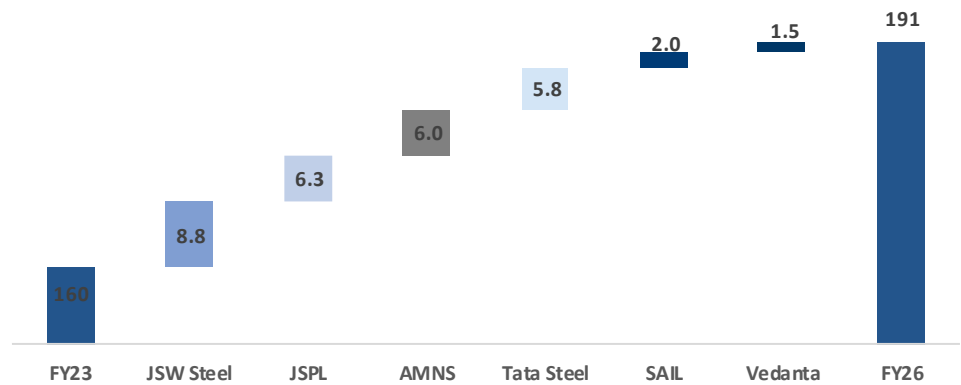
除了我们的覆盖公司外, 安赛乐米塔尔新日铁印度公司 (AM/NS) 和印度韦丹塔集团 (Vedanta) 也宣布增加钢铁产能, 在印度增加 7.3 百万吨的炼钢能力。

安赛乐米塔尔、新日铁印度（AM/NS）和韦丹塔（Vedanta）宣布，到 2026 年将分别增加 600 万吨和 1.5 百万吨的钢铁产能。

AM/NS India 计划到 2026 年将其现有产能从 900 万吨提高到 1500 万吨，同时最近还宣布了额外的资本支出计划，到 2029 年将其哈吉拉（Hazira）工厂的总产能提高到 2400 万吨，使其成为全球最大的单一钢铁生产基地。

Vedanta 的 ESL 钢铁工厂正在将其产能从 1.5 百万吨扩大到 300 万吨。公司预计这一扩张将在 25 财年完成。

图 36: 23-26 财年印度粗钢产能扩张路线图



资料来源：钢铁部, 印度钢铁协会, HTI 估计

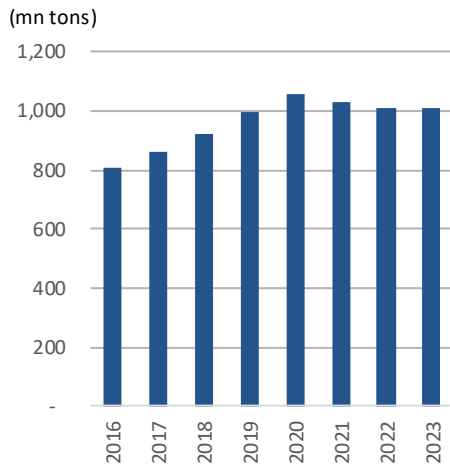
2023 年中国钢铁需求同比下降 2.6%，主要原因是房地产行业的负面表现，其固定资产投资 (FAI) 全年下降约 9%。由于尚未宣布刺激需求或钢铁供应的政策，中国出口的增加对全球钢铁构成威胁，包括印度的钢铁变现和价差。

2023 年中国钢铁产量同比持平，表观需求同比下降 2.6%

中国钢铁仍带来喜忧参半

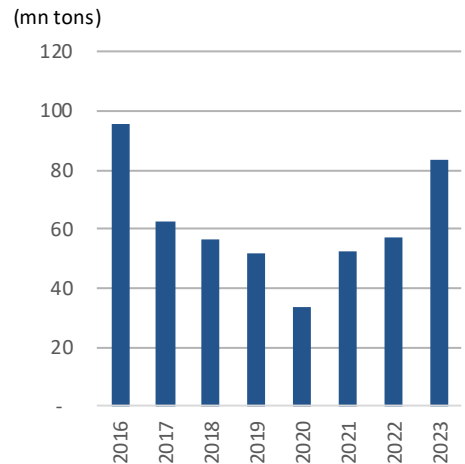
截至 23 财年末，中国粗钢产量持平，为 10.11 亿吨，而表观需求同比下降 2.6%。出口填补了需求缺口，出口同比增长 35%，达到 9100 万吨。在中国钢铁出口增长以及全球需求驱动疲软的带动下，尽管需求强劲，但国内钢材价格一直承压。

图 37: 中国钢铁产量



资料来源: 彭博

图 38: 中国钢铁出口

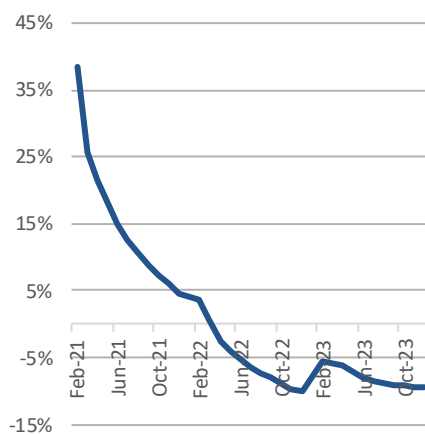


资料来源: 彭博

中国钢铁需求受到房地产行业表现不佳的影响

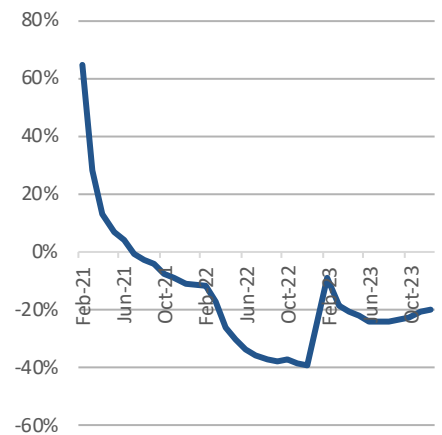
中国钢铁需求主要受到房地产行业表现不佳的阻碍，房地产行业在 23 财年固定资产投资有限，同比下降 9%，而新开工率下降 20%。房地产和其他建筑活动约占钢铁总需求的 56%。房地产是中国最大的钢铁消费行业。

图 39: 固定资产投资: 房地产



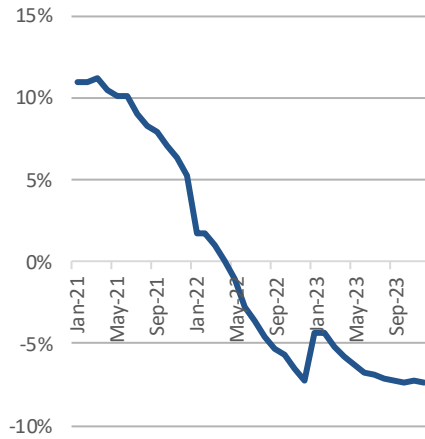
资料来源: 彭博

图 40: 房地产新建开工面积



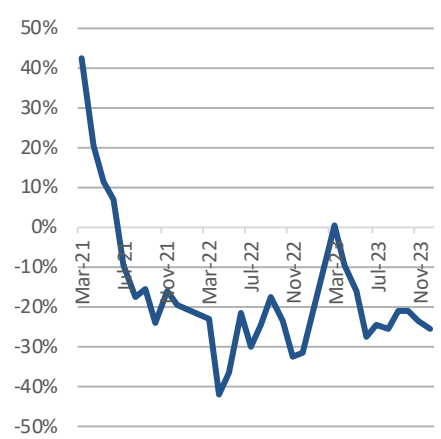
资料来源: 彭博

图 41: 在建房地产建筑面积



资料来源: 彭博

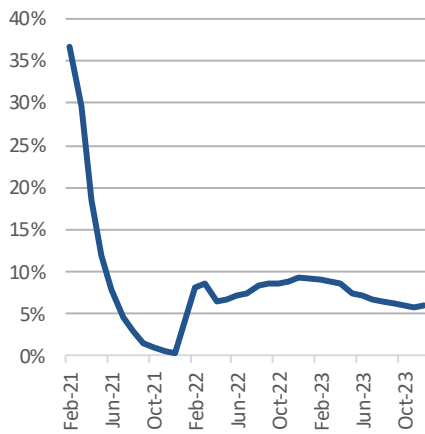
图 42: 已售出的房地产建筑面积



资料来源: 彭博

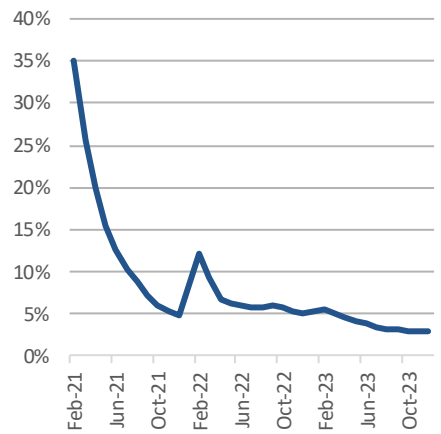
除房地产外, 中国基础设施行业一直保持稳定, 2023 年固定资产投资增长 5.9%。这种增长已经能够阻止钢铁需求的下降。中国整体固定资产投资同比增长 3%。

图 43: 固定资产投资: 基础设施



资料来源: 彭博

图 44: 固定资产投资: 共计

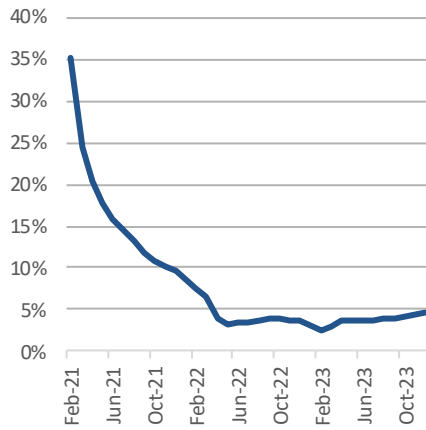


资料来源: 彭博

行业整体增加值同比提升 6.8%

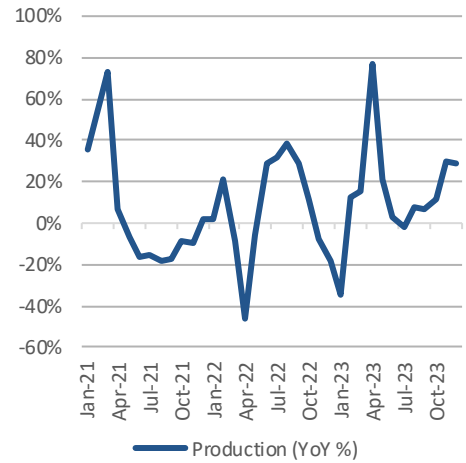
机械等其他关键用钢行业表现积极, 通用装备制造业同比增长 4.6%; 特种设备制造业同比增长 3.6%; 铁路、船舶、航空航天等交通装备制造业增长 5.6%; 电气机械和设备制造业增长 10.1%; 计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.6%。整体增加值行业同比增长 6.8%。机械占钢铁总需求的 19%。

图 45: 中国增值产业趋势



资料来源: 彭博

图 46: 中国汽车产量趋势



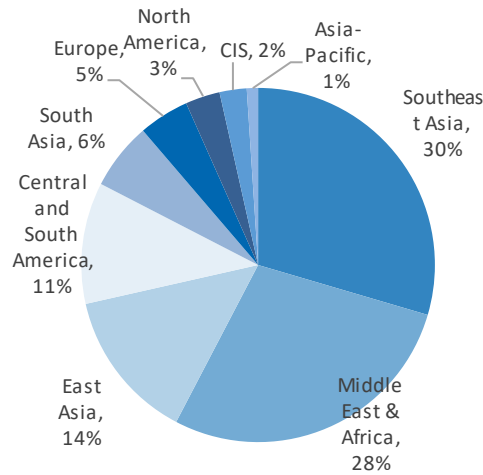
资料来源: 彭博

2023 年需求下降被出口同比增长 35%至 9100 万吨所填补

占中国钢材需求 6%的汽车行业, 产销表现强劲, 各增长 12%, 对钢材需求产生一定支撑。

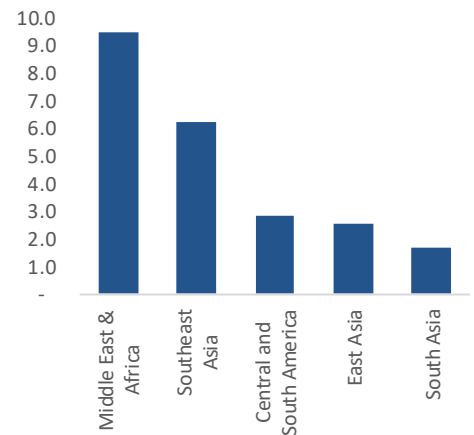
在上述需求情景的背景下, 2023 年钢铁需求下降 2.3%至 9.27 亿吨, 而粗钢产量持平于 10 亿吨, 出口量为 9100 万吨, 同比增长 35%。出口主要集中在东南亚和中东和非洲, 占 2023 年前 11 个月的 58%。

图 47: 中国钢铁出口: 按地区划分



资料来源: HTI, Steelmint, 1月至11月23日

图 48: 出口增长量



资料来源: HTI, Steelmint, 1月至11月23日

房地产仍然疲软, 因没有重大刺激计划宣布

预计汽车和基础设施等其他主要钢铁消费行业将继续保持增长势头

我们的中国汽车分析师预计, 中国汽车销量势头将在 24 财年继续

进入 2024 年, 房地产行业仍然疲软, 尚未宣布重大刺激计划。我们的中国房地产分析师预计, 2024 年的销售价值将持平或同比下降个位数, 而房地产投资的降幅预计将因“三个项目”的推出而收窄。建筑面积开工率的降幅预计将从同比-20%收窄至-10%左右。虽然房地产仍然疲软, 但汽车和基础设施等其他行业预计将继续保持增长势头。

在基础设施方面, 固定资产投资总监表示, 中国国家发改委正在推动增发政府债券, 尽快开工建设, 进一步加快中央预算内投资计划的发放和实施, 加强对项目全过程的监管。这对钢铁需求来说是个好兆头。

我们的中国汽车分析师预计, 2024 年中国汽车在国内市场的销量和出口势头将持续下去。预计 2024 年汽车销量将超过 32.5mn, 同比增长+8%。出口方面, 我们预计出口量将超过 740 万, 年增长率保持在 50%以上。

由于房地产行业表现不佳，中国的钢铁需求将保持疲软，这得益于其他钢铁消费行业的积极表现

我们认为，中国的钢铁需求将保持疲软，特别是由于房地产行业没有喘息的机会，然而，其他钢铁消费行业的表现将抑制部分影响。此外，我们将密切关注中国政府对2024年钢铁供应政策的评论。如果没有包括印度在内的国家的供应限制或进口关税，预计出口将在24财年继续。如果价格大幅下跌，这对印度钢铁公司的利差构成了风险。我们分析了每吨 EBITDA 随着出口增长的历史压缩，这一趋势在16财年明显可见，中国的出口量达到1.14亿吨的峰值。

图 49: 印度钢铁公司每吨 EBITDA 对比于中国高出口量

	China Exports (mn tons)	EBITDA per Ton (Rs)			
		JSW Steel	Tata Steel	SAIL	JSPL
FY08	60	9,911	17,132	8,595	15,877
FY09	53	8,313	17,564	7,414	16,595
FY10	28	7,508	14,439	7,504	14,740
FY11	44	7,831	17,941	6,359	18,638
FY12	51	7,201	17,480	5,297	16,571
FY13	58	7,129	14,835	4,157	14,278
FY14	66	7,405	15,050	3,144	14,106
FY15	101	7,375	11,439	3,978	13,543
FY16	114	4,958	7,976	-2,989	7,677
FY17	102	7,816	10,823	29	8,587
FY18	70	8,797	12,986	3,280	10,567
FY19	71	11,574	16,201	6,894	10,984
FY20	62	8,306	12,061	7,167	9,405
FY21	57	12,943	16,277	8,519	17,953
FY22	62	19,302	29,013	13,203	20,306
FY23	74	7,814	15,207	4,968	11,254

资料来源：彭博，公司数据，HTI

图 50: 对比表

	Rating	TP	CMP	Upside	Market Cap		EV	Revenue (Rs Bn)				EBITDA (Rs Bn)				PAT (Rs Bn)			
		(Rs)	(Rs)	(%)	(Rs Bn)	(\$ Bn)	(Rs Bn)	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
JSW Steel	Outperform	925	816	13%	1,995	23.9	2,553	1,660	1,805	1,985	2,232	185	290	339	422	36	94	139	201
Tata Steel	Outperform	160	136	18%	1,684	20.2	2,339	2,434	2,240	2,324	2,518	323	271	346	416	86	137	149	202
Jindal Steel and Power	Outperform	890	755	18%	771	9.2	834	527	498	563	697	99	108	115	151	45	64	59	85
Steel Authority of India	Underperform	90	123	-27%	506	6.1	735	1,044	1,081	1,105	1,110	80	94	105	105	16	23	34	35

	RoE (%)				RoCE (%)				Domestic Volume (mn tons)				India Realisation (Rs)				India EBITDA per ton (Rs)			
	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
JSW Steel	6%	14%	18%	21%	8%	14%	17%	20%	19.7	22.1	23.3	26.8	66,948	63,797	63,661	63,661	7,814	10,251	11,191	12,960
Tata Steel	8%	13%	14%	17%	9%	6%	9%	12%	18.9	19.5	20.7	23.8	70,820	69,500	67,000	66,500	15,207	14,395	14,154	15,235
Jindal Steel and Power	18%	15%	12%	16%	12%	14%	13%	17%	7.7	7.8	8.7	10.7	65,846	60,000	60,000	60,000	11,254	12,700	12,056	13,064
Steel Authority of India	4%	4%	6%	6%	4%	5%	6%	6%	16.2	17.6	18.0	18.1	64,257	61,000	61,000	61,000	4,968	5,351	5,848	5,818

	P/E (x)				P/BV (x)				EV/EBITDA (x)				Net Debt - Equity (x)				Net Debt - EBITDA (x)			
	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
JSW Steel	56.2	21.2	14.3	9.9	3.0	2.7	2.3	1.9	14.0	9.1	7.7	5.9	0.9	0.8	0.7	0.5	3.1	2.1	1.8	1.3
Tata Steel	19.3	12.1	11.1	8.2	1.6	1.6	1.5	1.3	7.2	8.7	6.8	5.5	0.5	0.7	0.6	0.6	1.8	2.6	2.0	1.6
Jindal Steel and Power	17.0	12.1	13.1	9.1	0.7	0.7	0.7	0.7	8.5	7.8	7.3	5.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.8	0.7	0.7	0.4
Steel Authority of India	19.5	19.9	11.0	10.7	0.7	0.7	0.7	0.6	10.1	8.4	7.2	6.8	0.5	0.6	0.5	0.4	2.9	3.1	2.5	2.2

资料来源: 公司数据, 彭博, HTI 估计 (截至 2024 年 1 月 31 日)

京德勒西南钢铁 JSW Steel (JSTL IN)

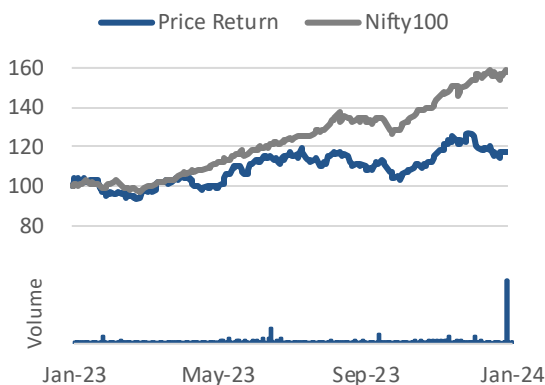
首次覆盖：强者愈强

Investment Focus

Initiate with OUTPERFORM

Rating	OUTPERFORM
Current Price	Rs811.60
Target Price	Rs925.00
Market cap	Rs1,985bn / US\$23.87bn
Daily traded value (3mth)	US\$1.67mn
Shares in issue	2,445mn
Free float (%)	37%
1 yr high - low	Rs880.40-Rs657.30

Note: Current Price Rs811.60 is the close price on 30 Jan 2024



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
Absolute	-7.8%	10.9%	13.0%
Absolute USD	-7.7%	11.0%	10.8%
Relative to Nifty100	-11.3%	-12.5%	-45.4%

(Rs mn)	Mar-23A	Mar-24E	Mar-25E	Mar-26E
Revenue	1,659,600	1,804,998	1,984,831	2,232,378
(+/-)	13%	9%	10%	12%
Net profit	35,530	94,120	139,500	201,241
(+/-)	-83%	165%	48%	44%
Diluted EPS (Rs)	14.70	38.94	57.71	83.25
GPM	39.3%	41.7%	42.4%	43.7%
ROE	6.2%	14.3%	17.5%	21.4%
P/E	55	21	14	10

资料来源: 公司数据, HTI

JSW 钢铁是印度最大的钢铁生产商，截至 23 财年，粗钢产能为 282 百万吨，到 26 财年将增加 8.8 百万吨的产能，达到 3700 万吨，巩固其领导地位。在行业中，公司正在增加印度最大的产能，使其成为利用印度强劲的钢铁需求的最佳钢铁公司，由私人 and 公共资本支出主导。在 23-26 财年，我们为 JSW 钢铁设立了 10% 的国内销量复合年增长率，远高于印度钢铁需求 6.6% 的复合年增长率。除了产能扩张外，公司还积极竞标铁矿石矿山和建设焦炉厂等效率能力，这将有助于提高其每吨盈利能力。基于公司在一段时间内的产能扩大、效率项目和原材料成本正常化，我们将每吨独立 EBITDA 从 23 财年的 7,800 卢比提高到 26 财年的 12,960 卢比。凭借强劲的销量可见性和利润率扩张前景，我们首次覆盖 JSW 钢铁，评级为跑赢大市，目标价为 925 卢比，基于其 26 财年 EBITDA 的 6.5 倍。

详细分析

位置优越的钢铁公司持续挖掘需求周期：在印度政府推动基础设施建设、私人资本支出和制造业的支持下，印度有望看到强劲的钢铁需求。鉴于国内钢铁产能为 2820 万吨（合并），23-26 财年累计增加 880 万吨至 3700 万吨，我们认为 JSW 是钢铁需求的一大受益者。

专注于扩张：JSW 钢铁正计划到 26 财年将其钢铁产能扩大到 3700 万吨，到 30 财年扩大到 5000 万吨。扩张计划使公司处于印度不断增长的钢铁需求环境中。

向后整合以支持不断增长的供应：由于截至 23 财年，JSW 钢铁有限公司的自产铁矿石仅占其需求的 41%，因此公司积极竞标并赢得铁矿石拍卖。公司不仅致力于实现 50% 的自有铁矿石采购，而且还在评估炼焦煤的国际战略资产。

展望与估值

鉴于产能的增加，JSW 钢铁处于有利地位，在 23-26 财年实现 13% 的综合销量和 10% 的收入复合年增长率。此外，随着公司的成本效益资本支出（焦炉）和原材料整合，我们看到每吨独立 EBITDA 将从 23 财年的 7,800 卢比提高到 26 财年的 12,960 卢比。在强劲的营收增长和 EBITDA 扩张的背景下，我们开始覆盖 JSW Steel，目标价为 925 卢比，基于我们 26 财年 EBITDA 的 6.5 倍。

评级和目标价的主要风险：

我们的评级和目标价面临的主要风险是：（1）出口增加等外部因素导致钢铁价格大幅下跌，（2）原材料价格大幅上涨影响价差，以及（3）国内需求放缓，这可能会阻碍盈利能力和资本支出计划。

Saras Singh
saras.singh@htisec.com

投资要点

在印度政府推动基础设施建设、私人资本支出和制造业的支持下，印度有望看到强劲的钢铁需求。我们认为 JSW 是钢铁需求的一大受益者，因为 JSW 的钢铁产能为 28.2 百万吨，在 23-26 财年累计增加 8.8 百万吨，达到 3700 万吨。

1. 位置优越的钢铁公司持续挖掘需求周期

印度经济正处于多年的资本支出周期中，因此，我们预计钢铁需求将在 23-26 财年以 6.6% 的复合年增长率增长，而在 15-23 财年为 5.7%。在大多数钢铁消费行业（图 51）中，需求顺风是显而易见的，这得益于 10 万亿卢比的预算流出（图 52）。

图 51: 全面展开的潜在需求驱动因素

Construction	
Real Estate	
Infrastructure	
Capital Goods	
Automobiles	
Railways	
Consumer Durables	

资料来源: HTI 估计

图 52: 24 财年预算资本支出分配

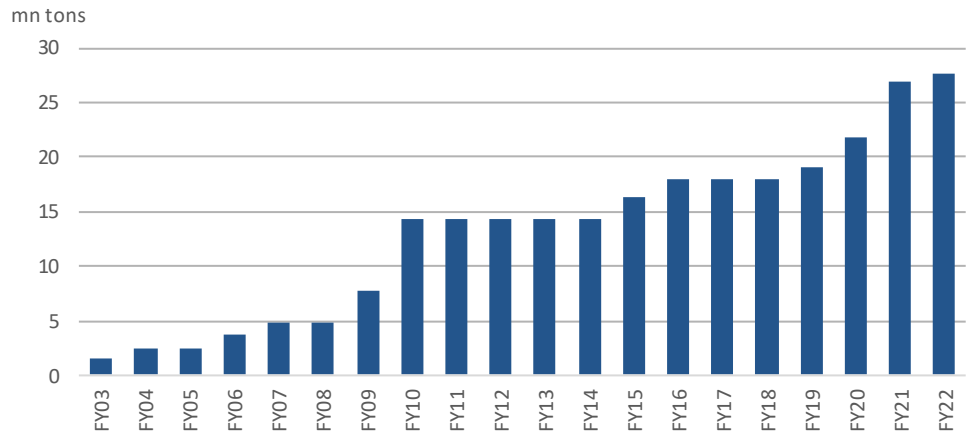
(Rs Bn)	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Roads & Highway	923	1,128	1,375	2,360	2,894
Railways	700	1,122	1,352	1,623	2,413
Defense	1,034	1,072	1,282	1,443	1,626
Others	700	941	1,921	1,857	3,077
Budget Capex	3,357	4,263	5,929	7,283	10,010

资料来源: India Budget

JSW 钢铁是满足印度日益增长的需求的有力候选者，其国内钢铁产能最大，为 28.2 百万吨

JSW 钢铁是满足印度不断增长的需求的强而有力的钢铁公司，截至 24 财年第二季度，其国内钢铁产能最大，为 28.2 百万吨，同时运营能力为约 90%。公司已将其国内粗钢产能从 09 财年的 4.8 百万吨扩大到 23 财年的 27.7 百万吨，在过去 15 年中增加了约 23 百万吨，在同业中增长最快。

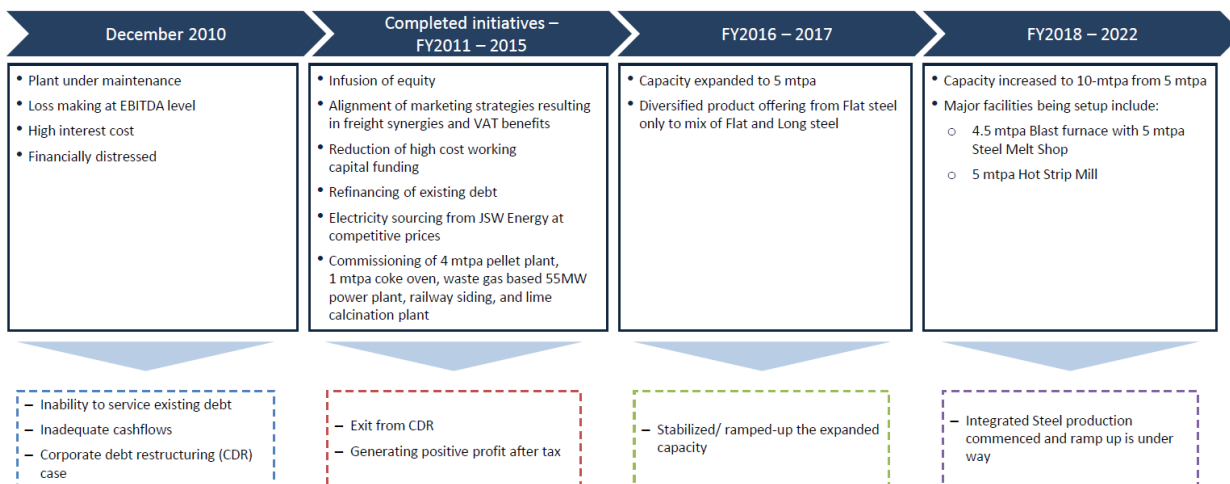
图 53: 容量增加



资料来源: 公司数据

JSW 通过有机棕地扩张和无机扩张的混合方式实现了这一扩张。公司的一项值得注意的收购是 ISPAT 的 Dolvi 钢铁厂，公司不仅在收购后的 3 年内扭亏为盈，而且还将额定产能从收购时 (FY11) 的 3.3mn 吨扩大到目前的 10mn。

图 54: JSW 收购 Dolvi 的转向过程

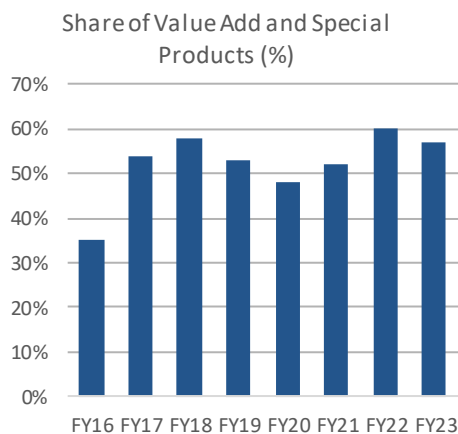


资料来源: 公司数据

公司已将增值产品组合从 16 财年的 35% 提高到 23 财年的 57%，推动了高端化

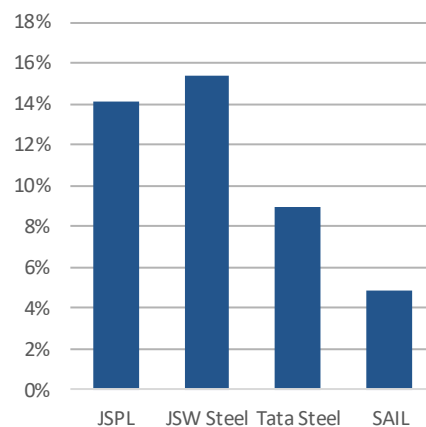
JSW 不仅扩大了粗钢产能，而且还将增值产品的组合从 16 财年的 35% 提高到 23 财年的 57%，推动了高端化。这对公司来说特别有价值，因为与塔塔钢铁公司或 SAIL 相比，它主要是一家钢铁加工商，后向整合有限。公司还采用了各种降低成本的项目，如颗粒厂、焦炉设施、传送带和浆料管道，以提高效率。与同行相比，高端化和降低成本的举措帮助公司实现了更高的资本回报率。公司在 23 财年拥有约 41% 的铁矿石整合，并计划根据扩张计划增加。（详见第 3 节）。

图 55: 高端化



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 56: 已占用资本回报率 (RoCE) 同业比较 (21-23 财年平均值)



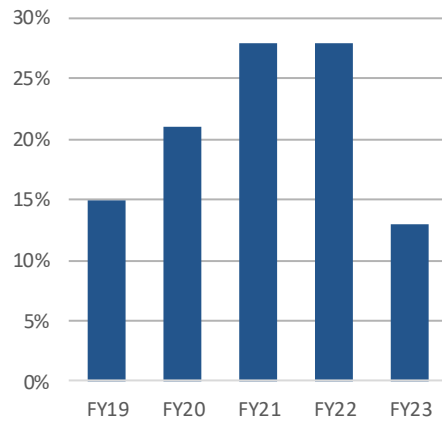
资料来源: 公司数据, HTI 估计

随着钢铁需求的增长，公司已经确定了其扩张计划，在 23-25 财年将印度的产能增加 8.8 百万吨至 3500 万吨（详见第 2 节）。凭借公司过去在同行中增长最快的记录，成为印度最大的钢铁生产商，我们相信它将能够在正在进行的扩张阶段复制同样的情况。此外，公司选择扩张作为优先事项，而不是减少债务，我们认为这是一个积极的迹象，可以及时执行项目。

公司的目标是出口份额在 10-15% 之间

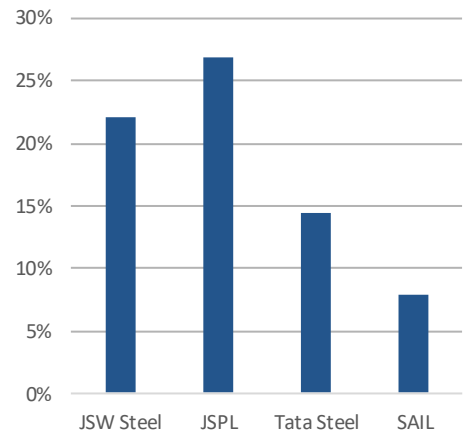
虽然公司已做好充分准备来满足国内需求，但在出口方面仍是机会主义，这进一步提高了其盈利能力。其目标是根据变现情况，将出口占总销量的份额保持在接近总销售额的 10-15%。

图 57: 出口份额



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 58: 同业出口比较 (3 年平均)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

公司在美国的炼钢能力为 1.5 百万吨, 精加工能力为 4.2 百万吨。

它在意大利的长材加工能力为 1.3 百万吨。

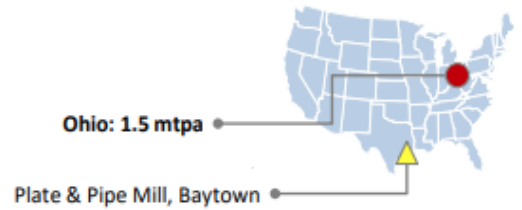
除出口外, 公司还在美国俄亥俄州拥有 1.5 百万吨电弧炉粗钢产能, 其中包括 300 万吨轧机和 1.2 百万吨中厚板机以及德克萨斯州 55 万吨管材轧机产能。公司在意大利还拥有 1.3 百万吨的长材加工能力。

图 59: 欧洲现状



资料来源: 公司数据, 皮翁比诺 (Piombino) 是下游设施

图 60: 美国现状



资料来源: 公司数据, 俄亥俄州是炼钢能力, 而贝敦是下游

JSW 钢铁正计划到 26 财年将其钢铁产能扩大到 3700 万吨，到 30 财年扩大到 5000 万吨。扩张计划使公司处于印度不断增长的钢铁需求环境中。

2. 关注公司扩张

到 26 财年，公司将在印度增加 880 万吨的炼钢能力

JSW 钢铁正在印度增加 880 万吨的炼钢能力（超过 23 财年），目标是在 25 财年之前投产。目前的扩张纯粹是棕地，并消除其 Vijayanagar, BPSL 和 JISPL 工厂的瓶颈。公司计划在 23-26 财年实现 5200 亿卢比的资本支出，其中 1800 亿卢比用于 24 财年（24 财年 9 月产生的 1320 亿卢比资本支出）。在 23-26 财年计划增加 880 万吨产能的带动下，我们在同行比较矩阵中将京德勒西南钢铁评为最高分（4 分）。

图 61: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ●2 ●3 ●4

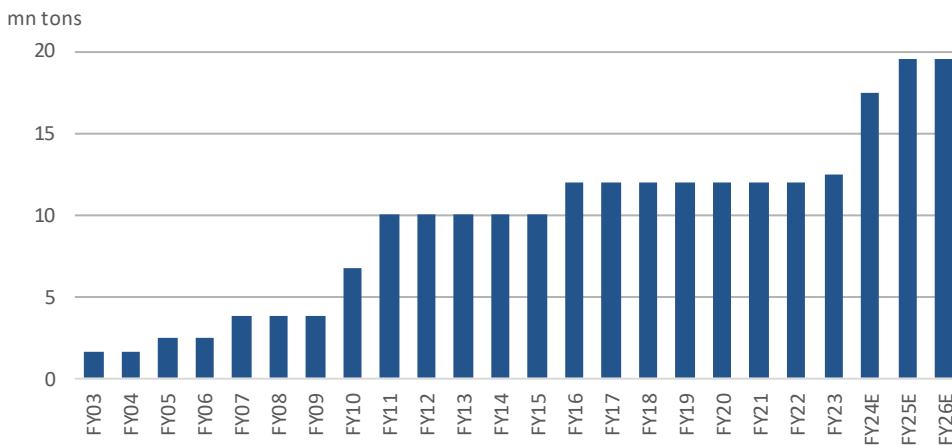
资料来源: HTI 估计

Vijayanagar 工厂通过棕色地块扩建（增加 500 万吨）、消除瓶颈活动（50 万吨）和更换高炉（150 万吨）来扩大产能

Vijayanagar 工厂目前正在进行 500 万吨的棕地扩建，预计将于 2024 财年年底投产。根据该公司的往绩记录，我们预计产能提升将需要 9 个月的时间，即从 2025 财年第四季度开始利用率将超过 90%。为了支持这一产能，该公司已投产 150 万吨焦炉，并计划在 2025 财年第一季度将产能增加至 300 万吨。

除了棕地扩建外，公司在 Vijayanagar 工厂的下一阶段扩建将通过消除瓶颈活动增加 50 万吨产能，并通过更换其 3 号高炉。300 万吨高炉将在 25 财年关闭 4 至 5 个月，取而代之的是 450 万吨高炉。尽管关闭了，但公司没有看到对产量的影响，因为它已经优化了更换的时间。

图 62: Vijayanagar 扩展



资料来源: 公司数据

公司正在其 BPSL 工厂增加 1.5 百万吨的产能

截至 24 财年上半年，JSW 钢铁的杠杆率和负债比率分别为 2.52 倍和 0.92 倍

公司目前正在进行的另一项扩张是其位于贾苏古达 (Jharsuguda) 的 BPSL 工厂，该工厂正在将 1.5 百万吨的炼钢能力增加到 500 万吨。扩建预计将在 24 财年完成，SMS-2 将于 24 财年第三季度投入使用。公司还将对其 JISPL 工厂进行去瓶颈化，到 25 财年，产能将从 1.2 百万吨提高到 1.5 百万吨。公司的其他扩建项目包括在查谟和克什米尔的一条 0.12 百万吨彩色涂装线，预计该线也将在 24 财年完成。

就资产负债表实力而言，JSW Steel 处于平均水平，2024 财年 900 万卢比的债务为 7920 亿卢比，杠杆率和负债率分别为 2.64 倍和 1.02 倍。根据我们的前瞻性预期，JSW Steel 的杠杆率低于 JSPL，与塔塔钢铁一致，因此我们在同行评估中为 JSW Steel 分配 2 分。

图 63: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ●2 ●3 ●4

资料来源: HTI 估计

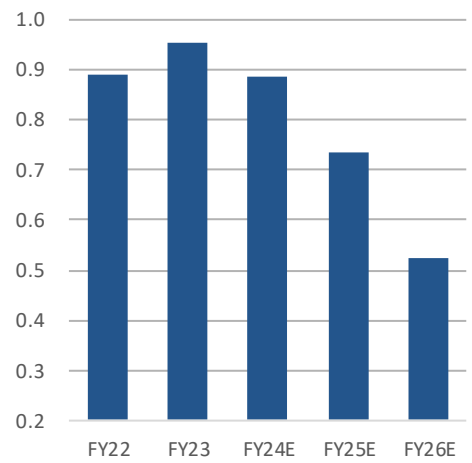
公司的另一个关键评论是，鉴于国内钢铁业的长期情况完好无损，继续资本支出优先于偿还债务。尽管绝对净债务水平有所增加，但公司仍通过提供强劲的 EBITDA 来降低杠杆率。随着正在进行的扩张项目，我们认为公司将提高其杠杆率。5200 亿卢比的资本支出将主要通过内部应计项目提供资金。

图 64: 净债务对比 EBITDA



资料来源: 公司数据, HTI 估计

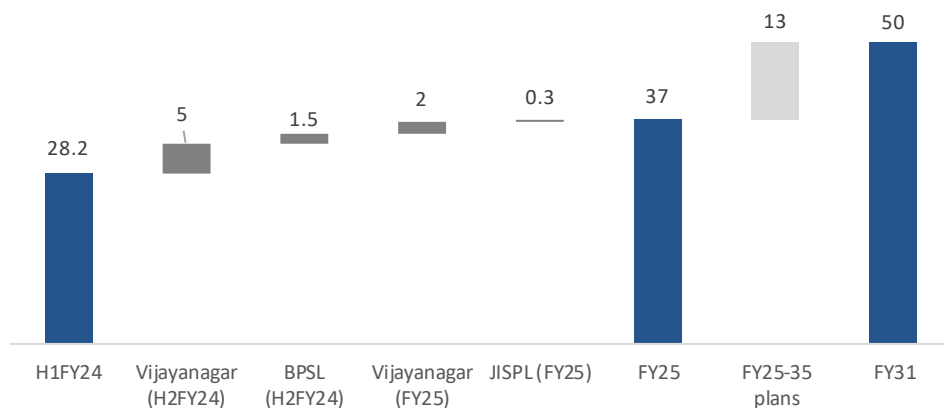
图 65: 净债务对比权益



资料来源: 公司数据, HTI 估计

在实现 3700 万吨产能目标后，公司计划进一步将其产能扩大到 5000 万吨。公司计划通过棕地、绿地和无机路线的混合来实现这一目标。在棕地路线上，公司有可能在其每个工厂增加 500 万吨的产能，包括 Vijayanagar, Dolvi 和 BPSL。公司有两个绿地项目正在筹备中，一个位于奥里萨邦 (Odisha)，一个电弧炉项目位于安得拉邦 (Andhra Pradesh) 的卡达帕 (Kadapa)。

图 66: 产能添加时间表



资料来源: 公司数据

公司还将寻找无机机会来实现其 5000 万吨的目标，并有兴趣收购 Vedanta 的钢铁业务和 NMDC 钢铁厂（目前已被搁置）。公司在扭转 Dolvi、BPSL 和 JISPL（Monnet Ispat）等收购资产方面表现出了强大的能力，这让我们对与大型收购相关的风险充满信心。

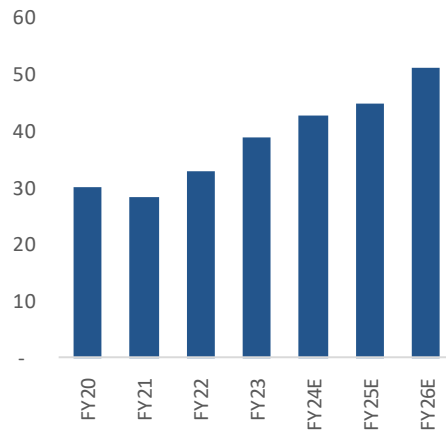
与同行塔塔钢铁和 SAIL 不同，JSW 钢铁的自有铁矿石安全性有限。由于自有铁矿石的自有铁矿石含量仅为其要求的 41%，因此公司在竞标和赢得铁矿石矿拍卖方面非常积极。公司不仅致力于实现 50% 的自有铁矿石采购，而且还在评估炼焦煤的国际战略资产。

3. 后向整合以支持不断增长的供应

公司在 23 财年通过其自有矿山提供 41% 的铁矿石需求

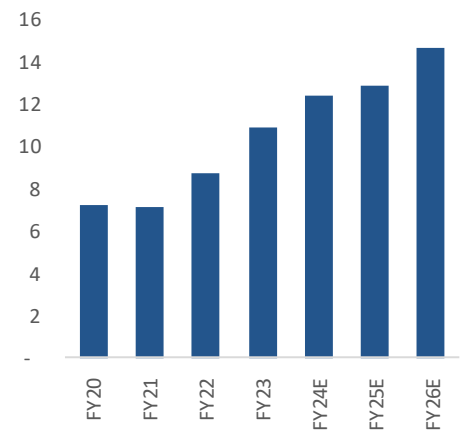
2023 财年，公司 41% 的铁矿石需求由自有矿山供应。然而，为了确保其未来扩张计划的原材料供应不受干扰，公司一直在积极竞购铁矿石矿山，并着眼于海外市场的焦煤供应。

图 67: 铁矿石需求



资料来源：公司数据, HTI 估计

图 68: 炼焦煤需求



资料来源：公司数据, HTI 估计 (焦炭额外购买)

从 2022 年 3 月到 2023 年 12 月，公司在铁矿石拍卖中积极竞标，已赢得 7 座矿山。

在我们的同行矩阵中，我们对 JSW Steel 的评级为 2，因为与拥有自己的遗留矿山的塔塔钢铁公司 (Tata Steel) 和 SAIL 相比，其铁矿石整合率较低。然而，该公司在铁矿石拍卖中积极出价，从 2022 年 3 月至 2023 年 12 月赢得了七个矿山。

图 69: 同业评估

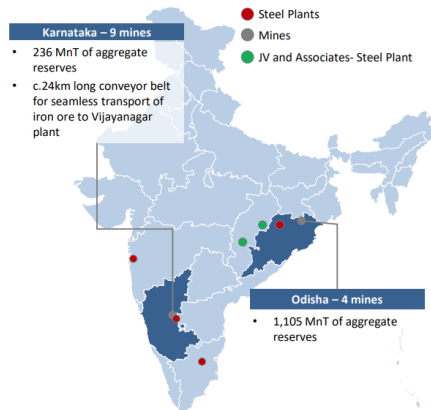
	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ●2 ●3 ●4

资料来源：HTI 估计

公司在印度拥有 13 个运营中的铁矿，其中 4 个位于奥里萨邦 (Odisha)，9 个位于卡纳塔克邦 (Karnataka)。在奥里萨邦的 4 个矿山中，公司早些时候交出了一个矿山 Jajang，由于矿山寿命接近尾声，很难以合理的成本维持高矿产调度许可证 (MDP)，但此后它撤回了交出通知。

图 70: JSW 钢铁的 13 个运营矿山



资料来源: 公司数据

公司的目标是长期采购 50% 的自有采矿

公司还赢得了另外 7 个矿山, 其中包括卡纳塔克邦 (Karnataka) 的 3 个矿山、果阿邦 (Goa) 的 2 个矿山和马哈拉施特拉邦 (Maharashtra) 的 2 个勘探矿山。根据公司的评论, 它将继续竞标并参与即将到来的矿山拍卖。从长远来看, 公司的目标是 50% 的自有采矿采购。它将在 26 财年之前运营帕尔巴特普尔 (Parbatpur) 和 Sitanala 矿山。

图 71: JSW 钢铁的 13 个运营矿山

State	Name of the Block	Mineral	Date of auction	Area (in Ha)	Reserves (in MT)	Final Bid (in %)
Operational Mines						
Karnataka	ML No. 262, Ramgad, Bellary	Iron Ore	01.10.2016	33.8	31.53	90.82
Karnataka	ML No. 2366, Ittanahalli, Bellary	Iron Ore	04.10.2016	33.21	6.939	58.9
Karnataka	ML No. 2365, Ittanahalli, Bellary	Iron Ore	04.10.2016	130.53	33.89	81.1
Karnataka	ML No. 2313, Malgolla, Bellary	Iron Ore	05.10.2016	21.61	10.026	100.1
Karnataka	ML No. 2290, Sandur, Bellary	Iron Ore	06.10.2016	100.54	28.618	102.5
Karnataka	ML No. 995	Iron Ore	04.09.2018	32.89	9.708	95.2
Karnataka	ML No. 2346	Iron Ore	24.07.2019	93.6	60.67	67.1
Karnataka	ML No. 2239	Iron Ore	24.07.2019	43.58	12.207	97.5
Karnataka	ML No. 1602	Iron Ore	25.07.2019	107.51	22.266	102.7
Odisha	Nuagaon Iron Ore Block	Iron Ore	31.01.2020	776.97	789.05	95.2
Odisha	Narayanposhi Iron Ore & Manganese Block	Iron Ore & Manganese	01.02.2020	347.01	185.1	98.55
Odisha	Ganua Iron Ore Block	Iron Ore	04.02.2020	88.516	118.92	132
Odisha	Jajang Iron Ore Block	Iron Ore	06.02.2020	669.08	39.42	110
New, Non-Operational Mines						
Karnataka	Jaisinghpura South Block	Iron Ore	24.03.2023	297.38	32.08	145.8
Karnataka	Vyasanakere Block	Iron Ore	28.03.2023	405.4	27.22	114.3
Karnataka	Jaisinghpura North Block	Iron Ore	21.08.2023	298.59	17.66	150.3
Maharashtra	Ajgaon Block	Iron Ore	31.03.2022	840	NA	25
Maharashtra	Surjagad -4 Iron Ore Block	Iron Ore	12.05.2023	397	NA	131.05
Goa	Block IX-Surla-Sonshi Mineral Block	Iron Ore	28.04.2023	254.51	65.73	109.8
Goa	Block VI-Cudnem-Cormolem Mineral Block	Iron Ore	25.04.2023	38.51	9.77	96.65

资料来源: 矿业部

公司正在确保稳定的矿石供应, 即使成本更高, 以消除供应中断的风险

公司在采矿竞标方面一直很积极, 其 2023 年拍卖的溢价从 97% 到 146% 不等, 然而, 通过确保稳定的矿石供应, 即使成本更高, 公司也消除了供应中断的风险。此外, 自备矿山使公司能够通过进料一致品位的矿石来提高其高炉生产率。正如其 Vijayanagar 工厂所展示的那样, 公司安装了一条 24 公里长的传送带, 以实现经济高效的铁矿石运输, 从而降低成本。在下面的展览中, 我们分析了铁矿石的成本以及从矿山到最近的炼钢厂运输的潜在节省。

虽然塔塔钢铁和 SAIL 等同行的自有矿山将持续到 2030 年, 但塔塔已经参与了拍卖, 其中一座矿山以 141.25% 的溢价获得。

图 72: 综合钢铁企业支付的溢价 (不包 JSW 钢铁)

State	Name of the Block	Mineral	Date of auction	Area (in Ha)	Reserves (in MT)	Final Bid (in %)
Tata Steel						
Odisha	Kalamang West (Northern part)	Iron Ore	18.05.2017	92.875	92.85	100.1%
Odisha	Gandhalpada Iron Ore Block	Iron Ore	16.09.2021	241.1	314.37	141.3%
Jindal Steel and Power						
Odisha	Kasia Iron Ore & Dolomite Block	Iron Ore & Dolomite	16.09.2021	194.19	278.04	118.1%
Vedanta Group						
Odisha	Nadidih Iron Ore Block (BICO)	Iron Ore	16.09.2021	74.5	27.04	95.6%
Odisha	Nadidih Iron Ore and Manganese Block	Iron Ore and Manganese	16.09.2021	117.21	23.69	92.3%
Goa	Bicholim Mineral Blocks	Iron Ore	14.12.2022	478.52	85.465	63.6%
Goa	Block VII-Cudnem Mineral Block	Iron Ore	26.04.2023	75.3	8.28	93.2%
Maharashtra	Sasoli block	Iron Ore	06.07.2022	2000	NA	97.8%

资料来源: 矿业部

JSW 钢铁拥有两座炼焦煤矿, 生产后将生产 100 万吨清洁炼焦煤

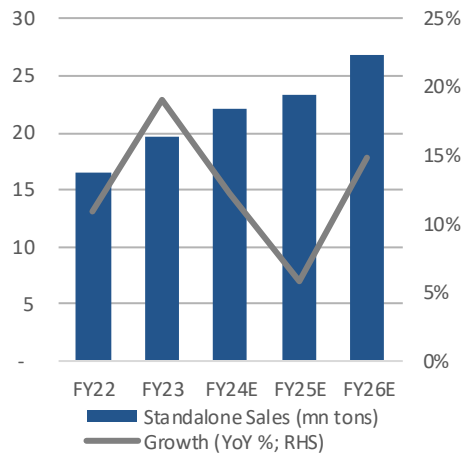
在炼焦煤方面, 印度的采购主要通过进口完成, 该国清洁资源有限。JSW 钢铁在帕尔巴特布尔 (Parbatpur) 和西塔纳拉 (Sitanala) 拥有两个炼焦煤矿, 生产后将生产 100 万吨清洁炼焦煤, 占公司目前炼焦煤需求的 5%。Parbatpur 矿的煤炭生产预计将于 25 财年开始, Sitanala 的煤炭生产将于 28 财年开始。公司还在考虑煤炭联系, 公司将建立洗涤厂, 将软焦煤与进口炼焦煤进行清洗和混合。公司还在国际上寻找一些战略资产。

财务展望

我们预计 23-26 财年的收入复合年增长率为 10%

我们预计 JSW 钢铁的印度业务将在 23-26 财年实现 10% 的复合年增长率, 这得益于其 Vijaynagar 扩张的加速。我们预计 2024 财年销售额将下降 5%, 2025 财年和 2026 财年销售额将持平增长, 这将使我们在 23-26 财年的收入 CAGR 达到 9%。对于合并后的业务, 由于 BPSL 子公司的扩张, 我们预计收入 CAGR 为 10%。

图 73: 独立交易量趋势

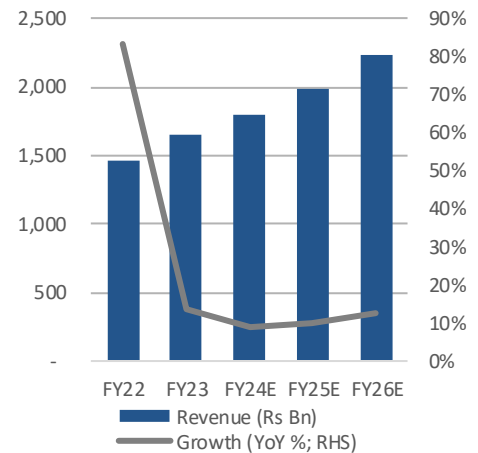


资料来源: 公司数据, HTI 估计

我们设立了每吨独立的 EBITDA, 从 23 财年的 7,800 卢比提高到 26 财年的 12,960 卢比

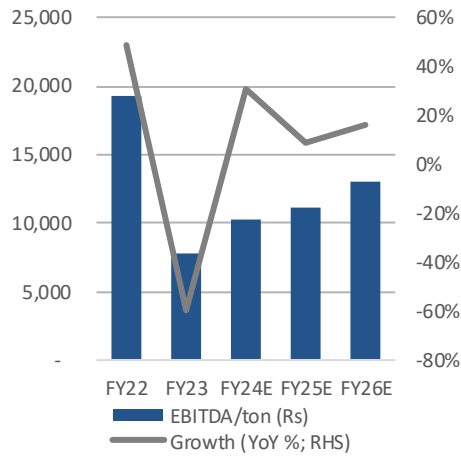
我们设立了每吨独立的 EBITDA, 从 23 财年的 7,800 卢比 (受外汇损失影响) 提高到 26 财年的 12,960 卢比, 这得益于投入成本的降低和效率的提高。在合并基础上, 我们预计 EBITDA 将以 32% 的复合年增长率增长, 这主要得益于 JSW Coated、BPSL 等主要子公司的改善以及独立业务的改善。

图 74: 收入趋势 (合并)



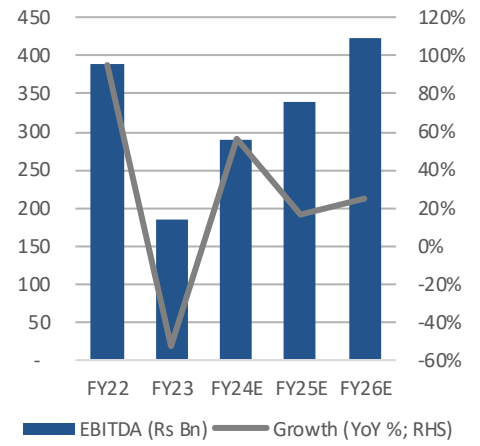
资料来源: 公司数据, HTI 估计 (焦炭额外购买)

图 75:每吨独立 EBITDA 趋势



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 76:合并 EBITDA 趋势



资料来源: 公司数据, HTI 估计

我们预计公司的综合 RoCE 将从 23 财年的 8% 提高到 26 财年的 20%

随着盈利能力的提高, 我们看到公司的合并已占用资本回报率 (RoCE) 从 23 财年的 8% 提高到 26 财年的 20%, 尽管基准年受到高投入成本的影响。在对等矩阵中, 我们对 JSW Steel 的评价最高, 与 JSPL (金德尔钢铁与电力有限公司) 一起, 各得 4 分。

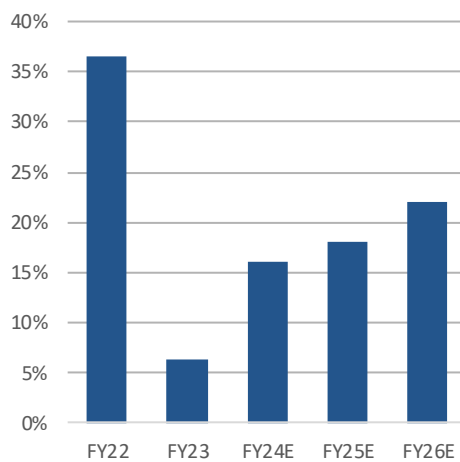
图 77: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ○2 ●3 ●4

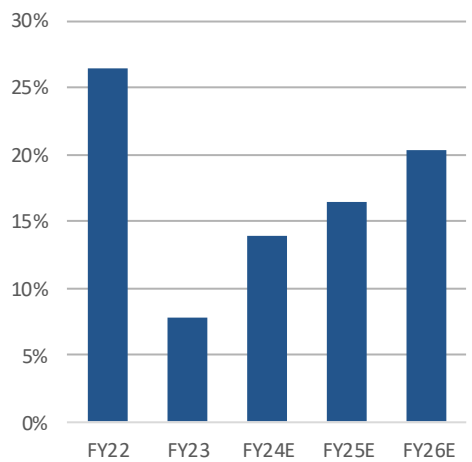
资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 78: RoE (%)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 79: RoCE (%)

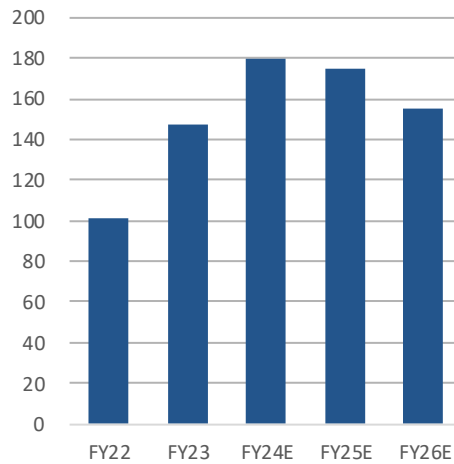


资料来源: 公司数据, HTI 估计

我们预计到 26 财年杠杆率将提高到 1.3 倍

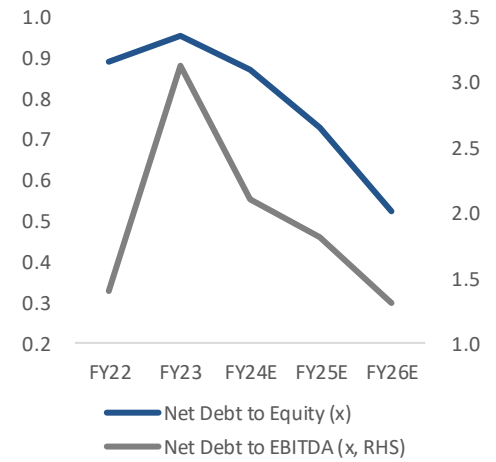
在资产负债表实力方面，JSW 钢铁处于平均水平，债务为 7920 亿卢比，杠杆率和资产负债率分别为 2.64 倍和 1.02 倍，分别为 24 财年 9 个月。我们预计，在公司强劲现金流的带动下，到 26 财年，杠杆率将提高到 1.3 倍。公司的资本支出为 5200 亿卢比，其中大部分将通过内部应计项目提供资金。

图 80:资本支出趋势 (十亿卢比)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 81:净债务对比股权/EBITDA (x)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

在产能增加和公司快速提升能力的推动下，我们在 23-26 财年的销量复合年增长率为 13%，因此收入复合年增长率为 10%

我们预计 JSW 钢铁的印度业务将在 23-26 财年实现 10% 的销量复合年增长率和 8% 的收入复合增长率

我们对公司的估值是 26 财年 EBITDA 的 6.5 倍，目标价为每股 925 卢比

估值与展望

JSW Steel 是印度最大的钢铁公司，国内产能为 2820 万吨，到 26 财年将达到 3700 万吨。我们预计公司将成为当前需求周期的最大受益者，印度钢铁需求在 23-26 财年以 6.6% 的复合年增长率增长。在产能增加和公司快速提升能力的推动下，我们在 23-26 财年的综合销量复合年增长率为 13%，因此收入复合年增长率为 10%。除了向前扩张外，公司还积极竞标铁矿石矿山，并建立焦炉厂等效率能力，这将有助于公司提高每吨盈利能力。

我们预计 JSW 钢铁的印度业务将在 23-26 财年实现 10% 的复合年增长率，这得益于其 Vijaynagar 扩张的加速。我们在 24 财年实现了 5% 的实现下降，并在 25 财年和 26 财年实现了持平增长，这使我们在 23-26 财年的收入复合年增长率为 9%。对于合并业务，我们预计收入将达到 10%，这得益于 BPSL 子公司的扩张。我们建立了每吨独立的 EBITDA，从 23 财年的 7,800 卢比提高到 26 财年的 12,960 卢比，这得益于投入成本的降低和效率的提高。在合并基础上，我们预计 EBITDA 将以 32% 的复合年增长率增长，这主要得益于 JSW Coated、BPSL 等主要子公司的改善以及独立业务的改善。

基于我们预计 26 财年的 EBITDA 来对公司的 EV/EBITDA 进行了估值。我们给予公司 6.5 倍的倍数，接近公司的长期平均水平，目标价为每股 925 卢比。鉴于强劲的增长和回报率，我们的溢价与公司对于钢铁行业的历史溢价一致。

图 82: 动态 EV/EBITDA



资料来源: 彭博

风险提示:

我们的评级和目标价面临的风险是钢材价格大幅下跌、原材料价格大幅上涨影响价差以及内需放缓。

钢铁价格大幅下跌: 虽然我们预计 23-26 财年国内需求将保持强劲, 但由于中国出口增加等外部因素导致的实现率下降可能会影响公司的盈利能力。

原材料价格上涨: 公司和行业极易受到原材料价格的影响, 正如不久前所看到的那样, 由于炼焦煤价格的急剧上涨, 价差受到影响。

国内需求放缓: 国内需求放缓可能会阻碍公司的盈利能力以及资本支出计划的执行, 这可能会进一步影响增长前景。

Profit & Loss (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Net Revenues	1,463,710	1,659,600	1,804,998	1,984,831	2,232,378
Cost of Goods Sold	731,640	1,007,910	1,052,060	1,142,317	1,256,910
Gross Profit	732,070	651,690	752,938	842,514	975,468
Operating Expenses	342,000	466,220	462,653	503,311	553,234
EBITDA	390,070	185,470	290,284	339,203	422,234
Depreciation	60,010	74,740	79,627	87,224	96,650
Interest	49,680	69,020	80,119	69,263	59,116
Other Income	15,310	10,300	10,300	10,300	10,300
Exceptional items	(7,410)	5,910	5,890	-	-
Share of P/L of JVs /	9,170	(1,370)	(1,000)	(500)	(250)
Profit Before Tax	297,450	56,550	145,729	192,517	276,519
Tax	88,070	15,160	43,719	51,017	73,277
Profit After Tax	206,650	41,440	100,010	139,500	201,241
Adj. PAT	214,060	35,530	94,120	139,500	201,241

Standalone Metrics	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Realisation (Rs)	71,969	66,948	63,797	63,661	63,661
EBITDA per ton (Rs)	19,302	7,814	10,251	11,191	12,960
Production Volume (mn tons)	17.6	20.9	23.2	24.6	28.2
Sales volume (mn tons)	16.5	19.7	22.1	23.3	26.8

Performance Metrics	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Growth (%)					
Revenue	83.3	13.4	8.8	10.0	12.5
EBITDA	94.7	(52.5)	56.5	16.9	24.5
Adjusted Net Profit	167.8	(83.4)	164.9	48.2	44.3
Margins (%)					
Gross Margin	50.0	39.3	41.7	42.4	43.7
EBITDA Margin	26.6	11.2	16.1	17.1	18.9
PAT Margin	14.1	2.5	5.5	7.0	9.0
Key Ratios					
RoE (%)	36.6	6.2	14.3	17.5	21.4
RoCE (%)	26.5	7.8	14.0	16.5	20.4
Net D/E Ratio (x)	0.8	0.9	0.8	0.7	0.5
Net D/EBITDA Ratio (x)	1.4	3.1	2.1	1.8	1.3
Valuations					
P/E (x)	9.3	55.9	21.1	14.2	9.9
P/BV (x)	2.9	3.0	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	6.5	13.9	9.0	7.6	5.9
Per Share Data (Rs)					
EPS	88.6	14.7	38.9	57.7	83.3
BVPS	278	272	305	354	425
Cash operating cycle					
Debtor days	19	16	16	16	16
Creditor days	154	138	138	138	138

Balance Sheet (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Share Capital	3,010	3,010	3,010	3,010	3,010
Reserves and Surplus	669,960	653,940	733,942	852,517	1,023,572
Borrowings	699,750	788,420	688,420	618,420	518,420
Other Long Term Liabilities	143,980	138,710	138,710	138,710	138,710
Current Liab & Prov.	448,250	526,700	549,771	598,889	661,378
	1,964,950	2,110,780	2,113,854	2,211,546	2,345,090
Net Block	1,167,850	1,266,180	1,366,573	1,454,349	1,512,700
Investments	49,320	48,010	48,010	48,010	48,010
Current Assets					
Inventories	337,870	331,350	345,864	375,536	413,209
Debtors	74,570	71,340	77,590	85,320	95,962
Cash and Equivalents	173,830	207,140	72,694	30,814	30,566
Other Current Asset	161,510	186,760	203,122	217,516	244,644
	1,964,950	2,110,780	2,113,854	2,211,546	2,345,090

Cash Flow Statement (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Cash flow from operating	262,700	233,230	229,510	283,008	333,754
Capital expenditure	(100,910)	(147,840)	(180,020)	(175,000)	(155,000)
Free Cash Flow	161,790	85,390	49,490	108,008	178,754
Cash flow from investing	(159,870)	(107,110)	(169,720)	(164,700)	(144,700)
Cash flow from financing	(146,570)	(59,770)	(194,237)	(160,187)	(189,302)
Net change in cash	(43,740)	66,350	(134,446)	(41,880)	(248)

资料来源: HTI

塔塔钢铁 Tata Steel (TATA IN)

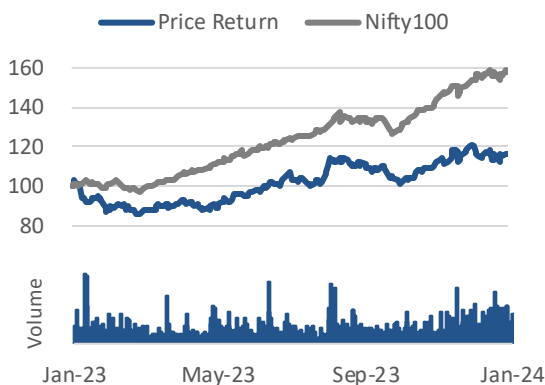
首次覆盖：以扩张满足不断增长的需求

Investment Focus

Initiate with OUTPERFORM

Rating	OUTPERFORM
Current Price	Rs134.70
Target Price	Rs160.00
Market cap	Rs1,656bn / US\$19.92bn
Daily traded value (3mth)	US\$4.42mn
Shares in issue	12,297mn
Free float (%)	66%
1 yr high - low	Rs139.90-Rs102.15

Note: Current Price Rs134.70 is the close price on 30 Jan 2024



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
Absolute	-3.4%	12.3%	15.3%
Absolute USD	-3.4%	12.5%	13.0%
Relative to Nifty100	-6.9%	-11.0%	-43.1%

(Rs mn)	Mar-23A	Mar-24E	Mar-25E	Mar-26E
Revenue	2,433,527	2,240,228	2,324,213	2,517,785
(+/-)	0%	-8%	4%	8%
Net profit	87,604	51,137	149,130	201,817
(+/-)	-78%	-42%	192%	35%
Diluted EPS (Rs)	7.03	11.24	12.21	16.53
GPM	53.5%	52.9%	54.6%	55.6%
ROE	7.9%	13.2%	13.7%	17.1%
P/E	19	12	11	8

资料来源: 公司数据, HTI

塔塔钢铁是印度最大的钢铁生产商之一，23 财年的粗钢产能为 19.6 百万吨，到 26 财年将增加 5.75 百万吨的产能，达到 27.25 百万吨。我们认为，从 26 财年开始，扩张和随后的规模扩大将帮助其利用由私人 and 公共资本支出主导的印度强劲的钢铁需求。在 23-26 财年，我们预计塔塔钢铁的国内销量复合年增长率为 8%，而印度钢铁需求的复合年增长率为 6.6%。公司的综合业绩历来受到其英国业务的拖累，然而，公司将 12.5 亿英镑的资本支出用于用电弧炉取代其高炉，这将是一个积极的因素。我们预计，到 26 财年，公司的国内 EBITDA 将扩大到每吨 15,235 卢比，使其恢复到 23 财年的水平，这得益于成本合理化和原材料成本的修正。随着增长动力的到位，我们首次覆盖塔塔钢铁，基于分部估值法 (SoTP) 的估值为跑赢大市评级和 160 卢比的目标价。

详细分析

有利的国内需求和计划供应以满足需求：塔塔钢铁一直专注于建设其印度产能，以满足由私人 and 公共资本投资推动的不断增长的国内需求。塔塔钢铁的 KPO II 工厂预计将于 2024 年投产，公司已做好充分准备，以满足钢铁需求，预计 23-26 财年将以 6.6% 的复合年增长率增长。

欧洲业务初露端倪：塔塔钢铁的欧洲业务一直拖累了集团的盈利能力和资产负债表，但随着最近宣布在英国政府的帮助下更换英国的产能，公司可以使该业务恢复盈利。

资产负债表处于舒适的水平：虽然公司计划将其资产负债表每年去杠杆化 10 亿美元，但我们预计公司的资本支出计划将优先于还款计划，尽管其杠杆率将保持在 2 倍-2.5 倍之间 (2024 财年除外)。

展望与估值

我们预计塔塔钢铁的印度业务将在 23-26 财年实现 8% 的销量复合年增长率，并预计欧洲业务在 23-26 财年的销量增长将大致持平。我们预计公司将在 23-26 财年实现 9% 的 EBITDA 复合年增长率，这得益于运营效率和额外产能的增加。我们根据 SOTP 对公司的估值，对印度业务的估值是其 26 财年 EBITDA 的 6.5 倍，这是长期行业平均水平，而我们对欧洲和其他业务的估值是其 26 财年 EBITDA 的 5 倍。根据我们的假设，我们得出的目标价为每股 160 卢比。

评级和目标价的主要风险：

我们的评级和目标价面临的主要风险是：(1) 出口增加等外部因素导致钢铁价格大幅下跌，(2) 原材料价格大幅上涨影响价差，以及 (3) 国内需求放缓，这可能会阻碍盈利能力和资本支出计划。

Saras Singh
saras.singh@htisec.com

投资要点

塔塔钢铁一直专注于建设其在印度的产能，以满足由私人 and 公共资本投资推动的不断增长的国内需求。塔塔钢铁的卡林格纳格尔 (Kalinganagar) 二期工厂预计将于 2024 年投产，公司已做好充分准备，以满足钢铁需求，预计 23-26 财年的复合年增长率为 6.6%。

4. 有利的内需，有计划的供应来满足它

印度经济正处于多年的资本支出周期中，因此，我们预计钢铁需求将在 23-26 财数以 6.6% 的复合年增长率增长，而在 15-23 财年为 5.7%。大多数钢铁消费行业都可以看到需求顺风（图 83），这得益于 10 万亿卢比的预算流出（图 52）。

图 83: 潜在需求驱动因素如火如荼

Construction	
Real Estate	
Infrastructure	
Capital Goods	
Automobiles	
Railways	
Consumer Durables	

资料来源：HTI 估计

图 84: 印度 24 财年预算资本支出分配

(Rs Bn)	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Roads & Highway	923	1,128	1,375	2,360	2,894
Railways	700	1,122	1,352	1,623	2,413
Defense	1,034	1,072	1,282	1,443	1,626
Others	700	941	1,921	1,857	3,077
Budget Capex	3,357	4,263	5,929	7,283	10,010

资料来源：India Budget

塔塔钢铁将在 23-26 财年增加 5.75 百万吨粗钢产能

为了满足不断增长的需求，多家钢铁公司纷纷开展产能扩张项目，其中塔塔钢铁在 23-26 财年增加了 5.75 百万吨粗钢产能，仅次于 JSW 钢铁公司和 JSPL 分别增加了 8.8 百万吨和 6.3 百万吨。SAIL 在产能扩张方面落后，仅增加了 200 万吨的产能。除了上市同行外，AM/NS 还计划到 26 财年扩大 600 万吨。根据我们的同行集合矩阵，我们给塔塔钢铁分配了 3 分（满分为 4 分；越高越好），这与 JSPL 相当，而我们为 JSW 钢铁公司分配了 4 分。

图 85: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

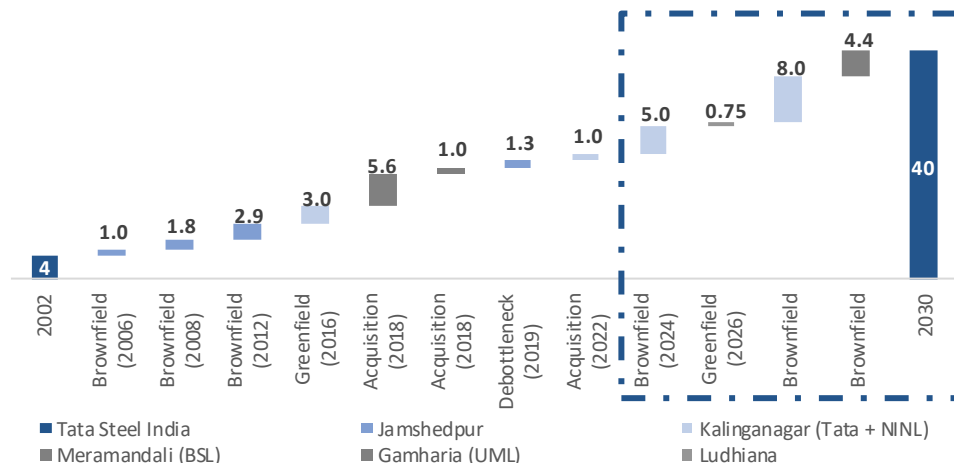
Note: ○1 ○2 ●3 ●4

资料来源：HTI 估计

塔塔钢铁希望到 2030 年将其粗钢产能提高到 4000 万吨

随着国内需求的增长，塔塔钢铁希望到 2030 年将其粗钢产能提高到 4000 万吨。除了卢迪亚纳 (Ludhiana) 的绿地扩建外，此次扩张将主要由其卡林格纳格尔 (Kalinganagar)、Meramandali 和贾坎德小镇 (Gamharia) 设施的棕地项目推动。

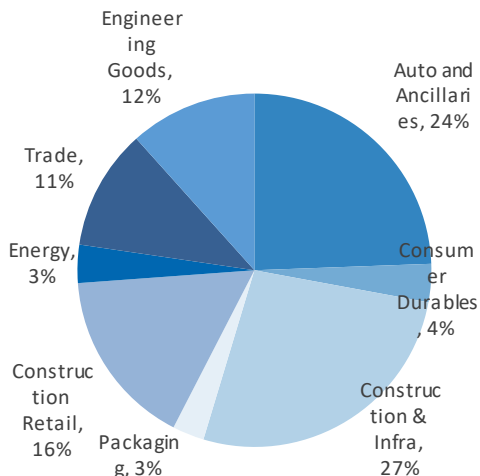
图 86:塔塔钢铁印度产能扩张管道 (百万吨)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

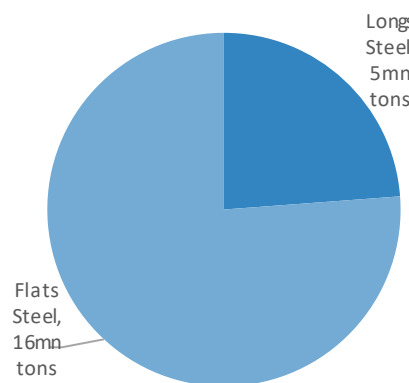
在其 2100 万吨粗钢产能 (23 财年) 中, 500 万吨用于多头, 其余 1600 万吨用于扁钢。房地产和基础设施建设是长钢产品的主要消费者, 而汽车、工程产品等是扁钢产品的主要消费者。

图 87: TSL 的国内交付组合



资料来源: HTI 估计

图 88: 粗钢产能结构



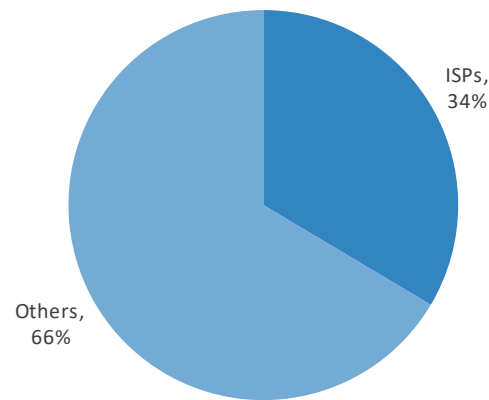
资料来源: 公司数据, HTI

虽然基础设施和房地产的持续推动是更多的长材消费行业, 该领域以二级钢厂为主 (图 89), 然而, 塔塔钢铁等主要钢铁企业也在增加其长材产能, 以满足这一不断增长的需求。塔塔钢铁印度公司已将其长钢产能从 2010 年的 2.9 百万吨扩大到 23 财年末的 500 万吨。公司的扩张在 19 财年加速, 从 Usha Martin 收购了 100 万吨的产能, 并在 23 财年通过收购 NINL 增加了 1.1 百万吨的产能。过去, 公司在其位于贾姆谢普尔的综合设施和塔拉普尔 (Tarapur) 的下游业务中生产长材。

公司计划进一步扩大其 NINL 工厂的长钢产能至 500 万吨

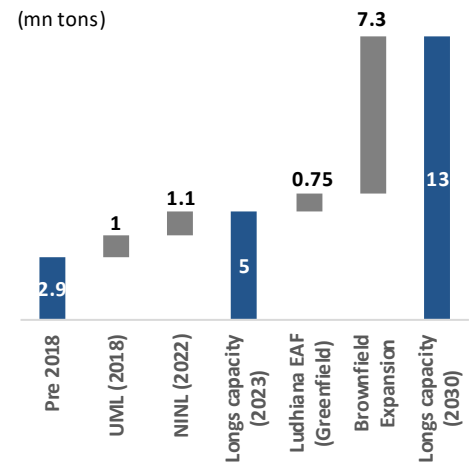
在长材类别中, 鉴于额外的土地供应, 公司计划将其 NINL 工厂进一步扩大到 500 万吨, 并在卢迪亚纳增加一个电弧炉, 到 2030 年将其长材产能提高到 1300 万吨。

图 89:ISP 在长钢中的份额



资料来源：钢铁部

图 90:塔塔钢铁的长材扩张



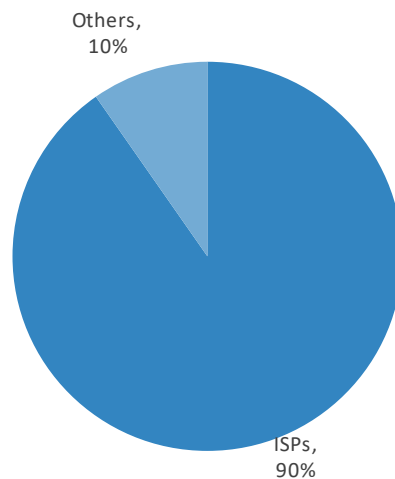
资料来源：公司数据, HTI 估计

公司已将其扁钢产能从 2010 年的 3.7 百万吨扩大到 23 财年末的 16 百万吨

虽然长钢产能需要较小的熔炉和轧机配置，但扁钢产品制造由具有规模经济的大型集成设施主导。与长钢不同，长钢在二级市场中占有较高的份额（占产能的 66%），而 ISP 在扁钢产能中的份额为 90%。

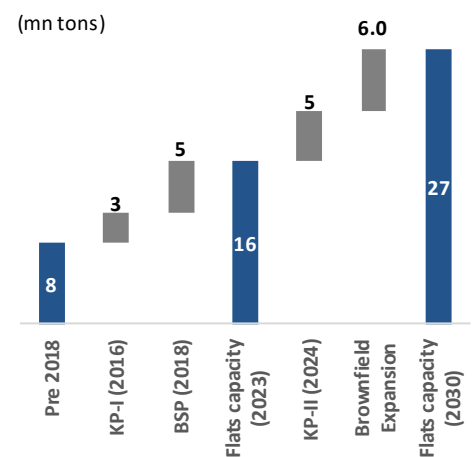
在扁钢领域，公司已将产能从 2010 年的 3.7 百万吨扩大到 23 财年末的 1600 万吨。在汽车和工程领域的推动下，扁钢需求仍然强劲。为了满足对扁钢产品的持续需求，公司将在 25 财年之前调试 Kalinganagar 的第二阶段，这将增加 500 万吨粗钢产能，重点是扁钢。公司的目标是到 2030 年将其扁钢产能提高到 2700 万吨。

图 91:扁钢 ISP 的份额



资料来源：钢铁部

图 92:塔塔钢铁的扁平产品扩张



资料来源：公司数据, HTI

公司通过其六个运营中的自备矿山满足其所有国内铁矿石需求，而如果通过其位于西博卡罗（West Bokaro）和贾里亚（Jharia）地区的矿山满足 22% 的炼焦煤需求。

除了产能管道外，公司还继续关注原材料整合。公司通过其六个运营中的自有矿山（诺阿穆恩迪_Noamundi、卡塔马蒂_Katamati、东吉达_Joda East、孔邦德_Khondbond、维杰亚 II_Vijaya II 和 Koida）满足其所有国内铁矿石需求，而如果通过其位于西波卡罗（West Bokaro）和贾里亚（Jharia）部门的矿山满足 22% 的炼焦煤需求。

我们对塔塔钢铁的评价最高，主要是因为其传统的铁矿石矿山确保了原材料的安全。由于这些矿山的租约将持续到 2030 年，因此它将继续竞标更多的铁矿石矿山，以确保不间断供应。除塔塔外，SAIL 也具有类似水平的原材料安全，而 JSW Steel 和 JSPL 则积极参与矿山竞标。

图 93:同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ●2 ●3 ●4

资料来源: HTI 估计

此外, 该公司正在开发一个绿地矿山 - Gandhalpada 矿, 其产量应满足 2030 年以后的铁矿石需求

随着粗钢产量持续增长至 4000 万吨 (高炉路线 3600 万吨), 到 2030 年公司将需要约 6000 万吨铁矿石。公司拥有约 5 亿至 5.5 亿吨铁矿石储量该矿将于 2030 年后投入使用。此外, 该公司正在开发一个绿地矿山 Gandhalpada 矿, 其产量将满足 2030 年后的铁矿石需求。该公司将继续竞标奥里萨邦和贾坎德邦的更多铁矿, 并可能在 2030 年之后投入使用。还到 2030 年竞标现有铁矿。这些举措将帮助该公司在 2030 年后保持自给自足。

在炼焦煤方面, 公司希望将其内部产能翻一番

在炼焦煤方面, 虽然公司正在寻求将其内部产能增加一倍, 但随着粗钢产能的增加, 内部炼焦煤的份额应保持在 20-25% 的范围内。

公司还在开展生产计划, 例如尝试将氢气直接注入其位于贾姆谢普尔 (Jamshedpur) 的高炉之一。这将有助于公司用氢气代替煤粉喷射 (PCI), 从而有助于将焦炭率降低约 10% 至 15%。

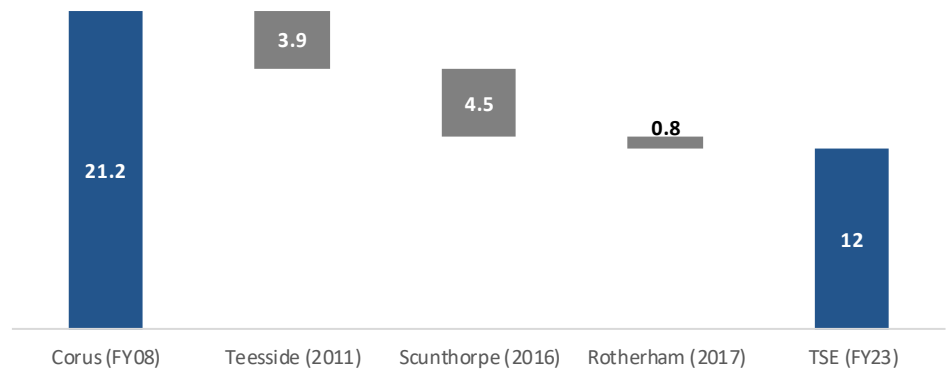
塔塔钢铁的欧洲业务一直拖累了该集团的盈利能力和资产负债表，但随着最近宣布更换英国产能将在英国政府的帮助下，公司可以使该业务恢复盈利。

5. 欧洲业务萌芽

英国塔塔钢铁已将其产能从08财年的2100万吨缩减至23财年的1200万吨

在英国康力斯（Corus）表现不佳后，塔塔钢铁通过各种撤资交易（图94）减少了其对欧洲业务的敞口，将其欧洲产能从08财年的2100万吨降至23财年的1200万吨。通过撤资计划以及专注于扩大印度产能，塔塔钢铁将其欧洲产能份额从08财年的76%降至23财年的34%。随着大部分撤资的完成，塔塔钢铁在英国塔尔伯特港留下了500万吨高炉产能，在荷兰艾默伊登（Ijmuiden, Netherlands）留下了700万吨高炉产能。

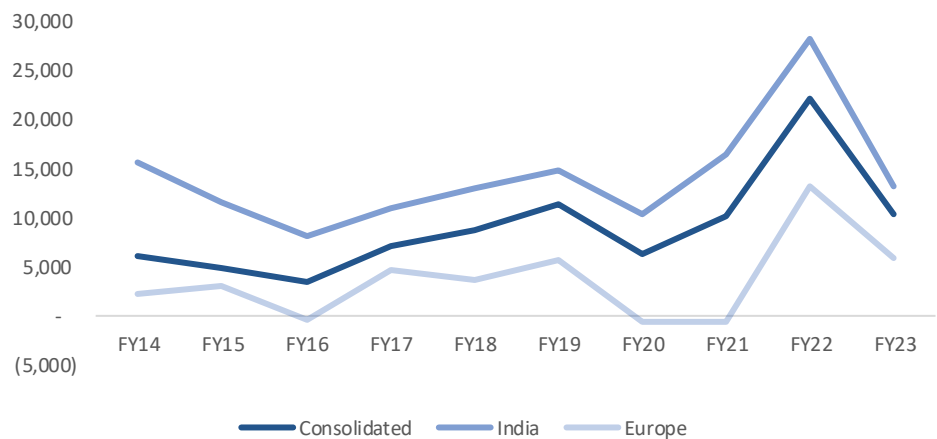
图94:塔塔钢铁的欧洲产能剥离（百万吨）



资料来源：公司数据，HTI 估计

除了上述撤资之外，塔塔钢铁欧洲公司（TSE）还寻求通过向SSAB出售一家荷兰工厂并将其欧洲业务转移至与蒂森克虏伯的合资企业来减少其欧洲风险敞口，不过，这两笔交易均因战略原因而失败。用于SSAB交易和合资企业转让中的监管问题。

图95:塔塔钢铁印度公司与塔塔钢铁欧洲公司 EBITDA/吨趋势（卢比）



资料来源：公司数据，HTI 估计

艾默伊登 (Ijmuiden) 一直是欧洲成本最低的钢铁生产商之一，而塔尔伯特港则处于欧洲钢铁行业成本曲线的中间

欧洲业务仍然拖累公司的盈利能力和现金流，23 财年调整后的 EBITDA 为每吨 5,900 卢比，而印度业务的调整后 EBITDA 为每吨 13,200 卢比。多年来，欧洲业务一直很不稳定，但是，该业务的业绩应进一步细分为塔尔伯特港 (Port Talbot) 和艾默伊登 (Ijmuiden)。在这两个地区中，艾默伊登一直是欧洲成本最低的钢铁生产商之一，而塔尔伯特港则处于欧洲钢铁行业成本曲线的中间，原因是能源成本高昂、缺乏自备球团厂和焦化炉产能不足等结构性劣势。

图 96: 塔塔钢铁艾默伊登



资料来源: 公司数据

图 97: 塔塔钢铁塔尔伯特港



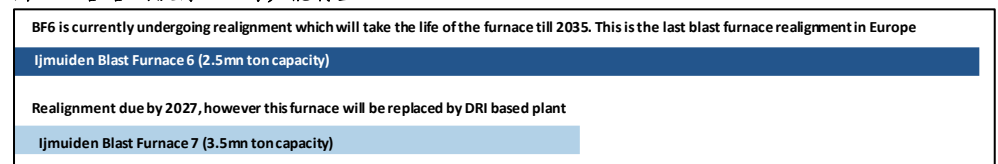
资料来源: 公司数据

公司正在对炉位进行最后一次调整，公司将过渡到基于 DRI 的生产

为了解决结构性问题并转向绿色钢铁，公司正在其两个欧洲部门采取各种举措。在其荷兰工厂，公司有两座高炉，其中一座目前正在进行重新调整 (BF6 产能为 2.5 百万吨)，而另一座 (BF7 产能为 3.5 百万吨) 将于 2026-27 年进行重新调整。

BF6 将是荷兰最后一个进行调整的熔炉，公司将过渡到基于 DRI 的生产。为了向绿色钢铁迈进，公司将从高炉过渡到直接还原铁，再到氢气。虽然 BF6 将重新调整以运行到 2035 年，但 BF7 将在 2026-27 年过渡到 DRI。公司正在等待政府对资本支出和运营支出的支持，以支持过渡。公司预计将获得三重支持，包括 (1) 至少 50% 的资本支出将作为赠款支持，(2) 运营支出支持，因为投入成本对钢铁价格的依赖性较小，从煤炭过渡到天然气和氢气，(3) 公平的竞争环境，不仅在碳边境调整机制方面，而且取决于欧洲国家向那些对支持较少的工厂造成不利影响的提供的支持。鉴于荷兰工厂的自由现金流为正，该部门将通过内部应计项目以及政府补助来支持其过渡。

图 98: 塔塔钢铁荷兰公司产能转型



资料来源: 公司数据, HTI

塔塔钢铁已与英国政府签署了一项协议，以电弧炉工厂取代其现有产能

与艾默伊登类似，塔尔伯特港 (英国) 在英国政府的支持下正在经历转型。公司已与英国政府签署协议，在其塔尔伯特港工厂建立电弧炉 (EAF)。此次扩建的资本支出为 12.5 亿英镑，其中 5 亿英镑将作为政府赠款获得。拟议的电弧炉产能约为 300 万吨，将在获得监管和规划批准后的 36 个月内投入运营。该协议的下一阶段将包括与工会和其他利益相关者进行磋商。该交易还包括重组塔塔钢铁的资产负债表，并可能

消除英国业务的当前现金损失和传统投资的非现金减值。此外，在过渡期间，公司还将通过从稳定的供应链进口额外的钢材来满足其对客户的供应，以供应其下游单位。公司将在H1CY24退役其第一座高炉，在H2CY24退役第二座高炉，以响应英国钢铁委员会的提议，即在电弧炉过渡之前运行一座高炉，这是不可行的。

EAF过渡的资本支出为12.5亿英镑，其中5亿英镑将作为政府赠款获得

过渡/交易过程中的关键驱动因素

- 英国的钢铁需求稳定，每年900万吨，重点是增值产品。公司在英国的汽车行业拥有超过50%的市场份额，在基础设施领域占有43%的份额，在包装扁钢需求方面占有62%的份额。
- 过渡还关注脱碳问题，这已成为钢铁行业未来可持续发展的重要驱动力。
- 这笔交易将有助于该业务变得更具竞争力，塔塔英国公司将在运营和财务上获得保障。
- 该协议还将保障英国的大量就业。

交易的主要积极因素

- 公司估计，过渡到新的电弧炉每吨可节省150-170英镑。这种节省包括降低固定成本，节省能源、公用事业、维护、员工成本等。
- 转向电弧炉路线的另一个好处是英国的废钢供应，这是通过电弧炉生产钢铁的关键投入。
- 随着向电弧炉的转变，塔塔钢铁英国的碳排放强度预计将从2.16降至0.4左右。公司预计将在塔尔伯特港（Port Talbot）工厂减少500万吨的碳排放量。电弧炉的碳足迹是高炉运行的20%。使用绿色能源，强度可以从0.4级进一步降低。
- 向新电弧炉工厂的过渡将有助于实现公司的目标，即使其欧洲业务成为可持续的业务和盈利的业务。

其他实况

- 政府的支持将仅限于资本支出的5亿英镑，不会支持该工厂的运营支出。公司过去曾提到需要运营支出支持，尤其是在电力成本高的情况下，但是，随着最近推出的超级充电器计划，能源成本已经下降。
- 其7.5亿英镑的份额将主要通过内部股权分配4年。
- 英国政府通过英国工业超级充电站计划为能源密集型行业出台了具体立法，降低了网络成本，使工业能源成本在英国具有竞争力。
- 与荷兰不同，英国没有大量的绿色氢气供应，因此公司没有在英国采用氢气直铁。

我们认为，计划中的过渡将成为公司在欧洲地区长期战略的关键触发因素，尤其是在26财年之后

我们认为，计划中的过渡将成为公司在欧洲地区长期战略的关键触发因素，尤其是在26财年之后。在荷兰业务方面，公司一直在投资以改善其产品组合。这是至关重要的，因为公司将转向以天然气为基础的生产，这是一种与钢铁价格脱钩的大宗商品，这可以创造一个额外的缓冲，以防止大宗商品的逆风。我们等待政府对项目资本支出和运营支出方面的支持的进一步澄清。鉴于公司的资本支出将通过内部应计项目进行，这一转变不会增加集团资产负债表的杠杆作用。

虽然公司计划每年将其资产负债表去杠杆化10亿美元，但我们预计公司的资本支出计划将优先于还款计划，尽管除非24财年将其杠杆率保持在2倍至2.5倍之间。此外，塔塔钢铁正在进行的七家子公司的合并也简化了集团结构，并推动了一定程度的协同效应。

6. 资产负债表处于合理水平

截至24年9月9日，塔塔钢铁的杠杆率和资产负债率分别为3.23倍和0.78倍

从资产负债表实力来看，截至24财年第三季度，塔塔钢铁平均净债务为7740亿卢比，杠杆率和负债率分别为3.23倍和0.78倍。根据我们的动态预期，我们认为塔塔钢铁的杠杆率与JSW Steel一致，但高于JSPL。根据我们的假设，我们在同行评级矩阵中将该公司评为2级。

图 99: 同业评估

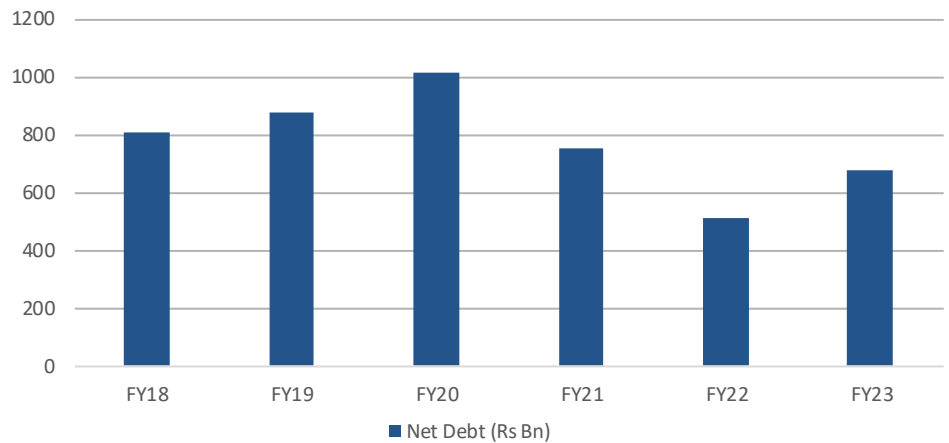
	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ○2 ●3 ●4

资料来源: HTI 估计

截至24年9月底，塔塔钢铁的合并净债务为7740亿卢比，该集团的流动性头寸为2330亿卢比，其中包括1080亿卢比的现金和现金等价物。截至24年9月末，公司的净债务/EBITDA为3.23倍，净债务/权益为0.78倍。

图 100: 塔塔钢铁公司的净债务趋势



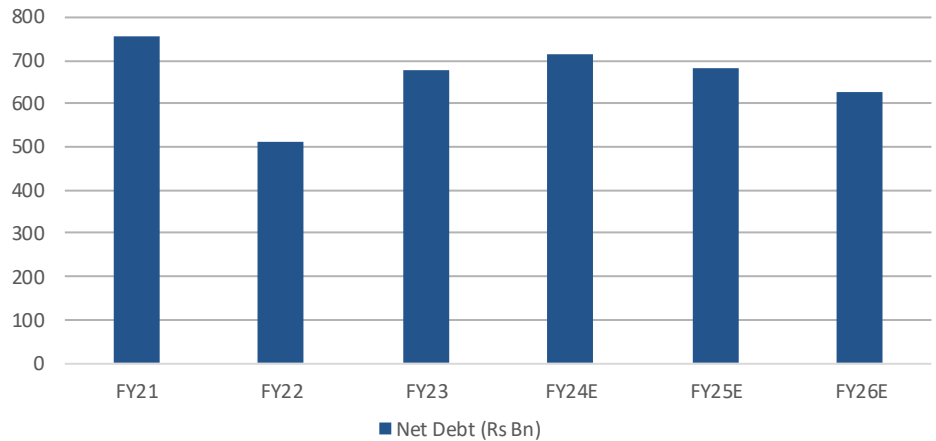
资料来源: 公司数据, HTI

公司在20财年的净债务超过1万亿卢比，截至24年9月已降至约7740亿卢比，但比23财年增加了约940亿卢比

截至20财年末，公司的净债务超过1万亿卢比，截至24财年9个月已降至约7740亿卢比，但比23财年增加了约940亿卢比。虽然它的目标是每年减少10亿美元的债务，但24财年债务的增加是由于其Kalinganagar二期扩建的执行以及荷兰高炉衬里更换导致的非凡成本。我们预计公司在24财年末的净债务将达到7120亿卢比。随着正在进行和即将到来的绿地/棕地扩张计划，我们预计债务削减也将在25财年继续以较慢的速度继续，并更加重视资本支出。

公司计划在24财年实现1600亿卢比的资本支出，其中1100亿卢比用于印度业务，其中大部分包括Kalinganagar资本支出。如前所述，公司计划到30财年将其印度粗钢产能从KPO II扩张后的26.5百万吨提高到4000万吨，因此我们预计资本支出势头将持续下去。

图 101:我们预计 25 财年的债务削减将低于 10 亿美元大关，这主要是资本支出计划

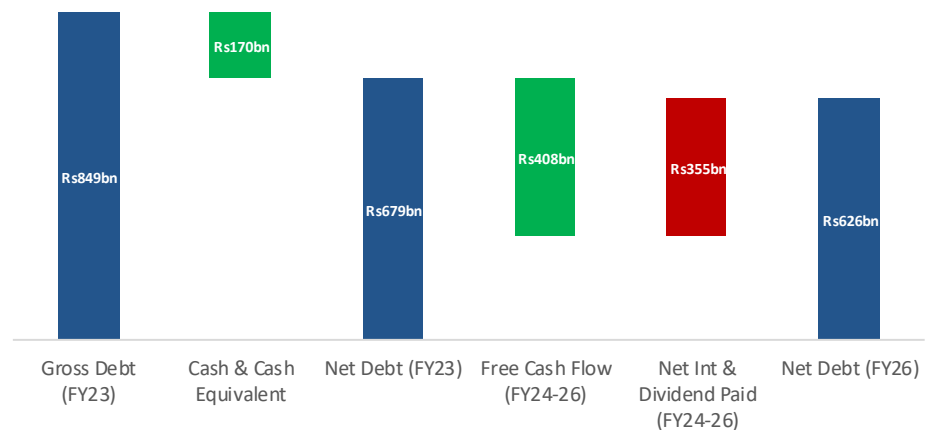


资料来源：公司数据, HTI 估计

我们预计公司将保持在 2-2.5 倍的杠杆指导范围内，不包括 24 财年

根据我们的假设，我们预计公司将在 25 财年和 26 财年产生强劲的自由现金流，这将使其累计净债务减少 530 亿卢比，而我们预计 24 财年净债务将同比增长 330 亿卢比。虽然公司的净债务削减一直低于预期的每年 10 亿美元，但它将维持其杠杆率在 2-2.5 倍（不包括 24 财年）之间的指导。

图 102: 24-26 财年的现金流生成

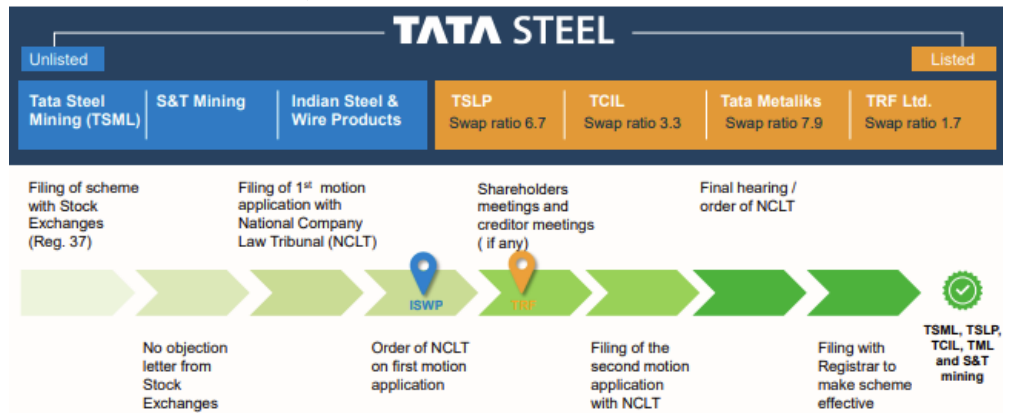


资料来源：公司数据, HTI

除了采取去杠杆化资产负债表的措施外，公司还通过将其七家子公司合并为核心实体来简化其公司结构。合并的基本原理是提高管理效率，降低公司和合规成本，通过原材料安全、集中采购、优化库存、降低物流成本和提高设施利用率来推动协同效应，并利用母公司的营销和销售网络来推动增值领域的增长。

七家子公司的合并正处于不同的批准阶段（其中一些已经完成），管理层预计该交易将在 24 财年完成。七家公司中的四家，即塔塔钢铁长材公司（已退市）、塔塔金属公司（TML IN）、TRF（TRF IN）和马口铁公司（TPC IN）已上市，掉期比率分别为 6.7/7.9/1.7/3.3。

图 103:塔塔钢铁公司大型合并



财务展望

我们在 23-26 财年分别在印度和欧洲业务中建立了 5% 和 -5% 的收入复合年增长率

我们预计塔塔钢铁的印度业务将在 23-26 财年实现 8% 的销量复合年增长率, 这主要是由于其在 25 财年和 26 财年扩大了 Kalinganagar 的扩张。我们假设公司在 25 财年和 26 财年的 KPO II 扩建 (即 500 万吨粗钢产能) 的产能利用率分别为 15% 和 75%。我们预计欧洲业务在 23-25 财年的销量增长将基本持平。我们在 23-26 财年分别在印度和欧洲业务建立了 5% 和 -5% 的收入复合年增长率, 主要受到 24 财年实现下降的影响。

图 104:营收趋势 (合并)

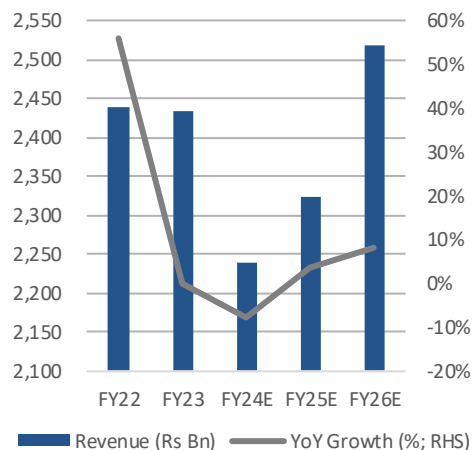
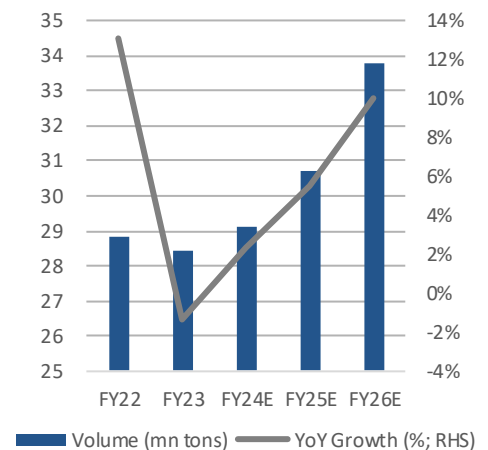


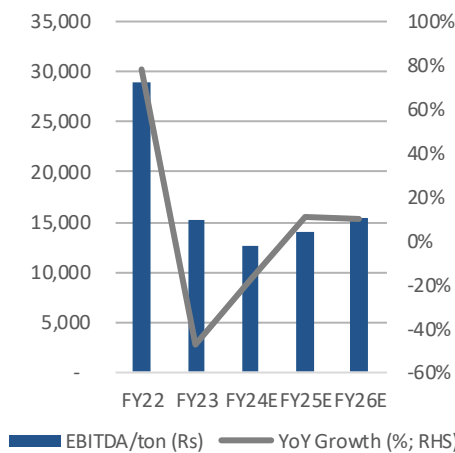
图 105:销量趋势 (合并)



我们建立的每吨 EBITDA 在 26 财年接近 23 财年的水平, 为每吨 15,235 卢比

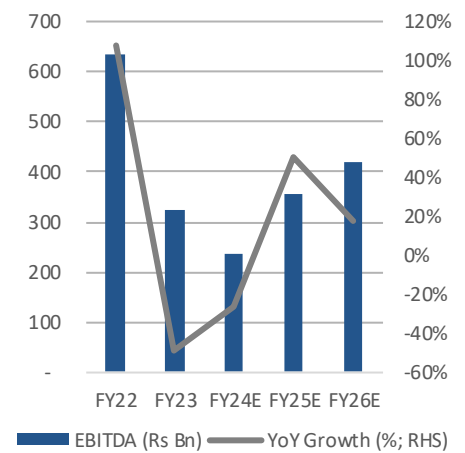
我们预计公司将在 23-26 财年实现 9% 的 EBITDA 复合年增长率, 这得益于运营效率和额外产能的增加。我们建立的每吨 EBITDA 在 26 财年接近 23 财年的水平, 为每吨 15,235 卢比。

图 106: 印度企业每吨 EBITDA 趋势



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 107: 合并 EBITDA 趋势



资料来源: 公司数据, HTI 估计

我们看到公司的综合 RoCE 将从 23 财年的 9% 提高到 26 财年的 12%

随着盈利能力的提高, 我们看到公司的合并 RoCE 从 23 财年的 9% 提高到 26 财年的 12%。在同行中, 我们看到塔塔钢铁 (我们将其评为 2 分) 落后于 JSW Steel 和 Jindal Steel and Power, 我们分别将其评为 4 分。

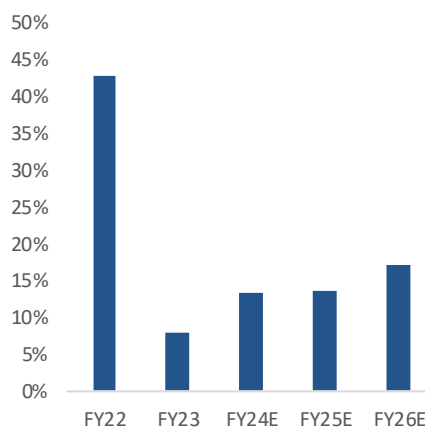
图 108: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ○2 ●3 ●4

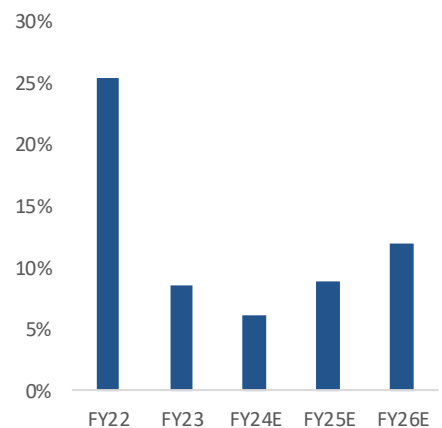
资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 109: RoE (%)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 110: RoCE (%)

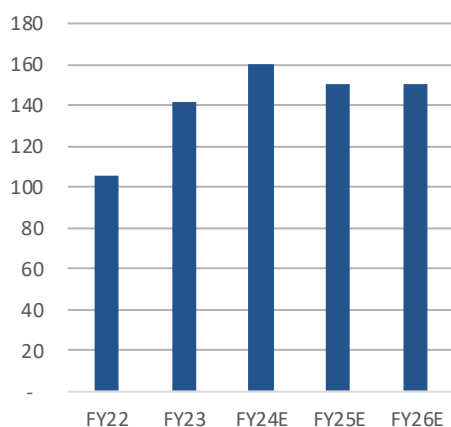


资料来源: 公司数据, HTI 估计

FY23-26 公司目前在 23-26 财年的资本支出为 4600 亿卢比

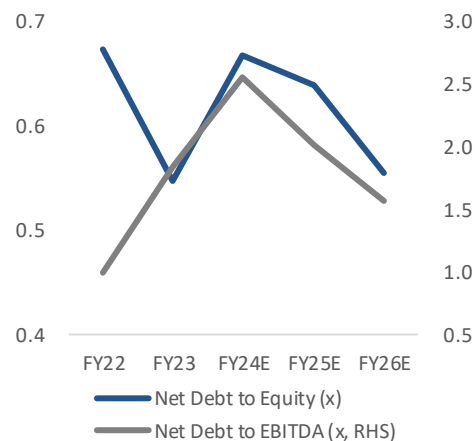
公司目前在 23-26 财年在各种产能增加项目中进行了 4600 亿卢比的可观资本支出。资本支出将用于完成 Kalinganagar 二期扩建, 增加 500 万吨产能, 并用于其他棕地和绿地项目。公司计划到 30 财年将其粗钢产能提高到 4000 万吨。此外, 我们预计公司的净债务将在 23-26 财年减少 530 亿卢比 (24 财年增加约 330 亿卢比), 我们预计它将在不包括 24 财年的情况下保持 2-2.5 倍的杠杆率指导。

图 111: 资本支出趋势 (十亿卢比)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 112: 净债务对比股权/EBITDA (x)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

估值与展望

塔塔钢铁公司是印度最大的钢铁生产商之一, 其 500 万吨粗钢扩建项目将于 24 财年投产, 公司将处于有利地位, 以满足该国持续的钢铁需求周期。此外, 随着其欧洲业务的积极能见度被绘制出来, 对英国业务持续亏损的担忧正在得到解决。凭借健康的资产负债表来支持即将到来的资本支出项目, 我们对公司的长期前景持乐观态度。

随着 KPO II 在 25 财年和 26 财年的扩张, 我们在印度业务中的收入复合年增长率为 5%。

随着 KPO II 在 25 财年和 26 财年的扩张, 我们在印度业务中建立了 5% 的收入复合年增长率, 我们预计这一增长率将被同期欧洲业务收入下降 5% 所抵消, 原因是 24 财年的实现率下降, 导致合并收入的复合年增长率为 1%。在 EBITDA 方面, 我们预计公司将在 23-26 财年实现 9% 的复合年增长率, 这得益于运营效率和额外产能的增加。我们建立的每吨 EBITDA 在 26 财年接近 23 财年的水平, 为每吨 15,235 卢比。

我们以分部估值法 (SOTP) 为基础对公司进行估值, 目标价为每股 160 卢比

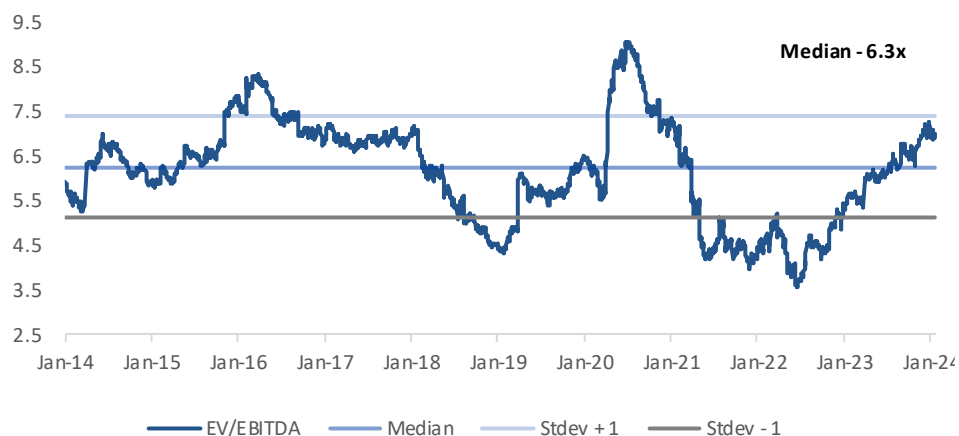
我们以 SOTP 为基础对公司进行估值, 对印度业务的估值是其 26 财年 EBITDA 的 6.5 倍, 接近公司的长期行业平均水平, 而我们对欧洲和其他业务的估值是其 26 财年 EBITDA 的 5 倍。根据我们的估计和假设, 我们得出的目标价为每股 160 卢比。

图 113: SoTP 估值

	FY26	Multiple	Value
EBITDA (Rs Bn)			
India	362	6.5x	2,350
Europe	32	5.0x	160
Others	22	5.0x	110
Enterprise Value (Rs Bn)			2,620
Net Debt (Rs Bn)			630
Market Cap (Rs Bn)			1,990
FV per Share (Rs)			160

资料来源: HTI 估计

图 114: 动态 EV/EBITDA



资料来源: 彭博

风险提示:

我们的评级和目标价面临的主要风险是钢材价格大幅下跌、原材料价格大幅上涨和国内需求放缓

钢铁价格大幅下跌: 虽然我们预计 23-26 财年国内需求将保持强劲, 但由于中国出口增加等外部因素导致的实现率下降可能会影响公司的盈利能力。

原材料价格上涨: 公司和行业极易受到原材料价格的影响, 正如不久前所看到的那样, 由于炼焦煤价格的急剧上涨, 价差受到影响。

国内需求放缓: 国内需求放缓可能会阻碍公司的盈利能力以及资本支出计划的执行, 这可能会进一步影响增长前景。

Profit & Loss (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Net Revenues	2,439,592	2,433,527	2,240,228	2,324,213	2,517,785
Cost of Goods Sold	834,787	1,132,383	1,055,109	1,054,818	1,118,285
Gross Profit	1,604,804	1,301,144	1,185,118	1,269,395	1,399,500
Operating Expenses	969,905	978,142	913,776	923,845	983,092
EBITDA	634,900	323,002	271,342	345,549	416,408
Depreciation	91,009	93,352	99,571	105,508	110,258
EBIT	543,891	229,650	171,772	240,041	306,150
Interest	54,622	62,987	66,665	64,085	59,785
Other Income	7,849	10,375	18,750	10,000	10,000
Exceptional items	(1,341)	1,133	(68,855)	-	-
Share of P/L of JVs	6,492	4,181	4,181	4,181	4,181
Minority Interest	15,954	(6,851)	(6,851)	(6,851)	(6,851)
Profit Before Tax	486,315	189,202	66,033	196,988	267,396
Tax	84,776	101,598	14,896	47,858	65,579
Profit After Tax	401,539	87,604	51,137	149,130	201,817
Adjusted Net Profit	403,106	85,840	137,323	149,130	201,817

资料来源：公司数据, HTI 估计

Performance Metrics	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Growth (%)					
Revenue	55.9	(0.2)	(7.9)	3.7	8.3
EBITDA	108.1	(49.1)	(16.0)	27.3	20.5
Adjusted Net Profit	436.1	(78.2)	(41.6)	191.6	35.3
Margins (%)					
Gross Margin	65.8	53.5	52.9	54.6	55.6
EBITDA Margin	26.0	13.3	12.1	14.9	16.5
PAT Margin	16.5	3.6	2.3	6.4	8.0
Key Ratios					
RoE (%)	42.9	7.9	13.2	13.7	17.1
RoCE (%)	25.4	8.6	6.0	8.9	12.0
Net D/E Ratio (x)	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6
Net D/EBITDA Ratio (x)	1.0	1.8	2.6	2.0	1.6
Per ton Metrics (Rs; Standalone)					
Realisation	73,212	70,820	69,500	67,000	66,500
EBITDA Per Ton	29,013	15,207	14,395	14,154	15,235
Valuations					
P/E (x)	4.1	19.2	12.0	11.1	8.2
P/BV (x)	1.4	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	3.4	7.1	8.6	6.7	5.4
Per Share Data (Rs)					
EPS	33.0	7.0	11.2	12.2	16.5
BVPS	93.7	84.4	86.3	92.5	100.7

Balance Sheet (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Share Capital	12,212	12,212	12,212	12,212	12,212
Reserves and Surplus	1,132,218	1,018,609	1,042,281	1,116,846	1,217,754
Borrowings	688,287	780,177	770,177	720,177	670,177
Other Long Term Liabilities	290,279	298,607	298,607	298,607	298,607
Current Liab & Prov.	701,220	744,353	685,228	710,917	770,126
	2,824,216	2,853,958	2,808,505	2,858,759	2,968,876
Net Block	1,457,318	1,582,272	1,642,701	1,687,193	1,726,935
Investments	131,399	84,103	84,103	84,103	84,103
Other Non Current Assets	299,995	265,982	265,982	265,982	265,982
Current Assets					
Stores & Spares	56,500	66,931	61,615	63,925	69,249
Inventories	431,744	477,222	439,315	455,785	493,745
Debtors	122,464	82,572	76,014	78,863	85,431
Cash and Equivalents	158,989	133,573	90,285	68,851	76,543
Other Current Asset	165,807	161,303	148,491	154,058	166,888
	2,824,216	2,853,958	2,808,505	2,858,759	2,968,876

资料来源：公司数据, HTI 估计

Cash Flow Statement (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Cash flow from operating activity	443,810	216,831	202,092	307,216	358,386
Capital expenditure	(105,222)	(141,425)	(160,000)	(150,000)	(150,000)
Free Cash Flow	338,588	75,406	42,092	157,216	208,386
Cash flow from investing activity	(108,812)	(186,798)	(141,250)	(140,000)	(140,000)
Cash flow from financing activity	(234,011)	(69,807)	(104,130)	(188,650)	(210,694)
Net change in cash	100,987	(39,775)	(43,288)	(21,434)	7,692

资料来源：公司数据, HTI 估计

金德尔钢铁与电力 Jindal Steel & Power (JSP IN)

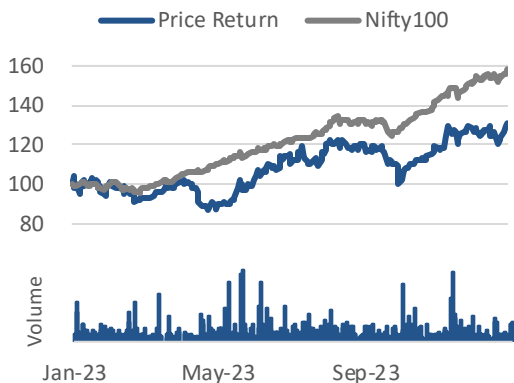
首次覆盖：精简业务，进展利落

Investment Focus

Initiate with OUTPERFORM

Rating	OUTPERFORM
Current Price	Rs757.00
Target Price	Rs890.00
Market cap	Rs772.21bn / US\$9.29bn
Daily traded value (3mth)	US\$0.74mn
Shares in issue	1,020mn
Free float (%)	38%
1 yr high - low	Rs757.00-Rs509.65

Note: Current Price Rs757.00 is the close price on 31 Jan 2024



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
Absolute	1.2%	17.5%	32.3%
Absolute USD	1.4%	17.7%	29.7%
Relative to Nifty100	-3.9%	-7.4%	-26.0%

(Rs mn)	Mar-23A	Mar-24E	Mar-25E	Mar-26E
Revenue	527,112	497,580	563,282	696,680
(+/-)	3%	-6%	13%	24%
Net profit	45,207	63,515	58,984	84,946
(+/-)	-41%	40%	-7%	44%
Diluted EPS (Rs)	44.32	62.27	57.83	83.28
GPM	53.1%	56.8%	54.6%	55.2%
ROE	17.9%	15.2%	12.4%	15.6%
P/E	17	12	13	9

资料来源: 公司数据, HTI

金德尔钢铁与电力有限公司 (JSPL) 是同行中增长最快的钢铁公司之一，其炼钢能力从23财年的9.6百万吨增加到26财年的15.9百万吨。鉴于产能的大规模扩张，它是同行中最有能力利用印度强劲的钢铁需求的公司之一，由私人 and 公共资本支出共同主导。我们在23-26财年为JSPL建立了12%的销量复合年增长率，远高于我们印度钢铁需求6.6%的复合年增长率。除了产能扩张外，公司还在进行利润率扩张资本支出，如颗粒厂、浆料管道、焦炉等，我们预计这有助于将每吨EBITDA从23财年的11,250卢比扩大到26财年的13,060卢比，尽管变实率较低。随着增长动力和利润率扩张触发因素的到位以及稳定的杠杆前景，我们开始对JSPL进行报道，评级为跑赢大盘，目标价为890卢比，基于其26财年EBITDA的6.5倍。

详细分析

有利的国内需求和计划供应以满足需求: JSPL 计划在23-26财年增加6.3百万吨的炼钢能力，这对印度不断增长的钢铁需求来说是个好兆头。此外，精加工产能的扩大也将有助于公司扩大其产品范围并推动变实扩张。

增加产能后向一体化以满足其不断增长的产能: 随着JSPL扩大其炼钢能力，它也在提高其采矿和电力能力。高水平的后向整合不仅有助于提高公司效率，还可以提供相关牌号的原材料安全，提高生产率。

精简资产负债表以实现增长: JSPL 拥有最精简的资产负债表之一，但要实现这一目标，它已经走了很长一段路。在非钢铁和国际业务撤资的带动下，公司目前的资产负债表将支持持续的扩张。此外，它的目标是在各个周期内将杠杆水平维持在1.5倍以下。

展望与估值

我们预计JSPL将在23-26财年实现10%的收入，这得益于强劲的国内需求和不断增长的钢铁产量。在24财年9月，变现率同比下降，虽然我们确实看到24财年第四季度有所复苏，但鉴于变现的触发因素有限，我们在25财年和26财年保持了稳定的变现率。我们预计EBITDA将受益于公司的成本节约计划，推动EBITDA复合年增长率为15%。我们对公司持乐观态度，因为我们根据公司26财年EBITDA (EV/EBITDA) 的6.5倍得出了890卢比的目标价。

评级和目标价的主要风险:

我们的评级和目标价面临的主要风险是：(1) 出口增加等外部因素导致钢铁价格大幅下跌，(2) 原材料价格大幅上涨影响价差，以及(3) 国内需求放缓，这可能会阻碍盈利能力和资本支出计划。

投资要点

金德尔钢铁与电力有限公司 (JSPL) 计划在 23-25 财年增加 630 万吨的炼钢能力，这对印度不断增长的钢铁需求来说是个好兆头。此外，精加工产能的扩大也将有助于公司扩大其产品范围并推动实现扩张。

7. 有利的内需，有计划的供应来满足需求

印度经济正处于多年的资本支出周期中，因此，我们预计钢铁需求将在 23-26 财年由 6.6% 的复合年增长率增长，而在 15-23 财年为 5.7%。大多数钢铁消费行业都可以看到需求顺风（图），这得益于 10 万亿卢比的预算外流（图 52）。

图 115:全面展开的潜在需求驱动因素

Construction	
Real Estate	
Infrastructure	
Capital Goods	
Automobiles	
Railways	
Consumer Durables	

资料来源：HTI 估计

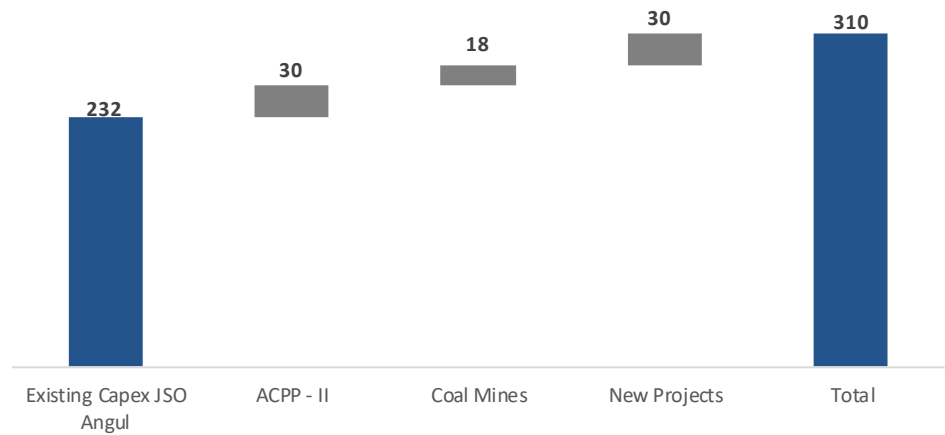
图 116:印度 24 财年预算资本支出分配

(Rs Bn)	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Roads & Highway	923	1,128	1,375	2,360	2,894
Railways	700	1,122	1,352	1,623	2,413
Defense	1,034	1,072	1,282	1,443	1,626
Others	700	941	1,921	1,857	3,077
Budget Capex	3,357	4,263	5,929	7,283	10,010

资料来源：India Budget

随着钢铁需求的增长，JSPL 的扩张计划排在了好环节上。公司目前正在进行 3100 亿卢比的资本支出，包括正在进行的 2320 亿卢比的 Angul 扩张，增加球团、炼铁、液态钢制造和精加工能力以及其他效率项目。此外，公司将处于有利地位，通过其现有的铁路运力，利用政府不断增长的铁路基础设施投资（24 财年为 2.4 万亿卢比）。

图 117:JSPL 的持续增长资本支出（十亿卢比）



资料来源：HTI, 公司数据; ACPP – Angul Captive Power plant

JSPL 是增长最快的综合上市钢铁公司之一，增加了 6.3 百万吨的钢铁产能

JSPL 是增长最快的综合上市钢铁公司之一，增加了 6.3 百万吨的钢铁产能，仅次于增加 8.8 百万吨产能的 JSW 钢铁。我们将 JSPL 与塔塔钢铁 (Tata Steel) 评为同等水平，塔塔钢铁增加了 580 万吨的钢铁产能，并在我们的同业评估中为这两家公司分配了 3 分，而我们为 JSW 钢铁公司分配了 4 分。

图 118: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ○2 ●3 ●4

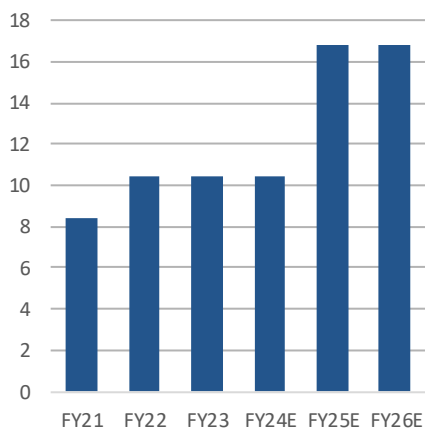
资料来源: HTI 估计

公司将其钢铁产能从13财年的300万吨扩大到23财年的9.6百万吨

公司正在增加6.4百万吨炼铁能力(直接还原铁和高炉)和6.3百万吨炼钢能力

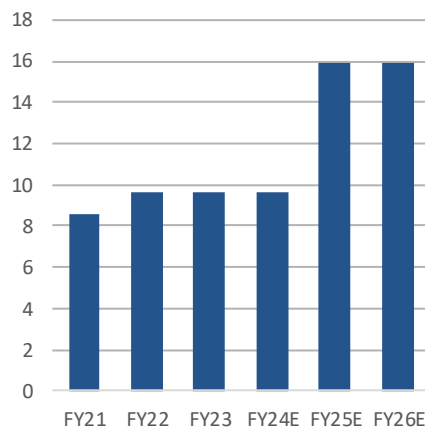
公司的钢铁产能从13财年的300万吨线性增长到23财年的9.6百万吨。根据目前的资本支出计划,公司将在25财年之前在其Angul钢铁厂增加6.4百万吨炼铁能力(直接还原铁和高炉)和6.3百万吨炼钢能力。

图 119: 炼铁能力增加 (百万吨)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

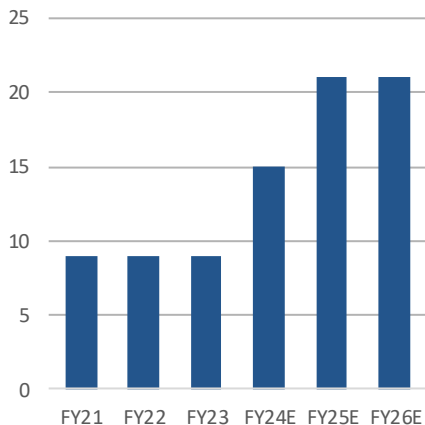
图 120: 炼钢产能增加 (百万吨)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

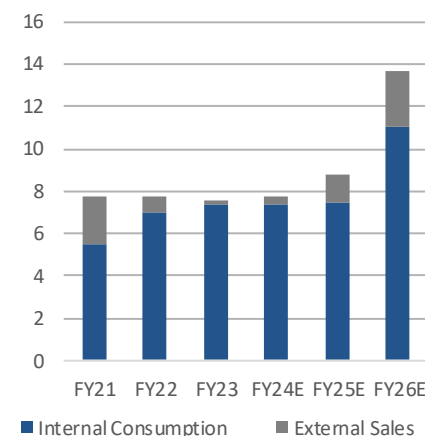
为了进一步支持其不断增长的铁水和炼钢能力,公司还在24财年第一季度增加了球团产能,将其球团产能从900万吨增加到2100万吨。这一产能的增加旨在支持安古尔(Angul)和赖加尔(Raigarh),同时出售现有的Barbil产品,从而推动公司的现金流产生。

图 121: 颗粒容量增加 (百万吨)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 122: 颗粒销售和消费 (百万吨)

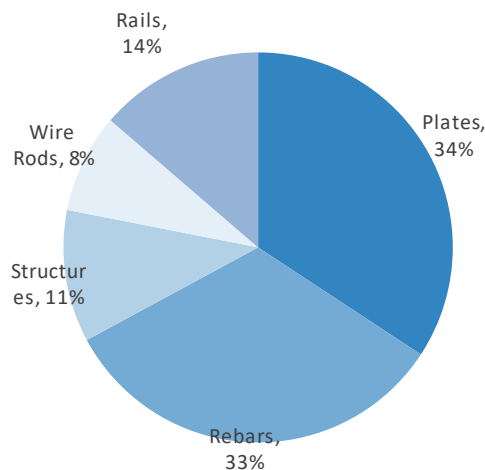


资料来源: 公司数据, HTI 估计

公司在 24 财年第三季度增加了 5.5 百万吨的热轧带钢厂产能

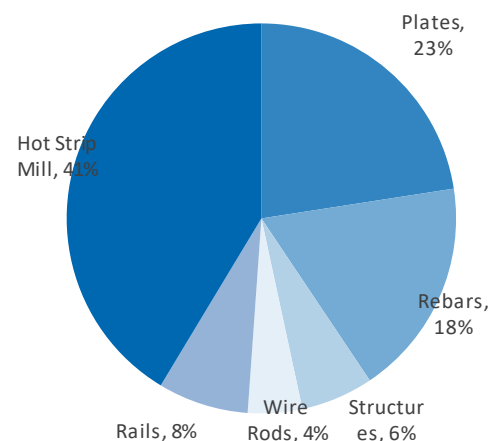
在精加工端，公司现有产能为 7.25mn 吨，包括板材、螺纹钢、结构、线材和钢轨。公司的产能更偏向于长材，约占其 23 财年产能 670 万吨的 67%。公司已投产其产能为 5.5 百万吨的热轧带钢厂，到 25 财年，其扁钢产能将达到 64%。预计这一比例将进一步提高到 65%，在 26 财年增加 0.5 百万吨板材产能。

图 123: 23 财年精加工产能明细



资料来源：公司数据, HTI

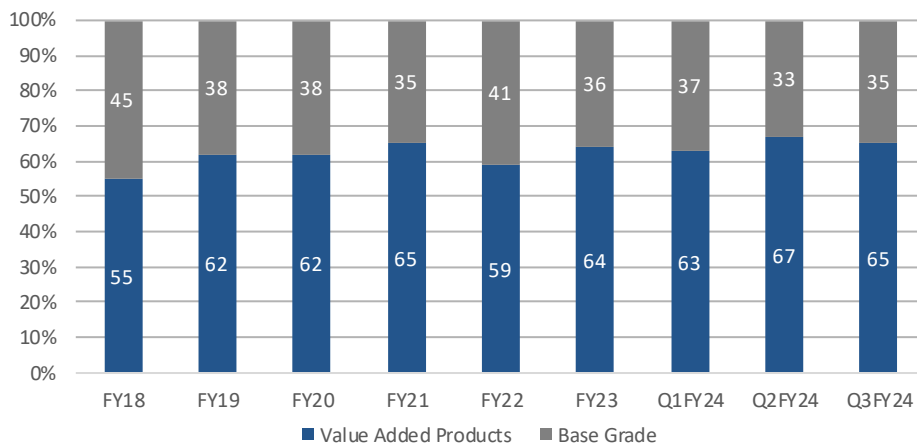
图 124: FY26E 精加工产能明细



资料来源：公司数据, HTI

下游产能将帮助 JSPL 进一步提高其增值产品的份额，截至 23 财年，该份额为 64%。VAP 的增加，不仅增加了其变现和价差，而且还使公司能够减少商品价格急剧波动的影响。虽然现有的下游产能主要是长材产品，但随着 HSM 的投产，公司将增加增值扁钢产品，这是一个需求强劲的细分市场。

图 125: JSPL 专注于改进增值产品



资料来源：HTI, 公司数据

随着公司扩大其炼钢能力，它还在提高其采矿和电力能力。拥有高水平的后向整合不仅有助于提高公司效率，还可以提供相关牌号的原材料安全，以提高生产率。

8. 增加落后产能，以满足其不断增长的钢铁结构

JSPL 在印度和包括澳洲、莫桑比克和南非在内的国际地区拥有铁矿和煤矿

在增加炼钢能力的同时，公司也一直在不断提高其电力和采矿能力，以确保其原材料供应。它在印度以及包括澳大利亚、莫桑比克和南非在内的国际地区拥有自备铁矿石（60%整合）和煤矿（50%整合）。此外，它还拥有 2,684MW 的自备电站，其中包括一个容量为 1,050MW 的在建电站。然而，与塔塔钢铁和 SAIL 等铁矿石整合度高的其他同行相比，它的整合度较低。基于此，我们在对等集合评级矩阵中为 JSPL 分配了 2 分。

图 126: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ●2 ●3 ●4

资料来源: HTI 估计

它有两个自有铁矿，恰蒂斯加尔邦（Chhattisgarh）的年产量为 3.11 百万吨，奥里萨邦（Odisha）的环境清除量为 7.5 百万吨

在铁矿石方面，公司拥有两个自备矿山，分别位于恰蒂斯加尔邦和奥里萨邦的 Tensa 和 Kasia。Tensa 的年生产能力为 3.11 百万吨，而 Kasia 的环保许可为 7.5 百万吨。公司在 22 财年以 118% 的溢价赢得了 Kasia 矿，总储量为 27800 万吨。

图 127: 铁矿石矿详情

Mine	Capacity (MTPA)	Reserves (mn tn)	Premium	State	Plant Catered
Kasia	7.5	278.0	118%	Odisha	Barbil (Pellet)
Tensa	3.1	NA	NA	Odisha	Angul, Raigarh, Barbil

资料来源: HTI, 公司数据

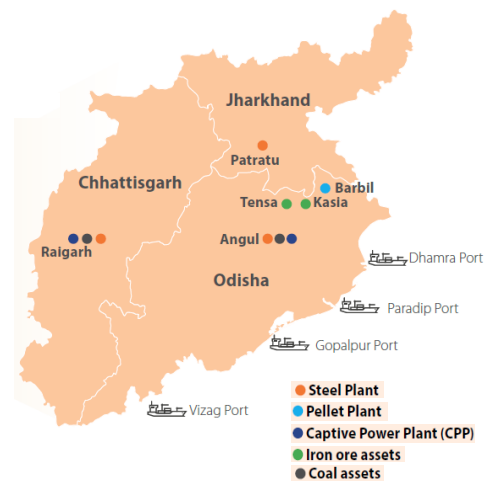
JSPL 还在 25 财年第一季度之前调试泥浆管道，以降低运输成本。总体而言，公司的炼铁和炼钢资产与采矿资产非常接近，这有助于公司的高效运营。

图 128: 泥浆管道项目更新



资料来源: 公司数据, HTI

图 129: 近距离采矿资产



资料来源: 公司数据, HTI

动力煤总储量为 7.1 亿吨（23 财年），峰值利用率的年产量为 1,537 万吨，在目前的炼钢业务中，其动力煤需求有 100% 的保证

在物流方面，公司已将资本支出用于铁路，增加了耙子和货车。此外，公司还拥有—个合资的帕拉迪普港，该港口不仅可以作为煤炭和其他原材料的进口码头，还可以作为钢铁供应的出口码头。在未来十年中，公司预计将开拓非传统路线的新市场。

除了铁矿石矿山外，公司还在拍卖中赢得了 3 个动力煤区块，—个是靠近 Raigarh 钢铁厂的 Gare Palma IV/6，另外两个是安吉尔（Angul）工厂附近的 Utkal B1-B2 和乌特卡特（Utkal）C 矿。这些煤矿的煤炭将用于其自备电厂以及直接还原铁和煤气化厂。动力煤总储量为 71000 万吨（23 财年），峰值利用率的年产量为 15.37 百万吨，在目前的炼钢业务中，公司的动力煤需求有 100% 的保证。

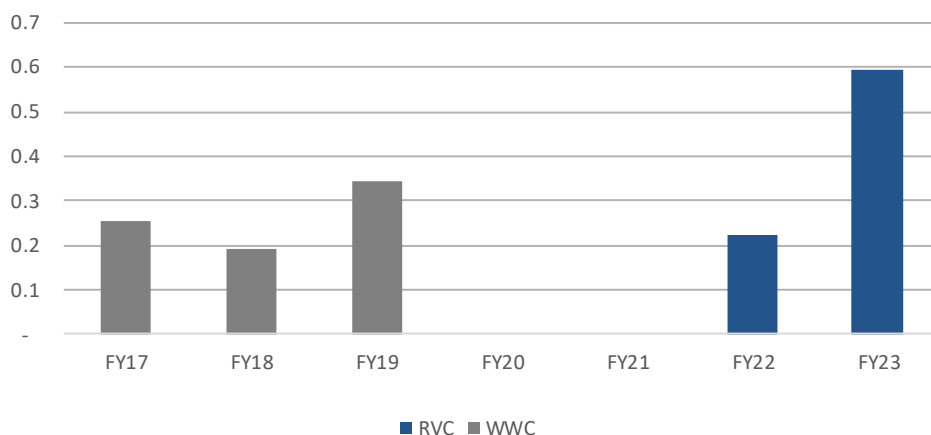
图 130: 煤矿详情

Mine	Capacity (MTPA)	Reserves (mn tn)	Premium	State	Plant Catered
Utkal C	3.4	196.3	45%	Odisha	Angul
Utkal B1 & B2	8.0	347.1	15%	Odisha	Angul
Gare Palma IV/6	4.0	167.0	85%	Chhattisgarh	Raigarh

资料来源：HTI, 公司数据 (Iron & Steel and Captive Power Plants Catered)

公司还在澳大利亚、莫桑比克和南非拥有海外矿山。在澳大利亚，公司拥有一家全资子公司伍伦贡煤炭公司（Wollongong Coal），公司拥有两个炼焦煤矿汪格维里（Wongawilli WWC）和 Russel Vale（RVC）。

图 131: 澳大利亚矿山产量



资料来源：HTI, 公司数据

公司在五年内从其 Russel Vale 矿获得了高达 3.7 百万吨的开采许可，但由于产量不佳，该矿的产量自 22 财年开始生产以来一直处于低迷状态。该矿产量较低主要是由于开采的煤炭中的灰分含量高。此外，出于安全考虑，公司自 19 财年以来关闭了 Wogawilli 煤矿。这些停工和低利用率水平导致了澳大利亚实体的亏损。为了提高产量，公司正在为其 Russel Vale 矿的洗矿能力进行资本支出。它正在建立 FGX 干选机和多螺栓机，这将提高炼焦煤的产量等级。随着这一规模的扩大，产量将符合炼焦煤的条件，并用于高炉，但鉴于品位较低，变现价格将低于基准价格。

另外两个国际煤矿位于莫桑比克，其炼焦煤年产能为 500 万吨，而南非煤矿生产优质无烟煤，年产能为 1.2 百万吨。

公司在 Angul 和 Raigarh 拥有 1634MW 的现有自备电力容量，以支持其炼钢业务

进一步整合电力消耗，公司在 Angul 和 Raigarh 拥有 1634MW 的现有自备电力容量，以支持其炼钢业务。在 Angul，公司的累计发电能力为 810MW，包括 6 座 135MW 的燃煤电厂，而在 Raigarh，公司拥有 4 座 135MW 的燃煤电厂和 1 座容量为 299MW 的直接还原铁进料电厂。

图 132: ACPPII 项目更新



资料来源: HTI, 公司数据



公司在 Angul 收购了一座在建的发电厂 (ACPP II)，容量为 1,050MW，预计将于 25 财年第二季度投入使用

公司还以 41 亿卢比的价格收购了 Angul 的一座在建发电厂 (ACPP II)，容量为 1,050MW，预计将于 25 财年第二季度投入使用。与公司在 Angul 的现有设施相比，该电厂的效率将更高，那里的煤炭需求将降低 20-25%。除了降低电力成本外，此次收购还有助于 JSPL 减少碳足迹。公司用于调试发电厂的额外资本支出为 150-160 亿卢比。

大多数国内钢铁公司一直专注于增加其后向和前向整合，这从它们产生的资本支出的性质中可见一斑。这些投资不仅有助于公司保护自己免受原材料中断的影响，还有助于提高成本效益和增加变现率，从而推动价差。

JSPL 拥有最精简的资产负债表之一，但它已经走了很长一段路才能实现这一目标。在非钢铁和国际业务撤资的带动下，公司目前的资产负债表将支持持续的扩张。此外，它的目标是在各个周期内将杠杆水平维持在 15 倍以下。

9. 精简资产负债表以实现增长

JSPL 是 4 家大型钢铁公司中杠杆率最低的综合钢铁公司之一，而不是 19 财年杠杆率最高的公司

通过一系列举措和积极的钢铁周期，JSPL 大幅降低了债务水平，使其成为杠杆率最低的综合钢铁公司之一，而不是 19 财年杠杆率最高的公司之一。基于强劲资产负债表实力，我们在对等集合矩阵中为 JSPL 分配了 4 分。

图 133: 同业评估

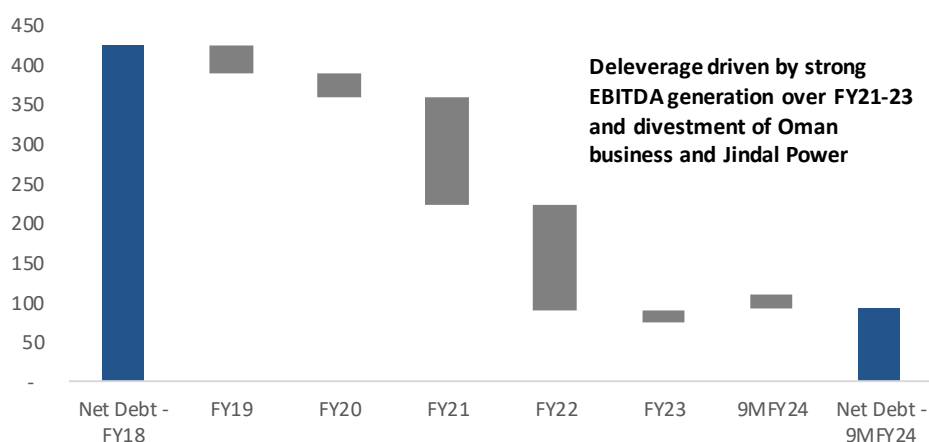
	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ●2 ●3 ●4

资料来源: HTI 估计

公司的资产负债表加强是强劲的 EBITDA 增长的结果，特别是在 21-23 财年，以及金德尔电力公司 (Jindal Power) 和金德尔沙希德 (Jindal Shadeed) (阿曼) 等非核心和国际资产的剥离。

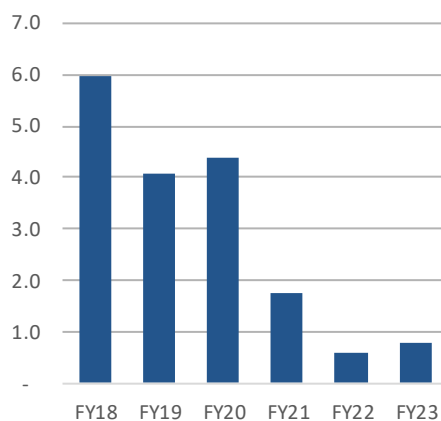
图 134: 19 财年至 24 财年 9 个月的债务变动图 (包括经营现金流、资本支出)



资料来源: HTI, 公司数据

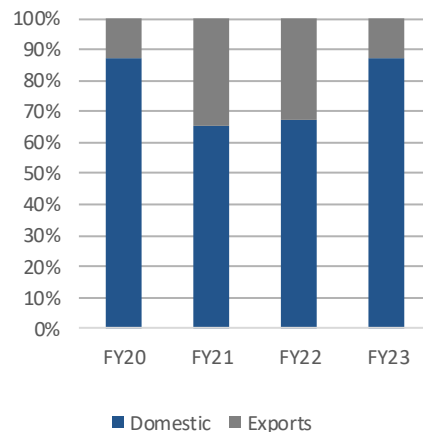
21 财年和 22 财年对公司的去杠杆之旅尤为积极，这得益于强劲的 EBITDA 生成和撤资。虽然封锁初期国内钢铁需求疲软，但公司诉诸出口，在海外市场销售了约 34% (21 财年和 22 财年) 的钢铁。此外，随着钢铁价格上涨和原材料价格 (最初) 良性，公司的每吨 EBITDA 在 21 财年增加到约 18,000 卢比，在 22 财年增加到 19,000 卢比。这一点，加上公司优先考虑减少债务超过资本支出，帮助公司的杠杆率从 19 财年的 4.1 倍下降到 23 财年的 0.8 倍。

图 135: 净债务对比 EBITDA



资料来源: 公司数据, HTI

图 136: JSPL 出口份额



资料来源: 公司数据, HTI

在 2022 财年和 2023 财年, 公司分别剥离了其在金德尔沙希德 (阿曼) 和金德尔电力公司的全部股权

在 22 财年和 23 财年, 公司分别剥离了其在金德尔沙希德 (阿曼) 和金德尔电力的全部股份。此次撤资的动机是公司决定退出非核心资产, 减少债务并减少碳足迹。公司以 10 亿美元的企业价值剥离了金德尔沙希德。该交易的股权对价为 2.51 亿美元 (剩余债务已从合并资产负债表中删除), 其中 2500 万美元以现金形式收到, 其余 2.26 亿美元用于偿还关联方债务。同样, 金德尔电力的企业价值也为 19 亿美元, 其中 4.08 亿美元以现金支付, 5.99 亿美元的负债被接管, 8.98 亿美元的债务被从合并账簿中移出。

图 137: 撤资明细表

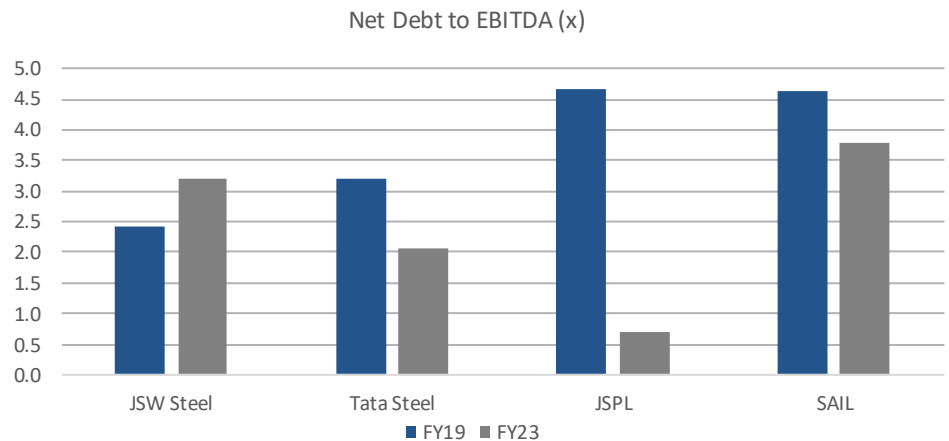
	Jindal Power	Jindal Shaded
Cash	USD 408mn	USD 25mn
Liabilities Taken Over	USD 599mn	USD 226mn
Debt Taken Over	USD 898mn	~USD 749mn
Enterprise Value	USD 1.9bn	USD 1.0bn

资料来源: HTI, 公司数据

公司指导拥有干净的资产负债表, 杠杆率在不同周期内保持在 1.5 倍以下。

展望未来, 公司将保持资产负债表干净的立场, 杠杆率在不同周期内保持在 1.5 倍以下。作为上市钢铁同行 (JSW 钢铁、塔塔钢铁和 SAIL) 中杠杆率最低的公司, 公司处于扩张的有利地位, 目前正处于扩张过程中, 没有任何障碍。

图 138: JSPL 的资产负债表改善对比同业



资料来源: HTI, 公司数据

正在进行的资本支出将由公司的内部应计项目提供资金, 因为它开始对其现有资产进行改造, 并提高即将到来的产能的利用率

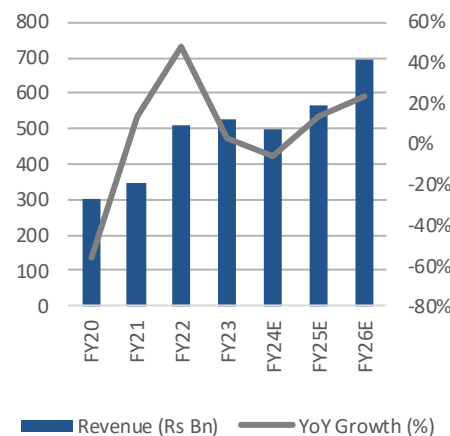
我们预计公司的净债务将在 23-26 财年继续下降, 尽管计划资本支出为 3100 亿卢比, 但速度较慢。正在进行的资本支出将由公司的内部应计项目提供资金, 因为它开始对其现有资产进行投资, 并提高即将到来的产能的利用率。如前所述, 鉴于更高水平的后向和前向整合, 公司将能够随着正在进行的项目的完成和提升而扩大其价差。

财务展望

我们建立了 10% 的收入复合年增长率, 由 12% 的销量复合年增长率驱动

我们预计金德尔钢铁与电力 (JSPL) 将在 23-26 财年实现 10% 的收入复合年增长率, 这主要是由于其正在进行的产能扩张计划。在公司扩张项目的带动下, 我们建立销售量复合年增长率为 12%。

图 139: 营入趋势

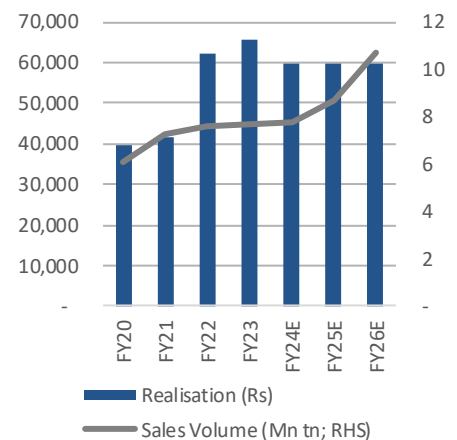


资料来源: 公司数据, HTI 估计

我们预计每吨 EBITDA 将从 23 财年的 11,250 卢比到 26 财年达到 13,065 卢比

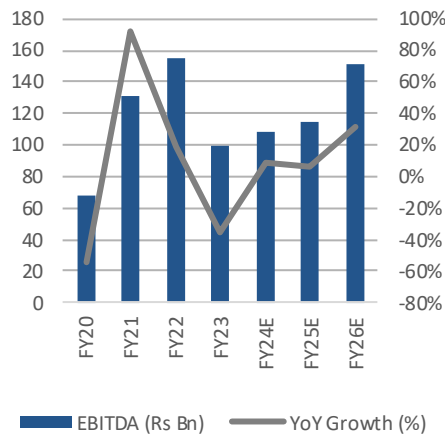
我们预计, 随着公司扩大其即将到来的钢铁产能, 公司的综合 EBITDA 将在 23-26 财人以 15% 的复合年增长率增长, 这得益于利润率扩张、资本支出和运营杠杆。我们预计同期独立 EBITDA 将增长 18%。在这些举措的带动下, 我们的每吨 EBITDA 从 23 财年的 11,250 卢比增长到 26 财年的 13,060 卢比。

图 140: 销量和变现趋势



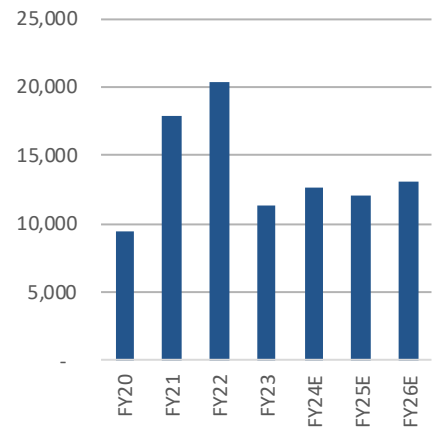
资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 141: EBITDA 增长



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 142: 每吨独立 EBITDA (卢比)

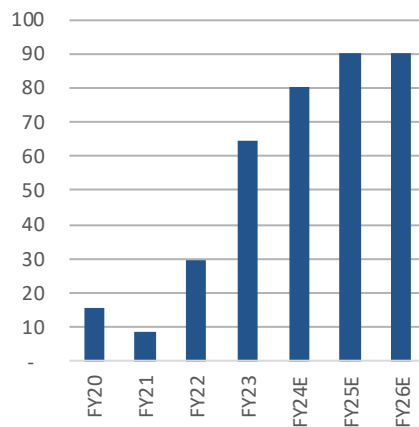


资料来源: 公司数据, HTI 估计

我们在 23-26 财年建立 2600 亿卢比的资本支出

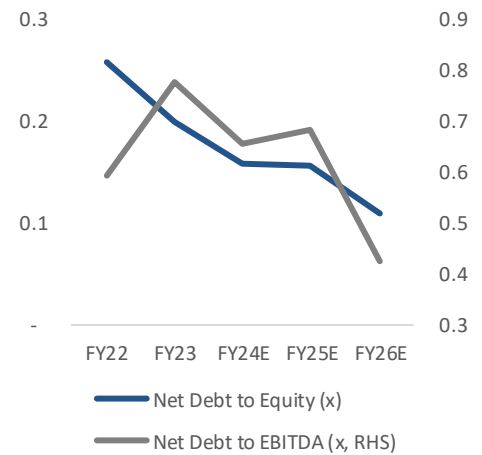
公司目前正在 23-26 财年进行 3100 亿卢比 (我们建造 2600 亿卢比) 的可观资本支出, 用于产能增加和利润率扩张计划。公司新增 6.4 百万吨炼铁产能、6.3 百万吨粗钢产能、6.6 百万吨成品钢产能, 其中扁钢产能增加 600 万吨, 球团产能 1200 万吨。除了产能增加外, 公司还将进行浆料管道、焦炉、自备电厂等, 以提高生产成本并推动利润率扩张。

图 143: 资本支出趋势 (十亿卢比)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 144: 净负债对比股本/EBITDA

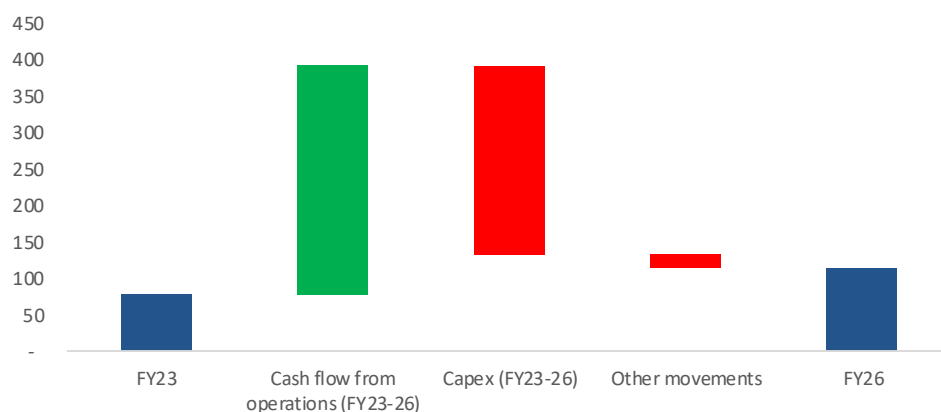


资料来源: 公司数据, HTI 估计

我们预计债务水平将保持稳定, 资本支出由内部应计项目提供资金

JSPL 是印度的综合钢铁生产商之一, 23 财年的杠杆率为 0.8 倍。我们预计资产负债表将保持稳健, 公司将通过其内部应计项目来满足其产能扩张计划。公司已将杠杆率指导为跨周期低于 1.5 倍, 并且随着公司的资产负债表状况和现金流的产生, 我们预计公司将远低于门槛。

图 145: 23-26 财年的债务变动



资料来源: 公司数据, HTI 估计

随着盈利能力的提高, 我们看到公司的综合 RoCE 将从 23 财年的 12% 提高到 26 财年的 17%。在我们的同业评估, 我们将 JSPL 与 JSW Steel 一起评为最高, 每人给 4 分。

图 146: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

Note: ○1 ●2 ●3 ●4

资料来源: 公司数据, HTI 估计

估值与展望

我们发现 JSPL 是正在进行的钢铁需求周期的主要受益者之一, 该周期由公司计划的大量产能增加所带动。公司新增 6.4 百万吨炼铁产能、6.3 百万吨粗钢产能、6.6 百万吨成品钢产能和 1200 万吨球团产能。这种大规模的扩张对公司来说是个好兆头。此外, 公司还采取措施向后整合其赢得的铁矿石和煤矿, 以满足其 60% 和 100% 的满负荷生产需求。公司还在进行利润率扩张资本支出, 如泥浆管道、焦炉、自备电厂。

在积极的触发因素到位的情况下, 我们在 23-26 财年建立了 10% 的收入复合年增长率, 推动了 12% 的销量复合年增长率和变实率的小幅下降。此外, 我们预计公司的综合 EBITDA 将在 23-26 财年以 15% 的复合年增长率增长, 这得益于利润率扩张、资本支出和运营杠杆, 因为公司扩大了即将到来的钢铁产能。在这些举措的带动下, 我们将每吨 EBITDA 从 23 财年的 11,250 卢比扩大到 13,060 卢比。

我们根据 6.5 倍 EV/EBITDA (我们 26 财年的 EBITDA 估计) 得出 890 卢比的目标价

我们基于公司 26 财年的 EBITDA 对公司的 EV/EBITDA 进行估值。我们给予公司 65 倍的倍数, 接近其长期平均水平, 目标价为每股 890 卢比。

图 147: 动态 EV/EBITDA



资料来源: 公司数据, Bloomberg, HTI 估计

风险提示:

我们的评级和目标价面临的主要风险是钢材价格大幅下跌、原材料价格大幅上涨和国内需求放缓

钢铁价格大幅下跌: 虽然我们预计 23-26 财年国内需求将保持强劲, 但由于中国出口增加等外部因素导致的实现率下降可能会影响公司的盈利能力。

原材料价格上涨: 公司和行业极易受到原材料价格的影响, 正如不久前所看到的那样, 由于炼焦煤价格的急剧上涨, 价差受到影响

国内需求放缓: 国内需求放缓可能会阻碍公司的盈利能力以及资本支出计划的执行, 这可能会进一步影响增长前景。

Profit & Loss (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Net Revenues	510,856	527,112	497,580	563,282	696,680
Cost of Goods Sold	205,024	246,977	214,973	255,784	312,303
Gross Profit	305,831	280,135	282,607	307,499	384,378
Operating Expenses	150,697	180,786	174,217	192,397	233,705
EBITDA	155,134	99,349	108,390	115,101	150,673
Depreciation	20,968	26,910	24,601	26,773	29,143
Interest	18,877	14,459	13,099	12,401	11,560
Other Income	504	571	1,600	1,000	1,000
Exceptional items	(10,763)	21,503	-	-	-
Share of P/L of JVs /	(2)	(0)	-	-	-
Profit Before Tax	105,027	80,054	72,290	76,927	110,969
Tax	29,245	12,923	8,675	17,693	25,523
Adjusted Profit After Tax	76,419	45,207	63,515	58,984	84,946

资料来源：公司数据, HTI 估计

Performance Metrics	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Growth (%)					
Revenue	47.9	3.2	(5.6)	13.2	23.7
EBITDA	18.5	(36.0)	9.1	6.2	30.9
Adjusted Net Profit	27.1	(40.8)	40.5	(7.1)	44.0
Margins (%)					
Gross Margin	59.9	53.1	56.8	54.6	55.2
EBITDA Margin	30.4	18.8	21.8	20.4	21.6
PAT Margin	12.9	12.7	12.8	10.5	12.2
Key Ratios					
RoE (%)	19.5	17.9	15.2	12.4	15.6
RoCE (%)	21.4	12.4	13.8	13.2	16.5
Net Debt to Equity (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Net Debt to EBITDA (x)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.4
Per Ton Data (Rs/ton)					
Realisation (Rs)	62,405	65,846	60,000	60,000	60,000
EBITDA (Rs)	20,306	11,254	12,700	12,056	13,064
Valuation Metrics					
P/E (x)	10.1	17.1	12.2	13.1	9.1
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	5.4	8.5	7.8	7.3	5.6
Per Share Data (Rs)					
EPS	74.9	44.3	62.3	57.8	83.3
BVPS	349	379	440	495	575
Cash operating cycle					
Debtor days	9	7	7	7	7
Creditor days	93	69	60	60	60

资料来源：公司数据, HTI 估计

Balance Sheet (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Share Capital	1,011	1,005	1,005	1,005	1,005
Reserves and Surplus	355,236	386,061	447,536	503,460	585,346
Borrowings	128,620	124,353	119,353	116,853	114,353
Other Long Term Liabilities	99,247	80,499	80,499	80,499	80,499
Current Liab & Prov.	182,322	102,355	85,166	101,334	123,726
	766,435	694,272	733,559	803,151	904,929
Net Block	480,262	514,118	569,517	632,743	693,600
Investments	4,699	9,074	9,074	9,074	9,074
Current Assets					
Inventories	72,814	58,868	47,117	56,062	68,450
Debtors	12,641	9,745	9,199	10,413	12,880
Cash and Equivalents	36,685	47,168	48,341	37,904	50,483
Other Current Asset	159,335	55,300	50,311	56,954	70,442
	766,435	694,272	733,559	803,151	904,929

资料来源：公司数据, HTI 估计

Cash Flow Statement (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Cash flow from operating	160,478	72,755	99,712	96,524	118,700
Capital expenditure	(29,445)	(64,485)	(80,000)	(90,000)	(90,000)
Free Cash Flow	131,033	8,270	19,712	6,524	28,700
Cash flow from investing	(23,313)	(40,185)	(78,400)	(89,000)	(89,000)
Cash flow from financing	(151,196)	(25,005)	(20,139)	(17,961)	(17,120)
Net change in cash	(14,031)	7,566	1,173	(10,437)	12,579

资料来源：公司数据, HTI 估计

印度钢铁管理公司 Steel Authority of India (SAIL IN)

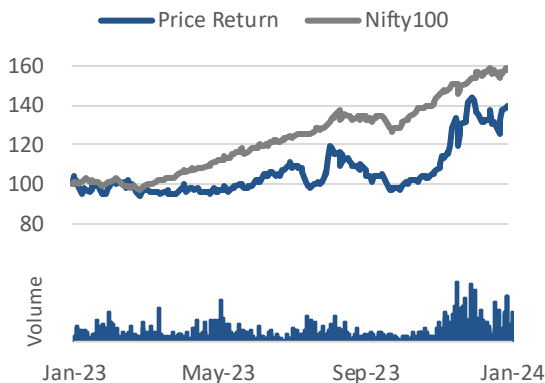
首次覆盖：增长机会不足

Investment Focus

Initiate with UNDERPERFORM

Rating	UNDERPERFORM
Current Price	Rs121.20
Target Price	Rs90.00
Market cap	Rs500.62bn / US\$6.02bn
Daily traded value (3mth)	US\$3.25mn
Shares in issue	4,131mn
Free float (%)	35%
1 yr high - low	Rs124.65-Rs80.75

Note: Current Price Rs121.20 is the close price on 30 Jan 2024



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
Absolute	-1.9%	44.4%	40.2%
Absolute USD	-1.9%	44.6%	37.5%
Relative to Nifty100	-5.4%	21.1%	-18.1%

(Rs mn)	Mar-23A	Mar-24E	Mar-25E	Mar-26E
Revenue	1,037,878	1,074,859	1,098,751	1,104,747
(+/-)	1%	4%	2%	1%
Net profit	19,031	18,666	33,925	34,822
(+/-)	-84%	-2%	82%	3%
Diluted EPS (Rs)	4.61	4.52	8.21	8.43
GPM	45.5%	45.5%	46.6%	46.9%
ROE	3.7%	3.5%	6.2%	6.1%
P/E	26	27	15	14

资料来源: 公司数据, HTI

印度钢铁管理局 (SAIL) 是印度最大的钢铁生产商之一, 截至 23 财年, 产能为 1950 万吨, 利用率为 88%。除了提高利用率的空间外, 它还将在 23-26 财年通过消除瓶颈增加 200 万吨粗钢产能。根据目前的扩张计划, SAIL 在利用印度强劲的钢铁需求方面将受到限制, 而印度的钢铁需求由私人 and 公共资本支出共同主导。我们在 23-26 财年为 SAIL 建立了 4% 的销量复合年增长率, 低于我们印度钢铁需求 6.6% 的复合年增长率。然而, 我们认为, 公司将继续努力通过每年减少 2500 名员工和推动效率项目来提高其营业利润。我们建立的每吨 EBITDA 从 23 财年的 4,970 卢比提高到 26 财年的 5,820 卢比。由于增长机会有限, 我们开始对 SAIL 进行覆盖, 评级为“跑输大盘”, 目标价为 90 卢比, 基于其 26 财年 EBITDA 的 5.5 倍。

详细分析

为满足有利的国内需求而增加的产能有限: 在钢铁巨头中, SAIL 并不是资本支出最充分的, 尽管随着产能的增加和消除瓶颈的举措, 它仍有一些空间来利用印度有利的需求情景。

经营杠杆和成本控制, 以扩大单位盈利能力: SAIL 一直受到高员工成本的困扰, 但随着员工人数的自然减少和生产力的提高, 员工成本对整体业绩的影响将消退, 尽管速度很慢。

尽管有所减少, 但债务仍增加: SAIL 是杠杆率最高的综合钢铁公司之一, 净债务超过 3000 亿卢比。由于计划在 23-26 财年实现有限的增长资本支出, 我们预计公司将降低债务水平, 但杠杆率仍将高于同业。

展望与估值

由于印度的基础设施和制造业强劲, 推动了钢铁需求, SAIL 的产能增加量是同行中最低的, 无法利用这一增长。鉴于扩张空间有限, 我们在 23-26 财年的销量复合年增长率为 4%, 这得益于产能提升。我们预计公司的 EBITDA 将在 23-26 财年以 9% 的复合年增长率增长, 这得益于运营效率的提高, 因为我们在未来三年内建立了较低的固定成本增长。由于增长前景有限, 资产负债表相对薄弱, 我们对公司持负面看法。我们在 26 财年的 EBITDA 中使用 EV/EBITDA 对公司进行估值。我们给予公司 5.5 倍的倍数, 略低于长期行业平均水平, 目标价为每股 90 卢比。

评级和目标价的主要风险:

我们的评级和目标价面临的主要风险是: (1) 中国钢铁价格大幅上涨, (2) 炼焦煤价格大幅回调, 以及 (3) 产能加速增长。

Saras Singh
saras.singh@htisec.com

投资要点

在钢铁巨头中，SAIL 并不是资本支出最充分的，尽管随着产能的增加和消除瓶颈的举措，它有一些空间来利用印度有利的需求前景。

10. 为满足有利的国内需求而增加的产能有限

印度经济正处于多年的资本支出周期中，因此，我们预计钢铁需求将在 23-26 财年以 6.6% 的复合年增长率增长，而在 15-23 财年为 5.7%。大多数钢铁消费行业都可以看到需求畅顺（图），这得益于 10 万亿卢比的预算外流（图 52）。

图 148: 全面展开的潜在需求驱动因素

Construction	
Real Estate	
Infrastructure	
Capital Goods	
Automobiles	
Railways	
Consumer Durables	

资料来源：HTI 估计

图 149: 印度 24 财年预算资本支出分配

(Rs Bn)	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Roads & Highway	923	1,128	1,375	2,360	2,894
Railways	700	1,122	1,352	1,623	2,413
Defense	1,034	1,072	1,282	1,443	1,626
Others	700	941	1,921	1,857	3,077
Budget Capex	3,357	4,263	5,929	7,283	10,010

资料来源：India Budget

SAIL 是钢铁巨头之一，除非消除 200 万吨的瓶颈，否则不会大幅增加产能

在钢铁需求强劲的背景下，大多数公司正在进行重大的产能扩张，然而，SAIL 是钢铁巨头之一，除非在短期内采取消除瓶颈的举措，否则不会出现大幅的产能增加。在我们的矩阵中，我们只给 SAIL 打了 1 分，因为除非采取去瓶颈措施，否则产能增加的近期可见性有限。

图 150: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

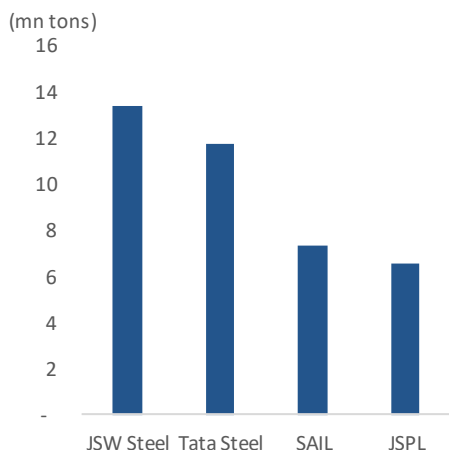
Note: ○1 ●2 ●3 ●4

资料来源：HTI 估计

13-23 财年产能增加的减少是由于项目延迟导致成本超支和账面杠杆率高

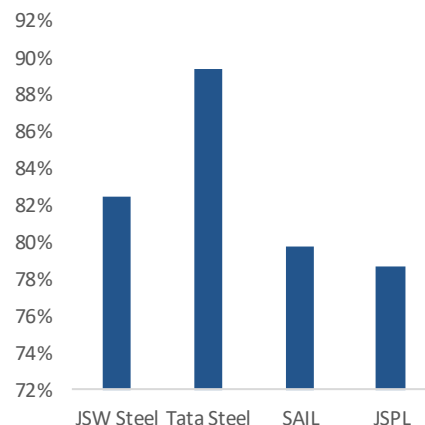
在过去十年（13-23 财年），印度钢铁行业增加了 6300 万吨，其中 JSW 钢铁、JSPL、塔塔钢铁和 SAIL 累计增加了 3900 万吨。在钢铁公司中，SAIL 的产能增加为 74 百万吨，占总增产量的 19%。较低的增加额是由于项目延迟导致成本超支和账面杠杆率高的结果。除了有限的产能增加外，SAIL 的产能利用率也是这些同行中最低的。

图 151: 对等容量增加 (FY13-23)



资料来源: HTI, 公司数据

图 152: 产能平均利用率 (FY13-23)

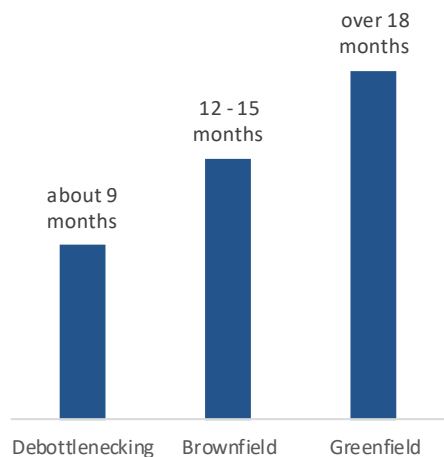


资料来源: HTI, 公司数据

虽然产能相对较低, 但与棕地或绿地项目相比, 这种产能的增加通常更快, 这应该会给 SAIL 一些短期空间

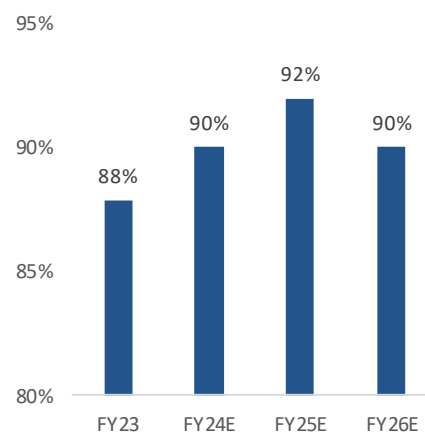
在 23-26 财年, 印度钢铁行业将增加 3000 万吨粗钢产能, 但其中, SAIL 将仅经历约 200 万吨的去瓶颈扩张。虽然产能相对较低, 但与棕地或绿地项目相比, 这种产能的增加通常更快, 这应该会给 SAIL 一些短期空间。我们看到了从 26 财年开始消除瓶颈的好处。

图 153: 消除瓶颈-棕地-绿地



资料来源: HTI, 公司数据

图 154: 23-26 财年产能提升



资料来源: HTI, 公司数据

鉴于通过消除瓶颈进行扩张, 以及提高产能利用率的空间, 我们预计 SAIL 将在 23-26 财年实现 4% 的钢铁销售量复合年增长率的

鉴于通过消除瓶颈进行扩张, 并在提高产能利用率方面留有余地, 我们预计 SAIL 将在 23-26 财年实现 4% 的钢铁销售量复合年增长率。此外, 从长远来看, SAIL 有多个扩建项目, 包括棕地和绿地, 正在等待该部的批准。公司预计到 31 财年将产量扩大到 35.7 百万吨。

图 155: 26 财年以后的产能扩张

Steel Plants	Operating Crude Steel Capacity (mn tons)	Envisaged Crude Steel Capacity (mn tons)
Bhilai Steel Plant	6.0	6.8
Durgapur Steel Plant	2.2	4.7
Rourkela Steel Plant	3.8	9.7
Bokaro Steel Plant	4.6	7.0
IISCO Steel Plant	2.5	7.0
Alloy Steels Plant	0.2	0.2
Salem Steel Plant	0.2	0.2
SAIL	19.5	35.7

资料来源: HTI, 公司数据

在上述扩建项目中, 公司将首先考虑 IISCO 钢铁厂, 该工厂预计将在本季度末获得扩建的原则性批准。收到批准后, 公司将开始招标程序。公司还将考虑其 Durgapur 和 Bokaro 工厂的棕地扩建。尽管如此, 鉴于过去的扩张延迟, 我们确实认为公司很难在规定的 31 财年之前委托大部分 1600 万吨的扩张。

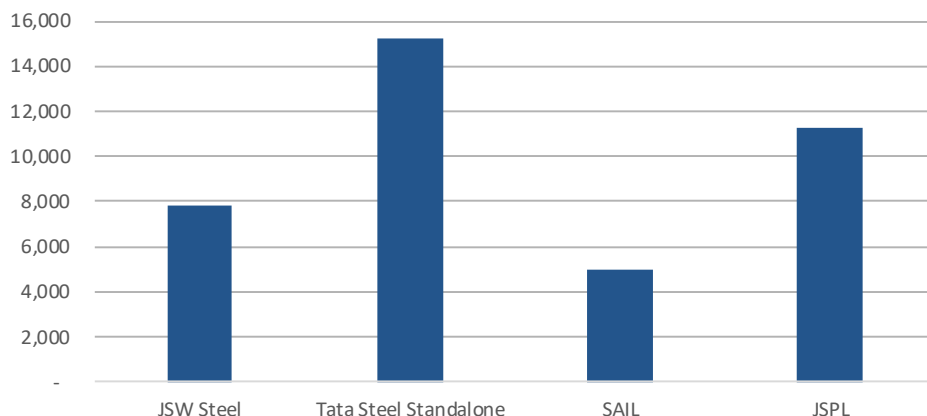
SAIL 一直受到高员工成本的困扰，但随着员工人数的自然减少（通过退休）和生产力的提高，员工成本对整体绩效的影响将消退，尽管速度很慢。

11. 经营杠杆和成本控制，以扩大单位盈利能力

由于成本高昂，SAIL 的每吨 EBITDA 是四家上市同行中最低的。

尽管 SAIL 已经整合了铁矿石，但一直受到高生产成本的困扰，这主要是由传统的员工费用和产品组合造成的。由于成本高昂，SAIL 的每吨 EBITDA 是四家上市同行中最低的。

图 156: 每吨 EBITDA 比较 (卢比;23 财年)

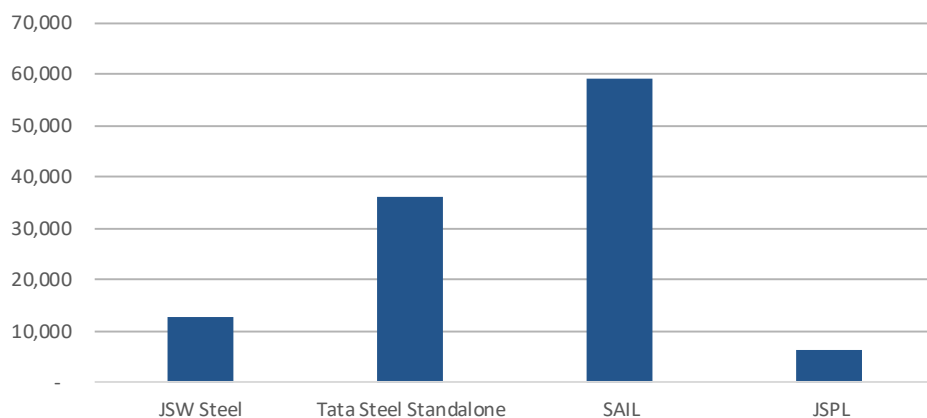


资料来源: HTI, 公司数据

公司大幅减少了人力，但仍高于同行

低吨 EBITDA 或高成本结构主要归因于截至 23 财年约 59,200 名员工的高员工费用。虽然公司大幅减少了人力（从 14 财年的 97,897 人减少），但仍高于粗钢产能和收入相似甚至更高的同行。

图 157: 员工人数比较

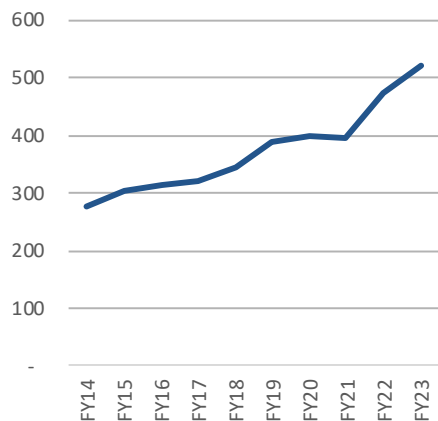


资料来源: HTI, 公司数据

公司指导每年通过退休减少 2,500 至 3,000 名员工，同时降低招聘人数

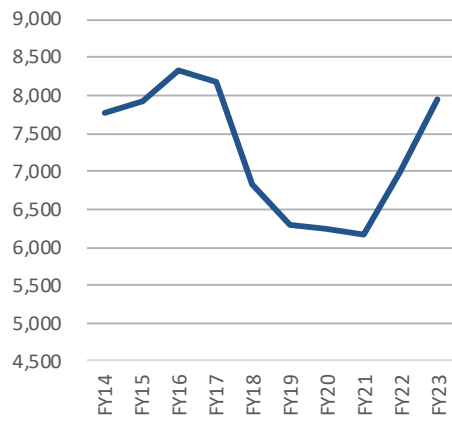
公司指导每年通过退休减少 2,500 至 3,000 名员工，同时降低招聘人数。在 23-26 财年，我们没有看到太多的员工支出绝对增长（复合年增长率为 1%），员工合理化是由工资通胀引发的。此外，随着公司产能的增加和通过消除瓶颈释放产能，我们预计每吨员工成本将在 23 财年至 26 财年以 3% 的复合年增长率下降至 6,890 卢比。

图 158: 劳动生产率 (TCS/人/年)



资料来源: HTI, 公司数据; TCS – Tons of Crude Steel

图 159: 每吨人工成本 (卢比/吨)



资料来源: HTI, 公司数据

在投入方面, SAIL 和塔塔钢铁是两家公司, 它们在 30 财年之前拥有自备铁矿石矿山。在这种原材料安全性的带动下, 我们对 SAIL 的评分为 4 分, 与塔塔钢铁相当。

图 160: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

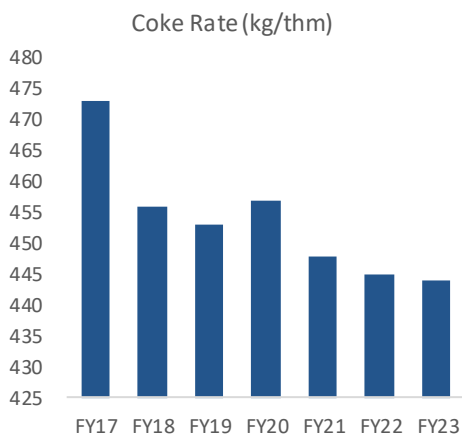
Note: ○ 1 ● 2 ● 3 ● 4

资料来源: HTI 估计

公司自有 100% 的铁矿石专属采购, 但它依赖于出口等外部来源来满足其炼焦煤的需求。

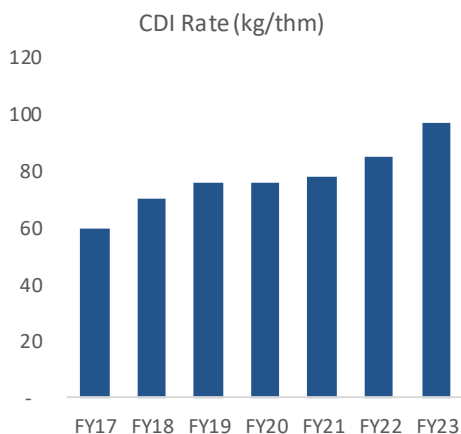
SAIL 在 23 财年生产了 3400 万吨铁矿石, 满足了其自有需求, 但在炼焦煤方面, 鉴于印度的自有产量有限且炼焦煤供应有限, 它通过进口满足了大部分需求。公司在 23 财年进口了 1400 万吨炼焦煤, 占其需求的约 86%。在进口方面, 公司希望通过从澳大利亚到俄罗斯等其他国家 (证明更便宜) 的地理多元化来降低成本, 并将其合资企业 SPV 的产能从每年 200 万吨提高到 400 万吨。此外, 公司还通过增加 CDI 的使用来减少煤焦消耗, 从而提高了高炉的生产率。

图 161: 焦炭率降低



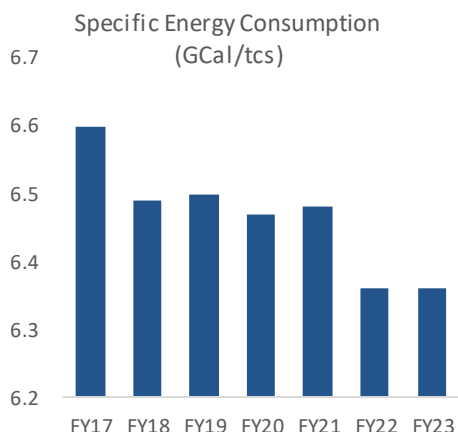
资料来源: HTI, 公司数据

图 162: CDI 速率



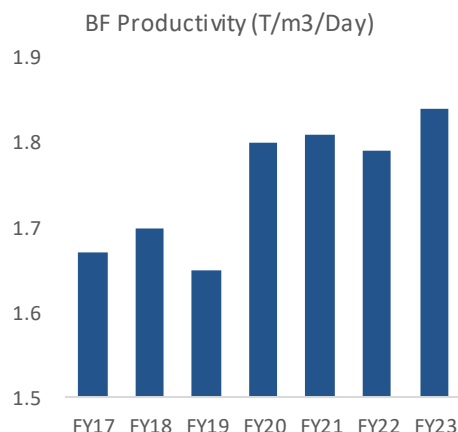
资料来源: HTI, 公司数据

图 163: 能量消耗率



资料来源: HTI, 公司数据

图 164: 高炉生产率

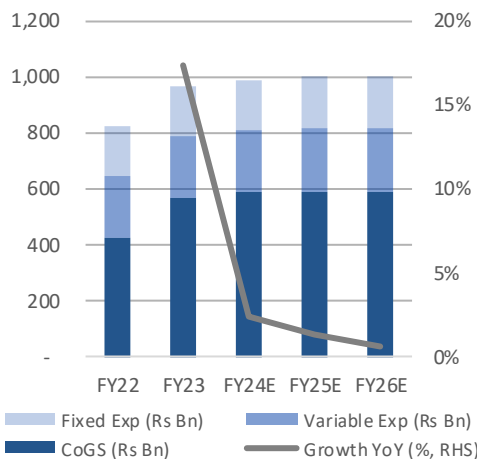


资料来源: HTI, 公司数据

在成本节约举措和运营效率的带动下, 我们预计每吨 EBITDA 将从 23 财年的 4,970 卢比提高到 26 财年的 5,820 卢比

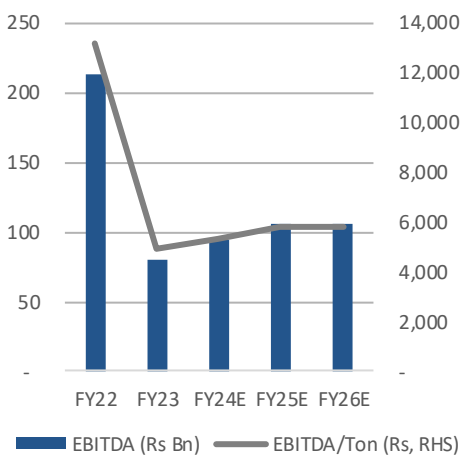
在成本节约举措和运营效率的带动下, 我们预计每吨 EBITDA 将从 23 财年的 4,970 卢比提高到 26 财年的 5,820 卢比, 在此期间的 EBITDA 复合年增长率为 9%。

图 165: 生产成本趋势 (每吨)



资料来源: HTI, 公司数据

图 166: EBITDA 和每吨 EBITDA 趋势



资料来源: HTI, 公司数据

此外, 公司还拥有三家亏损工厂, Visveswaraya 钢铁厂 (VISP), 塞勒姆钢铁厂 (SSP) 和合金钢厂 (ASP)。虽然它曾设想过撤资这些工厂, 但由于 ASP 没有收到投标, VISP 被批准关闭, SSP 的撤资被取消, 这些工厂尚未实现。在 23 财年和 24 财年上半年, 这些单位的累计税前亏损分别为 43 亿卢比和 16 亿卢比。

SAIL 是杠杆率最高的综合钢铁公司之一，净债务超过 3000 亿卢比。由于计划在 23-26 财年实现有限的增长资本支出，我们预计公司将降低债务水平，但杠杆率仍将高于同行。

12. 债务尽管有所减少，但仍增加

截至 24 财年上半年，SAIL 的净债务为 3010 亿卢比，杠杆率和资产负债率分别为 2.87 倍和 0.57 倍

截至 24 财年上半年，SAIL 的净债务为 3010 亿卢比，杠杆率和资产负债率分别为 2.87 倍和 0.57 倍。在过去十年中，公司大幅减少了净债务，这主要得益于运营现金流的产生、库存管理以及产能的增加。然而，由于同行的杠杆率最高，我们在同行集合矩阵中将 SAIL 评为 1 分。公司的高债务水平归因于营运资金需求。

图 167: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

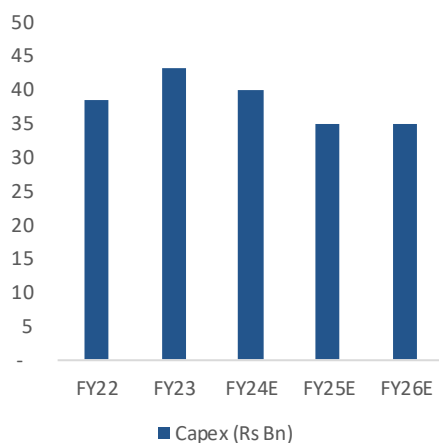
Note: ○1 ●2 ●3 ●4

资料来源: HTI 估计

公司指导在 24 财年将资本支出为 550 亿卢比，用于维护和消除瓶颈，而我们的资本支出为 400 亿卢比

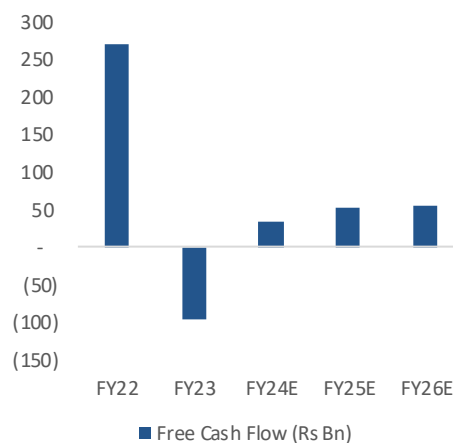
公司指导在 24 财年将 550 亿卢比的资本支出用于维护和消除瓶颈，而我们则建立 400 亿卢比的资本支出。此外，我们在 23-26 财年建立了 1410 亿卢比的累计自由现金流，这得益于销量增长和效率带动的 EBITDA 增长。在现金流产生的推动下，我们预计公司将能够将其净债务减少 960 亿卢比，到 26 财年达到 2070 亿卢比。

图 168: Capex



资料来源: HTI, 公司数据

图 169: 自由现金流的产生

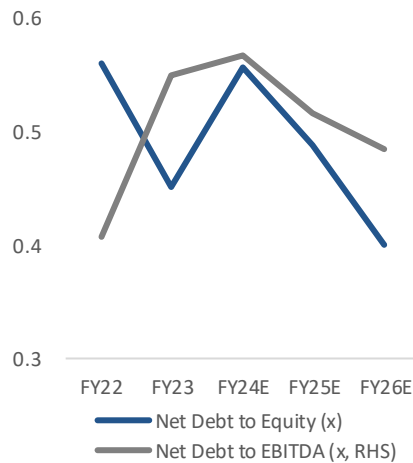


资料来源: HTI, 公司数据

我们预计，到 26 财年，公司的杠杆率和负债比率将降至 2.2 倍和 0.4 倍

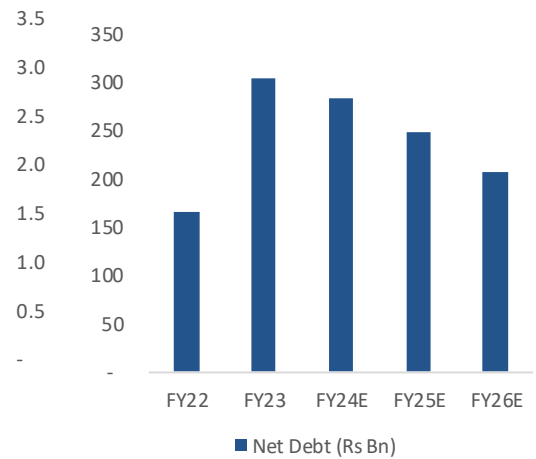
截至目前，由于现金流的产生和有限的资本支出，我们预计公司的杠杆率和资产负债率将从 23 财年的 2.93 倍和 0.45 倍分别降至 26 财年的 2.2 倍和 0.4 倍。虽然公司的资产负债率保持在 1 倍以下，但杠杆率是同行中最高的，这在下行周期时期将构成挑战。

图 170: 负债率和杠杆率



资料来源: HTI, 公司数据

图 171: 净债务减少



资料来源: HTI, 公司数据

公司预计到 31 财年将增加 1600 万吨的产能, 达到 3600 万吨粗钢

公司预计到 31 财年将增加 1600 万吨的产能, 达到 3600 万吨粗钢。此外, 公司计划分阶段执行资本支出, 以保持 1:1 的资产负债率。如前所述, 公司在其 Durgapur、IISCO、Bokaro 和 Rourkela 钢铁厂制定了四项主要产能扩张计划。公司已获得 IISCO (增加 4.5 百万吨产能) 和 Bokaro 工厂 (增加 300 万吨产能) 的原则批准, 而 Durgapur 计划即将最终确定。公司尚未宣布这些项目的资本支出。公司预计, 同样的资本支出峰值将在 27 财年和 28 财年出现。考虑到 SAIL 过去在扩张方面的延迟, 我们预计这些项目的资本支出将在指导意见的后半部分流动。鉴于目前资本支出的金额和执行期存在不确定性, 我们尚未在估计中建立这一资本支出。由于过去的延迟, 这些项目出现了成本超支, 我们预计这仍将是已宣布项目的主要风险。

图 172: 过去的成本超支和容量增加延迟

Plant/Unit	Schedule	Actual Completion	Original Cost (Rs Bn)	Revised Cost (Rs Bn)	Cost Overrun (Rs Bn)
Bhilai Steel Plant	Mar-13	Jun-18	173	226	53
Rourkela Steel Plant	Mar-13	Dec-14	118	133	15
Durgapur Steel Plant	Dec-12	Jun-15	29	32	3
Bokaro Steel Plant	Dec-11	Sep-15	63	72	9
IISCO Steel Plant	Dec-10	Dec-14	164	192	28
Salem Steel Plant	Mar-10	Sep-10	19	24	5

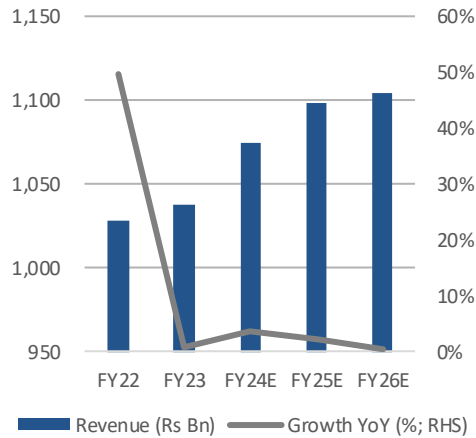
资料来源: PIB

财务展望

我们预计 SAIL 在 23-26 财年的收入复合年增长率为 2%，销量增长 4%

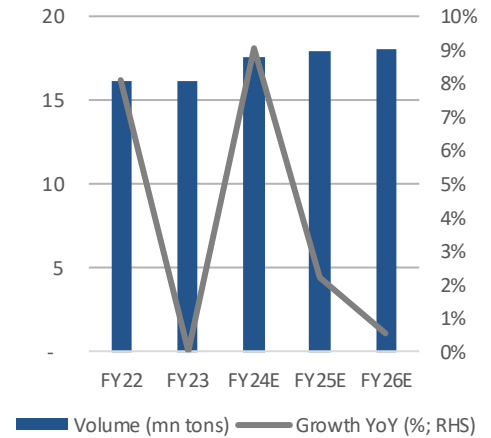
我们预计 SAIL 在 23-26 财年的收入复合年增长率为 2%，同期销量增长 4%。与其他钢铁同行相比，我们对 SAIL 的销量增长假设较低，因为没有立即看到产能增加的可见性。

图 173: 收入趋势



资料来源：公司数据, HTI 估计

图 174: 成交量趋势

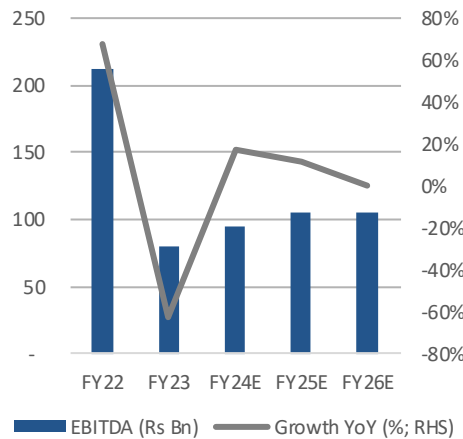


资料来源：公司数据, HTI 估计

我们预计公司的 EBITDA 将在 23-26 财年以 9% 的复合年增长率增长

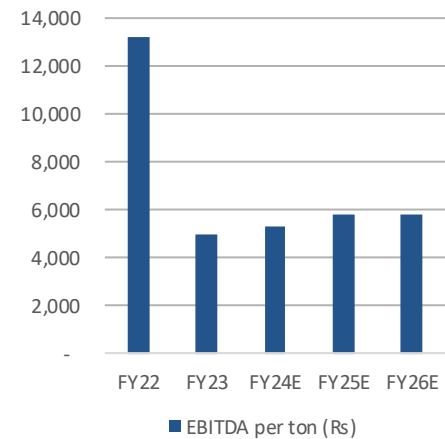
我们预计公司的 EBITDA 将在 23-26 财年以 9% 的复合年增长率增长，这得益于运营效率的提高，因为我们在未来三年内建立了较低的固定成本增长。

图 175: EBITDA 趋势



资料来源：公司数据, HTI 估计

图 176: 每吨 EBITDA 趋势



资料来源：公司数据, HTI 估计

在回报率方面，我们在同行评级矩阵中仅将 SAIL 分配为 1 分，原因是公司的高固定成本基础导致 RoCE 较低。

图 177: 同业评估

	Expansion	Balance Sheet	Integration	Return Ratios	Total
Jindal Steel & Power	●	●	●	●	13
JSW Steel	●	●	●	●	12
Tata Steel	●	●	●	●	11
Steel Authority of India	○	○	●	○	7

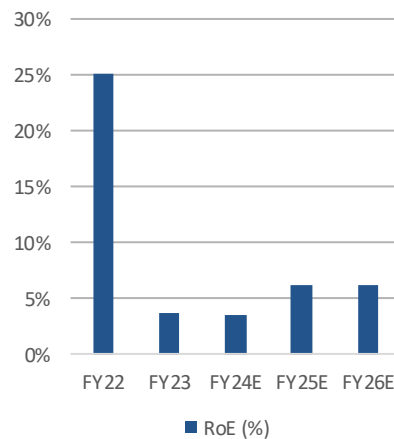
Note: ○1 ○2 ●3 ●4

资料来源: HTI 估计

我们预计公司的 RoCE 将从 23 财年的 4% 提高到 26 财年的 6%

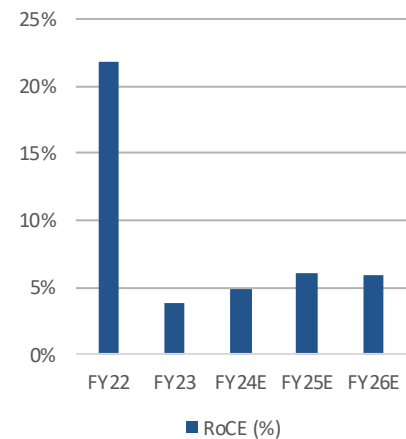
我们预计公司的 RoCE 将从 23 财年的 4% 提高到 26 财年的 6%，这主要是由于运营杠杆主导的 EBITDA 扩张。

图 178: RoE (%)



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 179: RoCE (%)

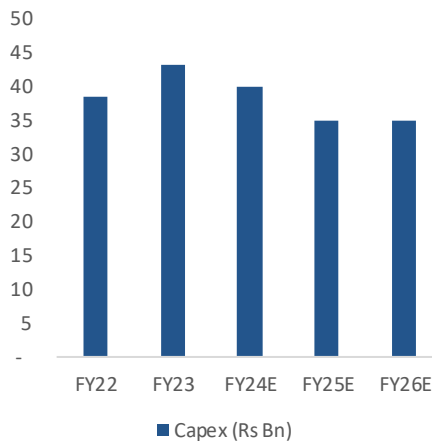


资料来源: 公司数据, HTI 估计

我们在 23-26 财年建立了 1420 亿卢比的累计自由现金流

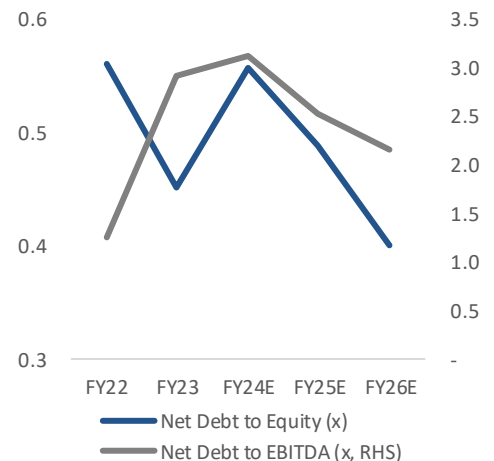
我们在 23-26 财年建立了 1420 亿卢比的累计自由现金流，这得益于销量增长和效率带动的 EBITDA 增长。在现金流产生的推动下，我们预计公司将能够将其净债务减少 960 亿卢比，到 26 财年达到 2070 亿卢比。我们预计公司的杠杆率和资产负债率将从 23 财年的 2.93 倍和 0.45 倍分别降至 26 财年的 2.2 倍和 0.4 倍。

图 180: 资本支出趋势



资料来源: 公司数据, HTI 估计

图 181: 净债务对比股权/EBITDA



资料来源: 公司数据, HTI 估计

估值与展望

由于印度的基础设施和制造业强劲，推动了钢铁需求，SAIL 的产能增加量是同行中最低的，无法利用这一增长。在消除瓶颈计划的领导下，公司在 23-26 财年将仅增加 200 万吨产能，尽管与绿地或棕地扩张相比，这一产能将更快地增加。鉴于扩张空间有限，我们在 23-26 财年的销量复合年增长率为 4%，这可归因于产能的增加。我们预计 24 财年的实现率将下降 5%，这得益于 24 财年上半年铁路重新定价对收入的影响。我们预计公司的 EBITDA 将在 23-26 财年以 9% 的复合年增长率增长，这得益于运营效率的提高，因为我们在未来三年内建立了较低的固定成本增长。由于增长前景有限，资产负债表相对薄弱，我们对公司持负面看法。

我们对公司的估值是其 26 财年 EBITDA 的 5.5 倍，目标价为每股 90 卢比

我们在 26 财年的 EBITDA 中对公司的 EV/EBITDA 进行了估值。我们给公司的倍数为 5.5 倍，低于长期行业平均水平，目标价为每股 90 卢比。在此背景下，我们对 JSW Steel、JSPL 和 Tata Steel 的印度业务的估值为 6.5 倍。从历史上看，SAIL 的估值在 10-15% 之间，表现落后于同行。

风险提示:

T 我们的评级和目标价面临的主要风险是中国钢材价格大幅上涨、炼焦煤价格大幅回调以及产能加速提升。

中国钢铁价格大幅上涨: 如果中国钢铁价格在中国刺激计划或减产的带动下出现强劲反弹，我们的表现不佳评级可能面临风险。如果全球钢铁价格上涨，国内价格也将上涨，从而增加 SAIL 的实现。

炼焦煤价格大幅回调: 鉴于 SAIL 在进口炼焦煤中占有很大份额，随着此类价格的大幅调整，公司将看到相当大的利差扩大，从而对我们的每吨 EBITDA 假设存在上行风险。

更快的产能提升: 虽然我们预计从 26 财年开始将带来 200 万吨的去瓶颈效益，但如果执行速度更快，产能提升速度更快，但我们认为我们的产量假设存在上行风险。

Profit & Loss (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Net Revenues	1,034,733	1,044,474	1,081,126	1,104,704	1,110,402
Cost of Goods Sold	424,915	569,310	589,257	589,666	589,365
Gross Profit	609,819	475,164	491,868	515,038	521,036
Operating Expenses	396,597	394,923	397,600	409,717	415,699
EBITDA	213,222	80,241	94,268	105,321	105,337
Depreciation	42,742	49,625	51,493	53,090	54,686
EBIT	170,480	30,616	42,775	52,231	50,651
Interest	16,979	20,375	24,522	18,758	15,950
Other Income	10,420	13,548	13,000	13,000	13,000
Exceptional items	(3,534)	2,580	(4,150)	-	-
Profit Before Tax	160,387	26,369	27,104	46,473	47,701
Tax	40,237	7,338	8,439	12,548	12,879
Profit After Tax	120,150	19,031	18,666	33,925	34,822
Adjusted Net Profit	123,685	16,451	22,815	33,925	34,822

资料来源：公司数据, HTI 估计

Performance Metrics	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Growth (%)					
Revenue	49.7	0.9	3.5	2.2	0.5
EBITDA	67.5	(62.4)	17.5	11.7	0.0
Adjusted Net Profit	212.1	(84.2)	(1.9)	81.8	2.6
Sales Volume	8.1	0.0	9.1	2.2	0.5
Margins (%)					
Gross Margin	58.9	45.5	45.5	46.6	46.9
EBITDA Margin	20.6	7.7	8.7	9.5	9.5
PAT Margin	11.6	1.8	1.7	3.1	3.1
Key Ratios					
RoE (%)	25.2	3.7	3.5	6.2	6.1
RoCE (%)	21.8	3.8	4.9	6.0	5.9
Net D/E Ratio (x)	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
Net D/EBITDA Ratio (x)	1.3	2.9	3.1	2.5	2.2
Valuations					
P/E (x)	3.1	19.5	19.9	11.0	10.7
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	3.1	10.0	8.3	7.1	6.7
Per Share Data (Rs)					
EPS	29.1	4.6	4.5	8.2	8.4
BVPS	126	126	129	135	141
DPS	8.8	1.5	1.5	2.7	2.7
Per Ton Data					
Realisation	63,672	64,257	61,000	61,000	61,000
EBITDA	13,203	4,968	5,351	5,848	5,818

资料来源：公司数据, HTI 估计

Balance Sheet (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Share Capital	41,305	41,305	41,305	41,305	41,305
Reserves and Surplus	478,866	480,087	492,675	515,555	539,040
Borrowings	172,841	307,734	288,489	253,489	218,489
Other Long Term Liabilities	49,657	51,518	51,518	51,518	51,518
Current Liab & Prov.	431,800	390,553	395,662	398,963	399,791
	1,174,470	1,271,196	1,269,649	1,260,830	1,250,143
Net Block	776,739	784,151	772,658	754,569	734,882
Investments	16,245	16,727	13,500	13,500	13,500
Current Assets					
Inventories	241,285	323,516	335,043	342,490	344,359
Debtors	47,368	53,625	55,536	56,770	57,080
Cash and Equivalents	6,478	3,980	3,714	4,303	11,124
Other Current Asset	86,354	89,198	89,198	89,198	89,198
	1,174,470	1,271,196	1,269,649	1,260,830	1,250,143

资料来源：公司数据, HTI 估计

Cash Flow Statement (Rs Mn)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
Cash flow from operating activity	309,636	(54,065)	73,351	87,392	91,108
Capital expenditure	(38,522)	(43,145)	(40,000)	(35,000)	(35,000)
Free Cash Flow	271,114	(97,210)	33,351	52,392	56,108
Cash flow from investing activity	(39,747)	(32,335)	(23,773)	(22,000)	(22,000)
Cash flow from financing activity	(273,976)	85,867	(49,843)	(64,803)	(62,287)
Net change in cash	(4,086)	(533)	(266)	589	6,821

资料来源：公司数据, HTI 估计

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我, Saras Singh, 在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点, 并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关; 及就此报告中所讨论目标公司的证券, 我们 (包括我们的家属) 在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属 (我已经告知他们) 将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Saras Singh, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言, 以下是有关该等关系的披露事项 (以下披露不能保证及时无遗漏, 如需了解及时全面信息, 请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com)

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

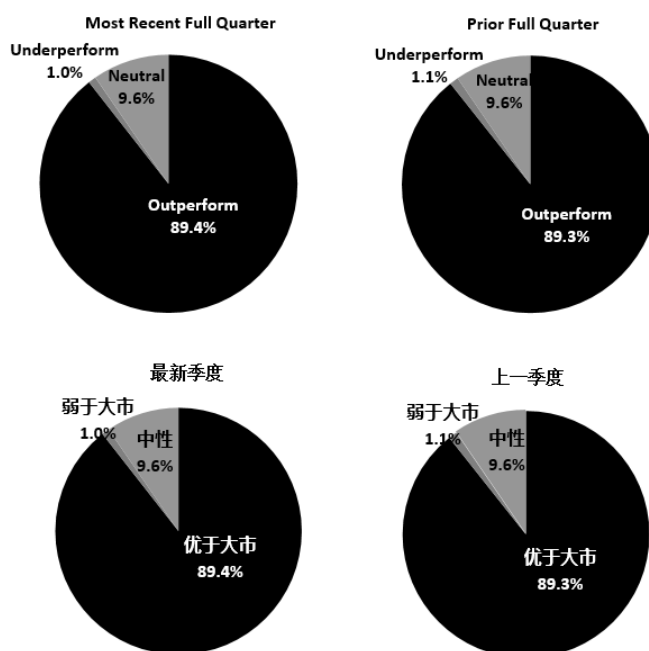
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to

评级分布 Rating Distribution



be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2023 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司所述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自售证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话(212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of

India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH00002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htise.c.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htise.c.com/x/legal.html>
