

公司研究

产量成长性在行业独秀、业绩确定性在板块占优

——太钢不锈（000825.SZ）2021年报及2022年一季报点评

要点

事件：公司发布2021年年报，全年实现营收1014.37亿元，同比+50.5%，归母净利润63.1亿元，同比+263.6%；2021Q4营收267.86亿元，环比-2.0%，同比+39.74%，归母净利润-4.87亿元，环比下降123.6%，同比-173.3%；2022年Q1营收232.04亿元，环比-13.4%，同比+9.0%，归母净利润12.72亿元，同比-31.8%，环比扭亏为盈。

2021年公司钢材量价齐升，业绩创历史新高水平。2021年度，公司粗钢产量1273.14万吨，同比+19.11%，其中不锈钢产量447.24万吨，同比+6.78%；碳钢产量825.9万吨，同比+27.06%；不锈钢吨钢毛利为1599.5元，同比+53%，碳钢吨钢毛利为828.79元，同比+49.6%。

2022年公司粗钢产量目标同比微降，Q1不锈钢成本上涨导致归母净利润同比-32%。2022年公司粗钢生产目标为1269万吨，同比-0.33%，其中，不锈钢产量为450万吨，同比+0.62%，碳钢产量为819万吨，同比-0.84%。根据百川盈孚数据，2022Q1不锈钢行业成本同比+41.69%，不锈钢价格同比+24.70%，行业盈利收窄导致公司Q1归母净利润同比-31.8%。

太钢集团拥有1300万吨铁矿石产能，公司具有铁矿石采购价格优惠。2021年，太钢集团具有年产1300万吨铁精矿粉的生产能力，其向公司出售铁精矿、球团矿的交易价格确定原则为：不高于调整之前的前半年度中国进口同品种、同品质的到岸价海关平均报价加上从青岛港到本公司的铁路运费。关联交易价格在上述定价原则最高数额上给予价格优惠，优惠的金额不少于前半年度中国进口的同品种、同品质到岸的海关平均报价的15%。

公司增资收购鑫海实业51%股权，有望带来380万吨不锈钢产能注入。2022年4月公告显示，公司与鑫海新材料、鑫海实业签署《山西太钢不锈钢股份有限公司与临沂鑫海新型材料有限公司关于山东鑫海实业有限公司之增资协议》，公司拟向鑫海实业增资3.93亿元。增资完成后，公司持有鑫海实业51%股权，未来鑫海科技规划新建380万吨高端不锈钢年产能，鑫海实业作为鑫海科技核心不锈钢板块，此次增资有望增厚公司业绩。

股权激励行权条件对应公司2022-2024年扣非后归母净利润确定性在行业占优：根据4月13日外发报告《政策友好、估值偏低，坚定看好钢铁板块中期投资机会》，按公司股权激励行权条件计算得出2022-2024年归母扣非净利润分别为38.8/46.2/52.5亿元，对应4月22日股价计算得出PE为9.8/8.2/7.3倍。

盈利预测、估值与评级：由于不锈钢行业成本大幅上行，我们下调太钢不锈2022年-2023年盈利预测44.23%、42.68%至53.81、56.45亿元，对应EPS分别为0.94、0.99元；新增2024年盈利预测为59.86亿元，对应EPS为1.05元，作为不锈钢行业龙头企业，太钢不锈未来仍有新增产能预期，维持“增持”评级。

风险提示：不锈钢需求大幅回落；原料价格大幅上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	67,419	101,437	91,351	94,410	96,795
营业收入增长率	-4.26%	50.46%	-9.94%	3.35%	2.53%
净利润(百万元)	1,735	6,310	5,381	5,645	5,986
净利润增长率	-18.11%	263.63%	-14.73%	4.91%	6.04%
EPS(元)	0.30	1.11	0.94	0.99	1.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.27%	17.99%	13.41%	12.79%	12.36%
P/E	22	6	7	7	6
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind、光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-22

增持（维持）

当前价：6.69元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

联系人：戴默

modai@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	56.96
总市值(亿元)	381.08
一年最低/最高(元)	5.39/12.41
近3月换手率	83.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.75	7.43	31.53
绝对	0.15	-8.73	22.05

资料来源：Wind

相关研报

不锈钢价利齐升助业绩同比高增长，公司规模、协同效应蓄势待发——太钢不锈（000825.SZ）2021年前三季度业绩预告点评（2021-10-13）

表 1: 2015-2021 年公司年度主要财务指标 (亿元, %)

单位: 亿元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	679	567	678	729	704	674	1,014
同比增长	-21.7%	-16.5%	19.5%	7.6%	-3.5%	-4.3%	50.5%
毛利	32	83	111	117	84	76	136
毛利率	4.7%	14.6%	16.3%	16.1%	12.0%	11.3%	13.4%
销售费用	15.6	15.3	16.3	16.0	16.1	16.6	2.3
管理费用	21.4	25.3	24.7	5.8	5.9	6.1	6.5
财务费用	16.1	16.2	12.7	11.0	9.3	7.2	3.8
研发费用				22.2	23.0	21.5	33.6
期间费用率	7.8%	10.0%	7.9%	7.5%	7.7%	7.6%	4.6%
资产减值损失	15.85	14.95	7.80	5.58	7.96	6.60	17.13
投资净收益	0.06	1.05	0.60	1.16	1.89	1.51	1.60
营业外收入	1.50	0.72	0.13	0.27	0.39	0.18	0.25
营业外支出	0.51	0.18	1.70	0.17	0.31	0.73	0.76
税前利润	-37	10	44	53	22	17	68
税前利润率	-5.5%	1.8%	6.5%	7.3%	3.1%	2.6%	6.8%
净利润	-38	10.2	44	49	21	17	62
所得税率	-3.2%	1.5%	0.4%	8.0%	4.4%	1.2%	8.7%
归母净利润	-37	11	46	50	21	17	63
同比增长率	-940%	-	303%	7.7%	-57%	-18.1%	263.6%
扣非净利润	-38.1	10.9	46.9	49.2	20.5	16.5	62.9

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 2: 2020Q1-2022Q1 公司季度主要财务指标 (亿元, %)

单位: 亿元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
主营业务收入	155.85	172.88	153.77	191.69	212.82	260.33	273.37	267.86	232.04
同比增长率	-15%	-3%	-17%	12%	37%	51%	78%	40%	9%
毛利	12.99	20.93	18.45	23.80	33.95	53.33	40.01	8.27	24.27
毛利率	8.33%	12.11%	12.00%	12.42%	15.95%	20.49%	14.63%	3.09%	10.46%
销售费用	4.05	4.13	3.79	4.62	4.05	5.03	5.27	-12.03	0.53
财务费用	2.32	2.17	1.41	1.32	1.19	1.00	0.98	0.59	0.27
管理费用	1.31	1.39	1.65	1.71	1.21	0.95	1.24	3.07	1.45
研发费用	4.09	6.05	5.96	5.38	5.95	9.90	9.26	8.51	8.15
期间费用率	7.56%	7.94%	8.33%	6.80%	5.83%	6.48%	6.13%	0.05%	4.48%
税前利润	1.38	4.40	4.90	6.62	20.87	32.18	22.60	-7.18	13.70
归属母公司净利润	1.49	4.41	4.80	6.65	18.65	28.70	20.62	-4.87	12.72
净利率	0.96%	2.55%	3.12%	3.47%	8.76%	11.02%	7.54%	-1.82%	5.48%
同比增长率	-88%	-52%	-29%	144%	1149%	551%	329%	-173%	-32%
扣非净利润	1.27	4.02	4.99	6.26	18.58	28.79	20.57	-5.04	12.42

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	67,419	101,437	91,351	94,410	96,795
营业成本	59,803	87,881	80,817	82,108	84,261
折旧和摊销	3,196	3,183	3,155	3,254	3,353
税金及附加	278	488	347	359	368
销售费用	1,659	233	2,101	2,171	2,323
管理费用	606	647	822	850	871
研发费用	2,148	3,362	2,558	2,643	2,710
财务费用	722	376	363	387	285
投资收益	151	160	100	100	100
营业利润	1,784	6,899	5,689	6,161	6,326
利润总额	1,729	6,847	5,637	6,109	6,275
所得税	20	599	282	489	314
净利润	1,709	6,248	5,356	5,620	5,961
少数股东损益	-26	-61	-25	-25	-25
归属母公司净利润	1,735	6,310	5,381	5,645	5,986
EPS(元)	0.30	1.11	0.94	0.99	1.05

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,886	15,767	6,702	8,924	9,256
净利润	1,735	6,310	5,381	5,645	5,986
折旧摊销	3,196	3,183	3,155	3,254	3,353
净营运资金增加	-1,269	-720	-107	634	493
其他	3,224	6,994	-1,726	-609	-576
投资活动产生现金流	-2,314	-3,219	-1,824	-1,950	-1,900
净资本支出	-2,312	-2,682	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	1,795	2,434	0	0	0
其他资产变化	-1,797	-2,972	176	50	100
融资活动现金流	-4,699	-13,096	-2,326	-5,010	-1,146
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-3,355	-7,937	-1,515	-3,049	800
无息负债变化	914	5,142	-644	284	407
净现金流	-144	-557	2,552	1,964	6,210

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	11.3%	13.4%	11.5%	13.0%	12.9%
EBITDA 率	10.3%	13.6%	7.9%	10.3%	10.1%
EBIT 率	5.5%	10.4%	4.4%	6.8%	6.6%
税前净利润率	2.6%	6.8%	6.2%	6.5%	6.5%
归母净利润率	2.6%	6.2%	5.9%	6.0%	6.2%
ROA	2.5%	9.2%	7.6%	7.8%	7.7%
ROE (摊薄)	5.3%	18.0%	13.4%	12.8%	12.4%
经营性 ROIC	7.3%	20.2%	8.1%	12.7%	13.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	51%	47%	42%	38%	37%
流动比率	0.78	0.74	0.93	1.17	1.43
速动比率	0.46	0.40	0.51	0.68	0.94
归母权益/有息债务	1.70	3.08	4.07	6.49	6.37
有形资产/有息债务	3.51	5.87	7.06	10.41	10.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	68,298	67,599	70,455	71,703	77,184
货币资金	9,522	9,324	11,876	13,839	20,049
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	929	856	1,280	1,323	1,357
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	37	147	35	37	38
存货	8,839	10,008	11,094	11,295	11,631
其他流动资产	1,956	793	12	249	433
流动资产合计	21,559	21,452	24,670	27,172	33,946
其他权益工具	235	274	274	274	274
长期股权投资	1,795	2,434	2,419	2,419	2,469
固定资产	42,033	39,255	38,816	37,697	36,424
在建工程	1,182	1,980	2,071	1,853	1,690
无形资产	220	519	502	486	479
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	885	1,205	1,125	1,125	1,125
非流动资产合计	46,739	46,147	45,785	44,531	43,238
总负债	34,855	32,060	29,901	27,136	28,342
短期借款	10,056	5,264	3,549	0	0
应付账款	4,594	6,518	6,208	6,307	6,472
应付票据	5,960	7,929	8,054	8,183	8,397
预收账款	0	1	1	1	1
其他流动负债	387	427	417	420	423
流动负债合计	27,572	28,871	26,620	23,322	23,703
长期借款	6,811	2,807	3,007	3,507	4,307
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	220	165	59	91	116
非流动负债合计	7,283	3,188	3,282	3,814	4,639
股东权益	33,443	35,540	40,554	44,567	48,842
股本	5,696	5,696	5,696	5,696	5,696
公积金	9,597	9,597	9,597	9,597	9,597
未分配利润	17,709	19,806	24,844	28,883	33,183
归属母公司权益	32,913	35,071	40,110	44,149	48,448
少数股东权益	531	468	443	418	393

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.46%	0.23%	2.30%	2.30%	2.40%
管理费用率	0.90%	0.64%	0.90%	0.90%	0.90%
财务费用率	1.07%	0.37%	0.40%	0.41%	0.29%
研发费用率	3.19%	3.31%	2.80%	2.80%	2.80%
所得税率	1%	9%	5%	8%	5%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.15	0.06	0.28	0.30	0.31
每股经营现金流	1.21	2.77	1.18	1.57	1.62
每股净资产	5.78	6.16	7.04	7.75	8.51
每股销售收入	11.84	17.81	16.04	16.57	16.99

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	22	6	7	7	6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.0	3.8	6.4	4.3	3.7
股息率	2.3%	0.9%	4.2%	4.4%	4.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE