

## 太钢不锈钢(000825)/钢铁

## Q3 业绩环比略增

**评级: 持有(维持)**

市场价格: 3.57 元

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

分析师: 郭皓

执业证书编号: S0740519070004

电话: 021-20315128

Email: guohao@r.qlzq.com.cn

分析师: 曹云

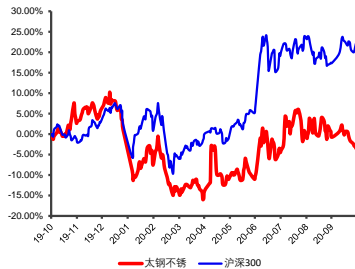
执业证书编号: S0740519070006

电话: 021-20315766

Email: caoyun@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	5696.25
流通股本(百万股)	5696.07
市价(元)	3.57
市值(百万元)	20336
流通市值(百万元)	20335

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 三季度盈利小幅走弱
- 2 二季度业绩环比改善明显
- 3 季度间盈利波动较大
- 4 与宝武整合利于竞争力提升

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	72,946	70,419	65,983	67,415	71,163
增长率 yoy%	7.61%	-3.46%	-6.30%	2.17%	5.56%
归属于母公司净利润	4,977	2,119	1,449	1,400	1,519
增长率 yoy%	7.69%	-57.43%	-31.59%	-3.44%	8.53%
每股收益(元)	0.87	0.37	0.25	0.25	0.27
每股现金流量	1.62	0.68	0.55	0.56	0.57
净资产收益率	16.34%	6.63%	4.32%	4.03%	4.21%
P/E	4.09	9.60	14.03	14.53	13.39
PEG	-0.12	-0.91	-0.45	-0.42	-1.27
P/B	0.67	0.64	0.61	0.59	0.56

备注: 股价取 2020 年 10 月 29 日收盘价

**投资要点**

- **前三季度累计数据:** 营业收入 482.5 亿元, 同比-9.5%; 归母净利润 10.7 亿元, 同比-42%; 扣非后归母净利润 10.3 亿元, 同比-42.8%; EPS 0.188 元。
- **三季度单季数据:** 营业收入 153.8 亿元, 同比-17.4%; 归母净利润 4.8 亿元, 同比-29%, 环比+9%; 扣非后归母净利润 4.99 亿元, 同比-24.9%; EPS 0.084 元。
- **单季同比毛利率改善、净利率下滑:** 前三季度公司毛利率同比下降 1PCT 至 10.8%, 净利率降 1.2PCT 至 2.2%, 反映产品盈利能力下行, 与钢铁行业整体趋势相符, 疫情冲击和供应的增长是行业过剩程度增加的主要原因。单季度看, Q3 公司毛利率同比上升 0.51PCT 至 12%, 这与去年三季度低基数有关, 单季度净利率 同比-0.42PCT 至 3.13%, 主要由管理费用率和销售费用率上升导致。
- **三季度板材盈利环比改善:** 我们测算三季度热轧板行业吨毛利环比+131 元/吨, 公司普钢以热轧板为主, 受益于行业供需的改善。三季度不锈钢市场价格同样上涨, 但主要由镍、铁矿等原材料成本推动, 行业吨盈利改善不大。公司毛利率单季环比下降 0.11PCT, 数据未反映出热轧板行业的改善趋势, 可能与中报计提的存货跌价损失有关。净利率则环比+0.59PCT, 产品盈利能力的回升在此体现出来。
- **关注与宝武整合:** 公司前期公告, 持有公司控股股东太钢集团 100% 股权的山西国资运营公司, 与中国宝武签署了关于太钢集团股权无偿划转协议。山西国资运营公司将向中国宝武无偿划转其持有的太钢集团 51% 股权。划转完成后, 中国宝武将通过太钢集团间接控制本公司 62.70% 的股份, 公司实际控制人将变更为国务院国资委。太钢是国内大型不锈钢企业, 不锈钢年产能达 450 万吨, 宝武下属的不锈钢资产主要为年产超过 2 百万吨的宝钢德盛, 太钢进入宝武体系有望降低行业竞争激烈程度, 提升双方在不锈钢领域的话语权, 并形成更强的行业竞争力。
- **投资建议:** 三季度业绩整体符合预期, 从我们对 10 月行业盈利监控来看, 热轧板吨毛利可能较三季度略有回落。长期来看, 宝武控股太钢后, 有利于不锈钢行业的整合和话语权的提升。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别 0.29 元、0.20 元及 0.27 元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观经济大幅下滑导致需求承压; 供给端压力持续增加。

图表 1: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>72,946</b>	<b>70,419</b>	<b>65,983</b>	<b>67,415</b>	<b>71,163</b>	货币资金	10,498	9,810	9,192	9,391	16,368
增长率	7.6%	-3.5%	-6.3%	2.2%	5.6%	应收款项	3,831	1,164	3,517	1,265	3,783
营业成本	-61,237	-61,970	-58,461	-59,932	-63,335	存货	7,891	8,482	6,964	8,871	7,863
% 销售收入	83.9%	88.0%	88.6%	88.9%	89.0%	其他流动资产	165	2,510	2,306	2,521	2,332
毛利	11,710	8,449	7,522	7,483	7,828	流动资产	22,386	21,966	21,979	22,049	30,345
% 销售收入	16.1%	12.0%	11.4%	11.1%	11.0%	% 总资产	31.2%	31.6%	33.2%	35.1%	44.8%
营业税金及附加	-467	-295	-396	-404	-427	长期投资	1,834	1,690	1,696	1,705	1,707
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	46,269	43,563	40,177	36,789	33,398
营业费用	-1,602	-1,614	-1,643	-1,679	-1,772	% 总资产	64.4%	62.6%	60.7%	58.5%	49.3%
% 销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	260	241	206	170	134
管理费用	-579	-587	-2,573	-2,629	-2,775	非流动资产	49,438	47,582	44,198	40,811	37,406
% 销售收入	0.8%	0.8%	3.9%	3.9%	3.9%	% 总资产	68.8%	68.4%	66.8%	64.9%	55.2%
息税前利润 (EBIT)	9,061	5,953	2,910	2,771	2,854	<b>资产总计</b>	<b>71,823</b>	<b>69,548</b>	<b>66,177</b>	<b>62,860</b>	<b>67,752</b>
% 销售收入	12.4%	8.5%	4.4%	4.1%	4.0%	短期借款	6,023	8,188	9,278	4,094	3,725
财务费用	-1,099	-932	-1,230	-1,133	-1,098	应付款项	16,188	14,175	15,574	14,327	17,575
% 销售收入	1.5%	1.3%	1.9%	1.7%	1.5%	其他流动负债	7,169	4,573	4,573	4,573	4,573
资产减值损失	558	-796	300	300	300	流动负债	29,380	26,936	29,425	22,993	25,872
公允价值变动收益	-12	-18	0	0	0	长期应付款	11,410	10,042	2,629	4,560	5,294
投资收益	116	189	118	118	118	其他长期负债	209	319	319	319	319
% 税前利润	1.3%	4.3%	5.7%	5.8%	5.5%	<b>负债</b>	<b>40,999</b>	<b>37,296</b>	<b>32,373</b>	<b>27,872</b>	<b>31,485</b>
营业利润	8,624	4,396	2,097	2,055	2,173	普通股股东权益	30,463	31,944	33,534	34,755	36,073
营业利润率	11.8%	6.2%	3.2%	3.0%	3.1%	少数股东权益	362	307	270	233	194
营业外收支	11	8	-21	-30	-26	<b>负债股东权益合计</b>	<b>71,823</b>	<b>69,548</b>	<b>66,177</b>	<b>62,860</b>	<b>67,752</b>
税前利润	<b>8,635</b>	<b>4,404</b>	<b>2,076</b>	<b>2,025</b>	<b>2,147</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	11.8%	6.3%	3.1%	3.0%	3.0%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-425	-94	-64	-62	-67	<b>每股指标</b>					
所得税率	4.9%	2.1%	3.1%	3.1%	3.1%	每股收益 (元)	0.87	0.37	0.25	0.25	0.27
净利润	4,910	2,064	1,412	1,363	1,480	每股净资产 (元)	5.35	5.61	5.89	6.10	6.33
少数股东损益	-68	-55	-38	-36	-39	每股经营现金流 (元)	1.62	0.68	1.18	0.82	1.37
归属于母公司的净利润	<b>4,977</b>	<b>2,119</b>	<b>1,449</b>	<b>1,400</b>	<b>1,519</b>	每股股利 (元)	0.10	0.10	0.00	0.03	0.04
净利率	6.8%	3.0%	2.2%	2.1%	2.1%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	16.34%	6.63%	4.32%	4.03%	4.21%
净利润	4,910	2,064	1,412	1,363	1,480	总资产收益率	6.84%	2.97%	2.13%	2.17%	2.18%
加: 折旧和摊销	3,510	3,332	3,432	3,436	3,438	投入资本收益率	12.74%	6.79%	5.92%	6.20%	6.79%
资产减值准备	558	790	0	0	0	<b>增长率</b>					
公允价值变动损失	12	18	0	0	0	营业总收入增长率	7.61%	-3.46%	-6.30%	2.17%	5.56%
财务费用	1,150	1,003	1,230	1,133	1,098	EBIT增长率	49.39%	-19.61%	-60.58%	-5.10%	3.20%
投资收益	-116	-189	-118	-118	-118	净利润增长率	7.69%	-57.43%	-31.59%	-3.44%	8.53%
少数股东损益	-68	-55	-38	-36	-39	总资产增长率	-3.59%	-3.17%	-4.85%	-5.01%	7.78%
营运资金的变动	-703	-6,025	768	-1,118	1,928	<b>资产管理能力</b>					
<b>经营活动现金净流</b>	<b>9,210</b>	<b>3,871</b>	<b>6,725</b>	<b>4,697</b>	<b>7,827</b>	应收账款周转天数	7.1	6.3	6.3	6.3	6.3
固定资本投资	3,036	2,047	-60	-60	-50	存货周转天数	38.5	41.9	42.1	42.3	42.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-613</b>	<b>-1,200</b>	<b>70</b>	<b>68</b>	<b>84</b>	应付账款周转天数	36.0	29.1	32.6	30.8	31.7
股利分配	-570	-570	0	-179	-201	固定资产周转天数	236.3	229.6	228.4	205.5	177.5
其他	-8,864	-2,078	-7,413	-4,386	-733	<b>偿债能力</b>					
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-9,433</b>	<b>-2,648</b>	<b>-7,413</b>	<b>-4,565</b>	<b>-934</b>	净负债/股东权益	46.05%	41.77%	20.56%	-9.38%	-10.30%
<b>现金净流量</b>	<b>-836</b>	<b>24</b>	<b>-618</b>	<b>199</b>	<b>6,976</b>	EBIT利息保障倍数	7.8	7.4	2.2	2.3	2.4
						资产负债率	57.08%	53.63%	48.92%	44.34%	46.47%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。