

证券研究报告—动态报告

黑色金属

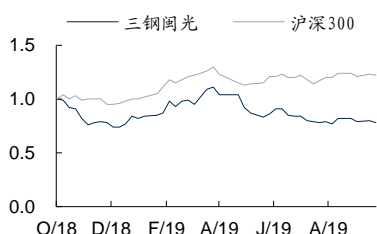
钢铁 II

三钢闽光(002110)
增持

2019 年三季度点评

(维持评级)

2019 年 10 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,452/2,204
总市值/流通(百万元)	19,858/17,849
上证综指/深圳成指	2,954/9,642
12 个月最高/最低(元)	12.14/7.23

相关研究报告:

《三钢闽光-002110-2019 年半年报点评: 区域龙头, 成本优势突出》——2019-08-29
 《三钢闽光-002110-2018 年年报点评: 业绩创新高, 分红超预期》——2019-04-01
 《三钢闽光-002110-财报点评: 高炉大修影响产量, 盈利能力保持高位》——2018-10-27
 《三钢闽光-002110-? 财报点评: 三安资产注入, 半年业绩历史最高》——2018-08-30
 《三钢闽光-002110-一季度利润预告, 同比大幅增长, 环比下降》——2018-04-02

证券分析师: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
高矿价拉低盈利, 四季度或有改善
● 高成本消化期, 盈利下降

2019 年三季度, 受到铁矿石价格大幅上涨的不利影响, 消化高价铁矿石的过程使公司营业成本增幅远大于收入增幅, 盈利水平再度收敛。前三季度, 公司实现营业收入 318.20 亿元, 同比增长 18.62%; 归属于上市公司股东的净利润 28.25 亿元, 同比下降 45.45%。三季度单季, 公司实现归母净利润 6.52 亿元, 环比下降 46.13%, 同比下降 66.47%。相对于已披露三季报业绩预告的南方方材企业柳钢股份和韶钢松山三季度单季归母净利润预计环比下降 60.2%-93.6%和下降 54.7%-59.6%, 公司盈利环比下降幅度相对较小。

● 区位优势明显, 钢价更具韧性

公司所处福建省建材消费旺盛, 钢材价格相对北方各地较高。以三季度单季为例, 福州地区 20mm 螺纹钢均价为 3959.39 元/吨, 较北京、上海地区均价分别高 202.73 元/吨、148.64 元/吨, 较广州地区均价低 152.88 元/吨。展望四季度, 因为南北气温差异, 南方可施工时间远长于北方, 福建地区建材消费的韧性表现将更加明显。对比去年四季度, 北京、上海、福州、广州地区螺纹钢均价环比分别下降 4.1%、下降 2.4%、上涨 4.0%、上涨 1.1%。

● 铁矿石价格影响逐步消化

今年, 受到巴西淡水河谷溃坝事故等因素影响, 铁矿石价格一路攀升, 到 7 月末达到顶峰。考虑到公司铁矿石库存周期为 24-30 天, 对财务数据的影响通常滞后约一个月, 则三季报对应 6-8 月连云港 PB 粉均价为 812.79 元/吨, 较 3-5 月均价上涨 147.29 元/吨。当前, 铁矿石价格逐步回落, 截至 10 月 22 日, 连云港 PB 粉价格降至 680 元/吨, 对于公司成本的影响已逐步减弱。

● 风险提示: 钢材消费大幅下行。
● 投资建议: 维持“增持”评级

考虑到公司属于区域龙头, 产品享有市场溢价, 且成本管控优势突出, 在未来行业整体盈利情况或有所下滑的背景下, 预计公司 2019-2021 年收入 405/408/415 亿元, 同比增速 11.8/0.7/1.7%, 归母净利润 39.1/44.5/49.1 亿元, 同比增速 -39.9/13.8/10.4%; 摊薄 EPS 为 1.59/1.81/2.00 元。公司分红稳健, 估值存在修复空间, 维持“增持”评级

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	36,248	40,537	40,811	41,496
(+/-%)	14.4%	11.8%	0.7%	1.7%
净利润(百万元)	6507	3909.57	4447.76	4910.22
(+/-%)	20.0%	-39.9%	13.8%	10.4%
摊薄每股收益(元)	3.98	1.59	1.81	2.00
EBIT Margin	26.5%	12.7%	14.3%	15.4%
净资产收益率(ROE)	35.5%	18.6%	18.4%	17.8%
市盈率(PE)	2.0	4.9	4.3	3.9
EV/EBITDA	2.2	4.8	4.2	3.8
市净率(PB)	0.70	0.92	0.80	0.70

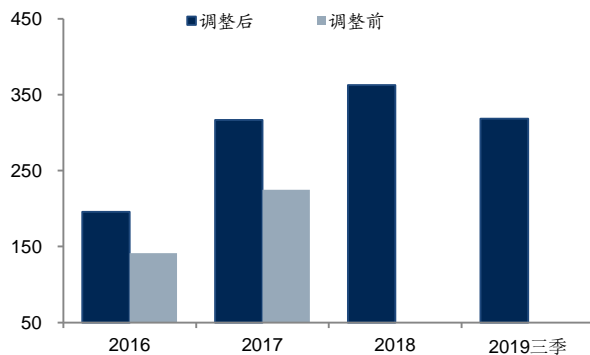
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

高成本消化期，盈利下降。2019年三季度，受到铁矿石价格大幅上涨的不利影响，消化高价铁矿石的过程使公司营业成本增幅远大于收入增幅，盈利水平再度收敛。前三季度，公司实现营业收入318.20亿元，同比增长18.62%；归属于上市公司股东的净利润28.25亿元，同比下降45.45%。

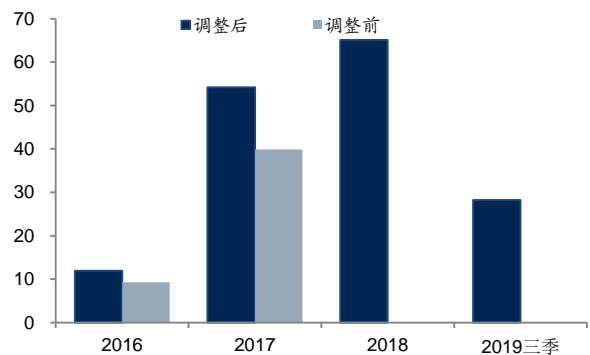
三季度单季，公司实现营业总收入129.00亿元，环比上涨22.01%，同比上涨39.75%；归母净利润6.52亿元，环比下降46.13%，同比下降66.47%。相对于已披露三季报业绩预告的南方长材企业柳钢股份和韶钢松山三季度单季归母净利润预计环比下降60.2%-93.6%和下降54.7%-59.6%，公司盈利环比下降幅度相对较小。

图 1：三钢闽光营业收入（亿元）



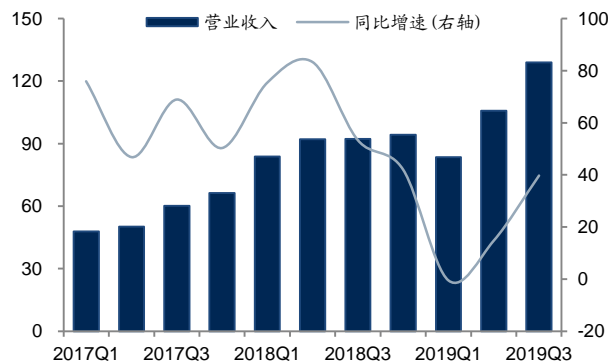
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：三钢闽光归母净利润（亿元）



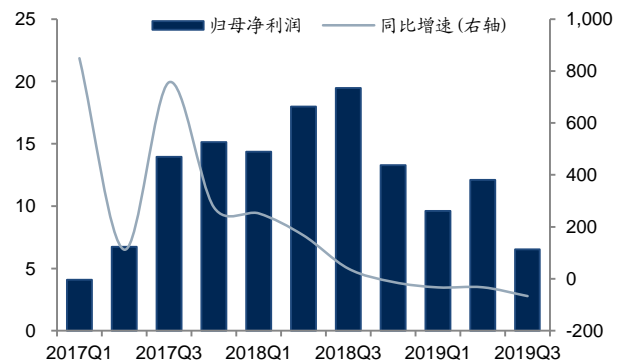
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：单季营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（2017年为调整前数据）

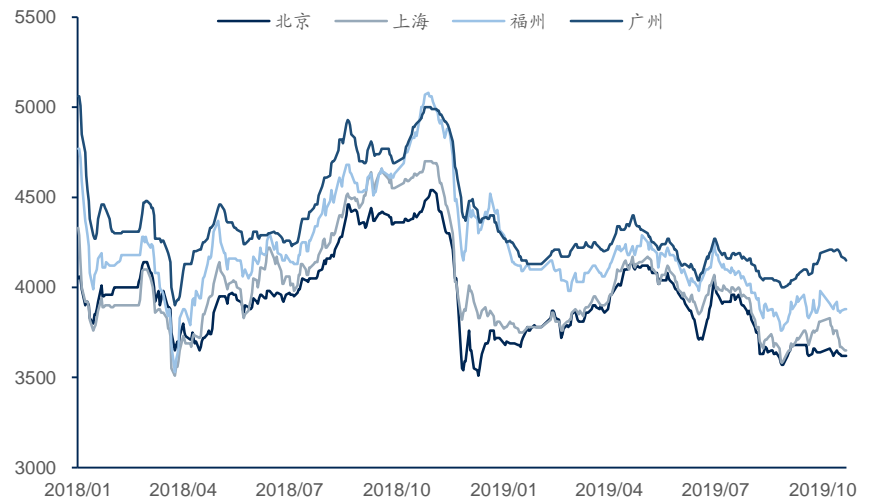
图 4：单季归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（2017年为调整前数据）

区位优势明显，钢价更具韧性。公司所处福建省建材消费旺盛，钢材价格相对北方各地较高。以三季度单季为例，福州地区20mm螺纹钢均价为3959.39元/吨，较北京、上海地区均价分别高202.73元/吨、148.64元/吨，较广州地区均价低152.88元/吨。三季度单季，北京、上海、福州、广州地区螺纹钢均价较二季度分别下降5.7%、5.6%、4.7%、2.8%。展望四季度，因为南北气温差异，南方可施工时间远长于北方，福建地区建材消费的韧性表现将更加明显。对比去年四季度，北京、上海、福州、广州地区螺纹钢均价环比分别下降4.1%、下降2.4%、上涨4.0%、上涨1.1%。

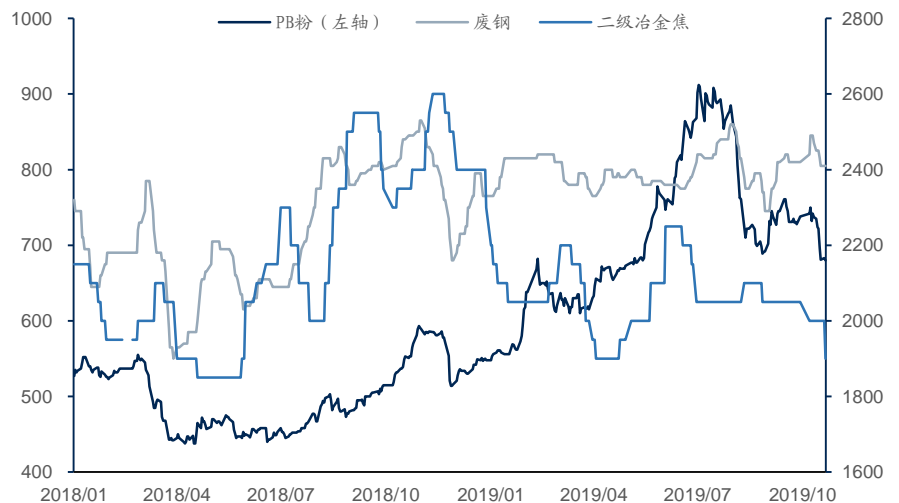
图 5: 螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

铁矿石价格影响逐步消化。今年,受到巴西淡水河谷溃坝事故等因素影响,铁矿石价格一路攀升,到7月末达到顶峰。考虑到公司铁矿石库存周期为24-30天,对财务数据的影响通常滞后约一个月,则三季报对应6-8月连云港PB粉均价为812.79元/吨,较3-5月均价上涨147.29元/吨。按照生产1吨钢消耗1.6吨铁矿石计算,对原料成本的影响环比吨钢增加235.67元/吨。当前,铁矿石价格逐步回落,截至10月22日,连云港PB粉价格降至680元/吨,对于公司成本的影响已逐步减弱。

图 6: 原料价格 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“增持”评级。考虑到公司属于区域龙头,产品享有市场溢价,且成本管控优势突出,在未来行业整体盈利情况或有所下滑的背景下,预计公司2019-2021年收入405/408/415亿元,同比增速11.8/0.7/1.7%,归母净利润39.1/44.5/49.1亿元,同比增速-39.9/13.8/10.4%;摊薄EPS为1.59/1.81/2.00元。公司分红稳健,估值存在修复空间,维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 191023	总市值 百万元	EPS			PE		ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级	
				18A	19E	20E	18A	19E				20E
002110	三钢闽光	7.88	19,858	3.98	1.59	1.81	1.98	4.96	4.35	35.50	-0.08	增持
600507	方大特钢	8.31	12,031	2.08	1.35	1.60	4.00	6.16	5.19	45.41	-0.18	增持
601003	柳钢股份	5.05	12,942	1.80	1.05	1.18	2.81	4.81	4.28	43.78	-0.12	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6325	6665	8761	13215	营业收入	36248	40537	40811	41496
应收款项	3628	3887	3913	3979	营业成本	25857	33540	33127	33216
存货净额	2502	3170	3118	3118	营业税金及附加	300	405	408	415
其他流动资产	3977	3527	3551	2075	销售费用	88	203	204	207
流动资产合计	16432	17249	19343	22387	管理费用	412	1239	1248	1268
固定资产	10352	12055	13026	13405	财务费用	60	(26)	(71)	(120)
无形资产及其他	584	561	538	514	投资收益	64	50	50	50
投资性房地产	590	590	590	590	资产减值及公允价值变动	(1)	(9)	(10)	(7)
长期股权投资	260	302	350	397	其他收入	(909)	0	0	0
资产总计	28218	30757	33847	37293	营业利润	8685	5216	5935	6552
短期借款及交易性金融负债	2183	1000	1000	1000	营业外净收支	11	5	5	5
应付款项	3620	4528	4454	4454	利润总额	8697	5221	5940	6557
其他流动负债	3460	3448	3395	3397	所得税费用	2179	1305	1485	1639
流动负债合计	9263	8976	8849	8851	少数股东损益	10	6	7	8
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6507	3910	4448	4910
其他长期负债	543	628	727	728					
长期负债合计	543	628	727	728	现金流量表 (百万元)				
负债合计	9806	9604	9576	9579	净利润	6507	3910	4448	4910
少数股东权益	82	87	92	97	资产减值准备	3	0	0	0
股东权益	18329	21066	24179	27617	折旧摊销	671	912	1042	1139
负债和股东权益总计	28218	30757	33847	37293	公允价值变动损失	1	9	10	7
					财务费用	60	(26)	(71)	(120)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2399)	505	(27)	1414
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	4	4	5	5
每股收益	3.98	1.59	1.81	2.00	经营活动现金流	4786	5339	5478	7475
每股红利	1.33	0.48	0.54	0.60	资本开支	(1178)	(2600)	(2000)	(1500)
每股净资产	11.22	8.59	9.86	11.26	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	40%	20%	23%	27%	投资活动现金流	(1231)	(2642)	(2048)	(1548)
ROE	35%	19%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	29%	17%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	26%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(2166)	(1173)	(1334)	(1473)
EBITDA Margin	28%	15%	17%	18%	其它融资现金流	2345	(1183)	0	0
收入增长	14%	12%	1%	2%	融资活动现金流	(1987)	(2356)	(1334)	(1473)
净利润增长率	20%	-40%	14%	10%	现金净变动	1568	340	2096	4454
资产负债率	35%	32%	29%	26%	货币资金的期初余额	4757	6325	6665	8761
息率	16.8%	9.1%	10.4%	11.4%	货币资金的期末余额	6325	6665	8761	13215
P/E	2.0	4.9	4.3	3.9	企业自由现金流	4282	2678	3383	5844
P/B	0.7	0.9	0.8	0.7	权益自由现金流	6627	1514	3436	5934
EV/EBITDA	2.2	4.8	4.2	3.8					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032