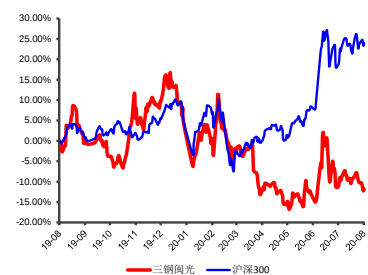


三钢闽光（002110）/钢铁
公司盈利随行业趋势性下滑
评级：持有（维持）
市场价格：6.9
分析师：葛慧
执业证书编号：S0740510120023
Email：duhui@r.qlzq.com.cn
分析师：邓轲
执业证书编号：S0740518040002
电话：021-20315223
基本状况

总股本(百万股)	2,452
流通股本(百万股)	2,204
市价(元)	6.9
市值(百万元)	16,919
流通市值(百万元)	15,208

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 全面整合集团钢铁产能
- 2 全年盈利下滑幅度优于行业
- 3 Q4 盈利环比改善
- 4 三季度盈利回落至 2017 年上半年水平
- 5 盈利回归合理水平，资产整合稳步推进
- 6 年报业绩分红亮眼，关注战略布局

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	36,248	45,511	42,901	44,115	46,021
增长率 yoy%	14.40%	25.55%	-5.74%	2.83%	4.32%
净利润	6,507	3,673	2,286	2,516	2,734
增长率 yoy%	20.04%	-43.55%	-37.77%	10.07%	8.67%
每股收益（元）	2.65	1.50	0.93	1.03	1.12
每股现金流量	2.86	0.85	-1.06	3.73	-0.88
净资产收益率	35.50%	19.61%	9.63%	9.87%	9.98%
P/E	2.60	4.61	7.40	6.72	6.19
PEG	-0.10	-0.49	-0.28	-0.25	-0.66
P/B	0.92	0.90	0.71	0.66	0.62

备注：

投资要点

- **业绩概要：**公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现营业收入 229 亿元，同比下降 4.6%；实现归属上市公司股东净利润 11.8 亿元，同比下降 54%；扣非后归母净利润 10.4 亿元，同比下降 51%。报告期内 EPS 为 0.48 元，单季度 EPS 分别为 0.21 元和 0.27 元。合并利润表范围包含了 2020 年 6 月收购的罗源闽光经营利润，并对 2019 年经营数据进行了追溯调整。同时公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，资金金额 1-2 亿元，回购价格不超过 10.5 元/股，本次回购股份将用于实施股权激励；
- **公司盈利随行业趋势性下滑：**上半年由于疫情对下游需求影响以及冶炼端生产状态相对旺盛，钢铁行业盈利延续下滑趋势，从近期披露的上市公司半年报业绩来看，多数钢企净利润下降幅度在 50% 左右，公司盈利整体趋势与行业基本一致。具体来看，报告期内公司产铁、钢、钢材分别为 573 万吨、496 万吨和 567 万吨，暂未披露追溯调整后的去年同期数据。从产品盈利性来看，钢铁主业毛利率为 12.2%，同比减少 5.5%，其中公司主要产品螺纹钢毛利率 13.7%，同比下滑 8.8%。在行业下行的大环境下，公司在降本增效方面做出了多番努力，面对持续攀升的铁矿石价格，实施差异化采购，上半年国内矿采购总量同比增长 49%，进口矿综合采购价格低于普氏均价 1.5 美元/吨；持续挖掘生产工序和非生产工序的降成本潜力，上半年公司实现吨钢全流程降成本 9 元，合计降本增效 5149 万元。财务数据方面，在建工程同比增长 87%，主要系报告期工程增加较多所致；财务费用为 9139 万元，去年同期为 -1398 万元，主要为报告期利息净支出及汇票贴现利息较上年同期增加所致；
- **集团钢铁产能整合终落地：**6 月份公司以自有资金 21.5 亿元收购了罗源闽光 100% 股权，罗源闽光成为公司全资子公司。罗源闽光主要生产建筑用钢，年产钢量为 190 万吨左右，产品结构与公司本部接近，具有较高的协同性，同时罗源闽光与之前公司收购的三安钢铁类似，皆位于沿海，地理位置优越，考虑到福建省内钢厂原材料高度依赖外采，便捷的运输条件有利于降低原材料以及产品销售成本。此次产能整合动作符合市场预期，有利于公司与三钢集团避免同业竞争，减少关联交易，增强公司现有建筑用钢主营业务，提高市场竞争力；
- **下一步关注所购产能指标落地：**公司通过竞拍取得的钢铁产能指标（铁：100 万吨、钢：100 万吨），前序与福建亿鑫钢铁签订协议利用各自所拥有的钢铁产能指标进行战略合作，但经协商已中止合作事项。此次整合罗源闽光后，将有利于公司产能置换方案的顺利实施，进一步推动公司产业转型升级和沿海战略实现。叠加新购产能指标，公司总粗钢产能将增至近 1300 万吨，届时在福建市场占有率将达到 70% 以上；
- **投资建议：**公司通过收购罗源闽光，产能空间进一步扩张，并提升物流成本优势，提升公司整体竞争力，下一步可关注所购产能指标落地，回购股份彰显公司对未来发展前景信心，健全激励机制调动员工积极性。后续行业需求层面仍面临较大不确定性，钢铁板块存在阶段性博弈机会。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.93 元、1.03 元和 1.12 元，对应 PE 分别为 7.4X、6.7X 和 6.2X，维持“持有”评级；
- **风险提示：**疫情反复风险，产能指标落地不确定性，宏观经济回落。

图表 1：吨钢盈利能力比较

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
钢产量 (万吨)	629	598	624	922	966	1037	511	573
钢铁业营业收入 (百万元)	16849	11487	13360	30946	35564	36403	18338	20489
钢铁业营业成本 (百万元)	16350	12125	11698	21785	25268	29772	14742	17984
销售费用 (百万元)	44	49	70	81	88	126	60	58
管理费用 (百万元)	176	187	209	303	412	417	189	287
研发费用 (百万元)				815	819	948	475	441
财务费用 (百万元)	247	211	145	102	60	29	-7	91
净利润 (百万元)	32	-929	927	5743	6517	3685	2177	1178
EPS	0.06	-1.74	0.98	3.32	3.98	1.50	0.89	0.48
吨钢售价 (元/吨)	2678	1920	2140	3357	3683	3510	3587	3573
吨钢成本 (元/吨)	2599	2027	1874	2363	2617	2871	2883	3136
吨钢毛利 (元/吨)	79	-107	266	994	1066	639	703	437
吨钢三项费用 (元/吨)	74	75	68	141	143	147	140	153
吨钢净利润 (元/吨)	5	-155	148	623	675	355	426	205

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：单季度财务数据比较

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入 (百万元)	9230	9423	8347	10573	12900	13692	10653	12249
营业成本 (百万元)	6454	6479	6667	8612	11644	11977	9516	10864
销售费用 (百万元)	20	27	26	34	31	35	27	31
管理费用 (百万元)	120	103	82	107	132	96	122	166
研发费用 (百万元)	5	808	234	241	167	306	242	199
财务费用 (百万元)	-1	12	0	-7	-7	43	31	61
资产减值损失 (百万元)	-4	1						
利润总额 (百万元)	2592	1813	1290	1587	911	1126	674	917
所得税费用 (百万元)	644	481	326	374	257	273	170	244
净利润 (百万元)	1947	1331	964	1213	655	853	505	673
EPS	1.19	0.81	0.39	0.49	0.27	0.35	0.21	0.27
毛利率	30.1%	31.2%	20.1%	18.5%	9.7%	12.5%	10.7%	11.3%
三项费用率	1.6%	10.1%	4.1%	3.6%	2.5%	3.5%	4.0%	3.7%
所得税率	24.9%	26.6%	25.2%	23.5%	28.2%	24.2%	25.2%	26.6%
净利润率	21.1%	14.1%	11.6%	11.5%	5.1%	6.2%	4.7%	5.5%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表3：财务数据预测

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	31,686	45,511	42,901	44,115	46,021
增长率	14.4%	14.4%	-5.7%	2.8%	4.3%
营业成本	-22,427	-38,901	-38,898	-39,880	-41,470
% 销售收入	70.8%	85.5%	90.7%	90.4%	90.1%
毛利	9,259	6,611	4,003	4,235	4,551
% 销售收入	29.2%	14.5%	9.3%	9.6%	9.9%
营业税金及附加	-262	-194	-343	-353	-368
% 销售收入	0.8%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-81	-126	-120	-124	-129
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-303	-417	-429	-441	-460
% 销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	8,613	5,873	3,111	3,317	3,593
% 销售收入	27.2%	12.9%	7.3%	7.5%	7.8%
财务费用	-102	-29	-150	-35	-30
% 销售收入	0.3%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-20	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	64	45	48	51	52
% 税前利润	0.8%	0.8%	1.6%	1.5%	1.4%
营业利润	7,640	5,889	3,010	3,335	3,617
营业利润率	24.1%	12.9%	7.0%	7.6%	7.9%
营业外收支	11	42	50	33	43
税前利润	7,651	5,931	3,060	3,368	3,660
利润率	24.1%	13.0%	7.1%	7.6%	8.0%
所得税	-1,897	-1,229	-764	-841	-914
所得税率	24.8%	20.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	5,743	3,685	2,293	2,524	2,743
少数股东损益	323	12	8	8	9
归属于母公司的净利润	5,420	3,673	2,286	2,516	2,734
净利率	17.1%	20.0%	5.3%	5.7%	5.9%
现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	6,517	3,685	2,293	2,524	2,743
加: 折旧和摊销	672	787	873	951	1,029
资产减值准备	1	-1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	101	68	150	35	30
投资收益	-64	-45	-48	-51	-52
少数股东损益	10	12	8	8	9
营运资金的变动	-5,739	-6,714	-5,877	5,688	-5,906
经营活动现金净流	7,017	2,092	-2,609	9,147	-2,156
固定资本投资	-527	-403	-110	-110	-100
投资活动现金净流	-3,455	448	-942	-947	-944
股利分配	-3,269	-3,269	-686	-755	-820
其他	1,246	-61	3,891	-1,730	-105
筹资活动现金净流	-2,023	-3,330	3,205	-2,485	-925
现金净流量	1,539	-789	-345	5,715	-4,025
资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,325	6,017	5,672	11,387	7,362
应收款项	3,628	175	3,650	154	3,774
存货	2,502	3,500	2,335	3,647	2,573
其他流动资产	3,977	6,639	6,525	7,013	6,936
流动资产	16,432	16,331	18,181	22,201	20,645
% 总资产	58.2%	54.9%	57.3%	62.0%	60.3%
长期投资	355	376	402	436	478
固定资产	9,715	10,333	9,732	9,126	8,512
% 总资产	34.4%	34.7%	30.7%	25.5%	24.9%
无形资产	584	1,438	2,100	2,691	3,209
非流动资产	11,786	13,438	13,551	13,597	13,564
% 总资产	41.8%	45.1%	42.7%	38.0%	39.7%
资产总计	28,218	29,769	31,732	35,798	34,209
短期借款	1,930	1,911	2,553	1,158	1,083
应付款项	4,829	7,562	3,681	7,673	4,236
其他流动负债	2,505	640	835	835	835
流动负债	9,263	10,113	7,069	9,666	6,154
长期贷款	0	300	300	0	0
其他长期负债	543	561	561	561	561
负债	9,806	10,974	7,930	10,227	6,715
普通股股东权益	18,329	18,728	23,727	25,488	27,402
少数股东权益	82	67	75	83	92
负债股东权益合计	28,218	29,769	31,732	35,798	34,209
比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	3.32	1.50	0.93	1.03	1.12
每股净资产 (元)	7.48	7.64	9.68	10.40	11.18
每股经营现金净流 (元)	2.86	0.85	-1.06	3.73	-0.88
每股股利 (元)	1.33	1.33	0.28	0.31	0.33
回报率					
净资产收益率	35.50%	19.61%	9.63%	9.87%	9.98%
总资产收益率	23.10%	12.38%	7.23%	7.05%	8.02%
投入资本收益率	61.08%	26.87%	17.10%	12.74%	19.32%
增长率					
营业总收入增长率	14.40%	14.40%	-5.74%	2.83%	4.32%
EBIT增长率	11.57%	-38.70%	-46.64%	6.65%	8.22%
净利润增长率	20.04%	-43.55%	-37.77%	10.07%	8.67%
总资产增长率	27.76%	5.50%	6.59%	12.81%	-4.44%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.3	0.9	1.0	0.5	0.4
存货周转天数	23.2	23.7	24.5	24.4	24.3
应付账款周转天数	18.0	20.4	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	96.2	79.3	84.2	76.9	69.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-20.82%	-18.26%	-35.73%	-24.15%	-25.10%
EBIT利息保障倍数	161.6	204.2	21.1	96.2	121.5
资产负债率	34.75%	36.86%	24.99%	28.57%	19.63%

来源: Wind, 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。