

公司研究/首次覆盖

2019年07月17日

黑色金属/钢铁 II

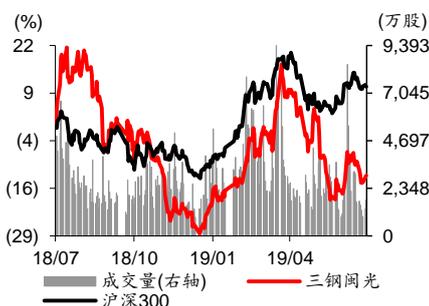
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 8.90  
合理价格区间(元): 9.78~10.56

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004  
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 成本优势突出，产能规模进取

## 三钢闽光(002110)

### 行业竞争力强，首次覆盖给予“增持”评级

公司优势集中于三点：一是公司非原料生产成本及费用低，行业竞争优势明显，盈利能力强、亏损概率低；二是公司区位优势，福建及周边区域基建需求大、为钢材净流入区域，钢价较北方高；三是公司不断扩张产能，生产基地向港口靠近，以降低物流成本。钢铁行业在 2019 年面临有效产能扩大、铁矿成本上行等不利因素，但公司借助于内外优势，仍有望保持相对较好的业绩，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.68、1.73、1.80 元，对应 PE 分别为 5.27、5.11、4.91，首次覆盖给予“增持”评级。

### 内部管控卓越，区位优势明显，坐享南北溢价

与产品接近的同业公司比较，公司在非原料生产成本及费用上有较明显的优势，部分指标仅次于方大特钢。在需求变差时，成本优势有助于公司保持较高的产能利用率及产销率，摊薄固定成本、降低亏损概率。此外，公司亦有较好的地理区位，福建及周边区域基建需求大，且钢铁企业少，为钢材净流入区域，钢价长期相对北方有溢价。

### 仍有约 300 万吨产能扩张空间，不断优化布局

公司 2018 年 6 月并表三安钢铁，现有粗钢产能 950 万吨，为省内第一大钢企。公司近年来一直保持扩张姿态，如购买三钢集团资产包、收购三安钢铁、竞拍山钢新疆公司产能指标及计划收购罗源闽光。山钢新疆公司粗钢产能指标 100 万吨，后期将用于与亿鑫钢铁组建合资企业，由公司控股。罗源闽光为三钢集团全资子公司，粗钢产能 200 万吨，公司的收购计划已获得福建国资委批复。三安钢铁、罗源闽光均为临海、临港布局，公司通过收购，巩固福建龙头钢企地位，并优化生产基地布局，降低物流等成本。

### 地产不悲观，基建有亮点，制造业投资或反弹

公司产品以建筑用钢为主，下游主要对应地产、基建及制造业投资。地产方面，地产投资已进入下行通道，后期承压趋势明显；但在房贷低利率、库存低位背景下，长期看建筑工程投资分项不悲观；基建方面，19H1 专项债发行较快，6 月专项债新规的发布解决部分项目资本金问题，叠加 18H2 低基数，基建增速或向上；制造业方面，根据领先指标工业土地成交数据的走势，制造业投资增速短暂反弹。

### 考虑成本优势及产能扩张，给予“增持”评级

凭借成本控制及优质区位，公司竞争力强，盈利能力突出，亏损概率低。且公司近年一直保持扩张态势，扩大产能，并优化区位布局。山钢新疆产能指标落地时间及罗源闽光并入时间未知，盈利预测中暂不考虑。以 2019 年 7 月 16 日收盘价计，行业可比公司 PB (2019E) 为 1.35，公司 PB (LF) 为 1.36，考虑后期钢铁行业仍将面临下行压力，公司 BPS (2019E) 取为 7.82 元，给予公司 PB (2019E) 为 1.25-1.35，目标价 9.78-10.56 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济形势及政策调整；原材料价格上行；下游需求低迷。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	2,452
流通 A 股 (百万股)	2,204
52 周内股价区间 (元)	8.24-21.09
总市值 (百万元)	21,819
总资产 (百万元)	28,182
每股净资产 (元)	7.87

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	31,686	36,248	36,937	37,778	38,247
+/-%	124.44	14.40	1.90	2.28	1.24
归属母公司净利润 (百万元)	5,420	6,507	4,114	4,249	4,422
+/-%	485.03	20.04	(36.78)	3.29	4.07
EPS (元, 最新摊薄)	2.21	2.65	1.68	1.73	1.80
PE (倍)	4.00	3.33	5.27	5.11	4.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

公司概况：区域龙头，积极扩张 .....	5
公司简介：福建省行业龙头，省内唯一含制焦工艺长流程钢企 .....	5
产能产品：产能超千万吨，建筑用钢材为主 .....	6
公司积极扩张，仍有 300 万吨产能空间 .....	6
合并口径或将达到 1370 万吨粗钢产能 .....	8
财务指标：资产负债率下行，资本开支扩张 .....	9
盈利能力：财务费用下降明显 .....	9
资产负债：带息负债逐年下降 .....	10
现金分红：历史分红率达 42% .....	11
行业政策：禁止新建、鼓励兼并 .....	12
兼并重组：行政推动及企业自发整合并行 .....	12
环保限产：环保装备水平提高，限产减少 .....	13
同业对比：公司区位优势明显 .....	15
财务对比：公司三费管控较强 .....	15
南北供需错配，福建溢价明显 .....	16
南北供需错配，南方受益价差 .....	16
福建基建不足，需求潜力较大 .....	18
毗邻大湾区，或受益区域需求 .....	19
沿海临港，省内销售占比近 80% .....	20
需求：地产不悲观、基建有亮点 .....	21
房贷利率下行，地产建筑工程投资不悲观 .....	21
专项债新规发布，利好基建投资 .....	22
制造业投资增速后期或可短暂反弹 .....	23
估值：首次覆盖给予“增持”评级 .....	24
盈利预测：公司亏损概率低 .....	24
产销假设：成本低有助于满负荷生产 .....	24
价格假设：公司所在地区钢价有溢价 .....	24
成本假设：矿价步入中长期上行阶段 .....	25
费用假设：或受益于“物联云商”项目 .....	25
公司估值：给予公司 1.25-1.35 倍 PB 估值 .....	26
PE/PB - Bands .....	26
风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构图 .....	5
图表 2: 公司关键事件时间节点 .....	5
图表 3: 30 亿募集资金承诺项目 2018 年实施情况 (对应前述②) .....	6
图表 4: 物联云商项目内容及建设进度 .....	6
图表 5: “物联云商”项目建设与公司战略布局 .....	6
图表 6: 2015-2017 年三安钢铁主要经营指标 .....	7
图表 7: 三安钢铁与公司主要指标对比 (2017 年) .....	7
图表 8: 公司收购产能情况 .....	7
图表 9: 2018 年公司冶炼设备情况 .....	8
图表 10: 2014-2019E 公司拥有产能情况 .....	8
图表 11: 2014-2019E 公司产销情况 .....	8
图表 12: 2014-2018 年公司产品营业收入占比 .....	9
图表 13: 2014-2018 年公司产品毛利占比 .....	9
图表 14: 2014-2018 年各产品毛利率 .....	9
图表 15: 2014-2018 年公司各地区营收占比 .....	9
图表 16: 2016-2019Q1 公司主要业绩指标表现 .....	9
图表 17: 公司主要增效挖潜措施及成果 .....	10
图表 18: 2014 年-2019Q1 销售、管理、财务、研发费用及增速 .....	10
图表 19: 2014 年-2019Q1 销售、管理、财务、研发费用占营收比例 .....	10
图表 20: 2008-2019Q1 公司债务结构及负债增速 .....	10
图表 21: 2008-2019Q1 公司资产负债率与行业资产负债率 .....	10
图表 23: 2008-2019Q1 公司利息支出/带息债务 .....	11
图表 24: 2008-2018 年公司折旧与摊销及资本支出关系 .....	11
图表 25: 公司上市以来盈利及分红情况 .....	11
图表 26: 钢铁行业国家层面兼并重组文件一览 .....	12
图表 27: 2000-2018 年钢铁行业集中度 .....	12
图表 28: 2016-2018 年上市钢企环保项目投资额 .....	13
图表 29: 近年来钢企环保搬迁相关信息汇总 .....	14
图表 30: 公司主要经营数据对比 .....	15
图表 31: 钢厂人均产量比较 .....	16
图表 32: 吨钢生产成本细分项比较 .....	16
图表 33: 1952-2018 年六大区域 GDP 占比 .....	17
图表 34: 1998-2017 年六大区域粗钢产量占比 .....	17
图表 35: 广州螺纹钢月度均价 (HRB400 20mm) 与沈阳、天津价差 .....	17
图表 36: 广州热轧板卷月度均价 (Q235B 4.75mm) 与沈阳、天津价差 .....	17
图表 37: 福建粗钢产量及粗钢产量、GDP、固定资产投资全国占比 .....	17
图表 38: 福州螺纹钢月度均价及与天津、上海价差 .....	17
图表 39: 2018 年福建及周边省份 GDP、粗钢产量全国占比 .....	18
图表 40: 全国、福建、广东、浙江及江苏 GDP 同比增速 .....	18

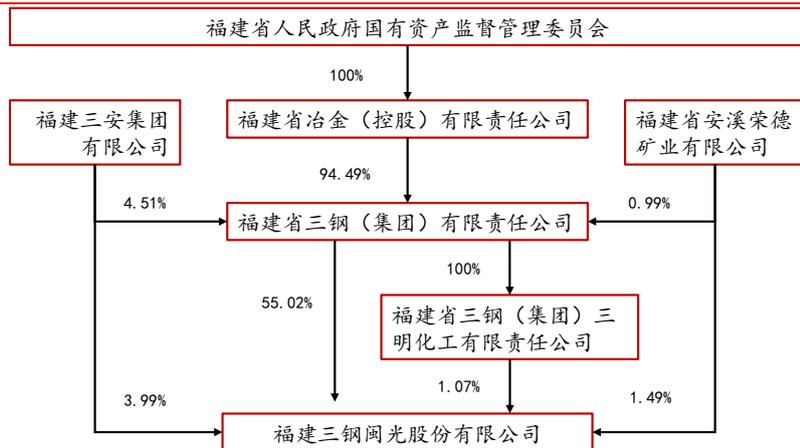
图表 41: 全国、福建、广东、浙江及江苏固定资产投资同比增速 .....	18
图表 42: 全国、福建、广东、浙江及江苏工业增加值同比 .....	19
图表 43: 全国、福建、广东、浙江及江苏单位面积公路里程同比增速 .....	19
图表 44: 粤港澳大湾区主要政策梳理 .....	19
图表 45: 公司相关生产基地布局 .....	20
图表 46: 2016 年至今房地产投资及各分项当月同比 .....	21
图表 47: 商品房销售面积及房屋新开工面积当月同比 .....	21
图表 48: 房屋新开工、竣工面积当月同比 .....	21
图表 49: 住宅销售面积增速与房贷平均利率 .....	22
图表 50: 商品住宅库存及库存周期 .....	22
图表 51: 基建投资（不含电力）当月同比 .....	22
图表 52: 制造业投资、工业用地成交土地规划面积当月同比 .....	23
图表 53: 2012-2017 年制造业投资分项占比 .....	23
图表 54: 制造业投资（12 月平均）与工业土地成交建筑面积当月同比（12 月平均，平 移 13 个月） .....	23
图表 55: 2017-2021 年产销情况假设 .....	24
图表 56: 2017-2021 年产品平均价格假设 .....	24
图表 57: 2017-2021 年主要原材料成本假设 .....	25
图表 58: 2017-2021 年销售费用假设 .....	25
图表 59: 2017-2021 年管理费用假设 .....	25
图表 60: 2017-2021 年财务费用假设 .....	26
图表 61: 可比公司估值 .....	26
图表 62: 三钢闽光历史 PE-Bands .....	26
图表 63: 三钢闽光历史 PB-Bands .....	26

## 公司概况：区域龙头，积极扩张

### 公司简介：福建省行业龙头，省内唯一含制焦工艺长流程钢企

福建省行业龙头，唯一长流程钢企。福建三钢闽光股份有限公司（以下简称“公司”），成立于2001年12月26日，由福建省三钢（集团）有限责任公司（以下简称“三钢集团”）联合其余九家单位共同发起。2007年1月26日，公司于深交所挂牌上市。截至2019年7月16日，公司股本合计24.52亿股，其中流通股22.04亿股，限售股2.48亿股，公司控股股东为三钢集团，合计持股比例为56.09%，实际控制人为福建省国资委。以2019年7月16日收盘价计，公司总市值218亿元。

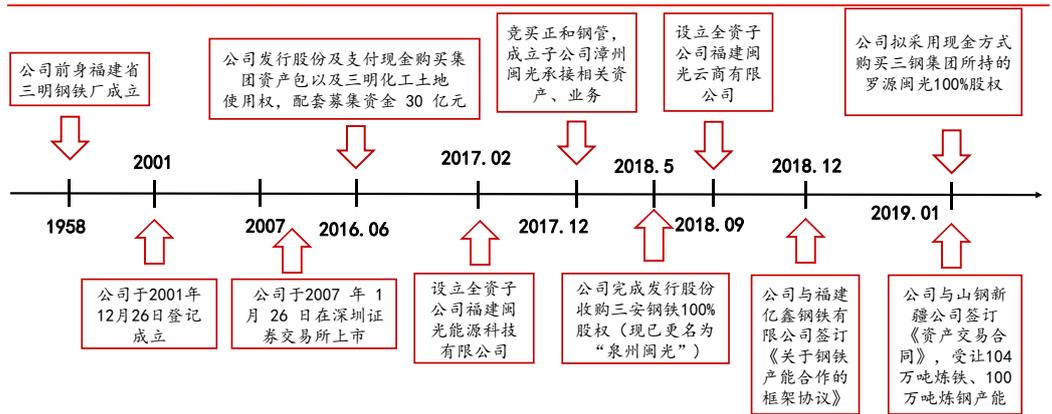
图表1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

公司是福建省内唯一拥有焦化、烧结、高炉、转炉、连铸、轧钢的长流程钢企，生产的“闽光”牌建筑用材是福建建筑材第一品牌，根据2018年年报，省内市占率达70%左右，且多年来公司钢材售价均高于周边市场其他品牌50-100元，具有明显的品牌溢价。

图表2：公司关键事件时间节点



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

借力物联云商，转型制造服务企业。2016年，公司进行重大资产重组：①发行股份3.83亿股并支付8亿元现金购买三钢集团资产包、三明化工土地使用权；②定增募集30亿元资金，用于物联云商项目建设、部分交易价款的现金支付、偿还银行借款及补充流动资金等，到2018年底，定增募集资金已使用24.2亿元。

物联云商项目旨在整合公司三明本部、泉州闽光、罗源闽光的原材料供应及钢材销售渠道，实现公司由生产型企业向生产服务型企业转型。项目计划建设用资金6亿元，截止2018年末，项目投资进度为19.46%。

**图表3：30亿募集资金承诺项目2018年实施情况（对应前述②）**

承诺投资项目和超募资金投向	是否已变更项目 (含部分变更)	募集资金承诺投 资总额	调整后投资 总额	2018年 投入金额	截至期末累计 投入金额	截至期末投资 进度	项目达到预定可 使用状态日期	2018年实 现的效益
三钢闽光物联云商项目	否	6.00	6.00	0.94	1.17	19.46%	2019.12.31	
部分交易价款的现金支付	否	8.00	8.00	2.00	8.00	100.00%		
一高线升级改造工程	是	2.10	0.30	0.01	0.21	69.94%	2017.4.30	
80MW 煤气高效发电工程	是		1.80	0.22	1.29	71.60%	2017.11.22	0.54
65MW 高炉煤气高效发电工程	否	1.50	1.50	0.10	1.51	100.89%	2016.1.1	0.79
偿还银行借款	否	9.00	9.00		9.00	100.00%	2016.12.31	
补充流动资金	否	3.00	3.00		3.00	100.00%	2016.12.31	
承诺投资项目小计	--	29.60	29.60	3.27	24.20	--	--	1.33

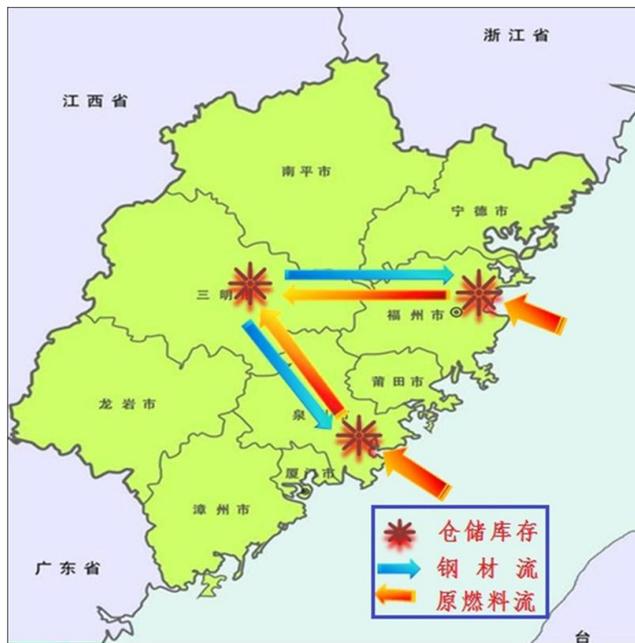
资料来源：公司公告，华泰证券研究所；单位：亿元；注：表格中展示信息对应公司2016年第二次发行股份募集的资金（对应股份上市日：2016.9.30）；2017年7月，公司将“一高线升级改造工程”使用募集资金投资额由原计划的20980万元调减至使用募集资金3000万元，调减剩余的17980万元用于投资“80MW 煤气高效发电工程”

**图表4：物联云商项目内容及建设进度**

项目	内容	目的	进度
智能仓储系统建设工程	福州仓储中心	罗源闽光进驻，辐射闽东区域、浙江市场	竣工投用
	泉州仓储中心	泉州闽光进驻，服务闽南地区、拓展广东市场	
	三明仓储中心	公司本部进驻，立足闽西北地区、向江西扩散	
钢铁加工配送系统建设工程	物流配送平台	拓展钢材加工配套业务，最快供最终用户直接使用	已正式上线
电商平台建设工程	闽光云商电子交易平台	挖掘电商平台功能，提升公司话语权和市场地位	
信用销售平台	全资子公司	针对省内重点项目采用信用销售方式	
集中采购平台	全资子公司	对原材料供应链进行整合	

资料来源：《三钢闽光：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》（2016.4.6），2018年年报，华泰证券研究所

**图表5：“物联云商”项目建设与公司战略布局**



资料来源：《三钢闽光：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》（2016.4.6），华泰证券研究所

**产能产品：产能超千万吨，建筑用钢材为主**

**公司积极扩张，仍有300万吨产能空间**

**2017年获得60万吨带钢产能。**公司于2017年11月21日以1.7亿元（评估价的70%）拍下正和钢管，正和钢管为福建省最大的带钢及其制品企业之一，可填补公司在带钢领域的空白。此后，公司设立全资子公司福建漳州闽光钢铁有限责任公司（以下简称“漳州闽

光”），以承接正和钢管相关资产。漳州闽光已于2018年12月8日点火调试，无炼铁、炼钢产能，轧钢产能为60万吨，目前阶段产量较低暂无利润。根据投资者关系活动记录表（2019.4.11），公司预计2019年四季度达产，2019年全年计划产量45万吨。

**2018年获得290万吨粗钢产能。**福建三安钢铁有限公司（以下简称“三安钢铁”）为三钢集团控股子公司，粗钢产能为290万吨，具备全流程生产能力，与公司存在同业竞争，前期由公司托管。2018年6月，公司向三钢集团、三安集团、荣德矿业和信达安按10.59元/股价格发行2.61亿股购买三安钢铁100%股权，相应股权评估值为27.61亿元，按粗钢产能口径计，吨钢产能购买价为952元/吨。三安钢铁于当月并表，并更名为福建泉州闽光钢铁有限责任公司（以下简称“泉州闽光”）。

**图表6：2015-2017年三安钢铁主要经营指标**

项目	2015年		2016年		2017年	
	线材	棒材	线材	棒材	线材	棒材
产能（万吨）	70	185	70	185	70	185
产量（万吨）	57	201	59	215	65	216
营业收入（亿元）		49.10		55.50		94.91
营业利润（亿元）		-1.21		3.58		23.44
归属于母公司净利润（亿元）		-0.90		2.72		17.54

资料来源：《三钢闽光：发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）》（2018.5.19），华泰证券研究所

以2017年数据进行对比，三安钢铁吨钢价格和盈利能力与公司基本一致，资产负债率偏高。整体上看，三安钢铁是盈利能力强、资产负债情况良好的钢铁资产，并入后增强了公司的盈利和市场竞争力。

**图表7：三安钢铁与公司主要指标对比（2017年）**

	三安钢铁	三钢闽光
钢材销量（万吨）	281	634
吨钢价格（元）	3373	3429
吨钢毛利（元）	935	924
吨三费（元）	66	54
吨钢利润（利润总额口径，元）	833	836
ROE	79.78%	43.69%
资产负债率	53.70%	30.09%

资料来源：公司公告，《三钢闽光：发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）》（2018.5.19），华泰证券研究所；三安钢铁销量数据缺失，采用产量代替

**公司未来或仍有近300万吨产能扩张空间。**2018年12月13日，公司发布《关于签订框架协议的公告》，称拟与福建亿鑫钢铁有限公司（以下简称“亿鑫钢铁”）设立合资钢企，亿鑫钢铁计划以置换后的产能指标（铁96万吨，钢120万吨），占合资公司49%股比，公司计划以竞拍获得的山钢产能指标（铁104万吨、钢100万吨）加其他渠道的产能指标，占合资公司51%股比。

**图表8：公司收购产能情况**

时间	交易标的	交易对方	购买价格（亿元）	购买产能（万吨）	产能价格（粗钢口径，元/吨）	是否需要重建设备	交易状态	协议时间之市值（元/吨）
2017.11.21	正和钢管	司法拍卖	1.7	-	-	否	已完成	-
2018.07.02	三安钢铁	三钢集团、三安集团、荣德矿业、信达安	27.61	生铁260万吨 粗钢290万吨 钢材255万吨	952	否	已完成	3109
2019.01.16	罗源闽光	三钢集团	不低于省国资委评估备案结果	生铁160万吨 粗钢200万吨 钢材200万吨	-	否	磋商中	-
2019.01.30	104万吨生铁、100万吨粗钢产能指标	山钢新疆公司	9.87	生铁104万吨 粗钢100万吨	987	是	已完成	2474

资料来源：公司公告，公司债券跟踪评级报告，华泰证券研究所；正和钢管被收购时产能情况未知，公司披露预计2019Q4达产

福建罗源闽光钢铁有限责任公司（以下简称“罗源闽光”）为三钢集团全资子公司，与公司存在同业竞争，于2015年起由公司托管。2019年1月16日，公司发布《关于意向收购福建罗源闽光钢铁有限责任公司100%股权暨关联交易的公告》，称拟采用现金方式向三钢集团收购其持有的100%股权，目前已获得福建省国资委批复同意，转让价格不得低于省国资委评估备案结果，具体转让价格暂未得知。罗源闽光为全流程钢企，粗钢产能200万吨，以建筑用钢为主，盈利能力向好，若并入公司预计将增厚公司业绩。

### 合并口径或将达到1370万吨粗钢产能

公司现拥有950万吨粗钢产能。公司通过并入三安钢铁、购买山钢新疆公司产能指标等方式扩张产能规模，2018年拥有粗钢产能950万吨（三明本部660万吨，泉州闽光290万吨），另有100万吨产能指标。考虑收购罗源闽光、与亿鑫钢铁进行产能合作，未来粗钢产能合并口径或达1370万吨、权益口径或达1250万吨。

图表9：2018年公司冶炼设备情况

高炉			转炉		
规格	数量	备注	规格	数量	备注
1800m <sup>3</sup>	1		120t	3	
1050m <sup>3</sup>	2		100t	2	
1000m <sup>3</sup>	1	原三安钢铁	50t	3	原三安钢铁
550m <sup>3</sup>	2	原三安钢铁			
420m <sup>3</sup>	3				
共计	9		共计	8	

资料来源：公司公告，公司债券跟踪评级报告，华泰证券研究所；单位：座；原三安钢铁设备单独备注

图表10：2014-2019E公司拥有产能情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
生铁	562	562	562	562	820	820
粗钢	620	620	620	620	950	950
钢材	610	610	610	610	925	925
建筑用钢材	310	310	310	310	495	495
金属制品用线材	150	150	150	150	220	220
中板	150	150	150	150	150	150
带钢	-	-	-	-	60	60

资料来源：公司公告，债券跟踪评级报告，华泰证券研究所；单位：万吨；三安钢铁于2018年6月并表，但对2018年前6月业绩追溯，故2018年三安钢铁产能全部计入公司产能；罗源闽光、与亿鑫钢铁的产能合作暂未有明确时间点，故表中不计入

2018年，公司铁、钢、钢材产量分别为828、966、959万吨，分别同比增长44%、48%、52%，主要因泉州闽光并入。

图表11：2014-2019E公司产销情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
生铁：产量	565	543	569	575	828	867
粗钢：产量	629	598	624	652	966	1001
钢材：产量	604	589	618	631	959	1017
建筑用钢材	310	363	343	344		
金属制品用钢材	164	109	142	145		
中板	129	117	134	142		
钢材：销量	600	588	616	634	965	
建筑用钢材	348	344	364	375	648	
金属制品用钢材	146	142	82	96	149	
中板	145	132	117	129	168	
钢材：产销率	99.3%	99.8%	99.7%	100.5%	100.5%	

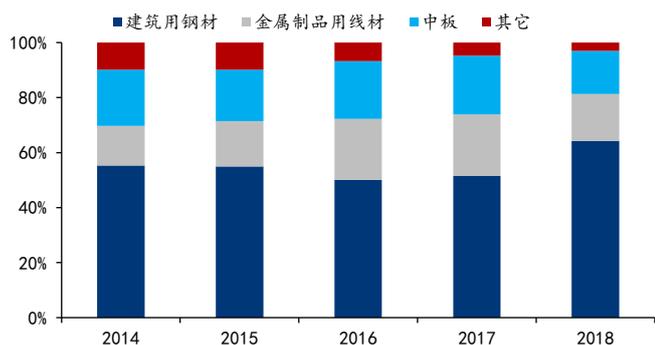
资料来源：公司公告，公司债券跟踪评级报告，华泰证券研究所；单位：万吨

## 财务指标：资产负债率下行，资本开支扩张

### 盈利能力：财务费用下降明显

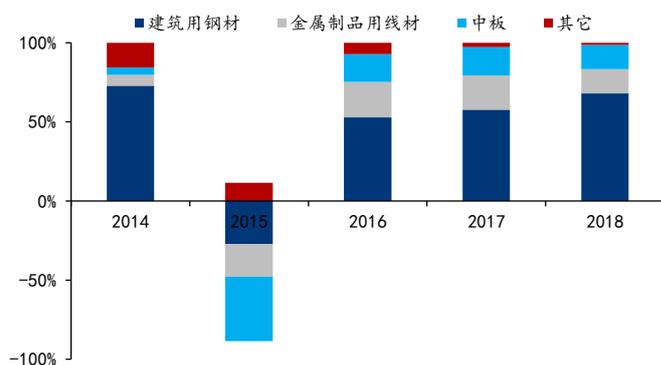
建筑钢材是公司营收及毛利的主要来源。公司主业是钢铁生产、销售，据公司2018年年报，建筑用材占公司营业总收入、毛利的64%、68%。公司产品主要在福建省内销售，且2016-2018年占比逐年提升，2018年占比近80%，有利于减少销售费用。

图表12：2014-2018年公司产品营业收入占比



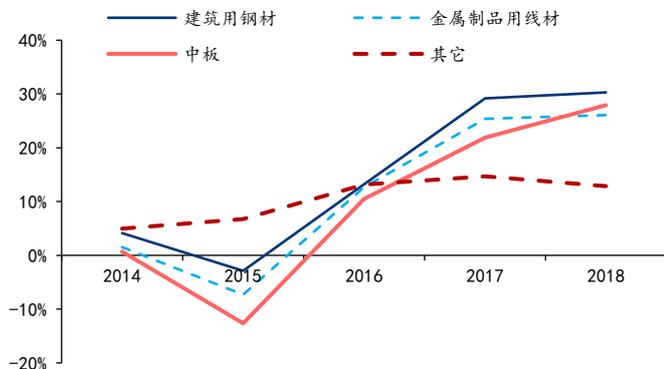
资料来源：公司年报，华泰证券研究所；建筑用钢材含螺纹钢、建筑盘螺/盘圆、光圆钢筋；金属制品用钢材含制品盘圆、光面圆钢；剩余除中板外分项均归属其它

图表13：2014-2018年公司产品毛利占比



资料来源：公司年报，华泰证券研究所；建筑用钢材含螺纹钢、建筑盘螺/盘圆、光圆钢筋；金属制品用钢材包括制品盘圆、光面圆钢；剩余除中板外分项均归属其它

图表14：2014-2018年各产品毛利率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表15：2014-2018年公司各地区营收占比



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2018年，受益于钢铁行业供给侧改革、环保限产及需求增长，公司业绩创新高，营业收入362.48亿元，同比增长14.40%，归属于母公司股东净利润65.07亿元，同比增长20.04%，加权ROE为44.72%，同比下降5.95pct。2019Q1受矿价上行、环保限产放松影响，公司业绩下行，当期营业收入83.47亿元，同比下降0.45%，归属于母公司股东的净利润9.62亿元，同比下降33.02%，加权ROE为5.11%，同比下降7.63pct。

图表16：2016-2019Q1公司主要业绩指标表现

	2016	2017	2018	2019Q1
营业收入(亿元)	141.18	224.61	362.48	83.47
yoy	12.57%	59.09%	14.40%	-0.45%
归属于母公司股东的净利润(亿元)	9.27	39.90	65.07	9.62
yoy	-	330.61%	20.04%	-33.02%
加权ROE	21.68%	43.69%	44.72%	5.11%
yoy	65.36pct	22.01pct	-5.95pct	-7.63pct

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；2015年归属于母公司股东的净利润为负，故2016年无同比增速

**2018年，公司合计降本增效2.16亿元。**根据公司公告，公司自1996年起实施对标，挖潜增效，以效益最大化为原则推进产量最大化。2018年，公司在炼铁燃料比、炼钢铁水耗及轧钢综合作业率等各项指标上均有改善，三明本部、泉州闽光分别实现同口径降本17.29、33.84元/吨，合计降本增效达2.16亿元。

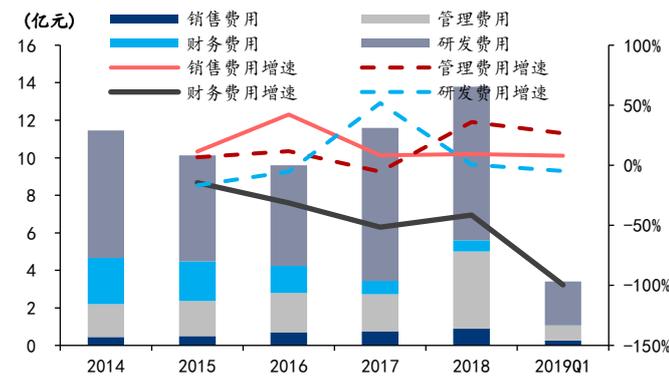
**图表17： 公司主要增效挖潜措施及成果**

措施	成果
<b>采购方面</b> 铁矿：产量最大化前提下，选择合适的配矿 焦炭、焦煤：与大型矿务局建立长期战略合作伙伴关系	铁精矿采购成本全年低于行业平均2美元
<b>生产方面</b> 全工序、全流程综合控制成本，每个生产岗位量化降本考核指标	铁前成本全国中下水平，炼钢环节中等偏优，轧钢工序全行业偏低
<b>费用方面</b> 提高区域议价能力，降低资产负债率，精简管理结构	银行贷款利率从基准利率上浮，转到现在下浮5-10%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

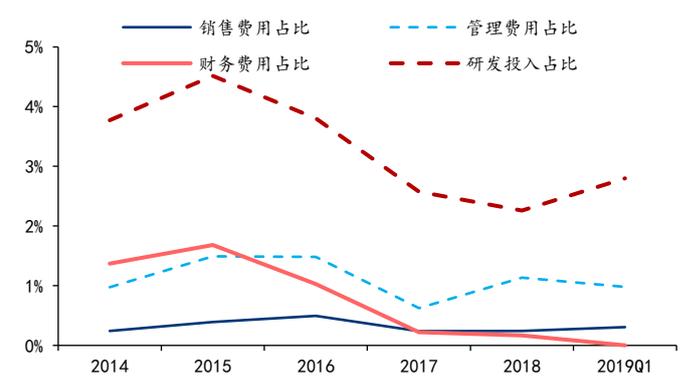
**融资成本、负债下降，利息支出逐年减少。**2018年、2019Q1，公司财务费用分别同比下降41.43%、99.57%，主要因公司的利息支出减少、利息收入增多。2016年，公司定增募集资金，其中9亿元用于偿还贷款，改善负债结构，贷款利率从基准利率上浮转为基准利率下浮5%-10%，此后公司盈利向好，现金增加且带息负债下降。公司销售费用占比相对稳定，但管理费用在2018年同比上行36%，主要因人工成本及中介机构费用的支出。

**图表18： 2014年-2019Q1销售、管理、财务、研发费用及增速**



资料来源：Wind，华泰证券研究所；

**图表19： 2014年-2019Q1销售、管理、财务、研发费用占营收比例**



资料来源：Wind，华泰证券研究所；

**资产负债：带息负债逐年下降**

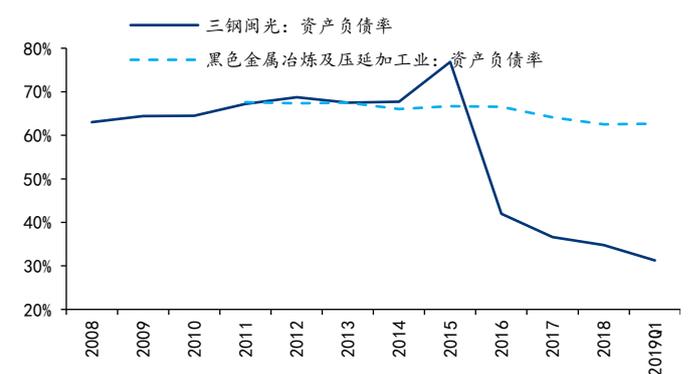
**公司资产负债率逐年改善。**2016年，公司使用9亿元定增资金偿还银行贷款，3亿元定增资金补充流动资金，年底带息负债同比下降27.17%、资产负债率同比下行34.88pct。2019Q1公司资产负债率31.26%，在业内属较低水平。

**图表20： 2008-2019Q1公司债务结构及负债增速**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表21： 2008-2019Q1公司资产负债率与行业资产负债率**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司经营策略倾向扩张。公司分别于2013、2016、2018年调整固定资产折旧年限，其中于2018年7月1日起，将房屋与建筑物的折旧年限下限从20年调整为10年，机器设备的折旧年限下限从13年调整为10年。

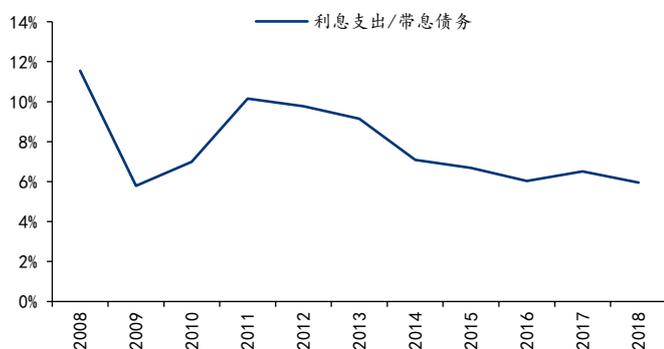
图表22： 公司固定资产折旧年限调整（单位：年）

	2018/7/1	2016/1/1	2013/1/1
房屋及建筑物	10-40	20-40	20-35
机器设备	10-20	13-20	13-18
运输工具	7-9	7-9	7-9
电子及其他设备	5-7	5-7	5-7

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

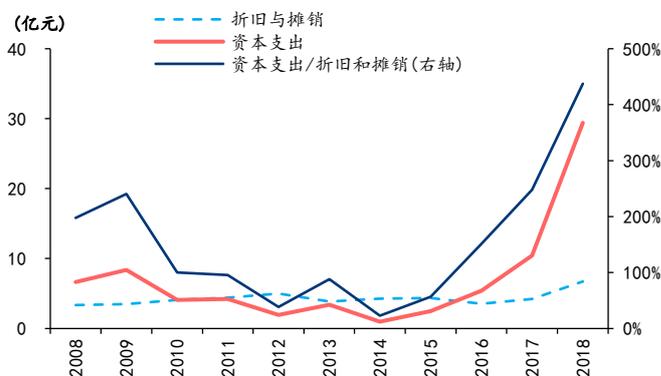
公司资本支出与折旧及摊销的比例关系自2014年起呈逐年上行趋势，表明公司趋向扩张。

图表23： 2008-2019Q1 公司利息支出/带息债务



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表24： 2008-2018 年公司折旧与摊销及资本支出关系

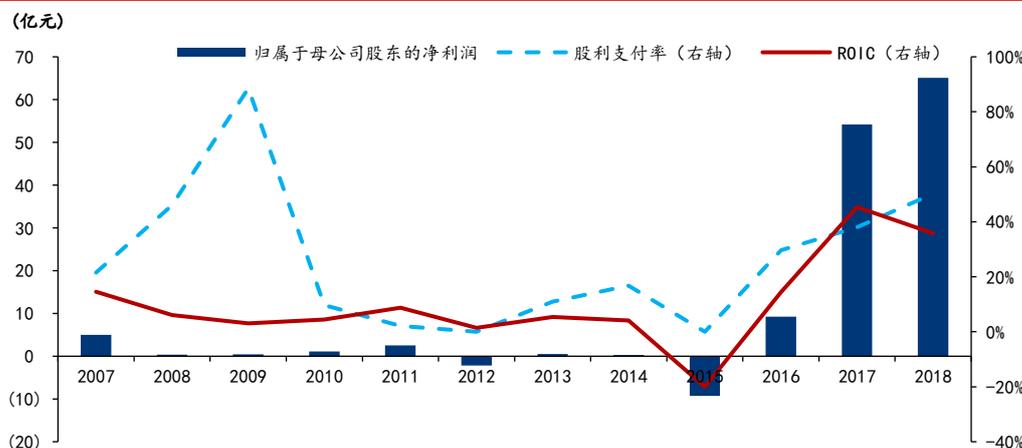


资料来源：Wind、华泰证券研究所

**现金分红：历史分红率达42%**

2018年，公司股利支付率为50.24%。2017年11月11日，公司发布《未来三年(2018-2020年度)股东分红回报规划》，明确2018-2020年公司的股利支付率不低于10%。公司自2007年上市以来共分红11次，累计现金分红58亿元，历史分红率42%。2015年以来，公司业绩改善明显，股利支付率逐年提高，2018达到50.24%。但由于公司未来仍有扩张计划，如拟以现金方式收购罗源闽光，预计未来分红比例上行空间有限。

图表25： 公司上市以来盈利及分红情况



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

## 行业政策：禁止新建、鼓励兼并

### 兼并重组：行政推动及企业自发整合并行

后期或推出兼并重组重磅文件。2016年国发46号文《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》提到钢铁行业的兼并重组从2016-2025年分三步走，第一步是2016-2018年出清产能，并对下一步兼并重组做出示范，如2017年的宝武重组；第二步是2018年-2020年，完善兼并重组的政策；第三步是2020年-2025年，大规模推进钢铁产业兼并重组。2018年至今，未见重磅级兼并重组政策出台，我们认为政府部门或在2019-2020年进一步完善兼并重组的政策。

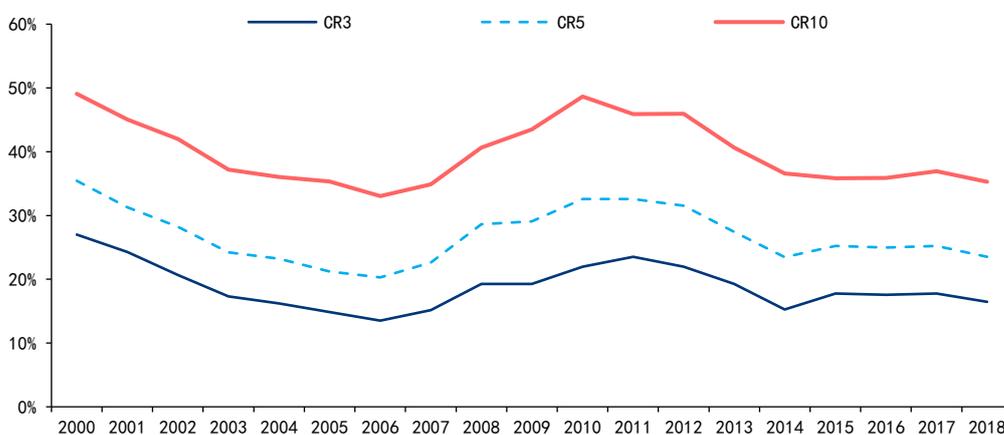
图表26：钢铁行业国家层面兼并重组文件一览

日期	部门	文件名	主要内容
2016/02	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	行业兼并重组取得实质性进展，产业结构得到优化，资源利用效率明显提高，产能利用率趋于合理
2016/11	工信部	《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》	按市场化运作、企业主体、政府引导的原则，结合化解过剩产能和深化区域布局调整，进一步深化混合所有制改革，深化国企改革力度，推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，形成若干家世界级一流超大型钢企集团；在不锈钢、特殊钢、无缝钢管等领域形成若干家世界级专业化骨干企业，避免高端产品同质化恶性竞争。支持产钢大省优势企业以资产为纽带，推进区域内钢企兼并重组，形成若干家特大型钢铁企业集团，改变“小散乱”局面，提高区域产业集中度和市场影响力
2016/09	国务院	《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》(46号文)	到2025年，中国钢铁产业60%-70%的产量将集中在10家左右的大集团内，其中包括8000万吨级钢铁集团3-4家、4000万吨级钢铁集团6-8家和一些专业化钢铁集团，如无缝钢管、不锈钢等专业化钢铁集团。围绕这一总目标，钢铁产业兼并重组从现在至2025年将分三步走：第一步是到2018年，将以去产能为主，该出清的出清，同时，对下一步的兼并重组做出示范；第二步是2018年-2020年，完善兼并重组的政策；第三步是2020年-2025年，大规模推进钢铁产业兼并重组
2018/04	国家发改委	《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》	进一步完善有利于企业实施兼并重组的政策环境，按企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合化解钢铁过剩产能和优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，处理好兼并重组过程中的资产、债务等问题，依法妥善安置兼并重组后的富余职工

资料来源：国家部委网站，华泰证券研究所

行政推动及企业自发重组并行。2018年钢铁行业CR10仅35%，钢铁生产分散且钢企数量众多，兼并重组在短期难以对行业竞争格局及行业供给曲线带来重大影响，将主要集中在钢企经营层面，即由经营较好的钢企从管理、财务等各个层面对经营较差的钢企进行改造，具体案例可参考宝武重组及四源合基金对重庆钢铁的重整；马钢集团51%股权将无偿划转给中国宝武等。

图表27：2000-2018年钢铁行业集中度



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 环保限产：环保装备水平提高，限产减少

**钢企环保装备水平提高。**2018年6月，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，推动实施钢铁等行业超低排放改造，要求京津冀及周边地区、长三角地区和汾渭平原、全国分别于2018年底、2019年底、2020年底完成。2018年7月，唐山市出台《钢铁、焦化超低排放和燃煤电厂深度减排实施方案》，要求2018年10月底前，全市所有钢企（含独立球团、高炉铸造企业）全部达到超低排放水平。在政策推动下，钢企增加对环保设备投资，环保设备的安装及运行有效减少污染排放。

**图表28：2016-2018年上市钢企环保项目投资额**

公司名称	2016年投资额（万元）	2017年投资额（万元）	2018年投资额（万元）
安阳钢铁	3206	49311	36804
鞍钢股份	7800	100	11300
八一钢铁	124	13546	7431
包钢股份	5174	320	3196
宝钢股份	-	-	264
本钢板材	10540	18027	3987
大冶特钢	444	1510	
方大特钢	5212		13678
杭钢股份	3943	10155	2142
河钢股份	69427	58523	149124
华菱钢铁	146	2202	9662
酒钢宏兴	2219		9537
凌钢股份	1100	9867	
柳钢股份	14026	2981	1068
马钢股份	99419	34743	56454
南钢股份	5823	3249	11233
三钢闽光	977	15370	15571
沙钢股份	7839	6176	5854
山东钢铁	5015	17695	1444
韶钢松山	511	2867	5186
太钢不锈	4517	18319	22569
新钢股份	374	801	5004
新兴铸管	8114	2159	
重庆钢铁	852	3746	187
汇总	256804	271667	371695

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

此外，钢企搬迁案例增加，钢企通过搬迁至空气流通更好的区域有效减少了对空气的污染。

图表29：近年来钢企环保搬迁相关信息汇总

公司	建设年限	投资额 (亿元)	环保搬迁方案
河钢集团宣钢公司	-	423.73	淘汰河钢股份、宣钢集团等四家钢企炼铁 915 万吨、炼钢产能 934 万吨，新建炼铁产能 732 万吨、炼钢产能 747 万吨
冀南钢铁集团有限公司	2017/09-2019/12	134.00	2014 年，金鼎重工与文丰钢铁重组成冀南钢铁集团，《冀南钢铁集团退城进园升级改造项目》实施后，文丰钢铁将退城，冀南钢铁将压减产能 150 万吨，最终形成 500 万吨级钢铁集团
河北纵横钢铁集团丰南钢铁有限公司	2017/08-2021/07	381.00	在区域内替代唐山国丰钢铁有限公司等 5 家钢铁公司的 990 万吨炼铁产能和 965 万吨炼钢产能。新增炼铁产能 790 万吨、炼钢产能 770 万吨
河钢集团邯钢公司	2018/05-2020/12		邯钢老区 3 座炭化室高度 4.3 米焦炉 84 万吨、1 座炭化室高度 4.3 米焦炉 30 万吨、2 座炭化室高度 6 米焦炉 90 万吨，已减量置换用于邯钢老区焦化搬迁，置换后焦炭产能 163 万吨
方大特钢	2018/09-2019/05	3.88	对长力零部件进行整体搬迁至江西省南昌市高新技术产业开发区内，建成后可年产汽车板簧 7.5 万吨、汽车横向稳定杆 50 万件
三钢闽光	2018/01-2018/06	1.20	烧结北区料场搬迁改造工程
柳钢集团	2017/12-	360.00	在临港地区新建生铁产能 1068 万吨、粗钢产能 1470 万吨，将公司现有钢铁产能（炼铁产能为 1075 万吨，粗钢产能为 1480 万吨）分阶段进行异地置换
马钢（合肥）钢铁公司	2011/03-2016/07	77.60	主要建设包括四钢轧总厂 300 吨运转炉，1580mm 热轧工程等
济南庚辰铸造材料	2017/12-2018/12	10.00	济南市老工业区搬迁企业，改造技术升级项目，项目投产后，年产优质球墨铸铁 100 万吨
山东球墨铸铁管公司	2016/03-2018/12	60.00	项目一期投资 20 亿，50 万吨铸管产能/年；二期项目投资 40 亿元，100 万吨铸管产能/年
重钢集团	2015/07-2016/06	4.54	钢管环保搬迁项目，重庆市主城区第二批环境污染安全隐患重点企业项目
徐州宝丰特钢有限公司	2018/08-2020/01	150.00	建设 300 万吨建材型材等优特钢项目、60 万吨铸管项目和波兰华星控股公司合作投资 1 亿欧元 30 万吨环形链钢项目

资料来源：Mysteel，公司官网，华泰证券研究所

**强调空气质量而非限产。**与 2017-2018 年采暖季限产不同的是，2018-2019 年生态环境部采暖季限产文件确定了空气质量目标，要求实行差别化错峰生产，严禁一刀切，且各地可根据月度环境空气质量预测结果，适当缩短或延长错峰生产时间。地方政府制定相关政策的目标被限定为空气质量，限产政策开始根据空气质量有的放矢。

2018 年 10 月，唐山明确提出：“要按照确保完成全市《打赢蓝天保卫战暨“退出后十”三年行动工作方案》和秋冬季攻坚确定的 2018 年综合指数和 PM2.5 年度目标……重新调整钢铁行业错峰生产比例”。同月，江苏省发布《关于编制 2018-2019 年秋冬季错峰生产方案的通知》，参考 2017 年冬季大气质量，要求 PM2.5 浓度超过 60 微克/立方米的城市（徐州、常州等）减排 50% 以上，其余城市减排 30% 以上。

**环保目标要求日渐放松。**我们在去年发布的 2019 年年度策略报告《反者道之动，否极泰自来》（2018.11.22）中即提及环保限产从 2018 年 8 月底释放明确的放松信号，2019 年 4 月底发布的《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》较征求意见稿出现较多放松即是明证。

2019 年 4 月 29 日，生态环境部、国家发改委、工信部等部委发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（以下简称“意见”），与生态环境部在 2018 年 5 月 7 日发布的《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”）相比，前者对超低排放改造的时间、范围上的要求更加放松。且意见明确指出钢企达标排放是法定责任，超低排放是鼓励导向，前期没有这一提法。

短期内部分地区环保限产存趋严可能性，但不代表信号变化。例如近期唐山地区限产趋严，对局部地区的生铁供给带来影响，但考虑其余地区可通过提高转炉废钢比等措施进行弥补，唐山限产影响依旧有限。

## 同业对比：公司区位优势明显

### 财务对比：公司三费管控较强

公司费用管控能力较强。我们从产品类型、生产模式等方面进行考虑，选取方大特钢、韶钢松山、凌钢股份作为可比公司，计算产品售价、吨钢成本、毛利率、吨钢利润、吨钢运费、人均产量等指标。

图表30：公司主要经营数据对比

	产品售价 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	2267	2247	2168	2338
2017年	3459	3411	3429	3290
2018年	3808	3805	3687	3593
	生产成本 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	1853	2086	1865	2975
2017年	2390	2781	2485	2812
2018年	2567	3072	2605	3090
	产品毛利 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	408	147	298	160
2017年	1093	603	955	518
2018年	1237	752	1096	483
	毛利率			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	17.98%	6.52%	13.74%	6.84%
2017年	31.59%	17.69%	27.85%	15.74%
2018年	32.48%	19.77%	29.72%	13.44%
	销售费用 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	28	22	11	50
2017年	31	22	12	50
2018年	27	39	9	52
	销售费用——运输费用 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	14	8	8	24
2017年	14	11	9	27
2018年	13	26	6	30
	财务费用 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	24	116	24	80
2017年	6	49	11	40
2018年	-18	36	6	28
	管理费用 (元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	166	-	166	86
2017年	234	-	160	90
2018年	387	121	128	56
	利润 (利润总额口径, 元/吨)			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	252	2	201	45
2017年	949	458	1209	361
2018年	906	542	902	315

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；吨价格、吨成本、吨毛利、毛利率均选择钢铁主业口径；销售、管理、财务费用无法剥离非钢部分，但非钢部分占比小，故仍可对比吨钢三费；管理费用中均加回研发费用，2016、2017年选用研发投入代替研发费用，但由于韶钢松山2018年研发费用、研发投入口径不一致，故无法加回，仅列出2018年数据；2018年，方大特钢因支付股权激励，管理费用偏高；凌钢股份管理费用偏低，主要因研发投入较低

从吨钢价格看，公司相较于其余三家公司并不具备明显优势，2018年低于方大特钢、韶钢松山，或与具体生产品种、地域区位有关，如方大特钢有特钢产品，韶钢松山在更偏南的广东省，地域供需更失衡、钢价更高。从吨钢成本看，公司相对于韶钢松山、凌钢股份具备一定优势，2018年较凌钢股份、韶钢松山分别低485、467元，但仍较方大特钢高。吨钢毛利及毛利率水平上，公司表现远优于韶钢松山和凌钢股份、仅次于方大特钢。费用控制上，公司整体表现较好，如公司销售半径小，吨钢销售费用偏低。从吨钢利润看，公司盈利能力较强，2017年吨钢利润远高于方大特钢，2018年与方大特钢基本持平。

根据公司年报，因公司不断收购钢企，总人数从2016年的8582人上升至2018年的11607人，但同期，人均钢产量从720吨上升至826吨。与同业比较，公司2018年人均产量仅次于韶钢松山。

**图表31： 钢厂人均产量比较**

	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	504	796	720	425
2017年	520	1034	752	621
2018年	605	923	826	692

资料来源：公司年报，Wind，华泰证券研究所

从生产成本细分项看，公司在原燃料、折旧和制造费用方面占优。

**图表32： 吨钢生产成本细分项比较**

	原辅料及能源动力			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	1860	1742	1666	1658
2017年	2410	2416	2232	2150
2018年	2661	2630	2365	2625
	人工			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	42	78	98	105
2017年	44	98	116	112
2018年	47	89	117	121
	折旧			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	29	169	54	81
2017年	20	129	54	104
2018年	17	117	54	94
	制造费用及其它			
	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光	凌钢股份
2016年	42	112	52	335
2017年	38	164	72	406
2018年	51	217	55	270

资料来源：公司年报，Wind，华泰证券研究所

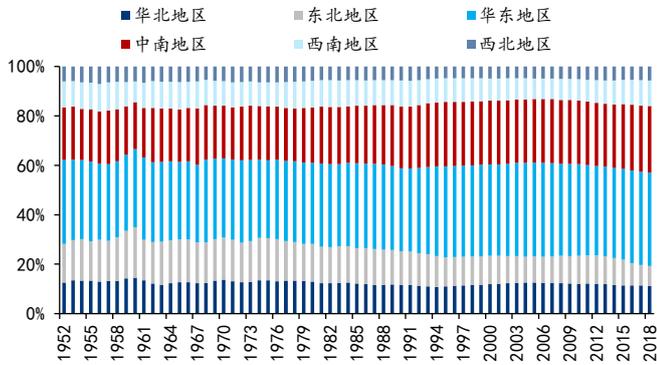
## 南北供需错配，福建溢价明显

### 南北供需错配，南方受益价差

**钢铁生产集中在北方，而经济重心向南移。**国内钢铁业早期布局临近矿产资源，如河钢集团、鞍钢集团、本钢集团，附近均有铁矿、煤矿等资源，同时国内工业基础多与洋务运动、伪满有关，如洋务运动期间在唐山创办的开平矿务局，而鞍钢集团、本钢集团前身均为日本人在伪满期间创建的钢铁厂。建国后，东北、河北等地因有矿产资源、铁路运输及产业工人等优势，钢铁业在这些地区发展较好，国内钢铁业自此形成北重南轻的格局。

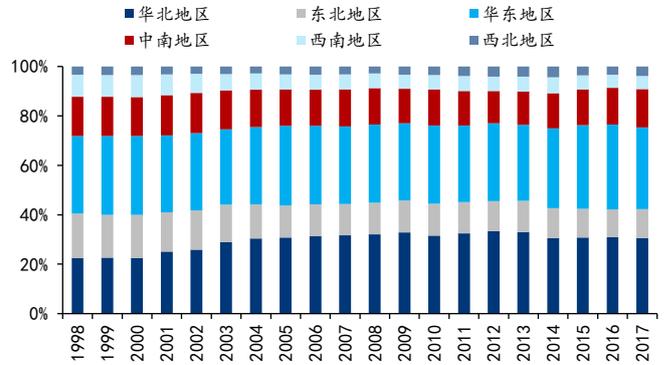
改革开放后，南方地区特别是沿海的广东、浙江、江苏、上海等在改革开放上的步子更大、市场经济更活跃，多成为制造业大省。加上南方气候优越、多优良港口等，经济重心不断南移。此外，南方地区冬天可施工作业天数更多，需求较北方更好。钢材生产和消费在地域上错配，南方钢价常常较北方高，价差促使北材南下，冬季尤甚。

图表33: 1952-2018年六大区域GDP占比



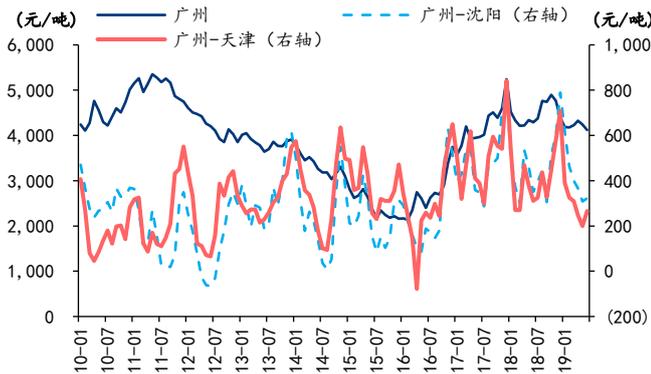
资料来源: Wind、国家统计局, 华泰证券研究所; 1978年以前缺失海南数据

图表34: 1998-2017年六大区域粗钢产量占比



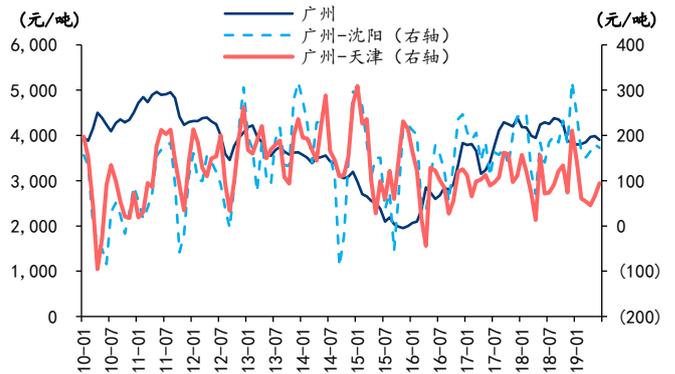
资料来源: Wind、国家统计局, 华泰证券研究所

图表35: 广州螺纹钢月度均价 (HRB400 20mm) 与沈阳、天津价差



资料来源: Wind、国家统计局, 华泰证券研究所

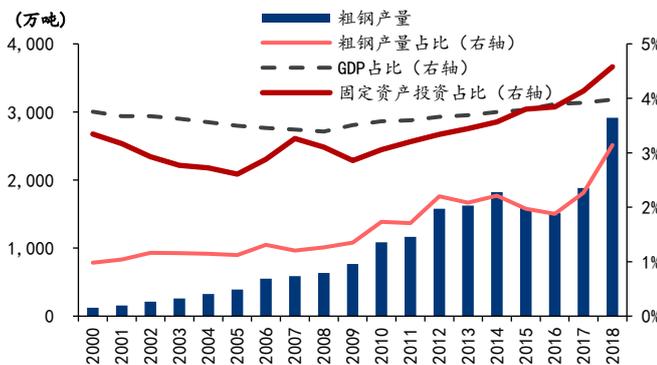
图表36: 广州热轧板卷月度均价 (Q235B 4.75mm) 与沈阳、天津价差



资料来源: Wind、国家统计局, 华泰证券研究所

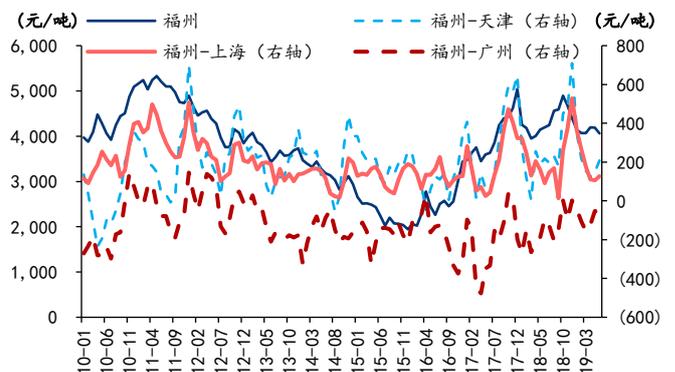
**福建省粗钢产量占比及GDP占比不匹配。**福建省粗钢产量占比明显低于GDP和固定资产投资占比，为钢材净流入省。因此，在钢材价格上，福州钢价也高于北方地区，如2018年福州螺纹钢均价为4339元/吨，分别高于天津、上海275、220元/吨。

图表37: 福建粗钢产量及粗钢产量、GDP、固定资产投资全国占比



资料来源: Wind、国家统计局, 华泰证券研究所

图表38: 福州螺纹钢月度均价及与天津、上海价差



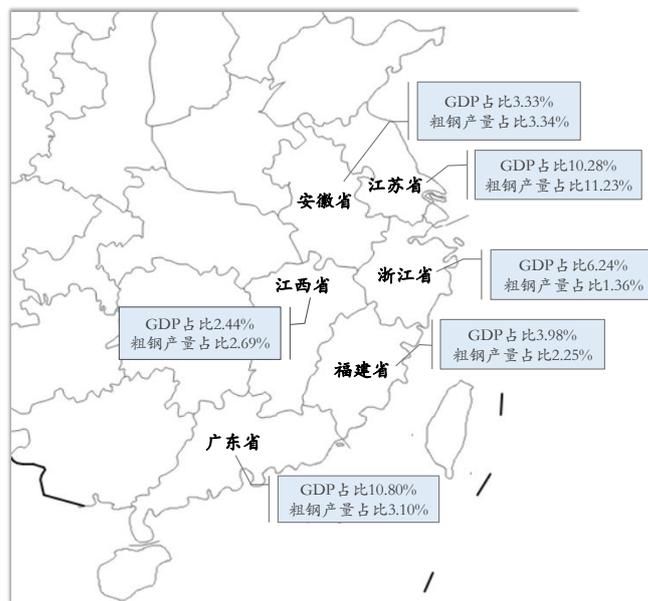
资料来源: Wind、国家统计局, 华泰证券研究所

**东南各省钢铁产能将以整合为主。**2013年，国务院发布41号文《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，严禁新增产能，供给侧改革后又再次强化上述要求。因此，在禁止新增产能的背景下，福建本地仅能通过购买外省产能指标扩大产能，但难度较大，如部分省份不允许产能出省，福建本地可能无足够的能耗、排污指标接纳产能。

根据国家统计局，福建2018年粗钢产量2101万吨，公司产能为950万吨，是福建省最大的钢企，可见福建省内多中小钢企，有一定的整合空间。按照2016年国发46号文《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》，政府鼓励行业兼并重组，以提高行业集中度。

**福建周边产钢省少，远离北方。**从福建周边看，仅江苏粗钢产量占比超过其GDP占比，广东、浙江均呈现出GDP占比远超粗钢产量占比的局面，江西、安徽省则基本持平。临近省份供不应求，区位优势明显。

**图表39： 2018年福建及周边省份 GDP、粗钢产量全国占比**

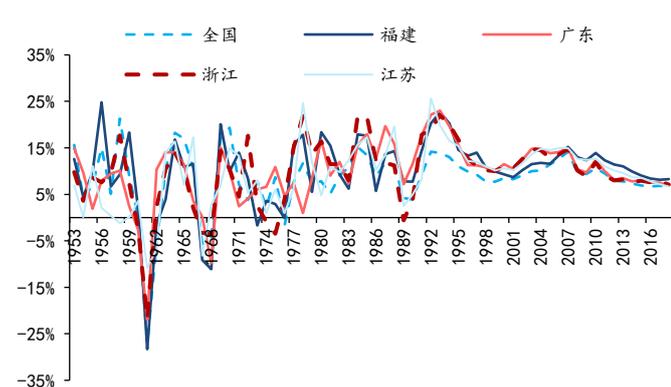


资料来源：Wind，国家统计局，自然资源部“标准地图服务系统”，华泰证券研究所

**福建基建不足，需求潜力较大**

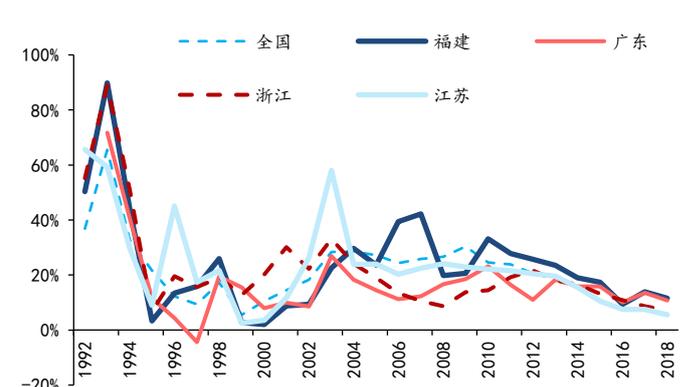
**地形及区位拖累经济，基建投资需求大。**福建省位于东部沿海地区，拥有福州港、江阴港、泉州港、厦门港等多个优良港口，地理区位良好。但与广东省比较，福建省山区众多，交通不便，基建滞后，经济发展潜力未全部释放，当地基建等需求相对较强。

**图表40： 全国、福建、广东、浙江及江苏 GDP 同比增速**



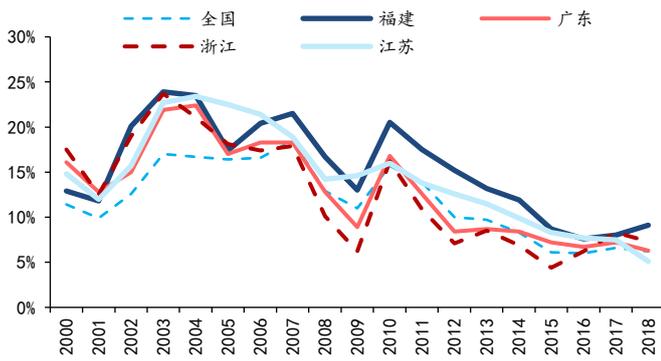
资料来源：Wind、国家统计局，华泰证券研究所；

**图表41： 全国、福建、广东、浙江及江苏固定资产投资同比增速**



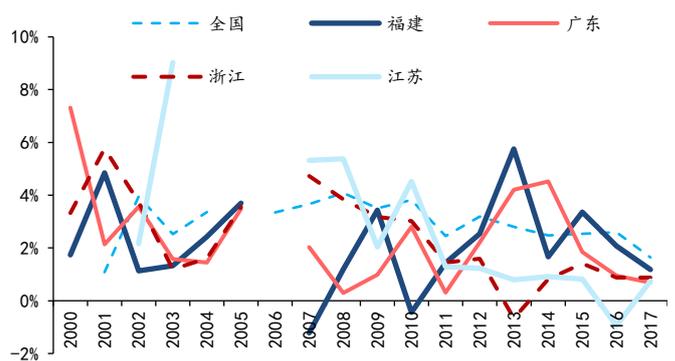
资料来源：Wind、国家统计局，华泰证券研究所

**图表42： 全国、福建、广东、浙江及江苏工业增加值同比**



资料来源：Wind、国家统计局，华泰证券研究所

**图表43： 全国、福建、广东、浙江及江苏单位面积公路里程同比增速**



资料来源：Wind、国家统计局，华泰证券研究所；2005年之后公路里程包括村道，故剔除2006年增速数据

**需求或继续释放，维护本地钢材溢价。**自2007年，福建省GDP和固定资产投资的增速均高于周边江苏、浙江、广东等省份，且在工业增加值、单位面积公路里程同比增速上表现较好。考虑到福建省内山区占地面积大，对公路等基建需求更大，未来福建仍有望保持高于周边省份的GDP增速及固定资产投资增速，有助于维护本地钢材溢价。

**毗邻大湾区，或受益区域需求**

**粤港澳大湾区建设或将进一步拉动地区发展，带动用钢需求。**2009年，粤港澳三地政府联合发布《大珠三角城镇群协调发展规划研究》，把“湾区发展计划”列为空间总体布局协调计划的一环，“大湾区”建设由此起步。2017-2018年，粤港澳大湾区连续两次被写入国务院政府工作报告，大湾区发展规划的制定被正式提上日程。

**图表44： 粤港澳大湾区主要政策梳理**

政策文件	提出时间	相关内容
《大珠三角城镇群协调发展规划研究》	2009年	把“湾区发展计划”列为空间总体布局以粤港澳合力建设充满生机与活力、具有全球竞争力的、协调可持续的世界级城镇群为总体目标，其中，珠三角要建设成为世界级的先进制造业和现代服务业基地及全国重要的经济中心
《珠江三角洲基础设施建设一体化规划（2009-2020年）》	2010年7月	珠三角地区交通、能源、水资源和信息等方面的基础设施，按照统一规划、统一建设、统一经营和统一管理的要求，从区域整体上进行统筹规划，实现互联互通、共建共享
《关于在部分区域系统推进全面创新改革试验的总体方案》	2015年	广东被列入省级行政区之中，着眼于深化粤港澳创新合作
《2016年广东省政府工作报告》	2016年	高标准建设广东自贸试验区，着力构建“一带一路”战略枢纽和经贸合作中心，形成粤港澳经济深度合作新局面，全面深化泛珠三角区域合作；开展珠三角城市升级行动，联手港澳打造粤港澳大湾区
《2017年国务院政府工作报告》	2017年3月	要推动内地与港澳深度合作，研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。
《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》	2017年7月	强化广东作为全国改革开放先行区、经济发展重要引擎的作用，构建科技、产业创新中心和先进制造业、现代服务业基地。努力将大湾区建设成为更具活力的经济区、宜居宜业宜游的优质生活圈和内地与港澳深度合作的示范区，携手打造国际一流湾区和世界级城市群
《中国共产党十九大报告》	2017年10月	要支持香港、澳门融入国家发展大局，以粤港澳大湾区建设、粤港澳合作、泛珠三角区域合作等为重点，全面推进内地同香港、澳门互利合作
《2018年国务院政府工作报告》	2018年3月	出台实施粤港澳大湾区发展规划纲要，全面推进内地同香港、澳门互利合作
习近平参加广东代表团审议时讲话	2018年3月	要抓住建设粤港澳大湾区重大机遇，携手港澳加快推进相关工作，打造国际一流湾区和世界级城市群，粤港澳大湾区建设进入加速阶段
广东省省长马兴瑞在博鳌论坛讲话	2018年4月	粤港澳大湾区的规划很快就要出台，完全有条件有信心把它打造成世界级的湾区
《广东省人民政府关于印发实施粤港澳大湾区合作框架协议2018年重点工作的通知》	2018年7月	由省发展改革委和港澳办牵头，共同落实粤港澳大湾区发展规划，完善工作机制，协商重大议题和确定合作项目，做好规划出台后分工落实、政策解读、宣传推广工作
《粤港澳大湾区发展规划纲要》	2019年2月	大力发展海洋经济。坚持陆海统筹、科学开发，加强粤港澳合作，拓展蓝色经济空间，共同建设现代海洋产业基地

资料来源：国务院，地方政府网，华泰证券研究所

根据2019年2月发布的《粤港澳大湾区发展规划纲要》(以下简称“纲要”),大湾区包括香港、澳门和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市,是我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一。纲要中提出,要加快基础设施互联互通,特别提到要构建现代化的综合交通运输体系,包括提升珠三角港口群国际竞争力、建设世界级机场群、构筑大湾区快速交通网络等。大湾区建设将拉动区域基建投资,利好区域建筑用钢需求,将加剧区域供需失衡,利好区域钢价,公司将受益。

### 沿海临港, 省内销售占比近80%

公司优化布局, 生产逐渐向港口靠近。在三钢集团“沿海做加法、内陆做减法”战略目标下, 优质产能陆续并入公司, 公司生产基地逐渐靠近临港地区。若罗源闽光顺利并入, 则未来公司沿海产能占比有望进一步提高, 从而更好地降低运输成本, 并节省销售仓储费用。

图表45: 公司相关生产基地布局



资料来源: 公司公告, 自然资源部“标准地图服务系统”, 华泰证券研究所

临近港口、省内销售, 区位带来成本优势。公司及相关生产基地临近港口, 公司相较于其它内陆钢企, 可节省铁矿运输成本。如子公司泉州闽光毗邻罗屿港, 罗屿港作业区以矿石等大宗干散货运输为主, 重点为后方临港产业开发和腹地大宗散货转运服务, 有望成为海西港口最大的矿石散货中转基地。

福建省内多山区, 向省外销售运输不便, 且省内需求旺盛, 公司产品主要面向省内销售, 且公司深耕省内市场, 客户粘度高, 具备品牌优势, 销售费用低, 比较优势明显。

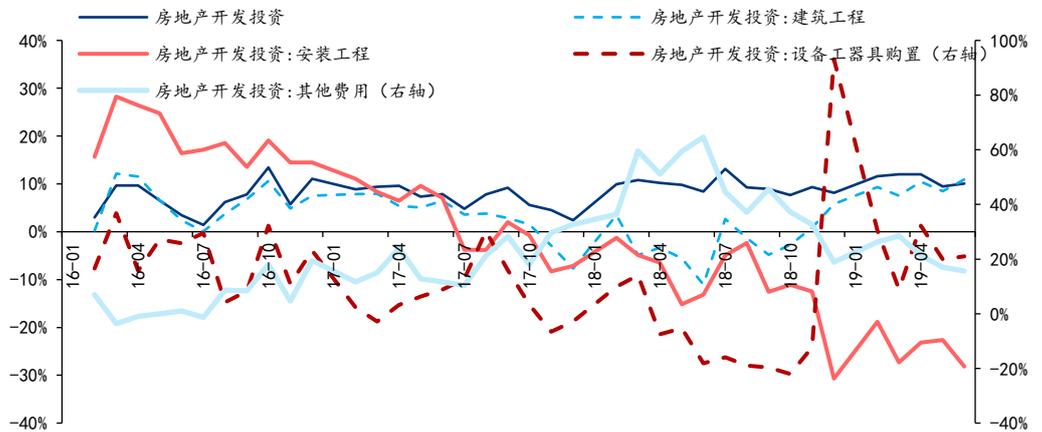
## 需求：地产不悲观、基建有亮点

公司产品以建筑用钢为主，下游主要对应地产、基建及制造业投资。整体上，地产投资已进入下行通道，后期或承压，但在房贷低利率、库存低位的背景下，长期看地产建筑工程投资不悲观；基建方面，2019年6月专项债新规的发布，叠加2018年下半年低基数，基建增速或向上。

### 房贷利率下行，地产建筑工程投资不悲观

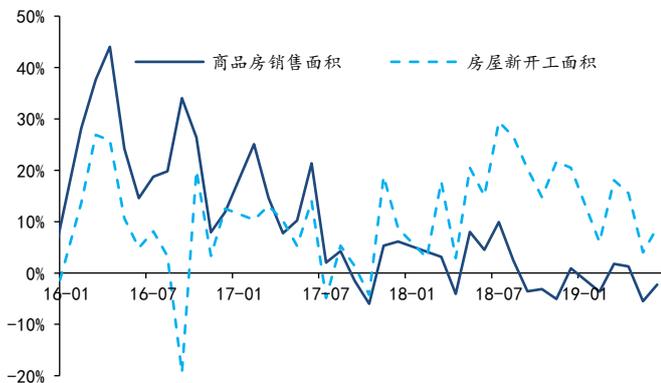
**2019年6月，地产投资增速改善。**2019年6月，地产投资当月增速10.1%，较前值增长0.6pct，其中建筑工程分项当月增速为10.9%，较前值增长2.4pct。同期，销售面积当月增速为-2.2%，较前值回升3.3pct；新开工面积当月增速8.9%，较前值回升4.9pct。6月份地产数据改善多，与去年低基数效应有关。华泰地产预计2019年销售面积同比增速为-5%，且在近期融资收紧的政策环境下，后期地产承压趋势较为明显；但在房贷低利率、库存低位的背景下，长期看地产建筑工程投资不悲观。

图表46：2016年至今房地产投资及各分项当月同比



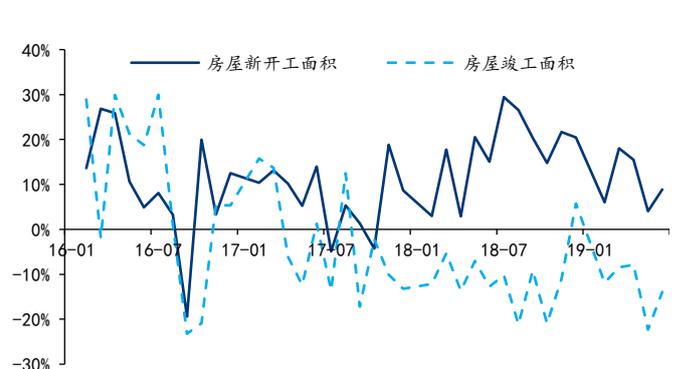
资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所；考虑春节因素，1、2月数据合并

图表47：商品房销售面积及房屋新开工面积当月同比



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所；考虑春节因素，1、2月数据合并；

图表48：房屋新开工、竣工面积当月同比

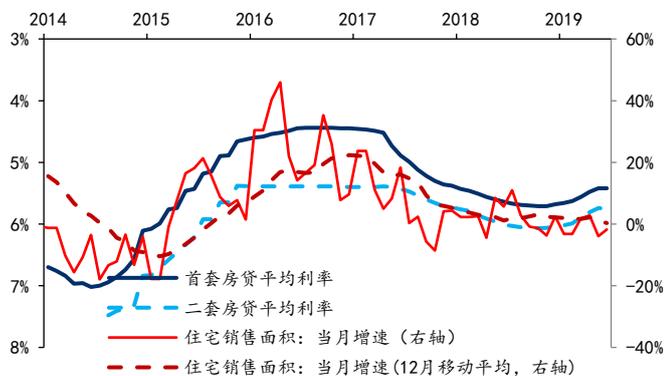


资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所；考虑春节因素，1、2月数据合并；

**房贷利率下行，销售增速不悲观。**从历史数据看，首套、二套房贷利率与商品房销售面积增速有较好的同步性。与历史数据比较，目前房贷利率有下降空间，从趋势上看，房贷利率处下行通道，或能推动商品房销售增速在下行趋势中企稳。

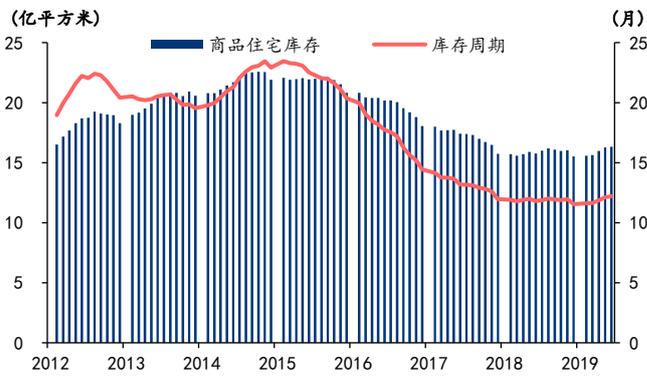
我们对地产建筑工程投资不悲观。自2015年起,商品房住宅库存进入下行通道,2018-2019年商品房库存仍维持低位。低库存背景下,销售面积增速下行压力,传导至新开工环节作用有限,特别是前者基数略高于后者;但若销售面积增速有起色,则新开工增速将受提振。另外考虑2018年新开工后遗留的工程量,2019年地产建筑工程投资分项增速或好于地产整体投资增速,利好建筑用钢需求。

图表49: 住宅销售面积增速与房贷平均利率



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

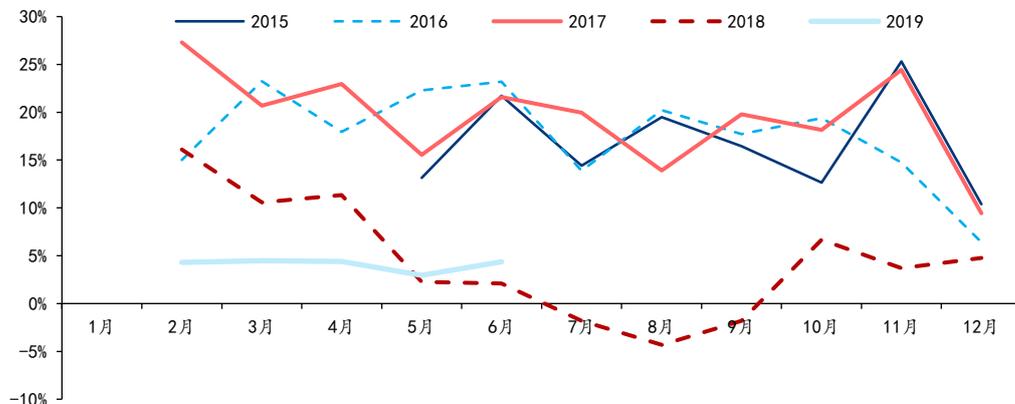
图表50: 商品住宅库存及库存周期



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

### 专项债新规发布, 利好基建投资

图表51: 基建投资(不含电力)当月同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 考虑春节因素, 1、2月数据合并; 2018年及以后数据, 采用2017年累计值作为基数, 通过累计同比计算得到

专项债加速发行, 政府提振基建增速意愿明显。2019年, 经人大审议批准, 新增地方政府债务限额3.08万亿元, 较去年增长0.9万亿元。其中, 新增一般债限额为0.93万亿元, 较去年增长0.1万亿元; 新增专项债限额2.15万亿元, 较去年增长0.8万亿元, 新增专项债限额增长明显。目前, 已发行的专项债类型包括土储、棚改、道路建设、乡村振兴等等, 基本均与基建领域相关。

2019年前6月, 地方新增专项债发行额11900亿元, 远高于去年同期的3607亿元。特别是2019年6月, 地方新增专项债达到3545亿元, 而去年同期为1019亿元, 今年前5月多在1000-2000亿元区间。受到专项债加速发行及6月专项债新规的提振, 2019年6月基建投资同比增速4.4%, 较前值增加1.4pct, 在三大投资中改善最明显。

**专项债新规发布，或部分缓解基建资本金短缺。**2019年6月10日，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金，并明确项目要求：国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气项目等；并且允许专项债和市场化融资搭配使用，相当于认可“专项债+市场化融资”模式。此次新规有助于解决部分基建项目资本金问题，以及缓解在建项目的资金压力，有效降低“半拉子工程”的风险。叠加2019年下半年基建低基数，2019年下半年基建投资增速有望受提振。

### 制造业投资增速后期或可短暂反弹

**后期制造业投资增速或出现短暂反弹。**2019年5月、6月，制造业投资当月增速分别为3.2%、3.8%，分别较前值上升4.4pct、0.6pct，5、6月制造业投资增速的反弹符合我们的预期。基于领先指标工业土地成交数据，我们认为后续制造业投资增速仍有短暂反弹可能性。

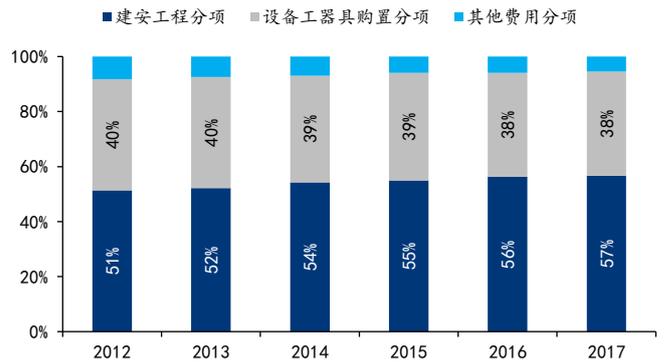
**制造业投资中资本形成、钢材消费多。**据统计局，2017年固定资产投资完成额中，制造业投资占比达到30.65%，高于房地产投资22.12%、基建投资27.40%的占比。从2017年制造业投资完成额的构成看，建筑安装工程、设备工器具购置占比分别达到57%、38%，对钢材消费、资本形成贡献较大。

图表52： 制造业投资、工业用地成交土地规划面积当月同比



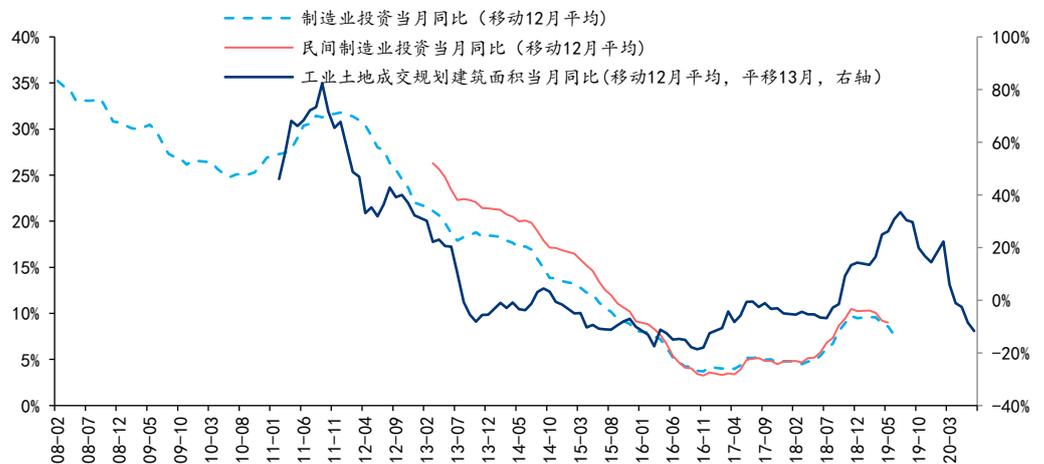
资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所；考虑春节因素，1、2 额月数据合并；2018 年及以后数据，采用 2017 年累计值作为基数

图表53： 2012-2017 年制造业投资分项占比



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表54： 制造业投资（12月平均）与工业土地成交建筑面积当月同比（12月平均，平移13个月）



资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：100 大中城市口径，另考虑春节因素，1、2 月数据合并

## 估值：首次覆盖给予“增持”评级

### 盈利预测：公司亏损概率低

#### 产销假设：成本低有助于满负荷生产

根据 2018 年年报，公司在产的粗钢产能 950 万吨，实际产钢 966 万吨，产能利用率超 100%，主要因下游需求向好及设备可超负荷生产。公司有扩产指标，但未具体落实，故在产销假设中暂不考虑扩产产能空间。

考虑公司成本、费用在行业里有竞争力，加上有利的地理区位，我们预计公司产能利用率有望长期维持高位。据公司 2018 年年报，2019 年公司计划生产钢材 1017 万吨，我们据此假设 2019 年产量，且由于地区需求向好公司或将继续满负荷生产，假设 2020-2021 年亦维持此产量水平；公司因低成本，可提供更有竞争力的价格，参考历史数据，假设公司产销率 100%。

图表55：2017-2021年产销情况假设

	2017 (调整后)	2018	2019E	2020E	2021E
产量:	922	959	1007	1017	1017
建筑用钢材	639	644	683	683	683
中厚板	142	148	157	157	157
金属制品用线材	144	167	177	177	177
销量:	930	965	1017	1017	1017
建筑用钢材	642	648	683	683	683
中厚板	143	149	157	157	157
金属制品用线材	145	168	177	177	177
产销率	100.89%	100.56%	100%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；单位：万吨

#### 价格假设：公司所在地区钢价有溢价

长期看，公司地处福建，当地基建相对滞后、地形以山区为主，叠加周边大湾区一体化带来的基建需求，福建及周边区域的基建投资增速处高位，客观上有利于维持福建对北方省份的钢材溢价，也有利于公司保持短销售距离、维持低销售费用。

2019 年受有效产能扩张、下游需求转弱影响，钢价或同比整体下行。建筑用钢材方面，受益于 2019 年地产建筑工程投资增速高位、基建投资回暖，建筑用钢表现优于板材，因此假设 2019 年价格同比下降幅度小于其它钢材品种；中厚板方面，受船舶新接订单量大幅下滑、汽车产销量大幅下行等影响，价格同比下降幅度或较大；金属制品用线材方面，2019 年机械行业表现弱于建筑行业，因此假设 2019 年价格同比下降幅度略大于建筑用钢。2020-2021 年，预计下游需求或恢复，且行业无新增产能，钢材价格或将逐步回升。

图表56：2017-2021年产品平均价格假设

	2017 (调整后)	2018	2019E	2020E	2021E
建筑用钢材	3257	3596	3528	3578	3624
同比变动幅度		339	-69	51	46
中厚板	3356	3791	3588	3857	3931
同比变动幅度		435	-203	269	73
金属制品用线材	3441	3678	3579	3610	3626
同比变动幅度		237	-99	31	16
钢材平均价格	3318	3673	3547	3628	3673
同比变动幅度		354	-126	81	45

资料来源：公司年报，华泰证券研究所；单位：元/吨

### 成本假设：矿价步入中长期上行阶段

根据四大矿山资本开支数据,2019年为铁矿石供需拐点,叠加2019年初VALE矿难事故,铁矿石价格或进入中长期上行阶段,我们预计2019-2021年铁矿石价格(不含税)分别为662、712、752元/吨;焦炭方面受供给侧改革影响,价格或先上后下,我们预计2019-2021年焦炭价格(不含税)分别为1759、1814、1802元/吨。

铁矿石方面,公司高炉容积偏小,可通过提高国产矿比例、调整入炉品位等以应对铁矿石上行压力,因此假设公司铁矿石采购成本上行幅度略低于市场价格的上行幅度。焦炭方面假设公司采购成本与市场价格保持一致。综上,我们假设2019-2021年,公司铁矿石成本分别为647、685、709元/吨,焦炭成本分别为1759、1814、1802元/吨。

图表57: 2017-2021年主要原材料成本假设

	2017 (调整后)	2018	2019E	2020E	2021E
铁矿石	524	513	647	685	709
同比变动幅度		-12	134	38	24
焦炭	1428	1711	1759	1814	1802
同比变动幅度		284	48	55	-13

资料来源:公司年报,华泰证券研究所;单位:元/吨

### 费用假设:或受益于“物联云商”项目

销售费用方面,按照2018年年报披露数据,拆分为职工薪酬、运输费、装卸费和其他四项。其中,2019-2021年职工薪酬按照2%、1%、0.5%增速进行假设;运输费、装卸费计算吨钢口径,2019-2021年按照近2年加权平均进行假设,并且考虑公司正在筹建“物联云商”项目,进一步将2020、2021年吨钢运输费折减10%、20%。

图表58: 2017-2021年销售费用假设

	2017 (调整后)	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用(万元)	8073	8822	9218	8637	7724
职工薪酬(万元)	1392	1717	1752	1769	1778
运输费(万元)	5514	5747	6049	5447	4518
装卸费(万元)	787	804	852	851	851
其他(万元)	381	553	565	570	576
钢材销量(万吨)	930	965	1017	1017	1017
吨钢运输费(元/吨)	5.93	5.96	5.95	5.36	4.44
吨钢装卸费(元/吨)	0.85	0.83	0.84	0.84	0.84

资料来源:公司年报,华泰证券研究所;单位:元/吨

管理费用方面,根据2018年年报披露数据,项目较多,假设划分为职工薪酬、综合服务费用、折旧摊销和其他四项。2019-2021年职工薪酬按照2%、1%、0.5%增速进行假设;其余项目按照近2年加权平均进行假设。

图表59: 2017-2021年管理费用假设

	2017 (调整后)	2018	2019E	2020E	2021E
管理费用(万元)	30287	41189	39420	37579	35860
职工薪酬(万元)	14243	19261	19454	19551	19551
综合服务费用(万元)	3106	2849	2935	2641	2377
折旧摊销(万元)	3774	3956	3895	3506	3155
其他(万元)	9164	15122	13136	11881	10776

资料来源:公司年报,华泰证券研究所;单位:元/吨

财务费用方面,根据公司期初期末现金、借款、债券等数据预测公司利息费用及利息收入;根据年报数据,公司无外币债务或存款,因此假设2019-2021年均无汇兑损失、汇兑损益。

**图表60: 2017-2021年财务费用假设**

	2017 (调整后)	2018	2019E	2020E	2021E
财务费用 (万元)	10200	5974	-857	-359	-3765
利息费用 (万元)	10148	12453	9385	9195	9242
利息收入 (万元)	3198	6844	10242	9554	13007
汇兑损失 (万元)	0	0	0	0	0
汇兑损益 (万元)	0	0	0	0	0
其他 (万元)	0	0	0	0	0

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所; 单位: 元/吨

基于上述核心假设, 我们预计2019-2021年, 公司归属母公司股东的净利润分别为41.14、42.49、44.22亿元, ROE分别为21.5%、19.9%、18.7%, EPS分别为1.68、1.73、1.80元, PE分别为5.27、5.11、4.91。

### 公司估值: 给予公司 1.25-1.35 倍 PB 估值

考虑产品类型、地理位置等因素, 选取新钢股份、方大特钢、韶钢松山、凌钢股份作为可比公司。以2019年7月16日收盘价计, 并选用Wind一致预测, 计算得到上述四家可比公司PB (2019E) 分别为0.70、1.81、1.25、1.01, 均值为1.35。目前公司PB (LF) 为1.36, 考虑2019年行业面临下行压力, 给予公司1.25-1.35倍PB估值。取2019年预测BPS为7.82元, 则公司目标价范围为9.78-10.56元, 首次覆盖给予“增持”评级。

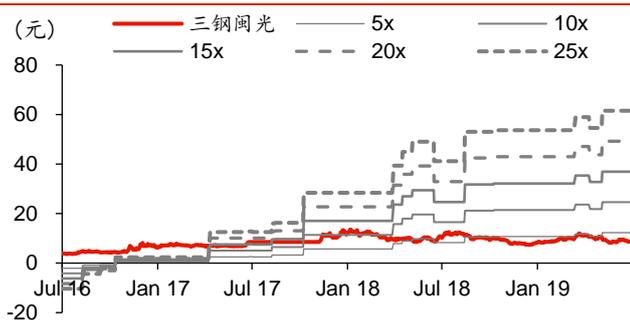
**图表61: 可比公司估值**

证券代码	证券简称	PB (2019E)
600782.SH	新钢股份	0.70
600507.SH	方大特钢	1.81
000717.SZ	韶钢松山	1.25
600231.SH	凌钢股份	1.01
	可比公司均值	1.35

资料来源: 华泰证券研究所; 2019年7月16日计, 取Wind一致预测

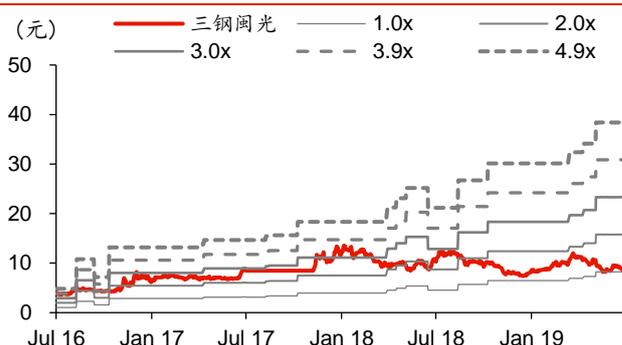
## PE/PB - Bands

**图表62: 三钢闽光历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表63: 三钢闽光历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

### 国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到钢铁行业的整体表现，从而影响公司业绩。

### 原材料风险

若矿价、焦炭价格上行，将抬升公司成本，影响公司盈利。

### 下游需求低迷对钢铁行业的影响

若下游地产新开工情况不及预期，或地产融资政策进一步收紧，则建筑用钢需求或将面临下行风险，公司或受影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,978	16,432	14,807	16,501	18,368
现金	4,757	6,325	3,917	5,636	7,371
应收账款	0.22	30.10	28.01	26.56	26.59
其他应收账款	19.90	24.02	24.06	24.75	25.01
预付账款	418.97	736.52	763.88	708.44	730.18
存货	2,165	2,502	3,036	3,034	3,079
其他流动资产	3,617	6,814	7,038	7,071	7,136
非流动资产	11,110	11,786	13,862	14,579	15,040
长期投资	207.02	260.13	260.13	260.13	260.13
固定投资	9,660	9,715	10,640	11,273	11,654
无形资产	551.44	584.25	659.25	713.18	774.14
其他非流动资产	690.85	1,226	2,302	2,333	2,351
资产总计	22,087	28,218	28,669	31,079	33,408
流动负债	7,328	9,263	8,901	9,104	9,117
短期借款	1,701	1,930	1,832	1,843	1,854
应付账款	2,757	3,620	3,530	3,665	3,692
其他流动负债	2,869	3,714	3,539	3,596	3,571
非流动负债	753.78	542.65	504.47	513.12	524.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	753.78	542.65	504.47	513.12	524.10
负债合计	8,081	9,806	9,406	9,617	9,641
少数股东权益	823.90	82.46	88.99	95.74	102.75
股本	1,374	1,634	2,452	2,452	2,452
资本公积	5,378	5,861	5,044	5,044	5,044
留存公积	6,455	10,902	11,679	13,871	16,169
归属母公司股东权益	13,182	18,329	19,174	21,367	23,664
负债和股东权益	22,087	28,218	28,669	31,079	33,408

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,884	7,017	2,733	5,320	5,214
净利润	5,743	6,517	4,120	4,256	4,429
折旧摊销	618.50	672.22	776.62	890.67	992.52
财务费用	102.00	59.74	(8.57)	(3.59)	(37.65)
投资损失	(58.80)	(63.94)	(62.23)	(62.80)	(62.61)
营运资金变动	(2,670)	(313.09)	(1,014)	227.11	(116.75)
其他经营现金	148.94	145.12	(1,079)	12.94	9.38
投资活动现金	(1,176)	(3,455)	(1,757)	(1,536)	(1,383)
资本支出	1,043	2,941	1,723	1,523	1,363
长期投资	117.97	(328.97)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(14.35)	(843.57)	(34.42)	(13.15)	(20.24)
筹资活动现金	(1,443)	(2,023)	(3,384)	(2,065)	(2,097)
短期借款	(98.30)	229.60	(98.42)	10.94	10.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	260.77	817.19	0.00	0.00
资本公积增加	796.11	482.60	(817.19)	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,141)	(2,996)	(3,285)	(2,076)	(2,107)
现金净增加额	1,266	1,539	(2,408)	1,719	1,734

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	31,686	36,248	36,937	37,778	38,247
营业成本	22,427	25,857	29,917	30,616	30,949
营业税金及附加	261.92	299.60	305.30	312.25	316.13
营业费用	80.73	88.22	92.18	86.37	77.24
管理费用	1,118	1,231	1,205	1,162	1,106
财务费用	102.00	59.74	(8.57)	(3.59)	(37.65)
资产减值损失	19.68	1.25	1.25	1.25	1.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	58.80	63.94	62.23	62.80	62.61
营业利润	7,640	8,685	5,486	5,666	5,897
营业外收入	4.05	11.61	9.09	9.93	9.65
营业外支出	3.42	0.58	1.53	1.21	1.32
利润总额	7,640	8,697	5,494	5,675	5,906
所得税	1,897	2,179	1,373	1,419	1,476
净利润	5,743	6,517	4,120	4,256	4,429
少数股东损益	322.74	10.33	6.53	6.74	7.02
归属母公司净利润	5,420	6,507	4,114	4,249	4,422
EBITDA	8,360	9,417	6,254	6,553	6,852
EPS (元, 基本)	3.95	3.98	1.68	1.73	1.80

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	124.44	14.40	1.90	2.28	1.24
营业利润	519.44	13.69	(36.84)	3.28	4.09
归属母公司净利润	485.03	20.04	(36.78)	3.29	4.07
获利能力 (%)					
毛利率	29.22	28.67	19.00	18.96	19.08
净利率	17.11	17.95	11.14	11.25	11.56
ROE	41.12	35.50	21.45	19.89	18.69
ROIC	53.00	46.98	25.65	25.73	25.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.59	34.75	32.81	30.94	28.86
净负债比率 (%)	22.04	22.27	21.90	21.29	21.14
流动比率	1.50	1.77	1.66	1.81	2.01
速动比率	1.20	1.50	1.32	1.48	1.68
营运能力					
总资产周转率	1.83	1.44	1.30	1.26	1.19
应收账款周转率	2,190	1,349	898.12	978.29	1,017
应付账款周转率	12.29	8.11	8.37	8.51	8.41
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.21	2.65	1.68	1.73	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	2.86	1.11	2.17	2.13
每股净资产(最新摊薄)	5.38	7.48	7.82	8.72	9.65
估值比率					
PE (倍)	4.00	3.33	5.27	5.11	4.91
PB (倍)	1.65	1.18	1.13	1.02	0.92
EV_EBITDA (倍)	2.03	1.80	2.71	2.59	2.47

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com