

## 三钢闽光 (002110) / 钢铁

## 全面整合集团钢铁产能

**评级: 持有 (维持)**

市场价格: 7.07

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

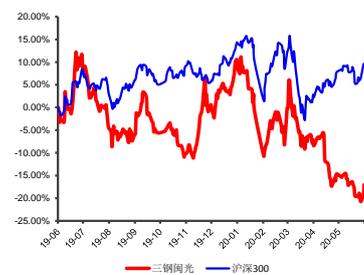
分析师: 邓轲

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)	7.07
市值(百万元)	17,336
流通市值(百万元)	15,582

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 全年盈利下滑幅度优于行业
- 2 Q4 盈利环比改善
- 3 三季度盈利回落至 2017 年上半年水平
- 4 盈利回归合理水平, 资产整合稳步推进
- 5 年报业绩分红亮眼, 关注战略布局
- 6 年度盈利再创辉煌
- 7 所购产能指标有望落实沿海战略
- 8 建材龙头三季度盈利继续扩张

**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	41,356	42,526	44,363
增长率 yoy%	14.40%	25.55%	-9.13%	2.83%	4.32%
净利润	6,507	3,673	2,575	2,666	2,889
增长率 yoy%	20.04%	-43.55%	-29.89%	3.54%	8.36%
每股收益(元)	2.65	1.50	1.05	1.09	1.18
每股现金流量	2.86	0.85	-0.15	2.10	0.86
净资产收益率	35.50%	19.61%	11.98%	11.41%	11.38%
P/E	2.66	4.72	6.73	6.50	6.00
PEG	-0.10	-0.61	-0.29	-0.25	-0.78
P/B	0.95	0.93	0.81	0.74	0.68

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布公告, 拟以自由现金 21.5 亿元收购公司控股股东三钢集团持有的罗源闽光 100% 股权, 本次交易构成关联交易, 但不构成上市公司重大资产重组;
- **集团钢铁产能整合终落地:** 罗源闽光主要生产建筑用钢, 年产钢量为 190 万吨左右, 其拥有主要工艺装备有: 1 座 500m<sup>3</sup> 高炉、1 座 660m<sup>3</sup> 高炉、2 座 50 吨转炉、1 条高速线材生产线和 1 条高速棒材生产线。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。其 2017-2019 年净利润分别为 9.2 亿元、10.7 亿元和 6.5 亿元, 按照 2019 年经营业绩来计算, 收购标的资产估值为 3.3X。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;
- **行业基本面仍面临不确定性:** 本次疫情事件对公司生产环节影响有限, 基本处于连续生产状态, 但下游工业企业复工进度受到较大影响, 复工延后造成年后一段时间行业盈利表现较为低迷, 公司一季度归母净利润为 5.04 亿元, 同比大幅回落 48%。进入二季度, 随着疫情得到有效控制, 下游赶工需求表现强劲, 根据测算, 考虑到库存周期因素, 行业层面 4-5 月份螺纹钢平均吨钢毛利为 408 元, 相比一季度提高近 90 元。但中长期来看, 本已积累了较大均值回归压力的地产周期存在较大下行风险, 积极财政政策支持下基建维持温和回升趋势, 两者对冲之后钢铁需求存在一定不确定性, 这也是目前压制钢铁股估值的核心原因;
- **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。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 1.05 元、1.09 元和 1.18 元, 对应 PE 分别为 6.7X、6.5X 和 6.0X, 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: 财务数据预测

## 损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>31,686</b>	<b>45,511</b>	<b>41,356</b>	<b>42,526</b>	<b>44,363</b>
增长率	14.4%	14.4%	-9.1%	2.8%	4.3%
营业成本	-22,427	-38,901	-37,123	-38,146	-39,657
% 销售收入	70.8%	85.5%	89.8%	89.7%	89.4%
毛利	9,259	6,611	4,233	4,380	4,706
% 销售收入	29.2%	14.5%	10.2%	10.3%	10.6%
营业税金及附加	-262	-194	-331	-340	-355
% 销售收入	0.8%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-81	-126	-116	-119	-124
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-303	-417	-414	-425	-444
% 销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	8,613	5,873	3,373	3,496	3,784
% 销售收入	27.2%	12.9%	8.2%	8.2%	8.5%
财务费用	-102	-29	-25	-12	-13
% 销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
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%	1.4%	1.4%	1.4%
营业利润	7,640	5,889	3,397	3,536	3,824
营业利润率	24.1%	12.9%	8.2%	8.3%	8.6%
营业外收支	11	42	50	33	43
税前利润	<b>7,651</b>	<b>5,931</b>	<b>3,447</b>	<b>3,569</b>	<b>3,867</b>
利润率	24.1%	13.0%	8.3%	8.4%	8.7%
所得税	-1,897	-1,229	-861	-892	-966
所得税率	24.8%	20.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	5,743	3,685	2,584	2,675	2,899
少数股东损益	323	12	9	9	10
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>5,420</b>	<b>3,673</b>	<b>2,575</b>	<b>2,666</b>	<b>2,889</b>
净利率	17.1%	20.0%	6.2%	6.3%	6.5%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	6,517	3,685	2,584	2,675	2,899
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	25	12	13
投资收益	-64	-45	-48	-51	-52
少数股东损益	10	12	9	9	10
营运资金的变动	-5,739	-6,714	-3,810	1,552	-1,775
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7,017</b>	<b>2,092</b>	<b>-377</b>	<b>5,139</b>	<b>2,113</b>
固定资本投资	-527	-403	-110	-110	-100
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,455</b>	<b>448</b>	<b>-942</b>	<b>-947</b>	<b>-944</b>
股利分配	-3,269	-3,269	-773	-800	-867
其他	1,246	-61	1,542	-1,669	-88
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,023</b>	<b>-3,330</b>	<b>769</b>	<b>-2,469</b>	<b>-955</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,539</b>	<b>-789</b>	<b>-549</b>	<b>1,723</b>	<b>215</b>

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,325	6,017	5,468	7,191	7,406
应收款项	3,628	175	3,519	148	3,638
存货	2,502	3,500	2,068	3,654	2,295
其他流动资产	3,977	6,639	6,446	7,015	6,854
流动资产	16,432	16,331	17,500	18,007	20,192
% 总资产	58.2%	54.9%	56.4%	57.0%	59.8%
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%	31.3%	28.9%	25.2%
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%	43.6%	43.0%	40.2%
<b>资产总计</b>	<b>28,218</b>	<b>29,769</b>	<b>31,051</b>	<b>31,604</b>	<b>33,756</b>
短期借款	1,930	1,911	2,515	1,158	1,083
应付款项	4,829	7,562	5,271	5,606	5,801
其他流动负债	2,505	640	835	835	835
流动负债	9,263	10,113	8,621	7,599	7,719
长期贷款	0	300	300	0	0
其他长期负债	543	561	561	561	561
<b>负债</b>	<b>9,806</b>	<b>10,974</b>	<b>9,482</b>	<b>8,160</b>	<b>8,280</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>18,329</b>	<b>18,728</b>	<b>21,493</b>	<b>23,360</b>	<b>25,382</b>
少数股东权益	82	67	76	85	94
<b>负债股东权益合计</b>	<b>28,218</b>	<b>29,769</b>	<b>31,051</b>	<b>31,604</b>	<b>33,756</b>

## 比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益(元)	3.32	1.50	1.05	1.09	1.18
每股净资产(元)	7.48	7.64	8.77	9.53	10.35
每股经营现金净流(元)	2.86	0.85	-0.15	2.10	0.86
每股股利(元)	1.33	1.33	0.32	0.33	0.35
<b>回报率</b>					
净资产收益率	35.50%	19.61%	11.98%	11.41%	11.38%
总资产收益率	23.10%	12.38%	8.32%	8.46%	8.59%
投入资本收益率	61.08%	26.87%	18.52%	14.98%	17.74%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	14.40%	14.40%	-9.13%	2.83%	4.32%
EBIT增长率	11.57%	-38.70%	-42.21%	3.68%	8.15%
净利润增长率	20.04%	-43.55%	-29.89%	3.54%	8.36%
总资产增长率	27.76%	5.50%	4.31%	1.78%	6.81%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	0.3	0.9	1.1	0.5	0.4
存货周转天数	23.2	23.7	24.2	24.2	24.1
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	87.3	79.8	71.6
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-20.82%	-17.17%	-20.15%	-26.52%	-19.85%
EBIT利息保障倍数	161.6	204.2	136.8	295.5	295.0
资产负债率	34.75%	36.86%	30.54%	25.82%	24.53%

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。