

需求超预期叠加低库存提振钢价助力行业利润反弹, 区域龙头业绩稳分红高估值修复可期

三钢闽光 (002110.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- 需求超预期下, 供给收缩、低库存下再去库存刺激钢价反弹, 铁矿石等成本稳定下行业盈利能力增强, 公司业绩在行业的利润反弹的带动下有望边际改善, 低估值有望修复。钢铁行业持续推进供给侧改革, 市场供需格局改善, 景气度较高, 行业经济效益创历史最好水平。流动性宽松、强基建的政策利好、暖冬天气和冬储需求等拉动钢材需求的增长。地产销售和新开工回暖, 在中央经济工作稳增长和基建补短板政策指导下, 基建托底和工程机械等相关下游需求或将发力, 提振钢材的价格和行业利润。
- 公司作为福建长材的龙头企业, 比较优势明显, 盈利能力和未来盈利稳增长的预期强, 股东权益回报率高。1. 产品价格较高。公司产品以建筑钢材为主, 尤其是螺纹钢占比较大, 受益于2017的地条钢出清, 福建钢材产量增速较小, 而固定资产投资保持高位需求旺盛, 支撑了钢材的高价格, 公司的钢材售价比全国平均价格高出156.5元/吨。2. 全流程降本, 负债率低, 期间费用率创新低。公司地处东南沿海, 产品结构以螺纹钢等长材为主, 在生产工艺、原燃料成本、物流运输成本、环保成本和新国标成本等方面具备一定的成本优势, 吨钢成本优势在700元/吨左右, 而费用率全行业最低较行业平均水平低6.71个百分点。3. ROE位列行业前列。公司资产周转率高, 经营稳定高效, 权益乘数较低, ROE质量很高并且未来有进一步提高的空间。
- 优质钢铁资产注入, 意向收购罗源闽光, 未来业绩看点较多。公司收购三安钢铁、漳州闽光之后, 经过深度整合, 经营规模进一步扩大, 市场占有率提高, 盈利能力增强。目前公司已经发布意向收购罗源闽光的公告, 待收购成功, 进一步强化福建钢铁龙头的地位。
- 公司股利分红回报和资本增值的预期回报较高。在通过股利分红回报股东方面, 公司在行业中表现优异, 股利分红比例为51.64%, 股息率位于行业前三, 预计2019年的股息率为8.74%-11.89%。
- 通过横向和纵向比较, 目前公司的估值存在低估, 具备一定的长期投资价值。公司的P/E在行业中较低, 较行业平均水平被低估49.93%; 从历史P/B演变来看, 目前公司1.24倍的P/B低于供给侧改革之前的水平, 考虑到公司较强的盈利能力、股东权益回报能力和股利分红能力, 公司的估值具有修复的潜力。
- 投资建议: 地产需求超预期低库存下钢材价格反弹, 行业利润扩张的同时成本稳定带来估值修复的机会。预计公司2020-2021年EPS为1.58/1.67, 对应的PE为5.32/5.01倍, 给予“推荐”评级。
- 风险提示: 1) 钢铁价格大幅下跌; 2) 下游基建、房地产需求不及预期; 3) 原料能源成本大幅上涨; 4) 产能释放、收购进程不及预期。

分析师

华立

☎: (86755) 83024323

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

联系人

叶肖鑫

✉: yexiaoxin_yj@chinastock.com.cn

吴建璋

✉: wujianzhang_yj@chinastock.com.cn

相关研究



目录

1	区域龙头借助集团优质资产注入实现快速扩张	3
2	供给收缩，需求超预期，低库存配合支撑钢价上涨	6
2.1	供给：环保限产限制产能释放，高炉、电炉开工率下降	6
2.2	需求端：地产新开工销售回暖，经济下行基建托底	7
2.3	钢价走势：低库存下再去库存造成的供应紧张驱动钢价上涨	11
2.4	铁矿石价格回落，行业盈利能力增强	12
3	公司钢材售价高、成本低，盈利强韧性、高分红	13
3.1	闽钢供给稳定需求快速增长，钢价高位运行	13
3.1.1	供给端：受益于供给侧改革和高市场占有率，议价能力强	13
3.1.2	需求端：受益于福建的钢材需求旺盛	14
3.1.3	供需两旺下钢材价格有望维持高位	15
3.2	公司的原燃料和生产成本较低，保持较高的毛利率	16
3.2.1	原燃料成本低	17
3.2.2	沿海资源运输和分销物流成本低	18
3.2.3	环保成本相对较低	20
3.2.4	螺纹钢新国标下的成本比较优势	21
3.3	期间费用率低，低负债低财务费用贡献较大	22
3.4	股利分红较高	25
4	公司未来看点：收购集团资产，解决内部同业竞争，进一步提升市场占有率	26
4.1	三安钢铁优质资产注入,增厚公司业绩	27
4.2	意向收购罗源闽光，产业布局有望进一步优化	27
5	投资建议	30
5.1	纵向对比，公司估值处于历史低位	30
5.2	横向对比，估值具有一定优势	31
6	公司报表预测	32
7	风险提示	37

1 区域龙头借助集团优质资产注入实现快速扩张

公司作为福建省规模最大的钢铁行业龙头公司，外延并购思路清晰，通过集团内的优质钢铁资产泉州闽光的注入，实现了低成本且快速的外延扩张。2001年12月，福建省三钢集团作为发起人注册成立了三钢闽光股份有限公司（以下简称三钢闽光），注册资本为13.74亿元，2007年在深交所上市。三钢闽光是福建省内唯一的长流程钢铁生产企业，并具有相关配套的焦化、粉矿球团烧结、连铸和全连轧的配套生产加工能力，公司三明本部年产钢能力620万吨（未合并泉州闽光）。

2018年6月公司通过发行股份和现金的方式购买三安钢铁有限公司（泉州闽光）和漳州闽光100%股份，并完成过户手续及相关工商变更登记，公司的生产能力扩大到950万吨左右，福建省当地的市场占有率提高到75%左右，避免了集团内的同业竞争，增强区域的竞争力和盈利能力。目前集团内只剩下罗源闽光没有完成收购，2019年1月公司已经发布意向收购罗源闽光的公告，正式将收购罗源闽光提上议事日程。另外，公司在积极竞购莱芜新疆的钢铁产能指标，同时进行产能置换和升级的改造工作。

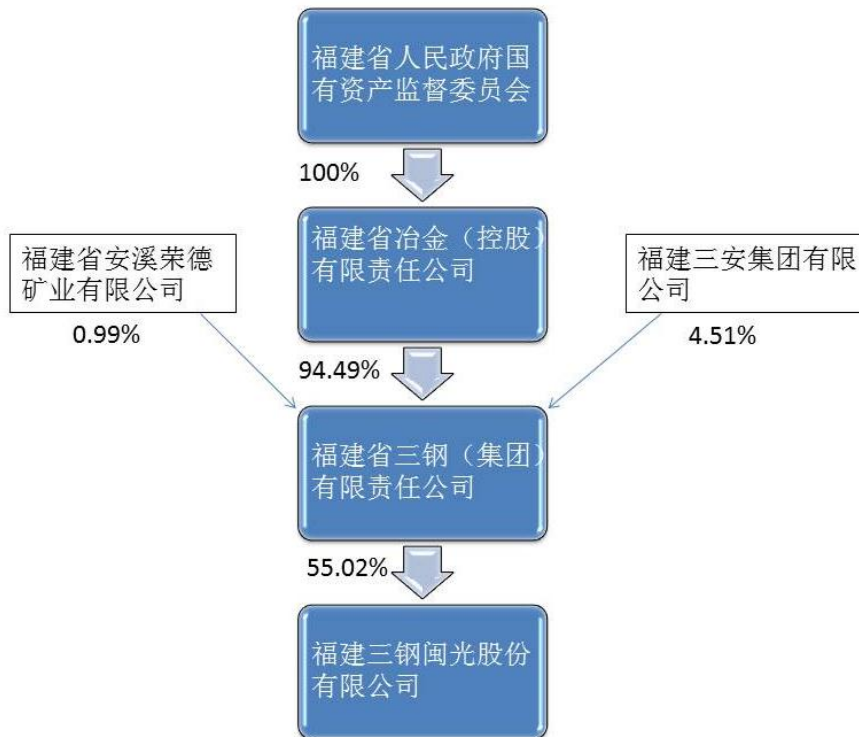
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司的股权结构清晰且稳定：公司总股本24.52亿股，三安集团质押7383.65万股，占A股3.01%，前十大股东持股14.03亿股，占总股本的57.21%，其中福建省三钢集团作为控股股东持股11.01亿股，占总股本的44.90%，实控人是福建省人民政府国有资产监督管理委员会。

图 2：公司股权结构

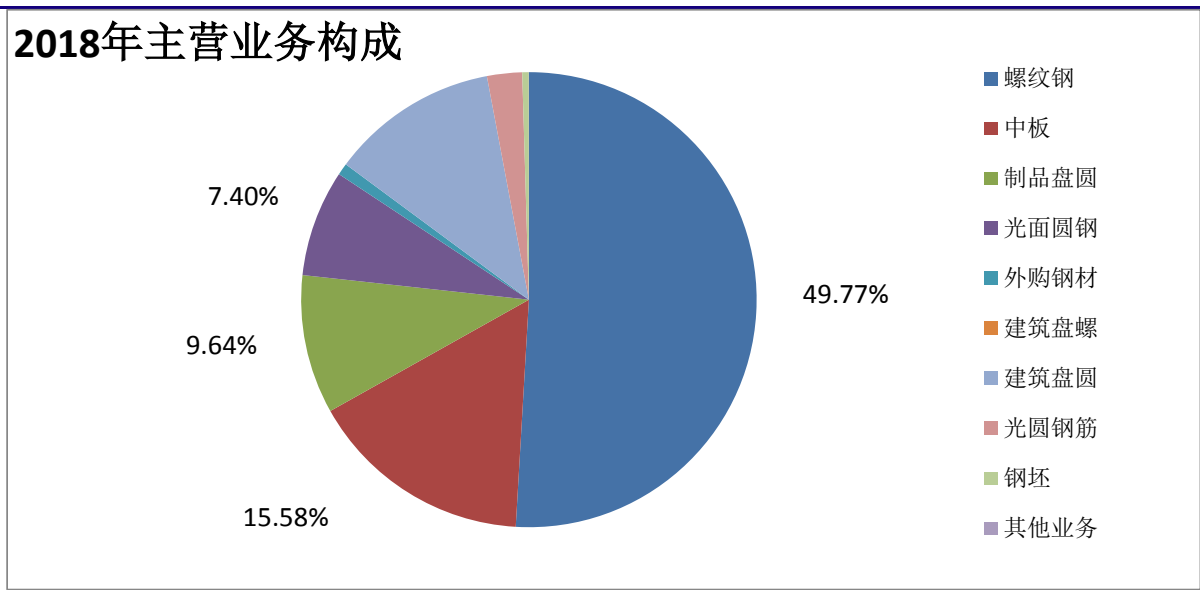


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司目前产品主要为长材和中板，大致占比为 8:2，长材比例逐渐扩大；长材主要以螺纹钢为主，其余为盘圆和光面圆钢，螺纹钢占比回落 3.42 个百分点。公司的主营产品主要包括建筑用钢、金属制品、中厚板材和机械制造用材等，按照钢材具体品种来分：主要分为螺纹钢、中板、盘圆和光面圆钢等。合理的产品结构适应了“长强板弱”的市场格局，为公司主营业务的高毛利率和持续扩张的盈利能力奠定了良好的基础。

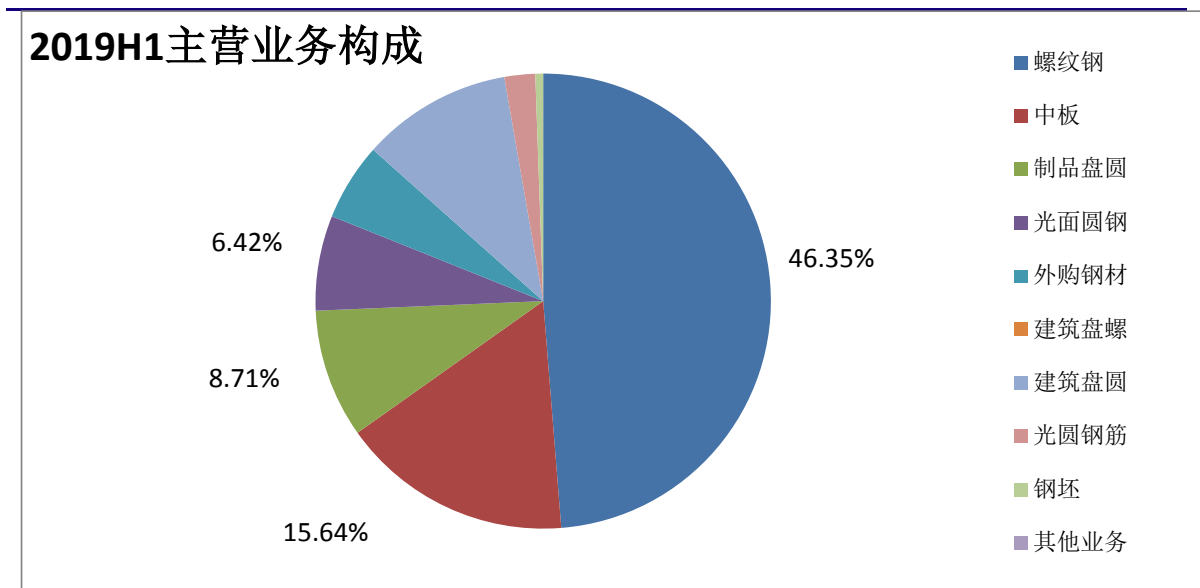


图 3：2018 年主营业务构成-按照成品分类



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：2019 年 H1 主营业务构成-按照成品分类



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

公司拥有生铁产能 872 万吨/年，粗钢产能 875 万吨/年，钢材产能 945 万吨/年。公司拥有三个钢铁生产基地，分别为三明闽光本部，泉州闽光（三安钢铁）和漳州闽光。2018 年全年产钢 965.51 万吨，生铁 827.62 万吨，钢材 959.29 万吨，焦炭 86.4 万吨，入炉烧结矿 1040.63 万吨；2019 年上半年公司产钢 511.26 万吨，生铁 432.68 万吨，钢材 508.35 万吨，焦炭 40.45 万吨，入炉烧结矿 537.51 万吨

表 1：三钢闽光钢铁生产基地产能情况（产能单位：万吨）

三明本部	产能	泉州闽光	产能	漳州闽光	产能	罗源闽光	产能	上市公司	集团
生铁	562	生铁	310	生铁	0	生铁	132	872	1004
粗钢	620	粗钢	255	粗钢	0	粗钢	170	875	1045
钢材	610	钢材	255	钢材	80	钢材	170	945	1115
建筑用钢材	310	线材	70	热轧合金带钢	80	普通钢和合金钢连铸坯	120		



制品盘圆	150	棒材	185	高线线材	60
中板	150				

资料来源：公司网站，中国银河证券研究院

2 供给收缩，需求超预期，低库存配合支撑钢价上涨

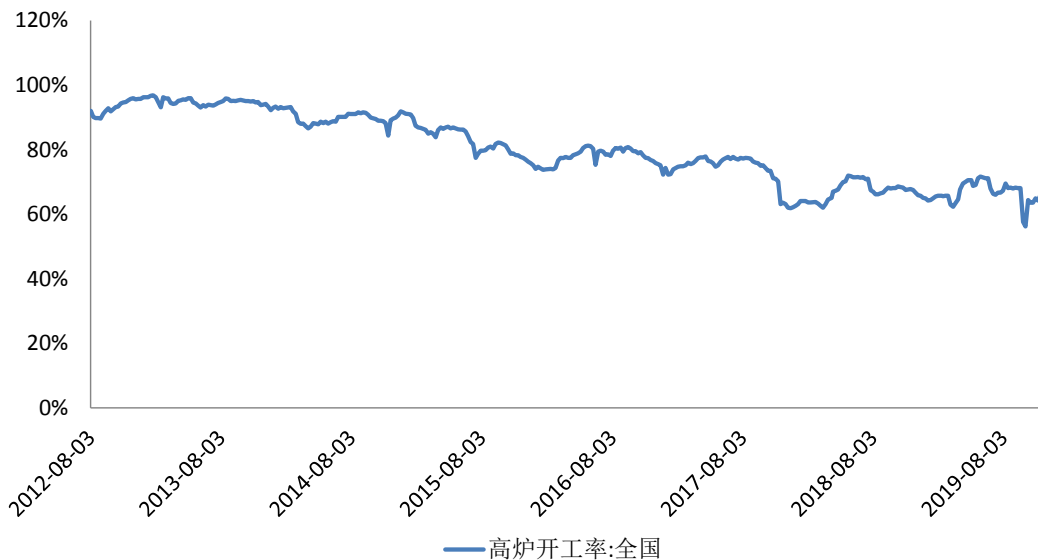
2.1 供给：环保限产限制产能释放，高炉、电炉开工率下降

供给侧改革边际影响减弱，未来主要的改革方向由控制总产能转向为优化产业结构，后去产能时代到来。据中钢协公布，今年共压减粗钢产能 2470 万吨，完成全年任务 3000 万吨的 80% 以上。2016-2017 年以来，我国累计完成钢铁去产能超过 1.2 亿吨（7000 万+5000 万）以上，已超过“十三五”钢铁去产能目标 1 亿吨的底线。未来两三年去产能的空间有限在 530 万吨左右；并且根据工信部和协会要求的产能利用率 80% 左右的目标，实际产量还有可能进一步扩大。

环保限产持续发力，产量收缩。2019 年 10 月，中国的粗钢月产量达到了 8152.10 万吨，同比降低 1.25%。自今年 4 月份钢产量达到 10.87% 的高位增长后，产量增速逐步收窄到 9 月份的 2.38%，直到 10 月份增长由正转负。

环保限产的边际影响增强，钢材产量和开工率均有一定下降。截止到 11 月 15 日，全国螺纹钢周产量达到 348.47 万吨，环比上月减少 5.71 万吨；同时 11 月 08 日，高炉开工率 56.95%，环比下降 1 个百分点。由于今年收紧地产政策削减了钢材需求同时铁矿石价格上涨，导致钢材价格大幅下跌、行业利润下滑，企业下调开工率，产量环比减少。

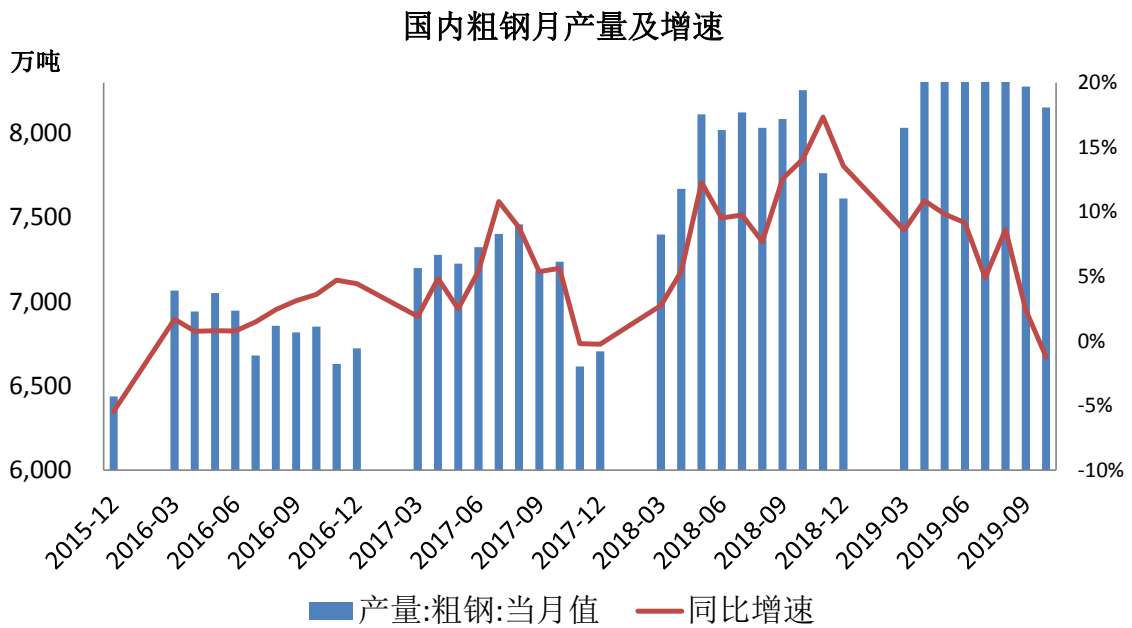
图 5：全国高炉开工率演变



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院



图 6: 国内粗钢产量及增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

2.2 需求端: 地产新开工销售回暖, 经济下行基建托底

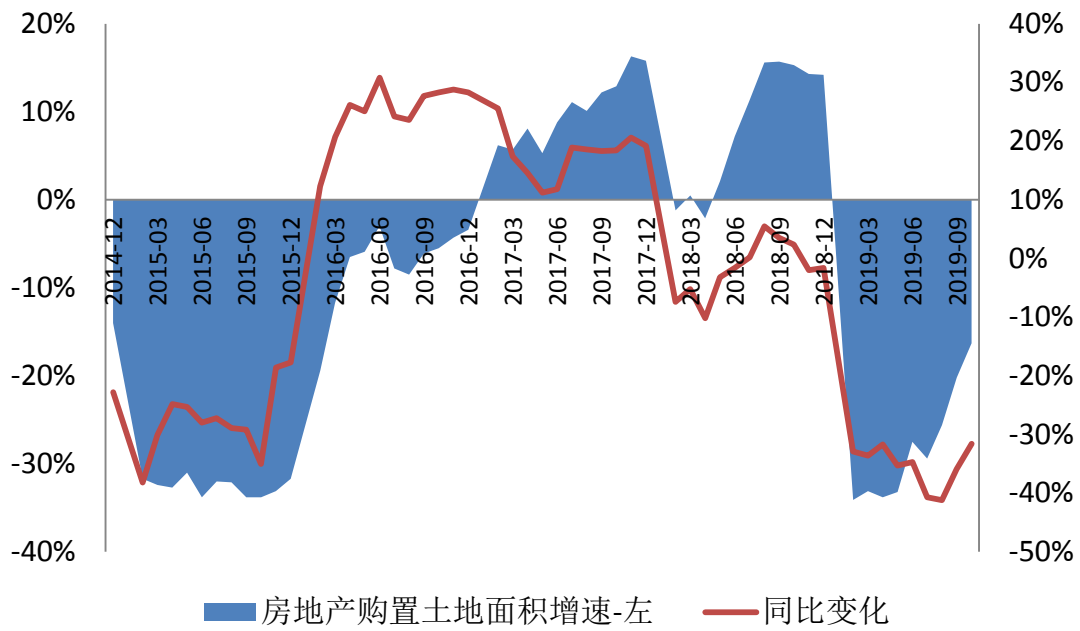
钢材的下游需求结构主要以房地产和基建为主, 两者占比 75%左右。下游需求格局主要是房地产业平稳有韧性、基建逐步回升, 使钢铁下游的需求超出市场预期。

流动性宽松、强基建的政策利好、暖冬天气和冬储需求等拉动钢材需求的增长。央行变向降息下, 降低企业融资成本下的市场环境利于钢铁行业的需求, 有望提振未来钢材的价格。在 MLF 利率、央行逆回购利率相继下调后, 近期 LPR 重拾下行, 央行发布了最新的贷款市场报价利率 (LPR) 报价: 1 年期品种报 4.15%, 上次为 4.20%; 5 年期以上品种报 4.80%, 上次为 4.85%。一般认为, 1 年期 LPR 主要是企业贷款成本, 而 5 年期 LPR 基本代表了房贷利率的走势。同时 11 月 13 日召开的国务院常务会议决定, 完善固定资产投资项目资本金制度, 对补短板的公路、铁路、生态环保、社会民生等方面基础设施项目, 在收益可靠、风险可控前提下, 可适当降低资本金最低比例, 下调幅度不超过 5 个百分点。项目资本金比例的下调将进一步撬动其他融资, 解决项目资金问题, 加速基建项目工程的开工进度, 提供了较好的需求环境。另外暖冬的气候环境和冬储的需求也助力拉动钢材需求的增长。

房地产业平稳有韧性, 新开工销售情况超预期回暖。2019 年房地产调控趋严, 地产行业以稳基调为主, 预计未来调控将以“短期行政限制退出”+“长效机制出台”。在经济下滑和房住不炒的政策严控下, 市场预计地产需求可能下滑, 但今年以来房地产销售与新开工增速极有韧性, 尤其是 10 月的销售与新开工增速再度上行, 销售增速由负转正, 超出市场预期, 为钢铁行业的需求提供了有利支撑。另外住建部发布的建筑钢结构的新标准, 提升了载荷分项系数, 提升了 1%-5%左右的钢材需求, 有效对冲了地产的相关利空因素, 增强了行业的需求韧性。10 月份地产销售数据同比由负转正, 支撑钢材的旺盛需求。

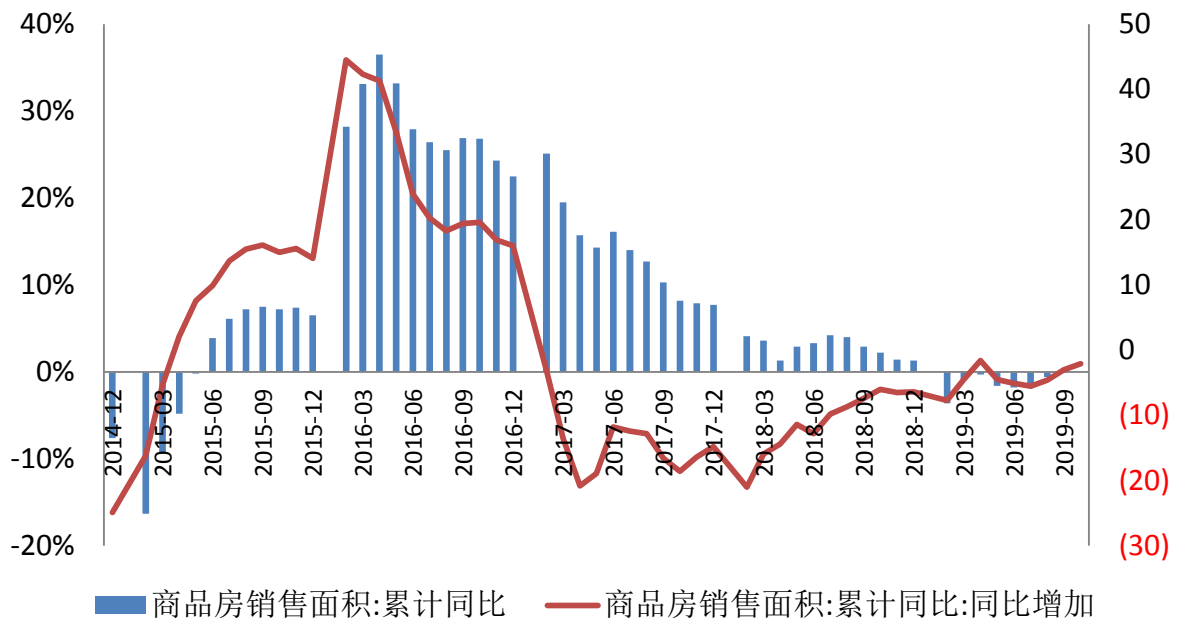


图 7：土地购置面积增速及同比变化率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

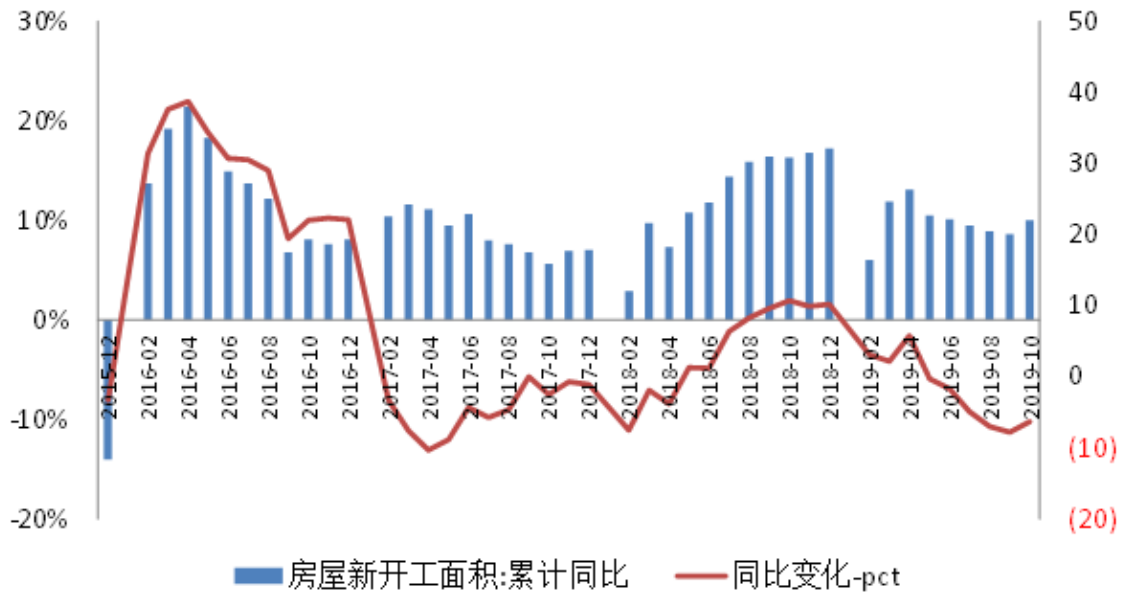
图 8：商品房销售面积增速及同比变化率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院



图 9：房屋新开工面积增速及同比变化百分比



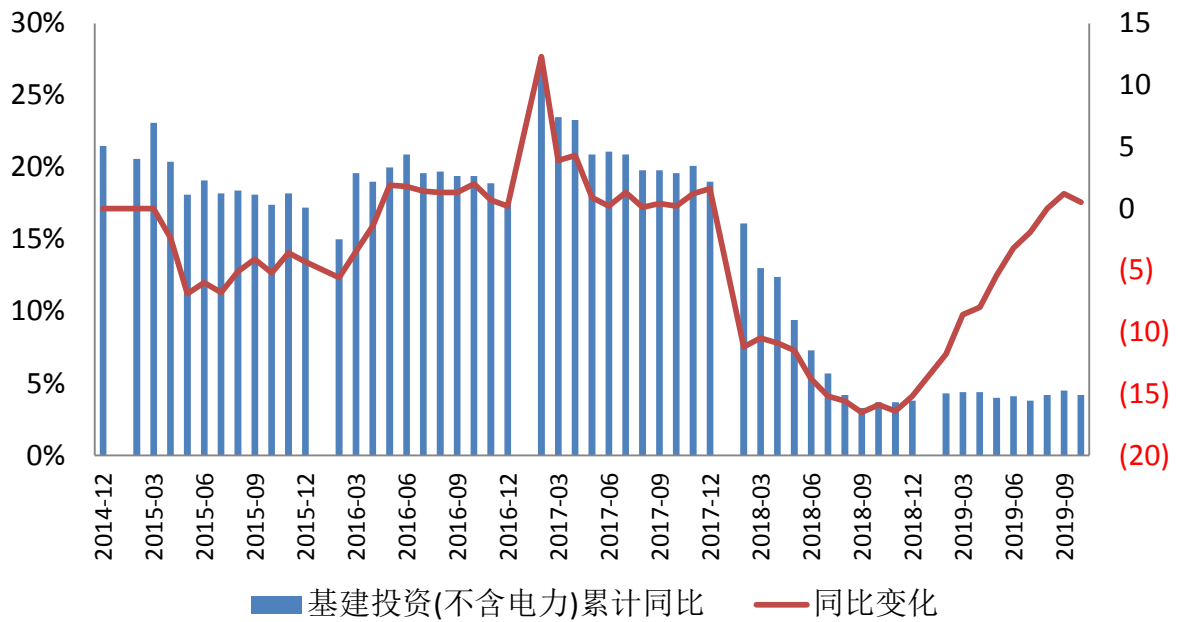
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

基建投资增速企稳回升。从去年开始，基建投资进入了增速下行的周期；今年基建投资增速同比明显下滑，1-10月份基建投资增速仅3.7%，同比下降15.9pct；2018年下半年的相关基建补短板的项目已经安排就位，2019年上半年有待相关资金层面的具体政策落地。政策明确基建补短板，基建有望在2019年发力，拉动建筑材料和工程机械领域的需求。2019年1、2月份的地方专项债已达3078亿元，比去年同期进度大幅提前。目前今年的专项债发放完成，提前发放明年专项债额度，同时国常会进一步降低项目资本金的比例5个百分点，对于基建的拉动作用将会产生持续作用。

轨道交通、新型基建和雄安新区或将成为基建增长的发力点，带动钢材的需求，提振未来钢材的价格。从中央经济工作会议、国常会、发改委、财政部和工信部等各中央和各部委的指导精神来看，2019年经济工作重心会放在稳投资上面，力争通过逆周期政策调整加大基建投资力度，以对冲经济下行的压力。根据发改委等批复的系列基建项目和投资预算来估测，2019年的基建投资增速有望达到40%-50%左右，增量贡献主要集中在轨道交通、新型基建和雄安新区等方面，另外可能带动工程机械等相关产业的高速发展。基建投资的高速扩张或将带动钢材的需求增长，长期来看可能抵消房地产需求的消退，在供需平衡的情况下，有望提振未来钢材的价格。



图 10: 基建类固定资产投资增速及同比变化率



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

表 2: 基建投资规模变化趋势测算

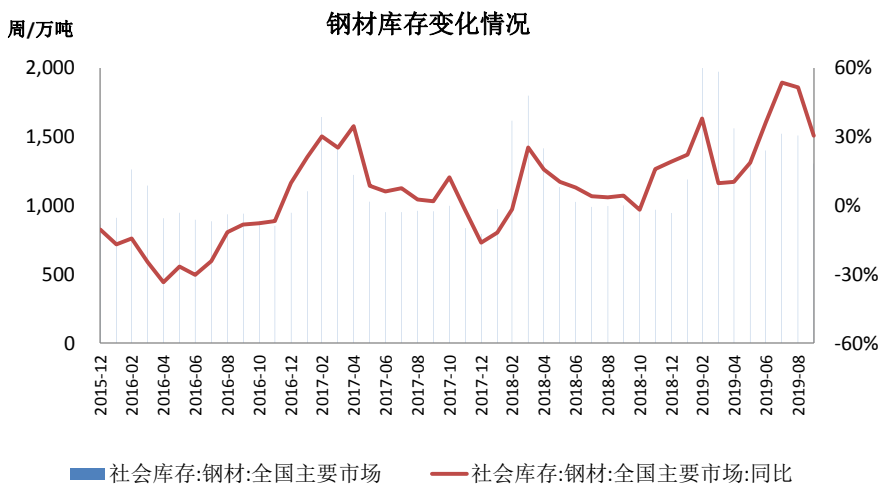
投资类别	投资项目	2018 年	2019 年	预计增长幅度
交通投资	铁路/城市轨道交通	2018 年上半年全国铁路固定资产投资累计完成 3127.12 亿元, 下半年铁路投资额为 4872.88 亿元 (上半年预计值), 总估计 8000 亿元左右	城市轨道交通: 2019 年或 40 余条线路开工, 总投资超 8 千亿 铁路: 投产新线增七成, 总投资超 1.5 万亿, 总计约 2.3 万亿元, 按照平均 2 年完工, 年投资额 1.15 万亿	43.75%
	公路水路	全国公路水路固定资产投资将达 22918 亿元	公路: 2019 新开工 33 项, 总投资 3415 亿元	N/D
	民航	2017 年民航固定资产投资总额 1807 亿元	力争达到 850 亿元固定资产投资	-52.96%
新型基建-5G/AI 等	5G	4G 时期投资约 1100 亿美元	5G 时代宏基站的规模将达到 500 万座, 小基站近千万座, 国内三大运营商总投资额接近 1650 亿美元, 按照与 4G 相同的建设期来估算; 新型基建将达到千亿规模	50.00%
雄安新区	雄安基建	据机构预测, 2018 年投资或将达到千亿规模, 但无其他公布数据或模糊统计; 按照 50% 投资完成统计, ~500 亿元左右	建筑学会预计预计雄安新区在中期 (5 年内) 和长期 (20 年内) 中基建投资总额分别为 937.5 亿元和 12,000 亿元。按照 20 年估算, 每年约 600 亿元投资。2019 年计划开工水利建设项目总投资超 505 亿元人民币; 计划开工民航机场项目总投资超 500 亿; 2019 计划开工保障房项目总投资尚未知。按照两年的建设周期估算, 每年投资 500 亿元左右	相当

资料来源：发改委，工信部网站，民航局，中国建筑学会，中国银河证券研究院

2.3 钢价走势：低库存下再去库存造成的供应紧张驱动钢价上涨

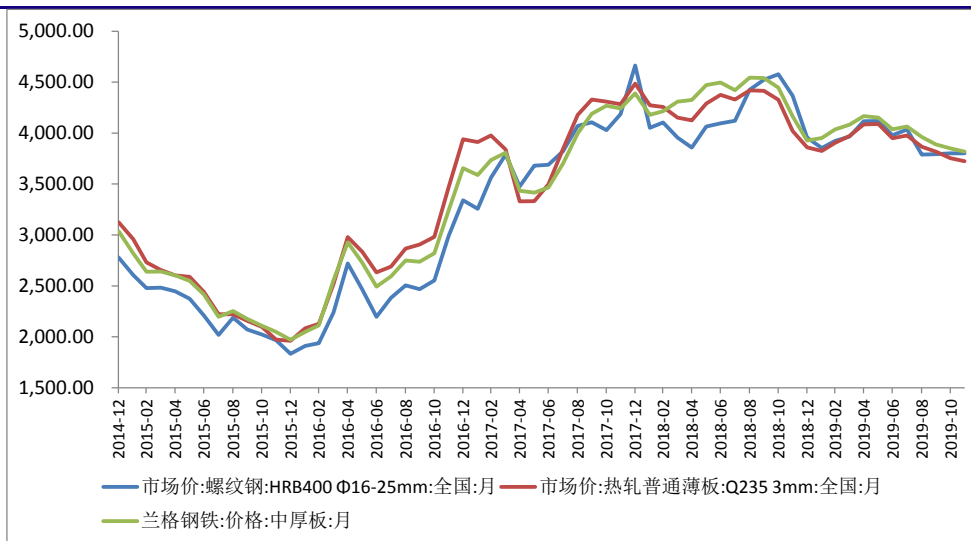
低库存短期支撑钢价，供需关系的改善或将拉动钢材价格上行，尤其是建筑钢材的走势可能更具有弹性。需求超预期叠加供给收缩，钢材去库存的速度快于市场预期，中钢协9月份库存1306万吨，单月去库存206万吨，远快于二季度100万吨左右的去库存规模，不仅证实了需求的旺盛，同时目前低库存下叠加需求超预期，去库存可能仍将继续，低库存下再去库存造成的供应紧张驱动钢价上涨。据Mysteel，近期全国主要钢材社会库存779.3万吨，环比上周减少53.27万吨，较上月减少205.88万吨，同比减少30.3万吨。近期去库存的加速状态，证明在消费淡季需求旺盛，促进钢价上涨。截止到11月20日，全国三级螺纹的平均价格为3894.10元/吨，较上月同期上涨了92.9元/吨，较今年钢价底部8月底3711.5元/吨上涨了182.5，上涨幅度4.92%。

图 11：主要城市钢材库存情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 12：钢材价格变化情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2.4 铁矿石价格回落，行业盈利能力增强

铁矿石价格大幅回落到合理区间，行业盈利能力增强，重新进入扩张区间。截止到11月16日，铁矿石价格相较于860元/吨的年内高点回落22.61%至665.52元/吨，目前的价格水平同比仅高出9.02%，相较于年初淡水河谷矿难和澳洲飓风影响之前的600元/吨的铁矿石价格来比较，仅增长10.92%。伴随铁矿石价格的回落，以及钢材价格中枢的持续抬升，行业盈利能力重新开始增强。2019年前三季度行业利润总额为1972.10亿元，同比降低41.80%，相较于年初由于钢材价格大幅下跌引起的行业利润跳水，目前降幅已经较2月份显著收窄17.2个百分点，行业利润重新进入扩张区间。

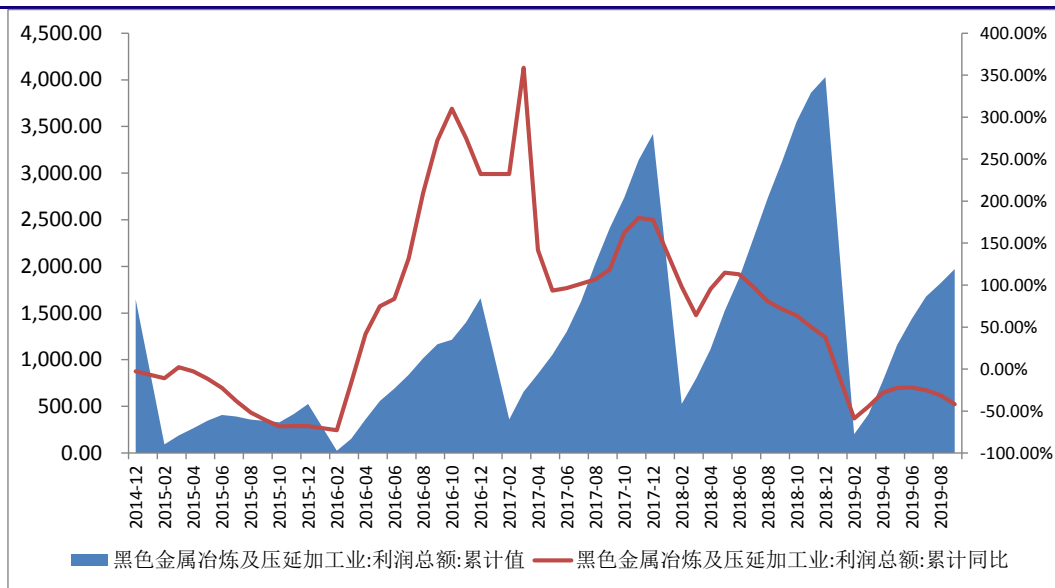
图 13：铁矿石价格走势



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

未来铁矿石价格将在需求边际走弱、供应好转以及阶段高库存的状态下维持弱势震荡的格局。进入到环保限产采暖季，铁矿石需求边际走弱，截止到11月15日，全国螺纹钢周产量达到348.47万吨，环比上月减少5.71万吨；同时11月08日，高炉开工率56.95%，环比下降1个百分点。同时铁矿石供应出现边际好转的迹象，巴西、澳洲等地的矿石生产逐渐恢复，进口铁矿石发货量逐步回升，其中澳洲和巴西11月份铁矿石的平均发货量为1438.13万吨和674.80万吨，分别同比提高了18.77%和-0.53%，巴西月平均发货量基本维持在670万吨以上，相较于9月份增加了26.8万吨。港口铁矿石库存也处于7月份以来的阶段性高位，达到了1.25亿吨。

图 14: 行业盈利能力增强



资料来源: 国统局, 中国银河证券研究院

3 公司钢材售价高、成本低, 盈利强韧性、高分红

3.1 闽钢供给稳定需求快速增长, 钢价高位运行

公司产品以建筑钢材为主, 尤其是螺纹钢占比较大, 未来闽广区域基建需求的增长空间较大, 钢材的价格中枢或将处于稳步上行的通道。公司地处福建, 位于“一带一路”的海西经济走廊和“粤港澳大湾区”的辐射地域, 钢材的供给比较稳定, 而未来基建需求的增长空间较大, 因此钢材的价格中枢或将处于稳步上行的通道。

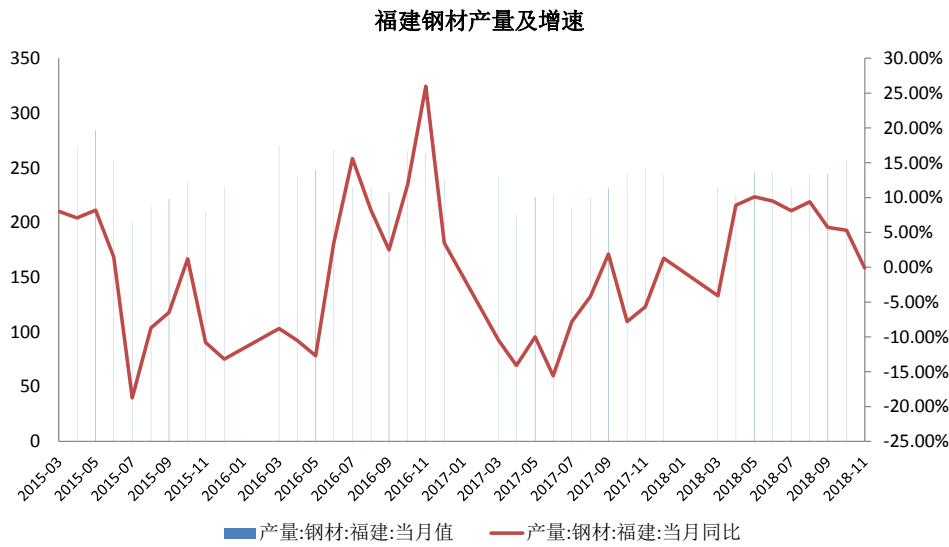
3.1.1 供给端: 受益于供给侧改革和高市场占有率, 议价能力强

福建的钢材供给压力较小, 清理地条钢之后钢材产量的增速基本与钢材需求增速同步。福建钢材产量增速一直较小, 2017 年由于地条钢出清影响了部分正规产能的释放, 处于负增长, 2018 年钢材产量有所恢复, 但是平均增速也维持在 5%-6% 的合理区间, 低于全国 10% 以上的产量增速。(2019 年的情况)

公司从产能、产量和市场销售来说都是省内的龙头钢铁企业, 议价能力较强, 确保钢材价格和利润维持在较高的水平上。根据中钢协统计, 三钢集团的年粗钢产能占比一直维持在 50%-60% 左右, 2018 年福建省全省粗钢产量 2100.7 万吨, 同比增长 11.52%, 三钢集团粗钢产量 1168.2 万吨, 同比增长 4.36%, 增长率低于全省增速 7.16 个百分点, 集团产量占比达到 55.62%, 建材在福建本省的市场占有率达到 70% 左右。因此, 从产能、产量和市场销售来说都是省内的龙头钢铁企业, 有利于巩固公司对福建钢材市场的议价能力, 确保钢材价格和利润维持在较高的水平上。



图 15：福建钢材产量及增速



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

表 3：三钢集团钢铁生产基地产能情况

		2013	2014	2015	2016	2017
三钢闽光	粗钢	592	629	598	624	652
	钢材	543	604	589	618	631
三钢集团	粗钢	822	921	958	1039	1119
	钢材	802	894	946	1049	1112
福建省	粗钢	1625	1821	1587	1517	1883
	钢材	2637	3020	2821	2852	2726
三钢闽光省内占比	粗钢	36%	35%	38%	41%	35%
	钢材	21%	20%	21%	22%	23%
三钢集团省内占比	粗钢	51%	51%	60%	68%	59%
	钢材	30%	30%	34%	37%	41%

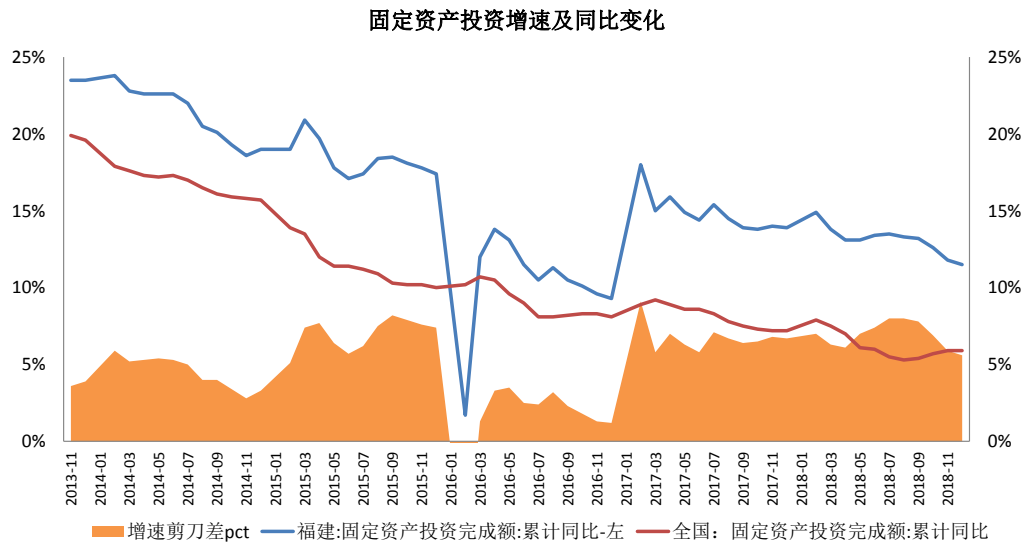
资料来源：公司网站，中国银河证券研究院

3.1.2 需求端：受益于福建的钢材需求旺盛

福建省钢材的需求增速常年保持旺盛，且需求占比超过了钢材的供给占比，支撑了钢材价格和当地钢企的利润。福建的固定资产投资增速领先全国平均水平 6 个百分点，并且福建的固定资产投资完成额占比超过粗钢产量占比 2 个百分点，在每年 2、3 月份投资-产量超过 3 个百分点以上。固定资产投资的高增速和高占比推动了福建省内对上游钢材的需求，有助于支撑钢材价格和当地钢企的利润。随着粤港澳大湾区的中长期规划纲要的出台，城际轨道交通、深-中和深-茂等高速路的建设将进一步刺激钢材的需求。

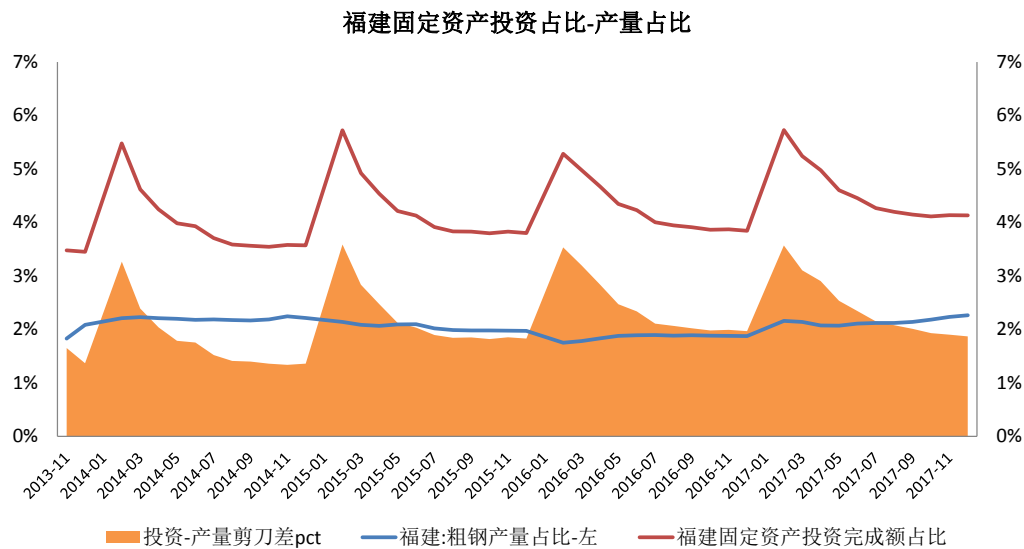


图 16: 福建固定资产投资增速: 维持高速增长



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 17: 福建固定资产投资完成额和粗钢产量占比



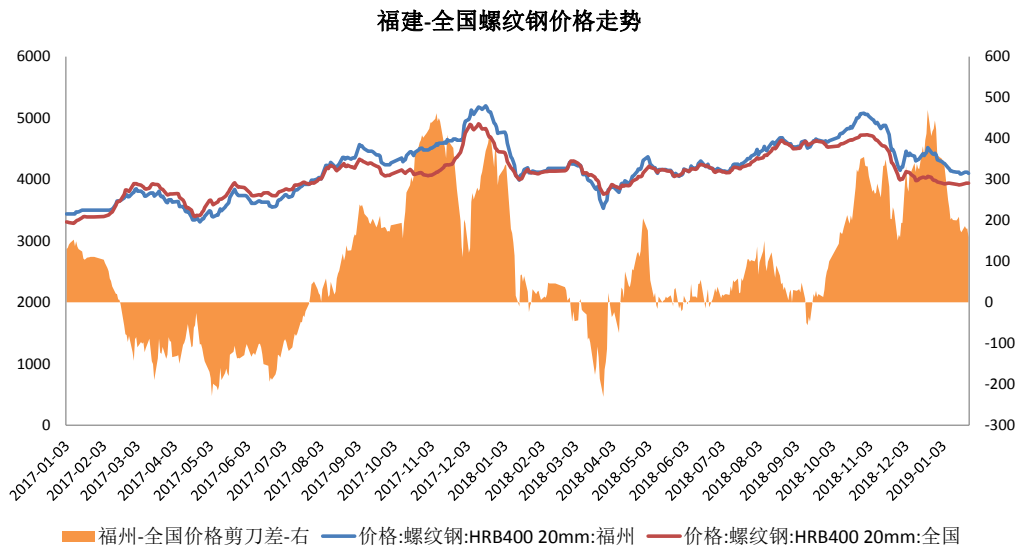
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

3.1.3 供需两旺下钢材价格有望维持高位

福建本地钢材旺盛的需求超过了供给端的表现, 钢材价格具有较高的优势, 螺纹钢平均吨钢价格超过全国均价 94.11 元, 超过了上海均价 219.36 元。2018 年福建钢材的平均价格为 4339.40 元/吨, 同比增长了 8.05%, 平均价格超过了全国平均价格 94.11 元/吨左右, 并且超过了上海平均价格 219.36 元/吨左右。受到 2018 年 11 月份以来环保限产不及预期导致的钢材快速下跌的影响, 价格有所回调, 目前螺纹钢价格维持在 4100-4200 元/吨, 吨钢价格仍然比全国螺纹钢价格高出 160-350 元/吨, 有力地支撑了企业的盈利能力和分红计划。

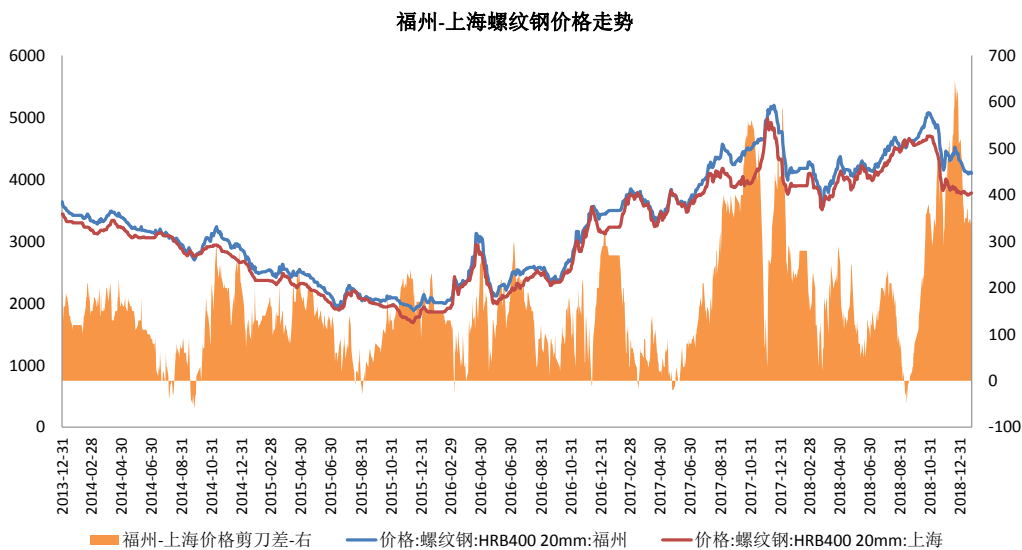


图 18: 福建-全国螺纹钢价格走势



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 19: 福建-上海螺纹钢价格走势

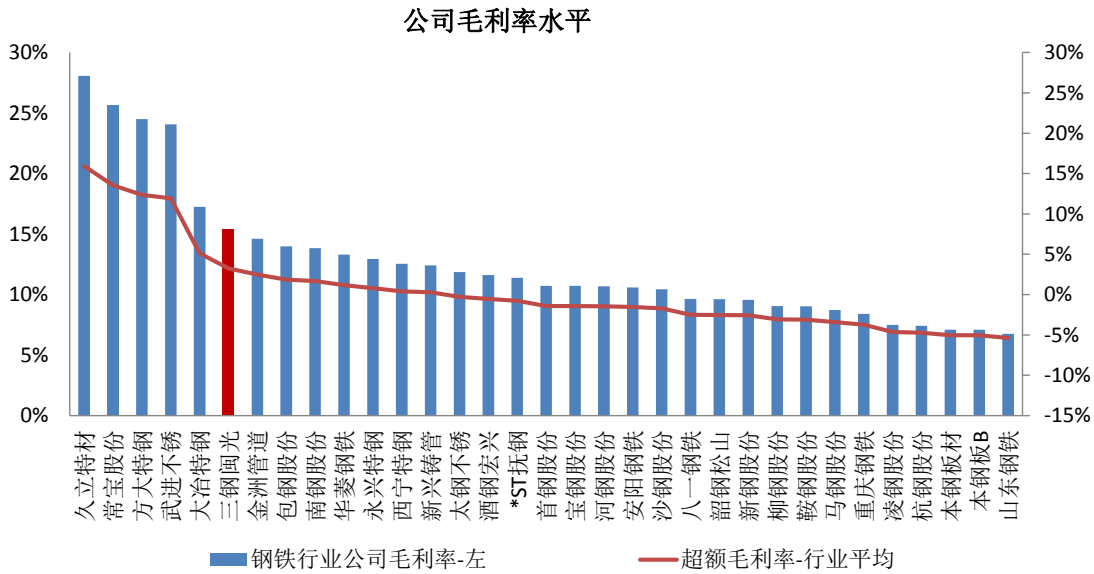


资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3.2 公司的原燃料和生产成本较低，保持较高的毛利率

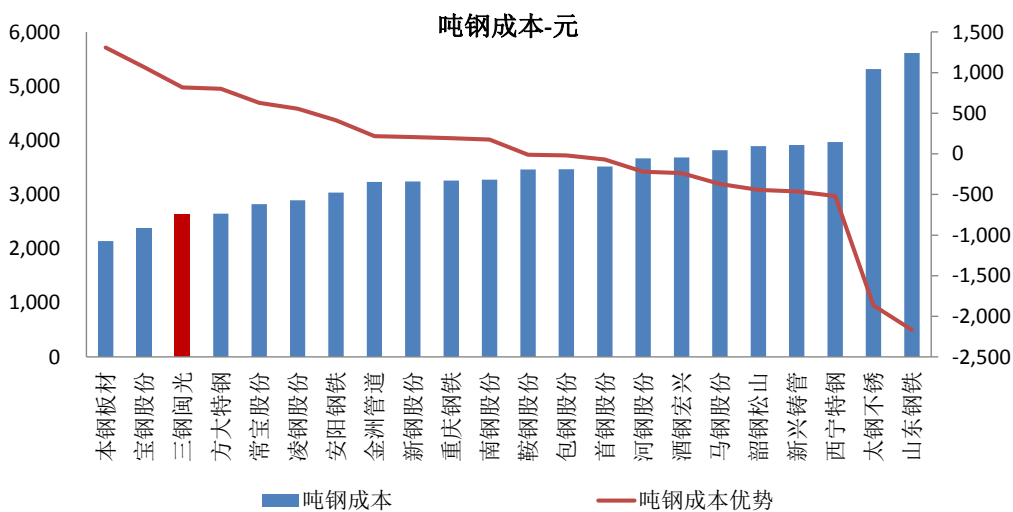
福建钢材价格高于全国平均价格，公司产品在福建本省的市场占有率较高，议价能力强，保证了较高的产品售价；同时，公司在原燃料消耗、物流运输、环保和螺纹钢新国标等方面也具有较强的成本优势，吨钢成本仅为 2630.18 元/吨，比行业平均成本低 817.90 元，因此有力地支撑了公司产品的高毛利水平 27.76%。公司的主营产品螺纹钢、建筑盘螺和建筑盘圆的毛利率较高，分别为 29.14%、29.32% 和 29.76%；截止到 2019 年 3 季度，公司主营业务的毛利率为 15.39%，超过了全行业平均水平的 3.25 个百分点，在全普钢行业名列第一。

图 20：公司毛利率水平横向对比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 21：吨钢成本横向对比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

3.2.1 原燃料成本低

公司的原燃料成本优势在 123.16 元/吨左右，如果降低废钢使用比例到行业平均水平，则成本优势可以进一步扩大到 320 元/吨。从生产工业和原燃料的成本来看，公司的高炉利用系数较高，节省了运维和能源的成本；入炉烧结矿比例较低，降低了对于铁矿石尤其是高品位球团矿的消耗，考虑到巴西淡水河谷的溃坝事件的影响，今年的高品位价格大概率会维持在 80 美元/吨以上，并且随着国内环保形势趋严，对于高品矿的需求不断增加，高品球团矿的价格或将持续走高，因此这一项吨钢成本节省或将超过 200 元；利用喷吹煤等工艺技术减少焦炭的使用量，较公司平均水平降低入炉焦比 5 个百分点左右，



叠加部分焦炭产能自给，吨钢成本降低 130 元左右；公司的废钢占比达到了 21%，高于行业平均水平，在一定程度上拉高了吨钢成本 200 元/吨，若行业利润继续走低，公司还有进一步降低成本的空间。

表 4：原燃料分析和成本估算

	高炉利用系数 (t/m ³ *d)	入炉烧结矿比例	入炉焦比	焦炭自给率	废钢/铁水的单耗占比
公司	4	1.29	35.00%	60.71%	21.00%
行业平均水平	2.2-2.4	1.6	40.00%	30.00%	8.70%
吨钢成本节省估算 (元)	5.06	186	29.625	99.27	-196.80

资料来源：公司公告，钢之家，西本新干线，中国银河证券研究院

3.2.2 沿海资源运输和分销物流成本低

公司地理位置优越，生产基地集中在福建省内，原燃料和产品的物流运输成本较低，吨钢运输成本优势大约 128.97 元/吨。公司地处东南沿海并且产品主要覆盖省内（七成）及周边广东、浙江和海南等地，可以灵活地选择铁路和航运等廉价的交通运输方式，对于铁矿石到岸运输和产成品物流运输方面有一定的成本优势，另外结合福建周边山地地形较多，相较省外钢材甚至北方钢材，在成本方面有一定的优势。

表 5：运输物流成本估算

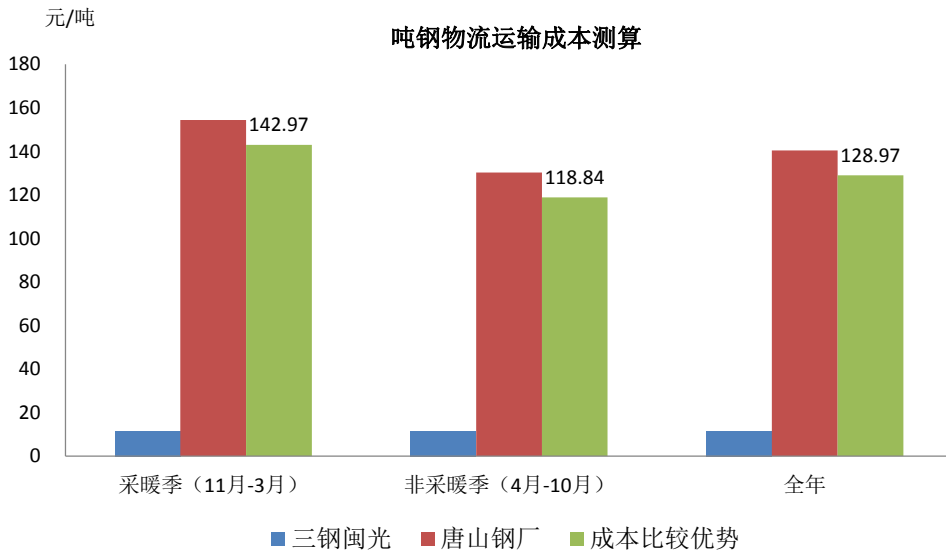
项目	运输成本估算	成本构成	成本测算
厂内铁运成本	1.2 元/吨公里	在厂内铁路运输成本中，人员费用所在比例最大，约占厂内铁运总成本的 50%，其次是燃料和材料费用，约占厂内铁运总成本的 30%，设备维护和折旧费用所占比例约 15%。因此，从费用构成上来看，有效降低人员费用和燃料、材料费用，是目前大中型钢铁企业降低厂内物流成本的途径之一	厂内物流：生产物流，从原燃料的采购入库开始，经生产装卸各个环节，直到形成钢材产品销售出厂，也包括废弃物回收利用； 厂外物流：厂外原燃料的采购运入以及钢材产成品的运出销售
长途汽车运输	0.42 元/吨公里 (0.3-1.0 元)/吨公里	据交通运输部网站消息，《超限运输车辆行驶公路管理规定》已于 2016 年 8 月 18 日通过，自 2016 年 9 月 21 日起施行； 新规表明，超限超载标准吨位全线降低，如载重量最大的 6 轴汽车列车超载标准由此前的 55 吨降至 49 吨；超 49 吨就算超载！最高罚款 3 万！”根据最新的《车辆运输车治理工作方案》规定，对超载货车“一超四罚”，对货车司机除了经济处罚，还要扣分、列入黑名单	汽车运输新规之后，秦皇岛安丰钢铁运费也出现大幅调整，至天津运费由 70 元/吨涨至 110 元/吨（265.7 公里）；至北京运费由 80 元/吨涨至 125 元/吨（291.3 公里）；至唐山丰润由 45 元/吨涨至 70 元/吨；涨幅在 36%-57%；武安至石家庄、晋州运费由 50 元/吨涨至 70 元/吨，涨幅 40%
长途铁路运输	0.046 元/吨公里	现行《铁路货物运价规则》，按运距 1500 公里的钢材计算，60 吨整车的铁路运费为 4107 元，建设基金为 2970 元，而按标准装卸费为 1000—2000 元	如果装卸费不下浮，几乎是铁路运价的 50%。



航运	0.084 元/吨 (0.04 元/吨公里 -0.128 元/吨公里)	按照航运费用中 50%左右的装卸费来估算	2012 年据重庆市水路运输协会, 每吨散货每公里运费 2 分钱; 2017 年 9 月 1 日中国-国际主要港口钢材海运费, 釜山 8 美元/吨, 880 公里左右
三钢 (三明-福州)	11.5 元/吨	节省铁矿石运输成本, 仅估算钢材的省内铁路运输成本和本地消耗	省内物流配送 (250 公里)
三钢 (三明-广州) (三明-温州)	45.29 元/吨 (32.2-58.38 元/吨)	节省铁矿石运输成本, 仅估算钢材的省外交通运输成本	省外物流配送 (700 公里), 按照公路 10%-其余的铁路运输和全部铁路运输来估算
三钢 (三明-海口)	76.32 元/吨 (67.90-84.73 元/吨)	节省铁矿石运输成本, 仅估算钢材的省外交通运输成本	省外物流配送 (1476 公里), 按照航运 30%-其余的铁路运输和全部铁路运输来估算
唐山-日照港	122.16 元/吨 (86.85-157.456 元/吨)	铁矿石运输按照 62%品位估算, 吨钢消耗铁矿石按照 1.6 吨计算, 为了保证充足的原料供应, 唐山港年进口仅 1400 万吨	运输距离按照 1180 公里计算, 运输方式采用公路 10%-其余的铁路运输和全部铁路运输来估算
唐山-广州	146.29 元/吨 (104-188.57 元/吨)	按照钢材运输费用来估算, 北材南下	运输距离按照 2261 公里计算, 运输方式采用公路 10%-其余的铁路运输和全部铁路运输来估算
唐山-北京	8.18 元/吨	按照钢材就近消耗运至北京来计算	省内物流配送 (178 公里)
厂内铁运成本	1.2 元/吨公里	在厂内铁路运输成本中, 人员费用所在比例最大, 约占厂内铁运总成本的 50%, 其次是燃料和材料费用, 约占厂内铁运总成本的 30%, 设备维护和折旧费用所占比例约 15%。因此, 从费用构成上来看, 有效降低人员费用和燃料、材料费用, 是目前大中型钢铁企业降低厂内物流成本的途径之一	厂内物流: 生产物流, 从原燃料的采购入库开始, 经生产装卸各个环节, 直到形成钢材产品销售出厂, 也包括废弃物回收利用; 厂外物流: 厂外原燃料的采购运入以及钢材产成品的运出销售

资料来源: 公司公告, 钢之家, 西本新干线, 中国银河证券研究院

图 22: 吨钢物流运输成本测算



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

3.2.3 环保成本相对较低

公司地处南方沿海, 环保压力较低, 吨钢环保成本的优势达 181.36 元/吨, 全年的盈利稳定性较高。随着环保形势严峻的常态化, 北方尤其是京津冀地区、汾渭平原和长三角地区的钢铁企业面临着生产环保成本增加和采暖季环保限产等生产性制约。公司仅从吨钢环保改造成本和运维成本计算, 吨钢环保成本的优势高达 181.36 元/吨; 如果进行全流程改造, 吨钢成本可能会上升 416 元左右。另外, 环保限产的影响较小, 因此全年的盈利稳定性较高, 支撑业绩的高速增长。

表 6: 环保成本估算

项目	吨钢改造成本估算	环保效果	技术路线/难度
袋式除尘	5.68 元	主要是除尘, 需要和其他脱硫脱硝工艺进行配合使用	需要清灰, 除尘布袋需要定期清理
干法脱硫除尘+ 第三代 COA 脱 硝	30.00	龙净干法团队开发的第三代气相 COA 协同脱硝工艺可以实现超低排放, 在梅钢得到应用; 2018 年 1 月, 工信部以《全球首套烧结烟气干式协同超净装备正式运行》为题对此进行了专题报道	循环氧化吸收法, 属于低温脱硝法, 转化成 NO ₂ , 与钙基吸收剂反应脱除, 可以与烟气脱硫装置协同使用, 转化效率有待提高, 目前没有 SCR 方法应用广泛
石灰循环流化床 脱硫+中高温 SCR 脱硝	38.00	选择性催化还原, 需要袋式除尘进行辅助, 对脱硝温度有一定的要求, 严控在 280-300 摄氏度通入氨气还原剂; 参考预焙阳极工业中环保使用成本在 100-200 元/吨左右, 2014 年沙钢的环保投资成本为 86.9 元/吨, 运营成本为吨钢 140 元 (单位体积二氧化硫 40mg), 如超低排放的使用成本或将更高	高效静电除尘+烟气加热+中高温 SCR 脱硝+烟气换热+半干法脱硫+袋式除尘。 前后端烟气换热系统的设计, 降低能耗; 设备开启, 需要将 150 度的烟气加热到 280 以上, 消耗的能源较大。
活性焦一体化脱	64.00	更换率较高, 除尘效率和除尘率会随着吸附气体的增加	前端脱硫反应结束后, 再喷氨



硫脱硝装置	而下降	进行脱硝，以提升脱硝效率，同时有必要在活性炭装置后增设高效袋式除尘器，
完全 416 元；100 元-200 元左右，对		
全流程改造	于焦化、烧结、炼铁、炼钢等关键环节	转炉炼钢中陈胜烟气粉尘，需要除尘风机和袋式除尘 N/D
无组织排放	参考袋式除尘 5.68 元/吨	物料储存、输送及生产车间应密闭，产尘点配备抑尘、除尘并抑尘，车间外不得有可见烟粉尘。 封闭料场+抑尘除尘

资料来源：生态环境部，冶金工业规划研究院，公司新闻，环境保护产业协会，中国银河证券研究院

3.2.4 螺纹钢新国标下的成本比较优势

新国标的实施将抬高螺纹钢的平均生产成本中枢，对比行业，公司的吨钢生产成本能节省 150 元/吨左右。螺纹钢新国标（简称新国标）从 2018 年 11 月开始执行，禁止在螺纹钢生产过程中使用“穿水”工艺，取而代之，通过添加钒和铌等合金元素来提升钢筋的综合力学性能。通过添加合金元素会在一定程度上提高生产成本。添加氮钒合金（钒含量 70-78%）、氮化钒 FeV55N11（钒含量 55%），添加含量 0.025-0.03%，新增钒成本在 200 元/吨左右，虽然氮钒合金报价达到 80 万元/吨的高位之后，见顶回落到 30 万元/吨左右，相比 2017 年底仍然上涨了 50%，未来合金的价格随着钢材需求的回复仍然存在上涨的动力。用铌铁替代部分钒，新增铌铁成本达到 150-170 元/吨，目前市场报价 30-35 万元/吨，且仍有上涨趋势；另外新国标对长度、重量和弯曲度的公差要求加严而且不能复验，对于质量控制的成本提高约 40 元/吨。

公司在标准实施以前已经做了大量的实验，目前生产的螺纹钢已经符合国家的生产标准。另外，公司由于现金流充足，针对新国标提前做了合金的战略储备，在低价时做了大量采购，公司吨钢合金成本平均增加不到 100 元/吨，大概在 80 元/吨左右。总的来看，公司的吨钢生产成本可以节省 150 元/吨左右。

表 7：螺纹钢新国标下生产成本增加的估算

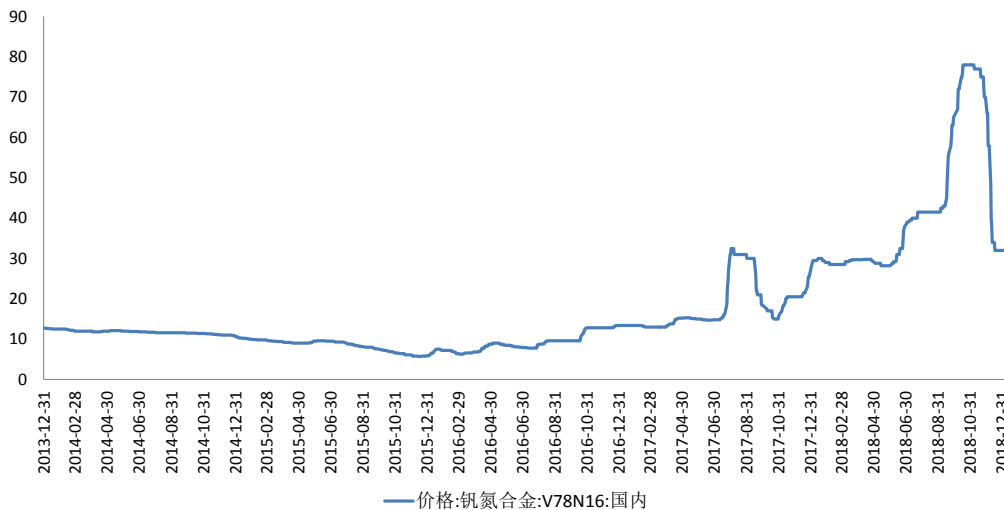
	新增钒成本（元/吨）	新增铌铁成本（元/吨）	尺寸公差要求（元/吨）
公司	80-100	-	20-40
行业平均水平	230	150-170	40
提升成本内容	添加氮钒合金、氮化钒（FeV55N11）	用铌铁替代部分钒元素	新国标对长度、重量和弯曲度的公差要求加严而且不能复验
新增合金含量	0.025-0.03%		
成本优势估算	140	-	10

资料来源：冶金工业规划研究院，中国钢铁工业协会，公司公告，我的钢铁网，中国银河证券研究院

图 23：氮钒合金价格走势



氮钒合金价格走势



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

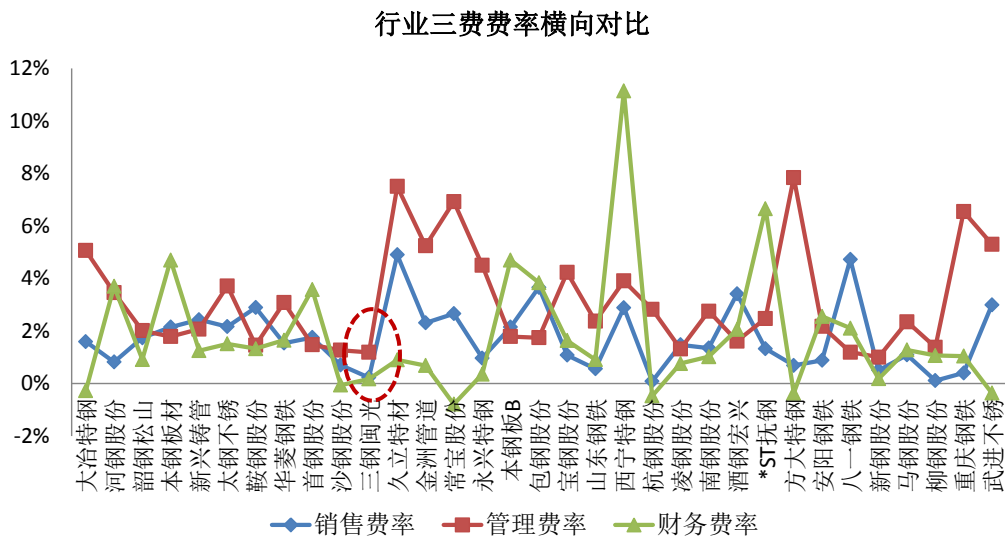
3.3 期间费用率低, 低负债低财务费用贡献较大

公司的费用率优势明显, 1.6%的三费率为全行业最低水平, 远低于行业平均的三费率水平 6.71%, 并且公司未来有望通过进一步压缩管理费用, 进一步提高费用率的优势。除了生产成本端的优势外, 公司的费用率优势明显, 截止 2018 年三季度, 三费率保持在全行业最低水平仅为 1.6%。公司在成本管控方面更加精细, 销售费率和管理费用较低; 同时公司的资产负债率较低, 远低于行业平均的 60%, 甚至低于工信部和中钢协建议的 50% 以下的要求, 不仅降低了财务费用, 而且减少了对债务资金的依赖, 集中精力在主业的经营, 依靠经营性现金进行对外扩张, 经营、投资更加稳健, 盈利的质量更高。

从公司 2010 年以来逐年降低的三费率可以发现, 公司在降低费用方面做了努力, 受益于 2015 年以来降低自身资产负债率, 财务费率由原先的 1.68% 降低了 89.2%, 2018 年的财务费用率仅为 0.18%, 使得公司的三费率在全行业处于领先的地位。由于公司主营业务稳健, 现金流充裕, 使得公司负债逐步降低; 全行业最低的费用率也为公司获得了行业第一的净利率奠定了基础。未来费用率的优势有望通过管理费用的减少得到进一步降低, 净利率仍然有提升的空间。

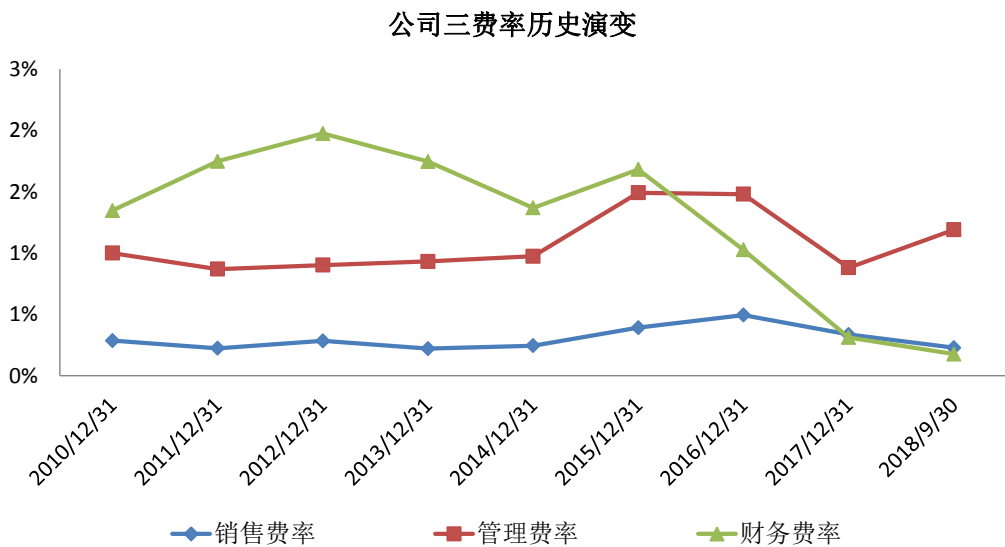


图 24：公司三费公司横向对比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 25：公司三费率历史演变



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

根据不同钢材价格下的盈利预期，在行业盈亏平衡线附近时，公司仍然能够维持 600-900 元/吨的利润，盈利能力的韧性较强；如果钢材价格回到了前期高位，公司的吨钢利润或将超过 1500 元/吨。基于前文对钢材价格、成本、费用和盈利等的解构分析，公司的钢材售价比全国平均价格高出 156.5 元/吨，包括生产工艺、原燃料成本、物流运输成本、环保成本和螺纹钢新国标下抬升的生产成本等，成本端的优势在 700 元/吨左右，而费用率较行业平均水平低 5.1 个百分点，而所得税率比行业平均水平稍高在 25%左右。因此根据不同钢材价格对于吨钢净利润进行了情景估算，在行业盈亏平衡线附近时，公司仍然能够维持 600-900 元/吨的利润，盈利能力的韧性较强；如果钢材价格回到了 2018 年的高位，公司的吨钢利润或将超过 1500 元/吨。



表 8：不同钢材价格情景下对应的吨钢利润测算

情景设置	预测对象	钢材平均价格(元/吨)	吨钢毛利 润	吨钢三费	所得税	吨钢净利 润
情景 1	行业平均	5000.00	1551.92	335.50	243.28	973.14
	三钢闽光	5156.50	2459.53	82.50	594.26	1782.77
情景 2	行业平均	4700.00	1251.92	315.37	187.31	749.24
	三钢闽光	4856.50	2159.53	77.70	520.46	1561.37
情景 3	行业平均	4400.00	951.92	295.24	131.34	525.34
	三钢闽光	4556.50	1859.53	72.90	446.66	1339.97
情景 4	行业平均	4100.00	651.92	275.11	75.36	301.45
	三钢闽光	4256.50	1559.53	68.10	372.86	1118.57
情景 5	行业平均	3800.00	351.92	254.98	19.39	77.55
	三钢闽光	3956.50	1259.53	63.30	299.06	897.17
情景 6	行业平均	3500.00	51.92	234.85	0.00	-182.93
	三钢闽光	3656.50	959.53	58.50	225.26	675.77

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

根据不同钢材价格下的盈利预期，在行业盈亏平衡线附近时，在钢价处于行业盈亏平衡线的情
况下，公司较同行业公司仍有较高的利润空间。公司的 ROE 在 30%左右，EPS 在 4-5 元/股，股价提
升空间为 17.43%-57.66%；如果需求端发力提振钢价回到前期高点，股价提升空间为
183.47%-227.12%。按照公司上半年 493 万吨的产量来估算，考虑到往年四季度之后钢材需求回落，
公司可能会对生产做出一定程度的收缩调整，按照 2017 年的生产节奏和年增长率来估算，2019 年
的产量为 900-950 万吨左右，考虑到目前行业在钢价企稳下，具备一定的盈利能力，应该不会大幅
减产，产量或将维持在 900 万吨以上；公司 2018Q3 的净资产为 170 亿，考虑到钢材 11 月份的回落
和去年四季度净资产增加不多等因素，预计 2018 年年报的净资产为 181 亿。按照 50%的盈利分红比
例，根据不同钢材价格对应的吨钢净利润对公司 2019 年的 EPS 和 ROE 等指标进行了情景预测。即使
在行业盈亏平衡点附近，公司的盈利能力依然较强：公司的 ROE 略微降低但能够维持在 30%左右，
EPS 在 4-5 元/股，比目前略高，对应的 P/E 为 3x-4x，股价提升空间为 17.43%-57.66%。如果下游
基建补短板发力，钢材需求提振钢价上涨到去年的高点 4700-5000 元/吨，股价提升空间为
183.47%-227.12%。如果叠加宏观经济回暖和行业估值修复和盈利超预期等外部刺激因素下，公司的
估值存在一定修复的可能性，股价会有更大幅度的上涨空间。

表 9：不同钢材价格情景下的盈利预期

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 6
钢材价格 (元/吨)	5000.00	4700.00	4400.00	4100.00	3800.00	3500.00
行业平均吨钢净利(元)	973.14	749.24	525.34	301.45	77.55	-182.93
三钢吨钢净利(元)	1782.77	1561.37	1339.97	1118.57	897.17	675.77
产量预测(万吨)	950.00	940.00	930.00	920.00	910.00	900.00
净利润(亿元)	169.36	146.77	124.62	102.91	81.64	60.82
EPS(元/股)	10.36	8.98	7.63	6.30	5.00	3.72
净资产 (亿元)	265.68	254.38	243.31	232.45	221.82	211.41
BPS(元/股)	16.26	15.57	14.89	14.23	13.58	12.94



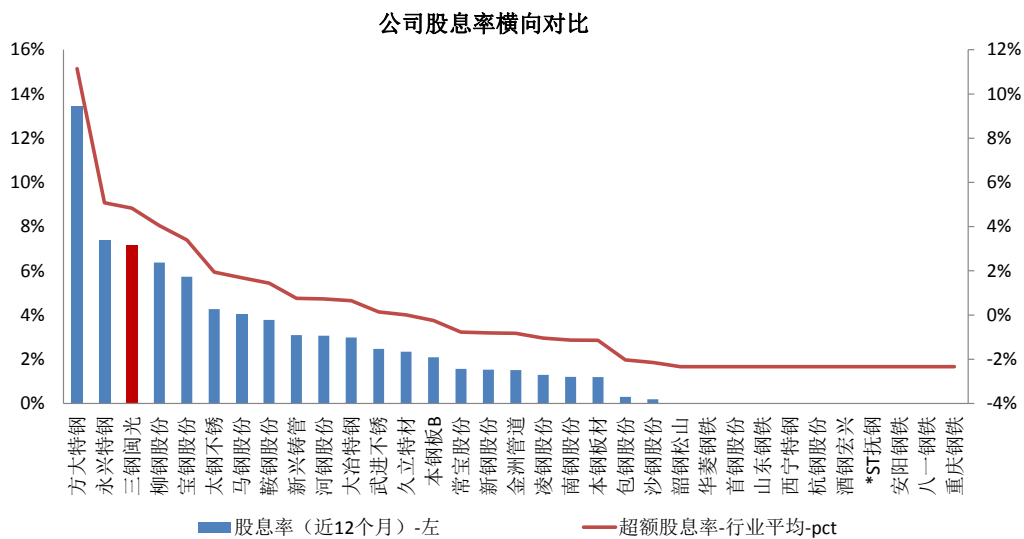
P/E	1.42	1.64	1.93	2.34	2.94	3.95
P/B	0.90	0.94	0.99	1.03	1.08	1.14
ROE	63.75%	57.70%	51.22%	44.27%	36.81%	28.77%
股价提升	33.39	26.97	20.68	14.51	8.48	2.56
资本溢价率	227.12%	183.47%	140.68%	98.74%	57.66%	17.43%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3.4 股利分红较高

在通过股利分红回报股东方面，公司在行业中表现优异，股利分红比例为 51.64%，股息率位于行业前三，预计 2018-2019 年的股息率为 8.74%-11.89%。公司的现金分红比例一直维持在 40-60% 左右，2017 年盈利分红比例为 51.64%，高于行业平均 24.93 个百分点，叠加股价被一直低估，近 12 个月的股息率位于行业前三，7.17% 的股息率与行业第二的永兴特钢仅差 0.24 个百分点。根据证监会的最低分红比例规定、公司的分红传统和公司章程的规定等方面估测，另外从 2016 和 2017 年公司的盈利水平上升后股利分红比例分别为 30% 和 52%，公司回馈投资者的意愿较强。预计 2019 年的股息率区间为 11.89%-8.74%，根据比较乐观的盈利水平估计，股息率 13.49%-19.17%。

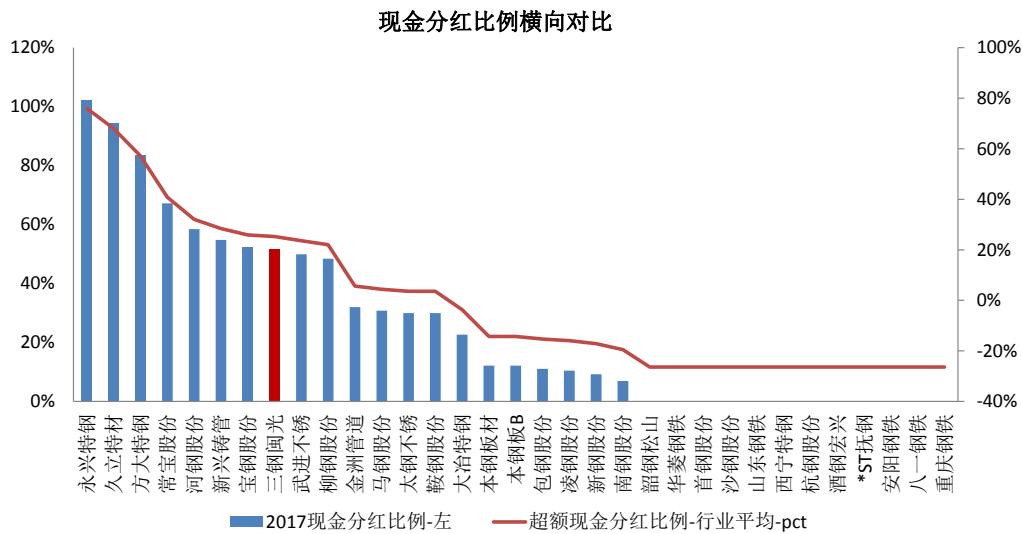
图 26：公司股息率在行业中的横向对比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院



图 27：现金分红比例在行业中的横向对比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

表 10：股利分红预测

分红预估根据	详细分析	预估股息支付率
证监会的最低 分红比例 (2008 年)	《上市公司证券发行管理办法》上市公司最近三年以现金方式累计分配的利润 不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十	平均每年 10%左右分红比 例-股权融资的最低标准
公司章程规定 (2018 年 4 月修订版)	公司发展属成熟期且无重大资金支出安排的，现金分红比例最低应达到 80%； 公司发展属成熟期且有重大资金支出安排的，现金分红比例最低应达到 40%； 公司发展属成长期且有重大资金支出安排的，现金分红比例最低应达到 20%； 其他标准与证监会相同，另外具体每年度的分红比例由董事会根据公司盈利状 况和未来资金使用计划提出预案。	平均每年 40%左右分红比 例
公司具体情况 和惯例	2016、2017 年公司盈利水平上升后股利支付率分别为 30%和 52%。	平均每年 41%的分红比例； 2018 年公司的盈利水平同 比上升，但是考虑到 18 年 收购三安钢铁的资金支出， 预计股利支付率为 50%。
预测 2018 年、 2019 年股息 率	综合考虑 2018 年、2019 年的股息率分别为 40%和 30%，即使根据一致性预 测的 2018 年和 2019 年归母净利润 69.51 亿元和 67.95 亿元；每股分红为 1.70 元和 1.25 元	预估股息率为 11.89%-8.74%

资料来源：公司公告，证监会网站，中国银河证券研究院

4 公司未来看点：收购集团资产，解决内部同业竞争，进一 步提升市场占有率



4.1 三安钢铁优质资产注入,增厚公司业绩

公司收购三安钢铁之后,盈利能力增强,同时避免了同业竞争的问题。在2018年6月完成了对优质资产三安钢铁的收购,通过发行股份以对价27.62亿元购买三钢集团、三安集团、荣德矿业和信达安合计持有的三安钢铁100%股权。三安钢铁具有255万吨棒线材的年生产能力,产品市场主要集中在厦门、漳州和泉州等闽南地区和广东揭阳、潮汕地区。

收购完成之后,公司的盈利能力进一步增强,同时避免了同业竞争。三安钢铁的吨钢盈利能力跟三钢的630元相当,吨钢净利润达到617元,合并之后公司的毛利率和净利率水平进一步上升,EPS提升了50%左右。另外,通过收购,解决了公司在闽南和广东地区的同业竞争问题。

表 11: 三安钢铁产能盈利情况

	2015	2016	2017	同比增长率-%
线材产量(万吨)	56.05	57.54	65.17	13.26%
棒材产量(万吨)	198.66	209.37	216.21	3.27%
合计产量(万吨)	254.71	266.91	281.38	5.42%
净利润(亿元)	-0.93	2.67	17.47	554.84%
吨钢净利润(元/吨)	-37.00	101.00	617.00	509.74%

资料来源:公司网站,中国银河证券研究院

表 12: 三安钢铁交易前后财务指标对比-2017年

财务指标	交易前	交易后	变动率-% 或 pct
资产总额(亿元)	157.51	220.87	40.23
归属母公司所有者权益(亿元)	110.11	139.26	26.47
营业收入(亿元)	224.61	316.86	41.07
归母净利润(亿元)	39.90	57.37	43.79
销售毛利率(%)	26.1	26.67	0.57pct
销售净利率(%)	17.76	18.13	0.36pct
EPS(元/股)	2.9	3.58	23.45

资料来源:公司网站,中国银河证券研究院

4.2 意向收购罗源闽光,产业布局有望进一步优化

漳州闽光已经实现复产,年生产能力80万吨带钢。公司在2017年11月出资1亿建立了漳州闽光公司并出资1.7亿元获得了正和钢管公司名下的土地使用权、机器设备和建筑物。漳州闽光预计在2019年初可以实现复产,年生产能力80万吨带钢;同时建立仓储物流基地以完善公司的物联网商项目和仓储物流体系。

预计2020年上半年完成对罗源闽光的收购,收购成功后,公司的钢材年产能可在1200万吨左右,进一步强化福建钢铁龙头的地位。三钢集团正在协调处理罗源闽光重组三金钢铁的相关历史遗留问题。在合规性问题解决后,公司将争取尽快完成对罗源闽光的重组工作。2019年一月份公司已经发布通过现金意向收购罗源闽光的公告,罗源闽光的钢材年生产能力190万吨左右,目前公司正与多方商洽推进罗源闽



光资产注入的相关具体工作，按照三安钢铁的收购，公司今年下半年有可能完成对罗源闽光的收购，收购完成之后公司的年产能可达 1200 万吨左右，强化了上市公司在福建的龙头地位。

图 28：公司近年主要的收购进程



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

表 13：罗源闽光今年经营情况

财务指标	2017 年	2018 年 1-9 月	2018 年年化指标	年化变动率-%
总资产 (亿元)	39.25	48.44	64.43	64.14%
净资产 (亿元)	17.81	27.17	36.14	102.90%
营业收入 (亿元)	111.03	106.04	141.03	27.02%
净利润 (亿元)	9.18	9.36	12.45	35.61%
净利率 (%)	8.27%	8.83%	8.83%	-4.07pct

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一系列收购计划降低了物流成本，同时增强了盈利能力；未来投资扩产计划彰显了公司未来盈利稳步增长的潜力。泉州闽光、漳州闽光和意向收购的罗源闽光都位于沿海地区，钢铁需求更为旺盛，同时离港口更近，物流成本更具有优势。另外焦化余热发电、闽光云商、产能置换升级和竞拍产能指标等投资扩产的计划都通过降本增效、产能扩张等方式彰显了公司未来盈利稳步增长的能力。

表 14：三钢闽光未来扩产计划的梳理和预测

项目	项目建设内容	项目投 资金额 (亿元)	公告期 /进展 期	预计建成/ 收购时间	预估产量/ 发电量(年 化增量)	营收贡献 (亿元)	利润贡献 (亿元)
----	--------	--------------------	-----------------	---------------	------------------------	--------------	--------------



80MW 煤气高效发电	将富余的余热蒸汽用于发电。2台 80MW 高温超高压中间一次再热凝汽式发电机组及其配套蒸汽管道和辅助设施等	2.65	2018 年 2 月	2019 年 2 月	1.33 亿 kWh	4.52	2.26
闽光能源科技有限公司	与 12 家企业完成了绑定签约，完成签约电量 13.38 亿 kWh，另外有 3.44 亿 kWh 参与月度竞价	2.01	2018 年 6 月	2018 年下半年	2.58 亿 kWh	8.77	4.38
漳州闽光钢铁有限责任公司	公司设立全资子公司福建漳州闽光钢铁有限责任公司，由其具体承接正和钢管名下资产。目前已经完成复产技改项目种的设备技改维修阶段，转入试生产阶段（加热炉点火烘炉）	1.70	2018 年 12 月	2019 年初	-40 万吨	16.00	3.20
泉州闽光	产能置换及配套项目，建成后增加 350 立方米高炉产能（0.036 万吨/年立方米，增加 12.6 万吨生铁），150 吨转炉改造（0.43 万吨/吨年，增加 64.5 万吨粗钢）。项目建设内容包括：烧结扩容改造、料场综合改造、新建 1250 立方米高炉（4#高炉）、建设 1 座 220KV 变电站、建设 1 座 12 万高炉煤气柜等公辅系统设施；新建 1200 立方米高炉、3 座 50 吨转炉改造、配套清洁制焦系统、拆除 2 座 550 立方米高炉、拆除 1000 立方米高炉以及其他配套项目	60.00	2019 年 1 月	2020 年上半年可能才能陆续开始投产；2025 年前建成	0.00	0.00	0.00
泉州智能物流	泉州闽光吸收合并泉州智能物流，泉州仓储中心项目变更为由泉州闽光继续实施	1.00	2018 年 9 月	2019 年下半年	合并计算	合并计算	合并计算
闽光云商	在三明市设立福建闽光云商有限公司。公司拟通过该全资子公司对福建省的钢材销售渠道进行整合优化，通过设立覆盖全省的钢材仓储物流中心。 智能仓储系统建设工程、钢铁加工配送系统建设工程、电商平台建设工程、信用销售平台、集中采购平台。经过近两年的积极推进，三钢闽光物联网云商项目顶层设计顺利结题，平台开发框架搭建完成，智能仓储的建设也基本完成，系统平台已处于调试阶段 主营：参考钢铁云商智能物流的欧浦智网进行估算（10 亿注册资本，2.52 亿营收，0.42 亿利润）；找钢网（3600 万吨交易量，300 亿营收，5000 万利润） 降本估算：2015 年 5 月成立的欧冶云商，2016 年为宝钢节省了 5.24% 的总成本，2017 年三钢的总成本 171 亿元，节省成	18.00	2018 年 9 月	2019 年下半年	900 万吨交易量	1.26	0.21+8.96 =9.17



	本 8.96 亿元							
罗源闽光-意向收购	公司拟采用现金方式向控股股东三钢集团收购其所持有的罗源闽钢 100% 的股权;意向收购公告;综合成本比本部低 100 多元	-27	2019 年 1 月	2019 年下半年	-190	141	6.22+2=8.22	
罗源闽光-二期项目	产能置换及配套项目:建设两座炼铁高炉系统、一座炼钢 120 吨转炉、一条年产 150 万吨钢轧钢线及与生产系统配套的各类设施,从而将 100 万吨产能转移至罗源;项目建成后,年产钢量将提高 100 万吨,达到 300 万吨,销售总收入可突破 200 亿元	69.00	2018 年 10 月	2019 年年底	已经在产能竞拍中计算	已经在产能竞拍中计算	已经在产能竞拍中计算	
产能竞标	签订钢铁产能指标《资产交易合同》,竞拍山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司所属钢铁产能指标(铁:104 万吨、钢:100 万吨)	9.87	2019 年 1 月	2019 年下半年	25.00	18.55	1.64	

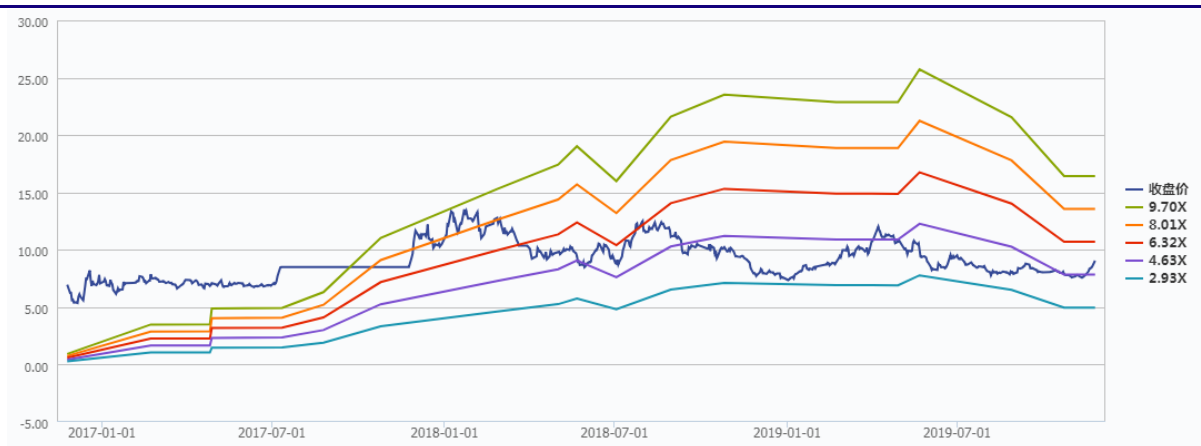
资料来源:公司公告,公司网站,中国冶金报,现代物流报,中国银河证券研究院

5 投资建议

需求超预期下,低库存下再去库存刺激钢价反弹,铁矿石等成本稳定下行业盈利能力反弹,公司随行业利润恢复。公司业绩在行业的利润反弹的带动下,公司的低估值有望修复。

5.1 纵向对比,公司估值处于历史低位

图 29: 公司 P/E 历史变化情况



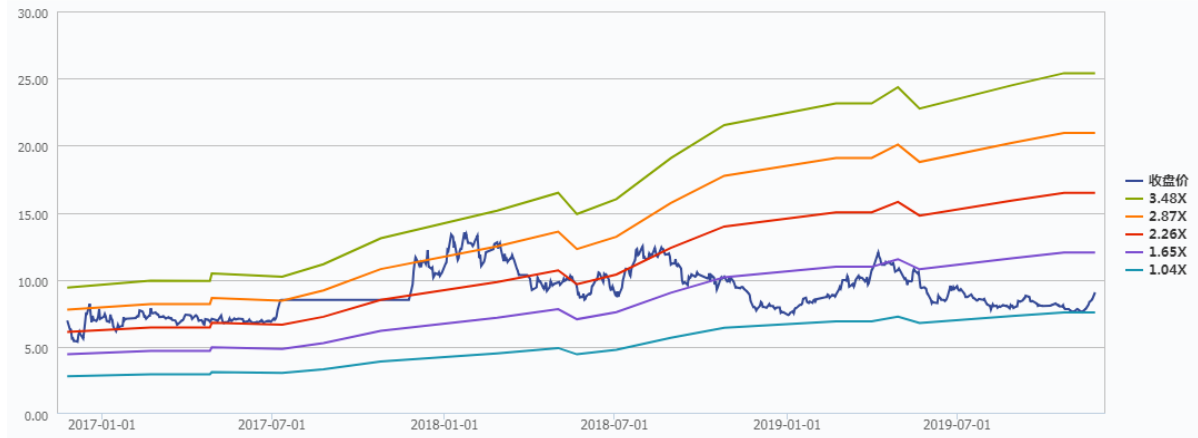
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

公司估值经过两年的调整,目前 PE 估值仅为 5.3x,已经具备一定的长期投资价值。经过行业供给侧改革之后,钢价逐渐从 2000 元/吨的低谷走出,逐渐改变了行业亏损的状态,盈利增加的同时估值也迅速拉高到 2016 年底的 82.5x,而后公司的估值逐渐回归到 20x 以下,随着钢价在 4000-5000 元/吨波动,公司估值稳步下行,目前 PE 估值仅 5.3x,低于 A 股的行业平均水平和美钢铁股的 PE 水平,在行业供需改善和钢材价格趋稳的情况下,已经具备一定的长期投资价值。从历史上看,PE 估值已经处于底部 30 分位左右,投资安全边际较高。



从钢铁行业的估值的历史周期来看，目前公司 1.2 倍的 P/B 存在低估，未来估值具有修复的潜力。公司的历史 P/B 主要在 1.5-3 之间波动，尤其在供给侧改革之后，P/B 基本在 1.5-2 以上，而目前公司的 P/B 仅为 1.2，处于历史低位附近。供给侧改革之前 P/B 触底，是处于供给严重过剩、钢价持续下行和行业全面亏损的状态，行业景气度处于历史低点。当时公司正处在地条钢的重灾区，由于低价地条钢的影响，钢价低于全国平均水平；环保政策还比较宽松，公司的成本、经营效率并没有太大的优势；另外由于整个行业的高资产负债率，公司的资产负债率较高，财务费用是目前的十多倍，其他的各项财务指标也较差。所以从行业的高景气周期和公司的高成长性来看，目前公司的估值存在低估，具有一定修复的潜力。

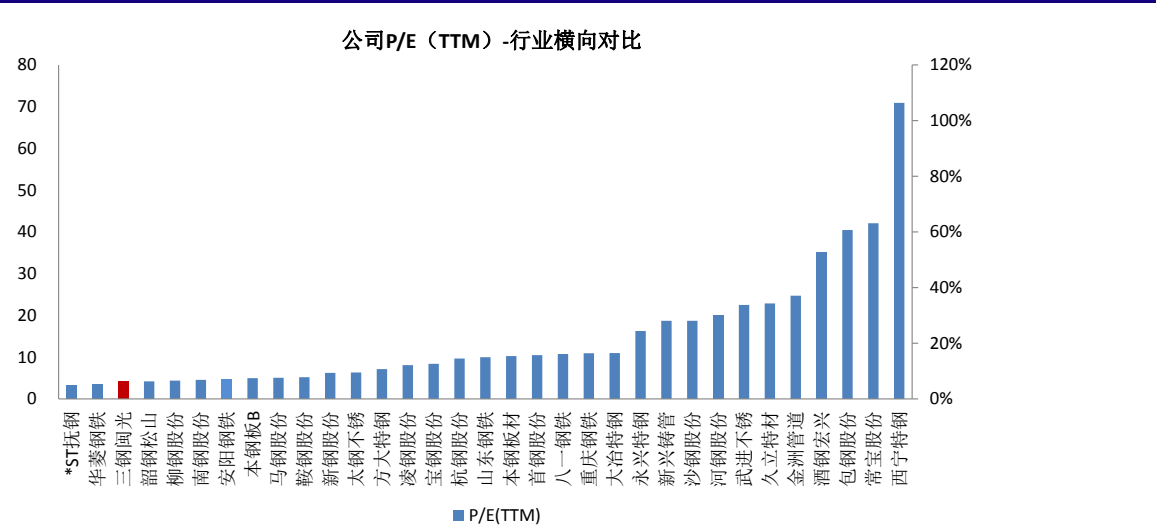
图 30：公司 P/B 历史变化和钢材价格走势



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

5.2 横向对比，估值具有一定优势

图 31：公司 P/E 在行业中的横向对比

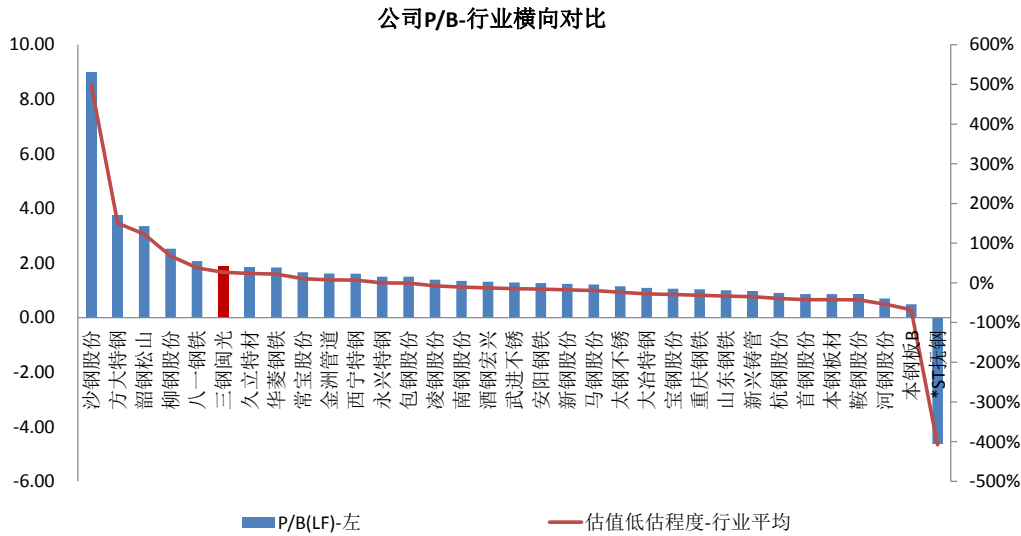


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

公司在同类公司估值对比中较为低估。从钢铁行业的横向对比分析可以发现，公司虽然盈利能力居于行业翘楚，估值却明显被低估 49.93%，个股具有较强的长期投资价值。公司的净利润率高于柳钢股份、方大特钢和马钢股份等标的，但是估值却较其更低：从现实的角度来，看公司的 EPS 较高、盈利能力较强；从未来投资的角度来看，公司稳定的盈利能力和未来的盈利增速预期暂时还没有被投资者发现，估值暂时被低估，因此在股价兑现未来盈利预期之前具有一定的投资机会。



图 32：公司 P/B 在行业中的横向对比



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

公司稳定的盈利能力和未来的盈利预期被低估，基于公司较强的盈利能力、股东权益回报能力和股利分红能力，公司的长期投资价值凸显。公司的 P/B 处于较高从 P/B 的横向对比中可以发现，公司 P/B 水平居于行业较高的位置。这是由于公司坚持较高的股利分红政策，平均每年 30%-50% 左右的分红率为股东提供丰厚回报的同时，降低了净资产水平，因此表现 P/B 水平较高。另外，公司的 P/B 水平仍然低于沙钢股份、方大特钢和韶钢松山等盈利能力强、分红比例大的优质钢铁企业，更加说明公司的估值存在严重低估。根据 $P/E=(P/B)/ROE$ 的关系，虽然市净率相对来讲较高，但是由于优异的盈利能力和股东权益回报能力，ROE 水平更高，使得公司的 P/E 水平相反处于较低的水平，公司估值尤其是盈利能力的稳定和未来较强的盈利预期被严重低估。

地产需求超预期低库存下钢材价格反弹，行业利润扩张的同时成本稳定带来估值修复的机会。预计公司 2020-2021 年 EPS 为 1.58/1.67，对应的 PE 为 5.32/5.01 倍，给予“推荐”评级。

6 公司报表预测



表 15：预测 IS 报表

	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
营业收入	3,624,821.31	3,425,484.62	3,684,121.43
营业成本	2,585,695.49	2,861,006.54	3,098,174.82
营业税金及附加	29,960.29	28,312.71	30,450.42
占营业收入百分比	0.83%	0.83%	0.83%
销售费用	8,822.06	8,336.92	8,966.38
占营业收入百分比	0.24%	0.24%	0.24%
管理费用	41,188.51	38,923.46	41,862.33
占营业收入百分比	1.14%	1.14%	1.14%
利息费用	5,609.44	-6,512.26	-23,128.39
其他财务费用	364.12	344.10	370.08
占营业收入百分比	0.01%	0.01%	0.01%
资产减值损失	125.21	854.24	854.24
其他经营性净收益	-81,902.86	0.00	0.00
税前经营利润	871,153.33	494,218.91	526,571.54
经营利润所得税	218,306.04	123,554.73	131,642.89
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%
税后经营利润	652,847.30	370,664.18	394,928.66
对联营和合营企业的投资收益			
收到现金股利、出售处理收益			
长期股权投资初始计量收益	4,410.70	0.00	0.00
公允价值变动收益(金融资产)		0.00	0.00
公允价值变动收益(投资性房地产)		0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00
其他非经营性收益		0.00	0.00
税前非经营利润	0.00	-2,018.94	-2,018.94
非经营利润所得税	1,102.23	504.34	504.34
税收减免或返还(追缴以“-”填列)	7,496.13	-1,514.60	-1,514.60
税后非经营利润	1,878.49	-378.65	-378.65
税后利润合计	-2,254.74	0.00	0.00
少数股东损益	3,362.91	-1,135.95	-1,135.95
少数股东损益/税后			



利润合计			
归属母公司股东的净利润			
普通股股利	656,210.21	369,528.24	393,792.71
股利支付率	1,033.49	7,057.92	7,521.36
本期利润留存	0.16%	1.91%	1.91%

表 16：预测 BS 报表

	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
货币资金	417,839.39	867,089.20	1,188,767.53
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收票据及账款	360,370.16	-184,963.37	373,614.02
营业收入*2/(期初额+期末额)	10.17	39.06	39.06
预付账款	73,651.80	33,179.45	82,507.77
营业成本*2/(期初额+期末额)	44.76	53.56	53.56
其他应收款	2,402.37	-132.11	2,573.78
营业收入*2/(期初额+期末额)	3,017.71	3,017.71	3,017.71
存货	250,157.85	266,192.44	292,961.63
营业成本*2/(期初额+期末额)	11.08	11.08	11.08
混业经营金融类资产	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	324,071.01	324,071.01	324,071.01
流动资产合计	1,428,492.57	1,305,436.62	2,264,495.75
长期应收款	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	26,013.14	26,013.14	26,013.14
投资性房地产	3,436.24	3,287.51	3,138.78
固定资产	971,541.38	821,213.41	728,726.77
在建工程	63,627.43	63,627.43	0.00
无形资产	58,425.07	54,843.82	51,262.56
开发支出	0.00	0.00	0.00
商誉	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	6,035.95	6,035.95	6,035.95
长期待摊费用	1,293.61	1,034.89	776.16
其他非流动资产	34,081.40	34,081.40	34,081.40
非流动资产合计	1,164,454.22	1,010,137.54	850,034.76
资产总计	2,592,946.79	2,315,574.16	3,114,530.51



短期借款	193,030.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	361,965.78	-31,494.70	389,360.77
营业成本*2/(期初 额+期末额)	14.29	17.31	17.31
预收账款	107,000.69	90,656.56	121,924.54
营业收入*2/(期初 额+期末额)	34.66	34.66	34.66
其他应付款	13,894.57	13,894.57	13,894.57
混业经营金融类负 债	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	25,314.34	25,314.34	25,314.34
流动负债合计	701,205.37	98,370.77	550,494.22
长期带息债务	0.00	0.00	0.00
长期应付款	4,443.01	4,443.01	4,443.01
专项应付款	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	6,767.12	6,767.12	6,767.12
非流动负债合计	11,210.12	11,210.12	11,210.12
负债合计	712,415.49	109,580.89	561,704.34
股本	163,438.42	163,438.42	163,438.42
资本公积	586,093.70	586,093.70	586,093.70
其中：期初资本公 积	586,093.70	586,093.70	586,093.70
本期发行溢 价		0.00	0.00
新增其他资 本公积			
累计留存收益	1,083,397.77	1,401,801.82	1,741,113.35
其中：期初留存收 益	643,027.92	1,083,397.77	1,401,801.82
当期留存收 益	449,134.47	318,404.05	339,311.53
归属母公司股东的 权益	1,832,929.89	2,151,333.94	2,490,645.47
少数股东权益	8,246.30	15,304.21	22,825.58
股东权益合计	1,841,176.18	2,166,638.15	2,513,471.05
负债和股东权益合 计	2,553,591.68	2,276,219.04	3,075,175.39



表 17: 预测 CS 报表

	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31
税后经营利润	655,911.86	370,664.18	394,928.66
折旧与摊销	67,222.08	153,482.13	159,268.24
资产减值损失	125.21	854.24	854.24
利息费用	10,050.81	-6,512.26	-23,128.39
存货的减少(增加以“-”填列)	-34,850.70	-16,034.59	-26,769.20
经营性应收项目的减少(增加以“-”填列)	-88,561.91	588,340.36	-610,611.60
经营性应付项目的增加(减少以“-”填列)	92,104.08	-409,804.60	452,123.45
其他经营活动有关的现金流量	-274.14	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	702,091.40	680,989.47	346,665.40

交易性金融资产的减少(增加以“-”填列)		-0.00	-0.00
金融资产投资的减少(增加以“-”填列)		-0.00	-0.00
取得投资收益收到的现金	1,323.60	0.00	0.00
资产处置收益收到的现金	113.73	-2,018.94	-2,018.94
固定资产投资		19.70	19.70
无形资产投资		0.00	0.00
投资性房地产投资		0.00	0.00
长期股权投资增加		0.00	0.00
长期待摊费用增加		0.00	0.00
其他投资活动有关的现金流量	0.00	882.99	882.99



投资活动产生的现金流量净额	-345,522.75	-1,155.65	-1,155.65
---------------	-------------	-----------	-----------

股权筹资额		0.00	0.00
长期带息债务增加/(减少)		0.00	0.00
支付普通股股利		44,066.27	46,959.81
偿付利息		-6,512.26	-23,128.39
其他筹资活动有关的现金流量	3,126.45	0.00	0.00
计入短期借款前融资流入		-37,554.01	-23,831.42
短期借款增加/(减少)		-193,030.00	-0.00
筹资活动产生的现金流量净额	-202,272.41	-230,584.01	-23,831.42

现金及现金等价物净增加额	154,296.24	449,249.81	321,678.33
现金及现金等价物期初余额	423,631.63	417,839.39	867,089.20
现金及现金等价物期末余额	417,839.39	867,089.20	1,188,767.53

7 风险提示

- 1) 钢铁价格大幅下跌;
- 2) 下游基建、房地产需求不及预期;
- 3) 原料能源成本大幅上涨;
- 4) 产能释放、收购进程不及预期。



插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 2018 年主营业务构成-按照成品分类	5
图 4: 2019 年 H1 主营业务构成-按照成品分类	5
图 5: 全国高炉开工率演变	6
图 6: 国内粗钢产量及增速	7
图 7: 土地购置面积增速及同比变化率	8
图 8: 商品房销售面积增速及同比变化率	8
图 9: 房屋新开工面积增速及同比变化百分比	9
图 10: 基建类固定资产投资增速及同比变化率	10
图 11: 主要城市钢材库存情况	11
图 12: 钢材价格变化情况	11
图 13: 铁矿石价格走势	12
图 14: 行业盈利能力增强	13
图 15: 福建钢材产量及增速	14
图 16: 福建固定资产投资增速: 维持高速增长	15
图 17: 福建固定资产投资完成额和粗钢产量占比	15
图 18: 福建-全国螺纹钢价格走势	16
图 19: 福建-上海螺纹钢价格走势	16
图 20: 公司毛利率水平横向对比	17
图 21: 吨钢成本横向对比	17
图 22: 吨钢物流运输成本测算	19
图 23: 氮钒合金价格走势	21
图 24: 公司三费公司横向对比	23
图 25: 公司三费率历史演变	23
图 26: 公司股息率在行业中的横向对比	25
图 27: 现金分红比例在行业中的横向对比	26
图 28: 公司近年主要的收购进程	28
图 29: 公司 P/E 历史变化情况	30
图 30: 公司 P/B 历史变化和钢材价格走势	31
图 31: 公司 P/E 在行业中的横向对比	31
图 32: 公司 P/B 在行业中的横向对比	32



表格目录

表 1: 三钢闽光钢铁生产基地产能情况 (产能单位: 万吨)	5
表 2: 基建投资规模变化趋势测算	10
表 3: 三钢集团钢铁生产基地产能情况	14
表 4: 原燃料分析和成本估算	18
表 5: 运输物流成本估算	18
表 6: 环保成本估算	20
表 7: 螺纹钢新国标下生产成本增加的估算	21
表 8: 不同钢材价格情景下对应的吨钢利润测算	24
表 9: 不同钢材价格情景下的盈利预期	24
表 10: 股利分红预测	26
表 11: 三安钢铁产能盈利情况	27
表 12: 三安钢铁交易前后财务指标对比-2017 年	27
表 13: 罗源闽光今年经营情况	28
表 14: 三钢闽光未来扩产计划的梳理和预测	28
表 15: 预测 IS 报表	33
表 16: 预测 BS 报表	34
表 17: 预测 CS 报表	36

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

华立，中国银河证券行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn