

集天时地利人和之宜 扬闽中钢铁龙头之帆

2018年9月12日

强烈推荐/维持

三钢闽光 深度报告

——三钢闽光（002110）深度报告

投资摘要：

三钢闽光重点布局建筑用钢产品，尽享地条钢出清的天时之利，充分发挥闽中龙头的区位优势，坐享地理之利，积极开展资本运作，扩大营收和盈利能力，再享协同管理之利，中期业绩增长确定。

- ◆ **天时：聚焦建筑用钢，地条钢出清率先获益。**公司三钢闽光拥有三明本部和三安钢铁两大生产基地，炼铁、炼钢产能分别达到816、950万吨，以建筑用钢产品为主，同时布局中厚板、金属制品用钢产品。地条钢出清导致建筑用钢产品价格和毛利率大幅增长，公司利润显著改善。
- ◆ **地利：发挥区域优势，增强盈利能力。**公司地处海西经济区和“一带一路”起点，经济发展和固定资产投资增速长期高于全国平均水平，市场潜力巨大；公司用分销外省的方法调节福建市场的供给，经销商的粘度强，经销商队伍稳定，产品溢价显著。“闽光”牌建材市场占有率达70%，议价能力极强。公司所在区域环保压力小，产能利用率和资本周转率极高。
- ◆ **人和：充分开展资本运作，扩大营收能力。**公司收购母公司的优质资产，降低资产负债率；合并三安钢铁，新增建筑用钢材产能255万吨，钢材产能增长41%，扩大了营收能力；公司对原燃料和管理成本控制能力极强，期间费率行业最低，大大提高了公司抵御市场风险的能力，2017年公司多项盈利指标位居行业前列。推进物联网云项目，立足长远发展。

投资建议：三钢闽光作为区域龙头，具有优质产能增量、建筑用钢产品布局和极强的成本控制能力，我们看好公司中期的业绩增长。预计2018、2019、2020年的ESP分别为4.33、4.42、4.44元，对应PE分别为3.9X、3.8X、3.8X。我们认为公司股票6个月的合理目标价格为21.6元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：(1) 需求不及预期；(2) 环保限产效果不及预期

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,118	22,461	34,312	34,816	34,816
增长率(%)	12.6%	59.1%	52.8%	1.5%	0.0%
净利润(百万元)	1,236	3,990	7,076	7,231	7,258
增长率(%)	N/A	222.8%	77.4%	2.2%	0.4%
净资产收益率(%)	12.7%	36.2%	45.0%	37.4%	31.6%
每股收益(元)	0.98	2.90	4.33	4.42	4.44
PE	17.2	5.8	3.9	3.8	3.8
PB	3.2	2.1	1.7	1.4	1.2

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

郑闽钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52周股价区间(元)	16.81-15.66
总市值(亿元)	274.74
流通市值(亿元)	166.52
总股本/流通A股(万股)	163438/99062
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.38

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《三钢闽光（002110）：中报业绩同比大增 主要产品毛利率持续提高》2018-09-03

目 录

1. 重点布局建筑用钢 以应打击地条钢之天时	5
1.1 聚焦建筑用钢 产品多元发展	5
1.2 地条钢出清 建筑用钢受益明显	10
2. 充分发挥区域优势 以扬闽中龙头之地利	13
2.1 区域供需紧张 产品溢价显著	13
2.2 高市场占有率 品牌溢价能力强	15
2.3 区域环保压力小 成就高资本周转率	17
3. 积极开展资本运作 以求管理协同之人和	18
3.1 收购租赁资产 增强公司盈利能力	18
3.2 三安注入增加产能 扩大公司营收能力	18
3.3 控制成本 以提高抵御市场风险能力	19
3.4 立足长远发展 推进服务转型	25
4. 投资建议及估值	25
5. 风险提示	27

表格目录

表 1 公司参控股关系一览.....	5
表 2 三钢闽光的主要产线装备.....	6
表 3 螺纹钢的主要牌号及用途.....	7
表 4 中厚板的主要牌号及用途.....	7
表 5 金属制品钢材的牌号及主要用途.....	9
表 6 2017 年福建省出清地条钢情况.....	10
表 7 2017 年福建及经济运输范围内各省的供需表 (万吨)	14
表 8 各省钢铁产量集中度情况.....	15
表 9 近年公司产销率情况.....	15
表 10 并购资产包前后公司资产	18
表 11 收购母公司三钢集团资产包后的盈利指标变化 (2014 年)	18
表 12 三安钢铁产能及产量	19
表 13 三安钢铁近 3 年营收情况.....	19
表 14 合并前后经营参数变化	19
表 15 公司铁矿石采购情况 (万吨)	20
表 16 预测 2018-2020 年公司主要产品销量	26
表 17 预测 2018-2020 年公司主要产品的毛利率.....	26
表 18 板块重点上市公司的 EPS 及 PE 预测.....	27
表 19 公司盈利预测表	28

插图目录

图 1 公司股权关系一览.....	5
图 2 公司的主要产品构成.....	6
图 3 近 4 年的营收及增速情况	6
图 4 近 4 年的净利润及增速情况	6
图 5 福建省近 5 年的钢铁产量	10
图 6 公司分产品的营收构成情况.....	11
图 7 公司分产品的营收增长情况.....	11
图 8 公司分产品的利润构成情况.....	11
图 9 公司分产品的利润增长情况.....	12
图 10 公司分产品的利润构成情况	12
图 11 公司分产品的毛利率变化情况.....	12
图 12 福建省地形地图	13
图 13 海西经济区规划图	13
图 14 福建省固定资产投资增速	14
图 15 福建省 GDP 增速长期高于全国平均水平.....	14

图 16 三钢闽光主要钢材产量	14
图 17 三钢闽光主要钢材品种增速	14
图 18 各区域螺纹钢价格情况	14
图 19 历年营收分区域占比	16
图 20 历年利润分区域占比	16
图 21 2017 年营收分区域占比	16
图 22 2017 年利润分区域占比	16
图 23 公司毛利率增长情况	16
图 24 上市钢企总资本周转率	17
图 25 上市钢企总资本周转率	17
图 26 2017 年上市钢企的吨钢营业成本排名 (元/吨)	20
图 27 2017 年上市钢企的销售毛利率	21
图 28 2017 年上市钢企的销售毛利率	21
图 29 2017 年上市钢企的销售毛利率	21
图 30 2017 年上市钢企的销售毛利率	22
图 31 2017 年上市钢企的资产负债率	22
图 32 三钢闽光销售费率行业最低	22
图 33 三钢闽光管理费率行业最低	22
图 34 三钢闽光财务费率行业最低	23
图 35 三钢闽光期间费率行业最低	23
图 36 2017 年上市钢企的销售毛利率	23
图 37 2017 年上市钢企的销售净利率	23
图 38 2017 年上市钢企的营业净利率	24
图 39 2017 年上市钢企的息税前利润率	24
图 40 2017 年上市钢企的股息率	24
图 41 三钢物联云商项目的盈利模式	25

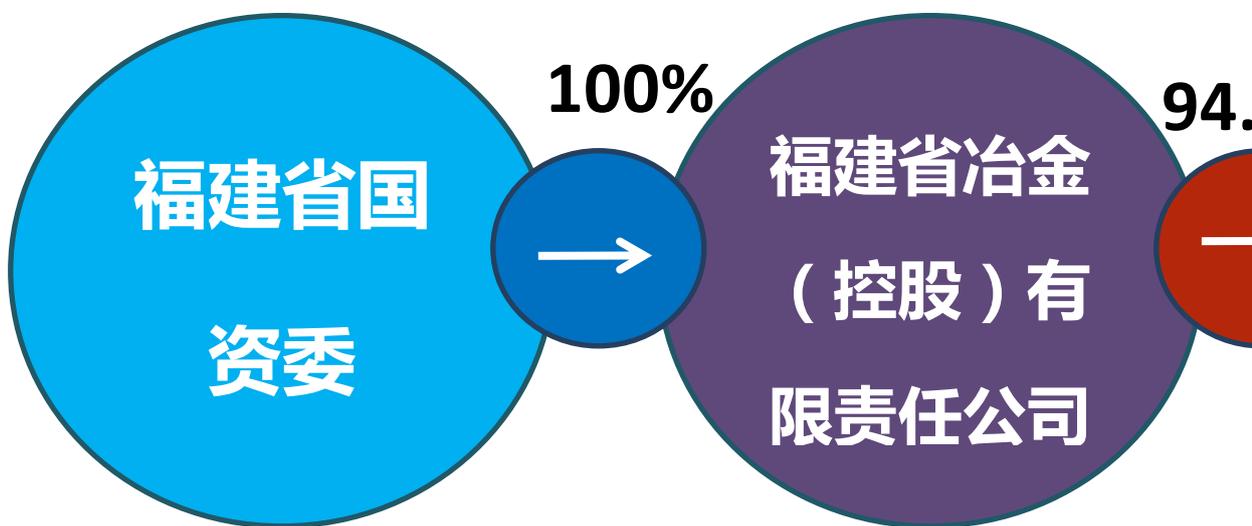
1. 重点布局建筑用钢 以应打击地条钢之天时

1.1 聚焦建筑用钢 产品多元发展

闽中龙头，区域优势。三钢闽光是福建省内唯一采用焦化—烧结—高炉—转炉—连铸—全连轧的长流程钢铁生产企业，拥有福建省最大的焦炉、烧结机、高炉、转炉和全省唯一的板坯连铸生产线，工艺技术及装备处于国内先进水平。合并三安钢铁前具备年产钢能力 650 万吨，是福建省最大的钢铁生产基地。

聚焦建筑用钢，产品多元。主要产品有“闽光”牌建筑用材、金属制品材、中厚板材、机械制造用材四大系列。公司产品结构中螺纹钢占比最大，达到 45%，主要用于建筑行业；中厚板占比 23%，主要用于船舶、机械和建筑结构领域；金属制品用材占比 14%，主要用于建筑、五金、家电等领域，钢筋混凝土用线材和光面圆钢各占比 9%。

图 1 公司股权关系一览



数据来源：公司年报，东兴证券研究所

表 1 公司参控股关系一览

被参控公司	参控关系	直接持股比例	主营业务
福建泉州闽光钢铁有限公司	子公司	100%	钢铁制造
福建闽光能源科技有限公司	子公司	100%	电力购销
福建漳州闽光钢铁有限责任公司	子公司	100%	钢铁制造
泉州闽光智能物流有限公司	子公司	100%	物流
福建三钢国贸有限公司	联营企业	49%	贸易
福建天尊新材料制造有限公司	联营企业	30%	新材料制造
福建闽光新型材料有限公司	联营企业	21%	新材料制造

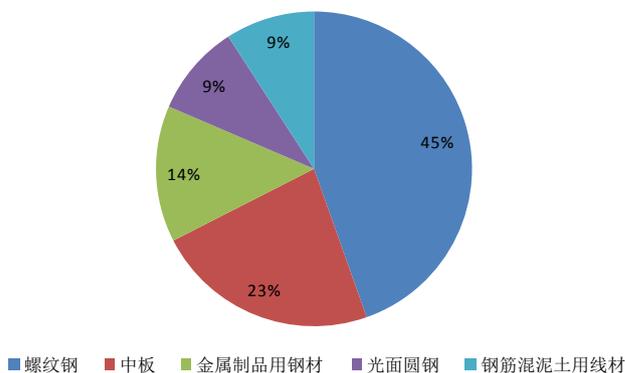
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 2 三钢闽光的主要产线装备

基地	高炉		转炉		长材		厚板	
	产线	产能	产线	产能	产线	产能	产线	产能
三明本部	1800m3		120t×3		2 螺纹钢轧机		2.8m 厚板	
	1050m3×2		100t×2		2 条圆棒轧机			
	420m3×3				2 条高线			
小计		560		650		470		150
三安基地	1250m3		50t×3		1 条棒材			
	550m3×2				1 条高速线材			
					1 条高速棒材			
小计		256		300		290		
合计		816		950		760		150

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

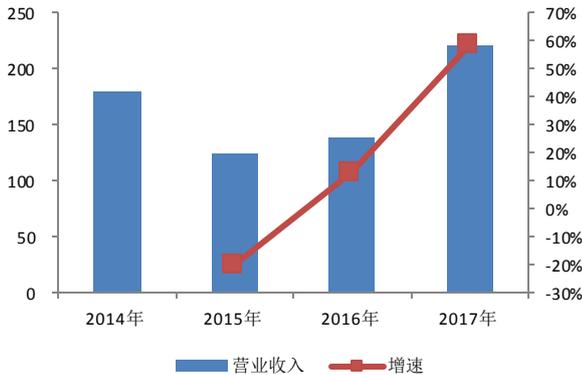
图 2 公司的主要产品构成



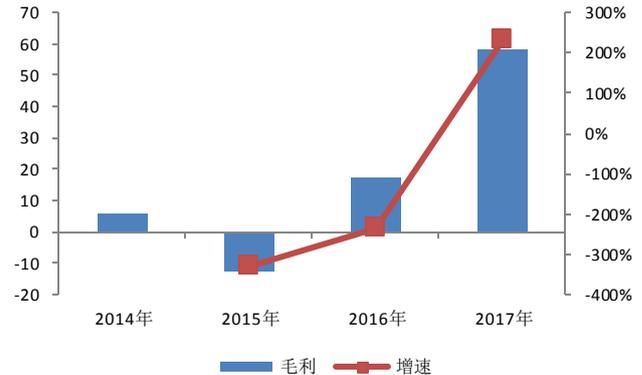
数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 3 近 4 年的营收及增速情况

图 4 近 4 年的净利润及增速情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表 3 螺纹钢的主要牌号及用途

产品	牌号	用途	规格(mm)	执行标准
钢筋混凝土用热轧光圆钢筋	HPB300	钢筋混凝土结构的配筋	Φ6~Φ20 盘卷	GB/T1499.1
			Φ10~Φ22 直条	
钢筋混凝土用热轧带肋钢筋	HRB400、HRB400E、HRB500、HRB500E	建造房屋、桥梁、路基、高铁及核电等钢筋混凝土工程建设	Φ6~Φ12 盘卷	GB/T1499.2
			Φ10~Φ50 直条	
预应力混凝土用螺纹钢筋	PSB785	大型水利工程、工业和民用建筑中的连续梁和大型框架结构, 公路、铁路大中跨桥梁、核电站及地锚等工程建设	Φ18~Φ50	GB/T20065
	PSB830			
	PSB930			
钢筋混凝土用钢筋-竹节钢筋	SD280	建造房屋、桥梁、路基、高铁及核电等钢筋混凝土工程建设	Φ10~Φ36	CNS560 (台湾)
	SD280W			
	SD420W			
钢筋混凝土用钢筋	B500A	建造房屋、桥梁、路基、高铁及核电等钢筋混凝土工程建设	Φ6~Φ50	BS 4449:2005+A2 :2009
	B500B			
	B500C			

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

表 4 中厚板的主要牌号及用途

品	牌号	用途	规格(mm)	执行标准
---	----	----	--------	------

碳素结构钢	Q235A、Q235B、Q235C、Q235D	工程、机械、建筑、桥梁等行业的机座、机械零件、管件、焊接件、支架、拉杆、连杆、销、轴、套圈、铺垫、垫板等。	8~150× 1500~2700	GB/T 3274 或技术协议
普通碳素结构钢	SS400、SS490	工程、机械、建筑、桥梁等行业的机座、机械零件、管件、焊接件、支架、拉杆、连杆、销、轴、套圈、铺垫、垫板等。	8~40× 1500~2700	JISG 3101
低合金高强度结构钢	Q345A、Q345B、Q345C、Q345D、 Q345BZ15、Q345BZ25、Q345BZ35、 Q390B、Q390C、Q420B、Q460C Q500C	桥梁、汽车、船舶、电站设备、起重运输机械及其他工程零部件与焊接结构件	8~70× 1500~2700	GB/T 3274
焊接结构用钢	SM400A、SM400B、SM400C、SM490A、 SM490B、SM490C	桥梁、汽车、船舶、电站设备、起重运输机械及其他工程零部件与焊接结构件	8~40× 1500~2700	JISG 3106
一般强度船体结构钢	A、B(通过中、英、美、法、德、挪六国船级社认证) D(通过中国船级社认证)	海洋及内河船舶船体结构、船坞、采油平台、码头设施等结构件	8~50× 1500~2700	CCS、ABS、GL、 BV、DNV、LR CCS
高强度船体结构钢	AH32、AH36、DH32、DH36 (通过中、英、美、法、德、挪六国船级社认证)	海洋及内河船舶船体结构、船坞、采油平台、码头设施等结构件	8~30× 1500~2700	CCS、ABS、GL、 BV、DNV、LR
优质碳素结构钢	40、45、50、55、60	各种机械结构件、模具、模架等产品	8~150× 1500-2700	技术协议
桥梁板	Q235qC、Q235qD、Q345qC、Q345qD	架设铁路、公路桥梁、跨海大桥等钢结构件	8~60× 1500~2700	GB / T714
CE 认证非合金 热轧结构钢板	S235JR、S235J0、S235J2、S275JR、 S275J0、S275J2、S355JR、S355J0、 S355J2、S355K2	工程、机械、建筑、桥梁等行业的机械零部件与焊接结构件	8~50× 1500~2700	EN10025-2
汽车大梁板	SCL39D	制造汽车底盘上纵梁、横梁、悬置梁、前后桥架等零部件	8~16× 1500~2700	技术协议

锅炉和压力容器板	Q245R、Q345R	制造锅炉及压力容器的罐体、封头等产品	8~36× 1500~2700	GB/T 713
高层建筑用钢	Q235GJB、Q235GJC、Q235GJD、 Q345GJB、Q345GJC、Q345GJD、 Q390GJB (以上牌号 Z 向收缩率均分为 Z15、Z25、Z35)	高层建筑、超高层建筑、大跨度 体育场馆、机场、会展中心以及 钢结构厂房等大型建筑工程	8~60× 1500~2700	GB/T19879
建筑结构用钢	SN400A、SN400B、SN490B	高层建筑、超高层建筑、大跨度 体育场馆、机场、会展中心以及 钢结构厂房等大型建筑工程	8~40× 1500~2700	JISG 3136
高强度工程 机械用耐磨板	22SiMn2TiB、NM360、NM400	工程机械用高强度耐磨结构件	8~70× 1500~2700	技术协议
振动轮用钢	SZL36、Q420B	压路机振动轮专用钢板	30~40× 1500~2700	技术协议
塑料模具钢	40Cr	塑料模具专用钢板	10~70× 1500~2700	技术协议

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

表 5 金属制品钢材的牌号及主要用途

产品	牌号	用途	规格(mm)	执行标准
低碳钢热轧圆盘条	Q235 系列	建筑用材，也可进行拉丝等深加工	6.5~20.0	GB/T 701
拉丝用低碳钢热轧圆盘条	SL2	普通用途的拉、制钉、低碳钢紧固件和小五金制品等	6.5~20.0	Q/SMGT001
优质碳素钢热轧盘条	40~70	弹簧钢丝、轮辐钢丝、预应力钢丝、钢绞线、钢丝绳、伞骨、刹车线套管及方形、六角等各类工具等产品	6.5~20.0	GB/T 4354
冷镦和冷挤压用钢	ML08AI	4.8 级以下标准件，用于制造螺栓、螺钉、螺母和铆钉等紧固件，也用于制造冷挤压零部件等异型件等	6.5~20.0	GB/T28906
冷镦用钢热轧盘条	SWRCH18A SWRCH22A	高强度自攻丝钉、自钻自攻丝钉及相关的标准件，如机螺钉、干壁钉和纤维板螺钉等	6.5~20.0	Q/SMGT 006
冷镦用钢热轧盘条	SWRCH35A SWRCH35K	用于 8.8 级螺栓、螺母等高强度紧固件，也可用于制作冷挤压零部件等	6.5~20.0	Q/SMGT 006
冷镦用钢热轧盘条	ML40Cr	用于 10.9 级以上螺栓、螺母等高强度紧固件，也可用于制作冷挤压零部件等	6.5~20.0	GB/T 28906
冷镦用钢盘条	10B21	用于 8.8 级标准件螺帽、螺栓、螺钉等五金类产品	6.5~20.0	Q/SMGT 010
焊接链用钢圆盘条	15Mn3	用于各类汽车用防滑链条	6.5~20.0	Q/SMGT 005
预应力混凝土钢棒用 热轧盘条	30MnSi 30Si2Mn	用于制作预应力混凝土 PC 棒、管桩等	6.5~20.0	GB/T 24587

合金结构钢盘条	40Cr、 35CrMo	工程机械、家电、汽车等行业的各类销、轴、紧固件等产品	6.5~20.0	YB/T4453
免退火钢	XM08BA、 XM10BA	各类家电、家具、钻尾螺钉等产品	6.5~20.0	技术协议
非调质钢	45	紧固件、标准件，或韧性较高的零部件	6.5~20.0	技术协议

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 地条钢出清 建筑用钢受益明显

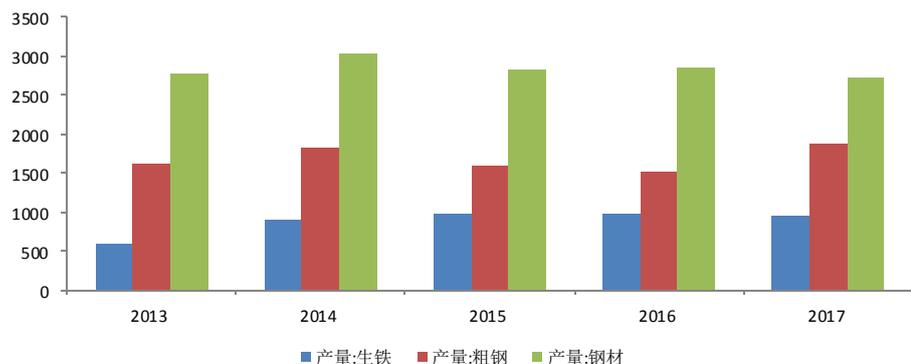
在打击地条钢中受益明显。建筑类产品是公司利润的主要来源，受益于供给侧改革和地条钢出清，近2年公司主要产品营收和利润均保持高速增长态势，建筑用钢产品的利润贡献由2015年的30%增长到2017年的近50%。2017年福建省淘汰落后产能、取缔中频炉、出清地条钢产能，全年共取缔地条钢企业35家，出清产能535万吨。2017年粗钢、钢材产量分别为1882万吨和2725万吨，同比减少24%和7%。

表 6 2017 年福建省出清地条钢情况

企业	所在地	中频炉转备	产能 (万吨)
诏安伟业五金制品有限公司	漳州诏安	40 吨×6 台	24
福安市晋鹏机械制造有限公司	宁德福安	50 吨×8; 40 吨×6	64
富毅再生物资回收有限公司	宁德福安	40 吨×10	40
晟安金属材料有限公司	宁德福安	30 吨×8	24
建顺金属制品有限公司	宁德福安	40 吨×8	32
华越电机配件有限公司	宁德福安	20 吨×16	32
兴达金属制品有限公司	宁德寿宁	35 吨×8	28
祥全精密铸造有限公司	宁德周宁	40 吨×8	32
恒辉金属制品有限公司	宁德古田	30 吨×8	24

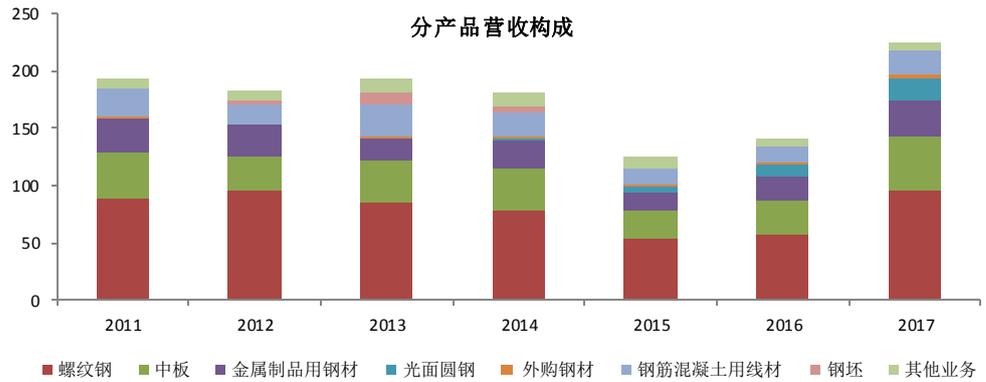
资料来源：福建省经信委，东兴证券研究所

图 5 福建省近 5 年的钢铁产量



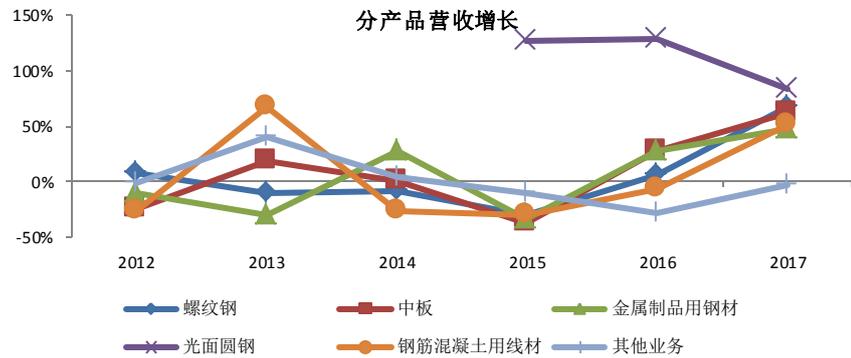
数据来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6 公司分产品的营收构成情况



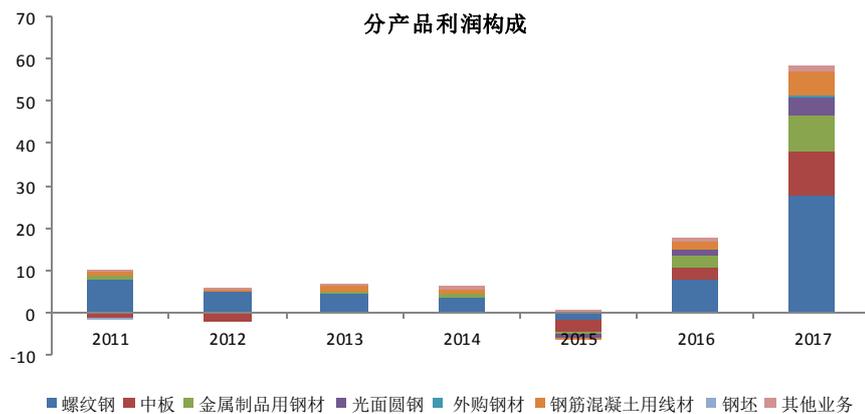
数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 7 公司分产品的营收增长情况



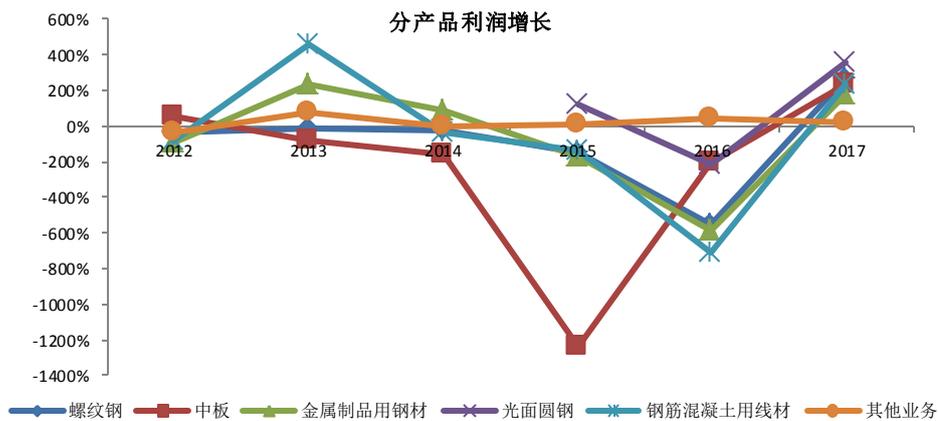
数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 8 公司分产品的利润构成情况



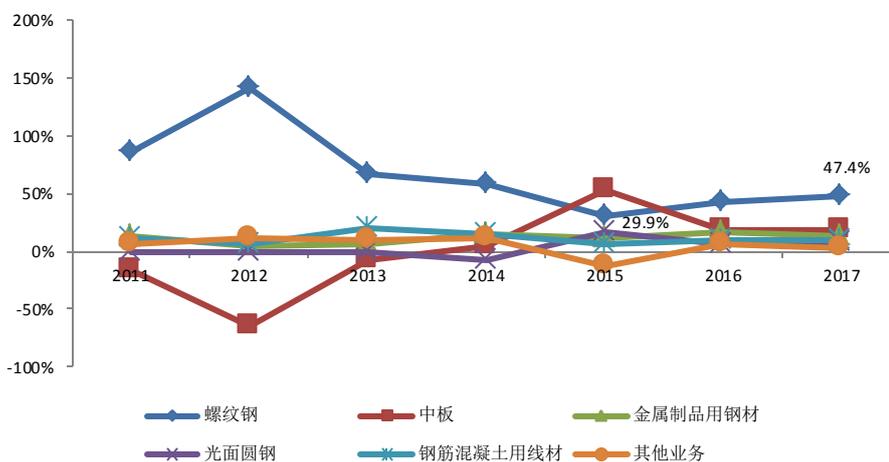
数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 9 公司分产品的利润增长情况



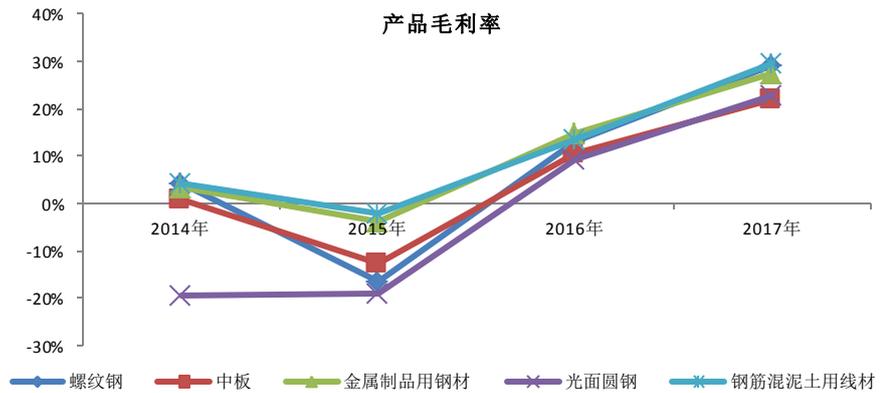
数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 10 公司分产品的利润构成情况



数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 11 公司分产品的毛利率变化情况



数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 充分发挥区域优势 以扬闽中龙头之地利

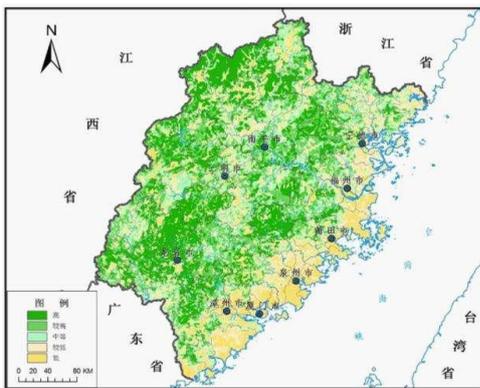
2.1 区域供需紧张 产品溢价显著

政策高地, 需求向好。福建地处国务院特批的海峡西岸经济区, 经济增速和固定资产投资增速常年高于全国平均水平, 钢材需求潜力巨大。福建省作为海上丝绸之路的起点, 未来在“一带一路”战略推行过程中, 公司有望实现钢材外销东南亚和非洲等区域, 进一步扩大营收和利润。

进入成本高, 本土企业获利。由于福建独特的“七山二水一分田”的地理条件, 外来产品难以进入省内市场, 倚靠水运和铁路运输导致成本和价格提高, 本土企业获益。

供需持续紧张, 钢价高于周边区域。在钢材经济运输半径 500 公里范围内, 仅有湛江、韶钢、柳钢、华菱、方大等几家钢铁企业, 供需持续紧张。公司采用分销外省的方法调节福建市场的供给, 经销商的粘度强, 经销商队伍稳定, 产品溢价显著, 区域内螺纹钢的价格较长三角地区高 100~200 元/吨, 较京津冀地区高 200~300 元/吨。

图 12 福建省地形地图



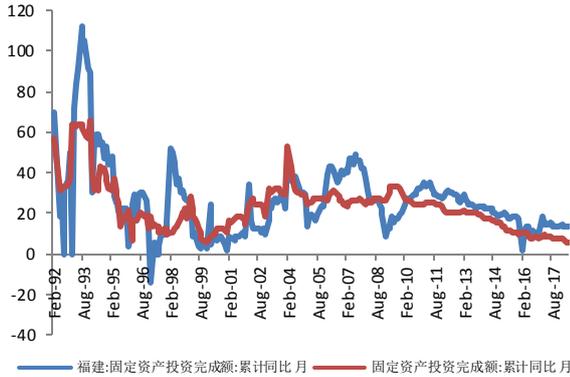
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 13 海西经济区规划图



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 14 福建省固定资产投资增速



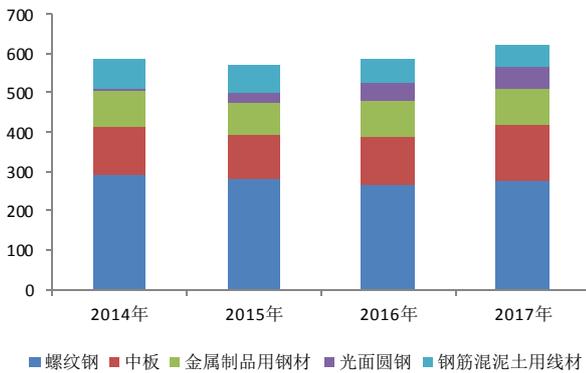
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 15 福建省 GDP 增速长期高于全国平均水平



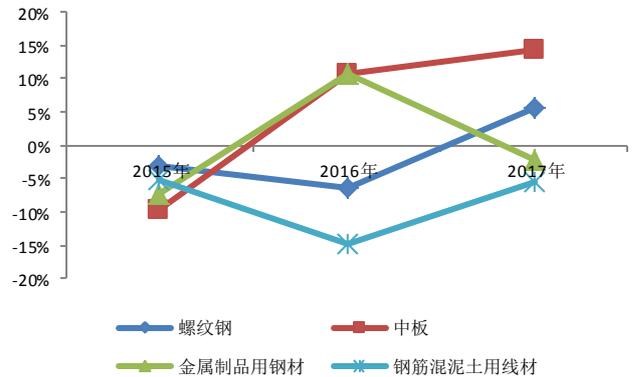
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 16 三钢闽光主要钢材产量



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 17 三钢闽光主要钢材品种增速



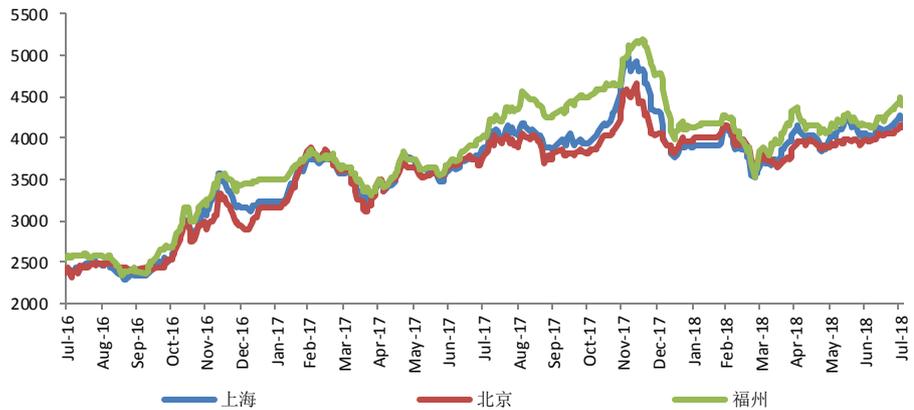
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表 7 2017 年福建及经济运输范围内各省的供需表 (万吨)

省份	钢材需求	全省粗钢产量	湛江钢铁	韶钢	三钢闽光	华菱钢铁	柳钢股份	新钢股份	方大特钢
福建	2780	1883	—	—	900	—	—	—	—
广东	4620	2283	840	580	—	—	—	—	—
湖南	2500	1828	—	—	—	1600	—	—	—
浙江	3300	1300	—	—	—	—	1230	—	—
江西	2500	2242	—	—	—	—	—	802	368

资料来源: Mysteel, 公司年报, 东兴证券研究所

图 18 各区域螺纹钢价格情况



数据来源: Wind, 东兴证券研究所

2.2 高市场占有率 品牌溢价能力强

高市占率增强品牌溢价能力。控股股东三钢集团的粗钢产能占福建省总粗钢产量的55%，“闽光”牌建筑用钢市场占有率达到70%，连续多年产销率长期接近100%。公司产品的议价能力很强，区域内定价能力较其他品牌高50~100元。2009年8月“闽光”牌螺纹钢、线材获得上海期货交易所批准，注册成为“上期所”钢材交割品牌。

营收、利润主要来自福建。公司70%以上的营收和利润均来自于福建市场，且多年维持在该水平。在地条钢出清后，公司的区域优势更加明显，毛利率和净利率近两年快速提升，2017年分别达到27%和18%。

表 8 各省钢铁产量集中度情况

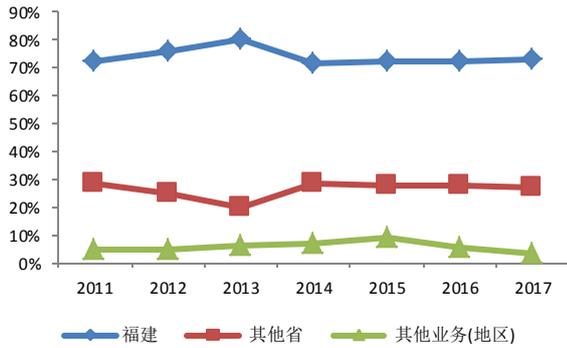
公司	省份	产量 (万吨)	全省产量 (万吨)	集中度
华菱集团	湖南	1548	1828	85%
三钢集团	福建	1039	1883	55%
方大集团	江西	1368	2242	61%
八一钢铁	新疆	415	868	48%
包钢集团	内蒙古	1230	1813	78%
山东钢铁	山东	2302	7167	32%
河钢集团	河北	4618	17669	26%

表 9 近年公司产销率情况

	2014	2015	2016	2017
钢材产量 (万吨)	604	589	618	631
钢材销量 (万吨)	600	588	616	633
产销率	99.3%	99.8%	99.7%	100.3%
库存 (万吨)	14	15	17	15

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 19 历年营收分区域占比



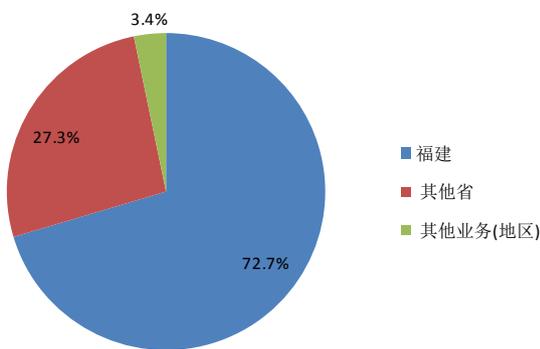
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 20 历年利润分区域占比



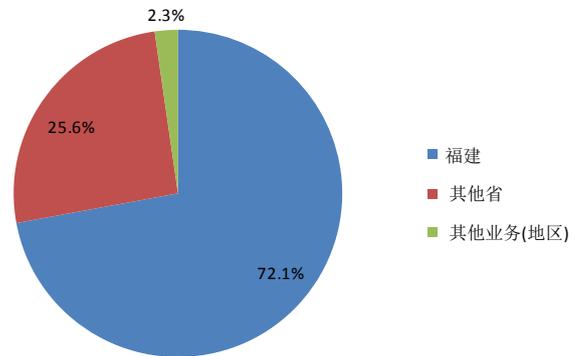
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 21 2017 年营收分区域占比



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 22 2017 年利润分区域占比



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 23 公司毛利率增长情况



数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

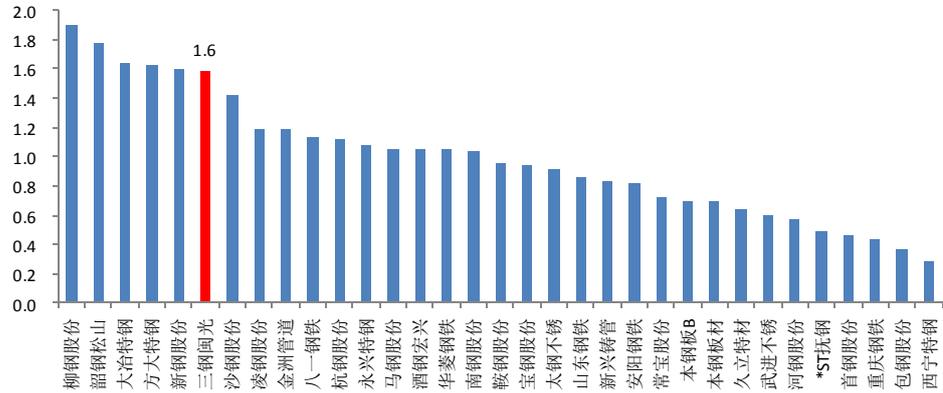
2.3 区域环保压力小 成就高资本周转率

低环保限产影响成就高资本周转率。福建省是环保限产的非重点区域, 环保对生产的干扰较小。公司的资本周转率业内领先, 2017 年公司的总资本周转率为 1.6, 排在上市公司第 6 名, 这归功于受环保限产影响小, 公司的产能利用率较为充分。公司 2017 年的粗钢产量 651.8 万吨, 产能利用率达到 105%。

高环保投入提高抵御政策风险能力。2017 年公司投入环保总支出 9.5 亿元, 其中环保投资 1.16 亿元, 实施了 25 项环保改造项目, 高环保投入使得在钢铁行业环保限产背景下处于有利位置, 提高了市场竞争力和盈利能力。

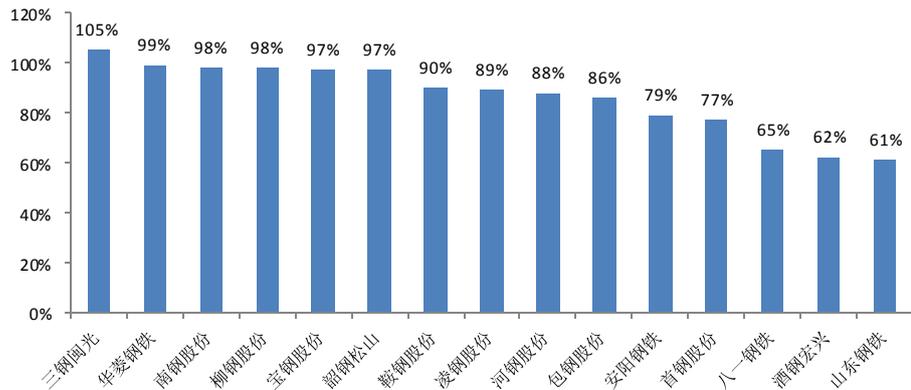
环保压力小, 限产红利大。随着环保限产升级, 一方面限制落后产能的释放, 给产能充分释放提供机会; 另一方面提高了不合规钢铁企业 (民营为主) 的生产成本, 提高了公司的市场竞争力, 有利于公司利润的进一步改善。

图 24 上市钢企总资本周转率



数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 25 上市钢企总资本周转率



数据来源: 公司年报, 东兴证券研究所

3. 积极开展资本运作 以求管理协同之人和

3.1 收购租赁资产 增强公司盈利能力

整合资产, 降低杠杆率, 改善盈利能力。控股股东三钢集团有资源长期租赁给公司使用, 形成了大量关联交易。2016 年公司通过发行股份及支付现金的方式购买了集团资产包和子公司三明化工的土地使用权。资产包包括了中板业务、动能业务和铁路运输业务, 其中中板生产线为公司提供中板加工业务, 动能业务为公司提供能源, 铁路运输业务为公司提供运输服务。母公司承诺 2016-2018 年资产包实现盈利每年均不少于 2 亿元, 由于资产包的盈利能力极强, 各项利润指标都优于公司本身, 收购完成当年, 公司的 ROE/ROA、毛利率等盈利指标大幅提高。资产包的低负债和增加募资进一步降低了公司杠杆率。2016 年公司又以 6 亿现金收购了三钢集团的 6 号高炉, 炉容 1250m³。上述收购实现了集团内部钢铁主业相关资产的整合, 为公司后期的兼并重组和产业布局奠定基础。

表 10 并购资产包前后公司资产

项目	收购对象	公司收购前	公司收购后
资产总额 (亿元)	24.7	80.3	127.4
营业收入 (亿元)	22.7	180.2	174.7
归母净利润 (亿元)	25.8	0.32	29.3

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 11 收购母公司三钢集团资产包后的盈利指标变化 (2014 年)

项目	收购对象	公司收购前	公司收购后
ROE	11.7%	1.2%	4.2%
ROA	10.5%	0.4%	2.3%
毛利率	14.4%	3.2%	5.4%
净利率	11.4%	0.2%	1.7%
资产负债率	10.5%	67.7%	45.6%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 三安注入增加产能 扩大公司营收能力

三安钢铁注入, 产能增加, 扩大公司营收能力。合并三安钢铁 (目前更名福建泉州闽光钢铁有限责任公司) 前的三明本部有 2 条螺纹钢轧机、2 条圆棒轧机、2 条高线和 1 条 2.8m 中厚板产线。合并三安钢铁后增加 2 条棒材轧机和 1 条高速线材轧机, 钢材年产能 255 万吨。由于三安地处泉州沿海, 原料运输成本较三明本部低 70 元/吨左

右, 盈利能力不弱于三明本部, 2017 年毛利率达到 24%, 贡献净利润 17.5 亿, 合并后的毛利率维持不变。2018 年 1-6 月三安生产钢材 153.2 万吨, 同比增长 12.3%。

彻底解决同业竞争, 充分发挥协同效应。合并三安钢铁后, 公司将在原料采购、产品销售等方面充分发挥基地间的协同作用, 缓解了同业竞争。此外, 公司受三钢集团委托管理罗源闽光, 年钢材产量 180 万吨, 2017 年实现净利 10 亿。前期与集团达成协议, 如果两年连续盈利将把罗源闽光注入上市公司, 目前已具备注入条件。由于罗源闽光的管理团队均来自于三钢闽光, 且钢厂在沿海, 其盈利能力与三安钢铁相似, 未来如果实现资产注入, 三钢闽光有望成为近 1200 万吨钢材产量的上市钢企, 区域影响力和盈利能力将更上新台阶。

表 12 三安钢铁产能及产量

产品	产能 (万吨)	2017 年产量 (万吨)
线材	70	65
棒材	185	216

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 13 三安钢铁近 3 年营收情况

	2015	2016	2017
营业收入 (亿元)	49	55.5	95
营业利润 (亿元)	-1.2	3.6	23.4
净利润 (亿元)	-0.9	2.7	17.5
毛利率	-2.4%	6.5%	24.6%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 14 合并前后经营参数变化

	合并前	合并后	变化
营收	224 亿元	317 亿元	41.5%
营业利润	58 亿元	81.4 亿元	40.3%
净利润	39.9 亿元	57.4 亿元	43.9%
毛利率	25.9%	25.7%	-0.20%
资产负债率	30.1%	36.6%	6.50%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.3 控制成本 以提高抵御市场风险能力

得益于区域优势带来的产品溢价和强大的成本控制能力,公司的盈利能力显著高于行业同内企业。2017 年公司多项盈利指标位居行业前列,其中销售毛利率达到 26.1%,净利率达到 17.8%,营业利润率和息税前利润率均达到 24%。高股息率彰显投资价值。2017 年公司实行了 10 派 15 元的分红,股息率 8.6%,在钢铁板块中排第二位。今年效益预计好于去年,分红具备持续的条件。

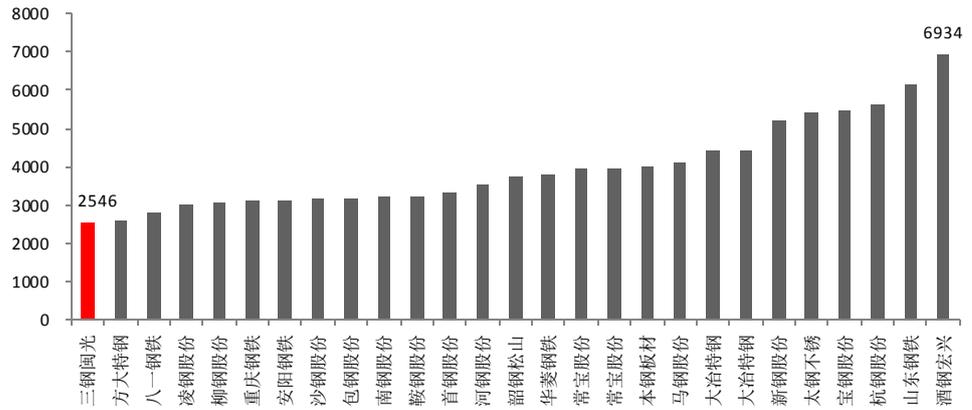
- ◆ **控制原燃料采购成本。**三钢闽光在全流程生产过程中对运行成本控制能力极强,70%的铁矿石来自海外矿,剩余铁矿石为国内矿,部分由三钢集团旗下的潘洛铁矿提供。公司原料采购加强了对大宗商品市场的预判,同时借助于期货等金融工具,有效将原燃料采购成本控制在较低水平。公司进口矿实际到岸价比普氏均价低 2.15 美元。
- ◆ **提高自发电比例。**公司目前自发电比例为 60%左右,2017 年投资新建福建闽光能源科技有限公司,其建立有助于公司发展电力相关业务。80MW 煤气高效发电工程、热回收焦炉余热发电工程也于 2017 年顺利完按工,目前仍在建设 2 台 80MW 高温超高压中间一次再热凝汽式发电机组,预计将进一步增加发电量,降本用电成本。
- ◆ **期间费用率低。**公司长期大力推行降本增效的措施,营业费率、管理费率、财务费率和期间费率长期低于业内水平。2017 年公司营业费率、管理费率分别为 0.3%、0.9%,由于公司资产负债率仅有 30%左右,去年财务费率仅有 0.3%,总的期间销售费率为 1.5%,在所有钢铁板块上市公司中最低。自 2012 年以来,公司从已降低成本近 300 元/吨,2017 年实现吨钢同口径降本 47.76 元/吨,据调研,2018 年的降本目标仍有 30 元/吨左右。
- ◆ **吨钢营业成本最低。**通过对全流程成本的控制,公司吨钢营业成本仅为 2546 元,是所有上市钢企中吨钢营业成本最低的,接近吨钢营业成本最高公司的三分之一。

表 15 公司铁矿石采购情况 (万吨)

	2016	2017	2018Q1
海外	645	680	178
国内	175	171	39

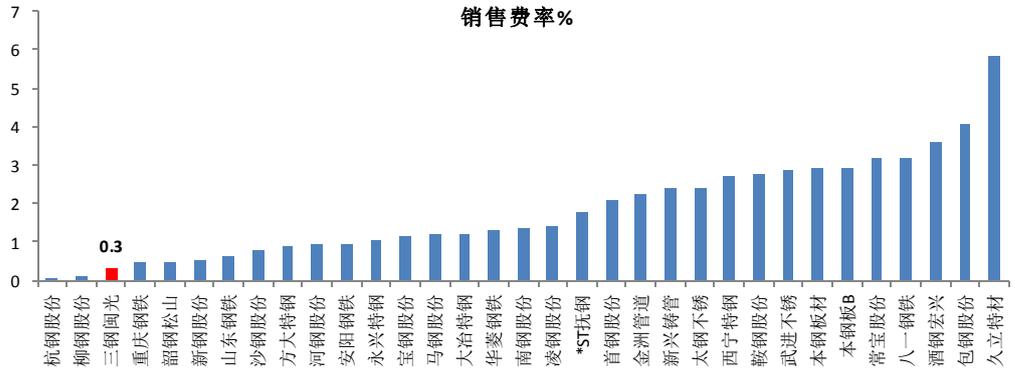
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 26 2017 年上市钢企的吨钢营业成本排名 (元/吨)



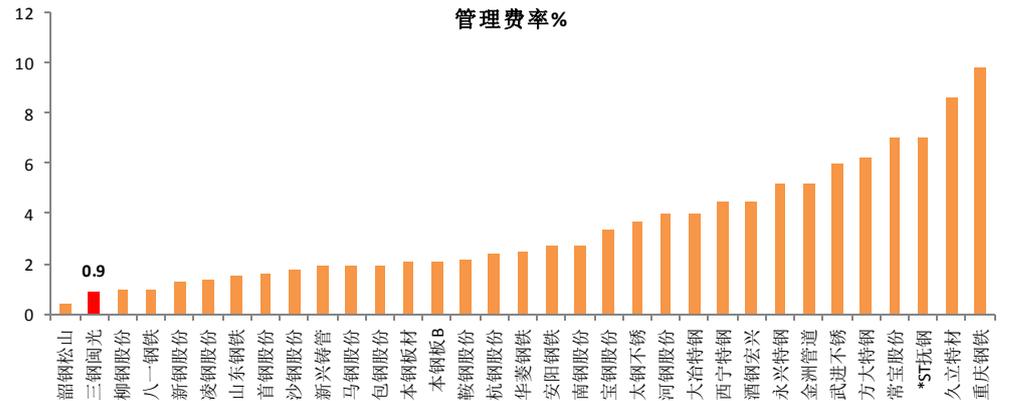
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 27 2017 年上市钢企的销售毛利率



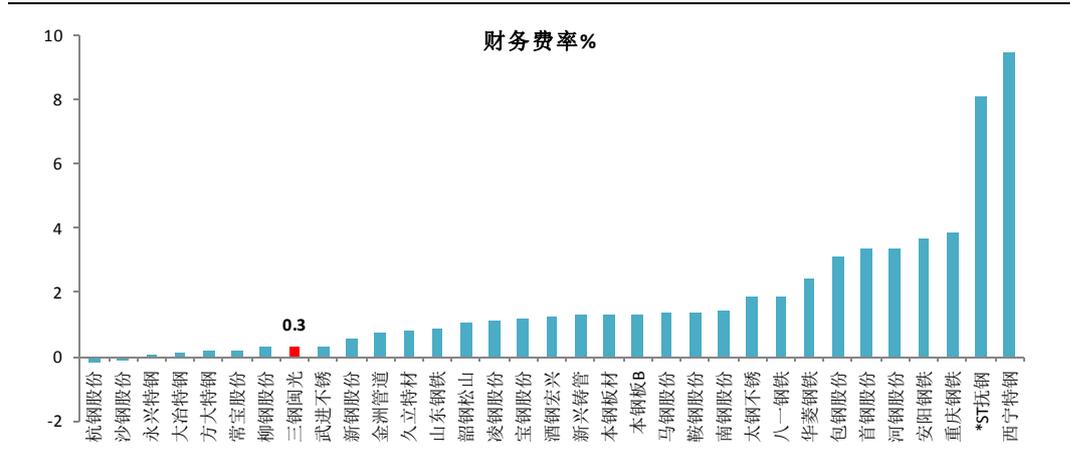
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 28 2017 年上市钢企的销售毛利率



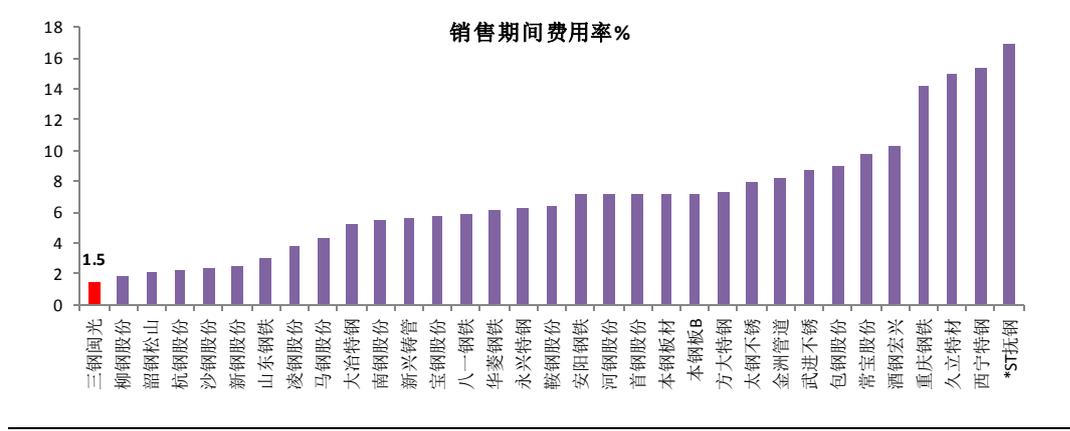
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 29 2017 年上市钢企的销售毛利率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 30 2017年上市钢企的销售毛利率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

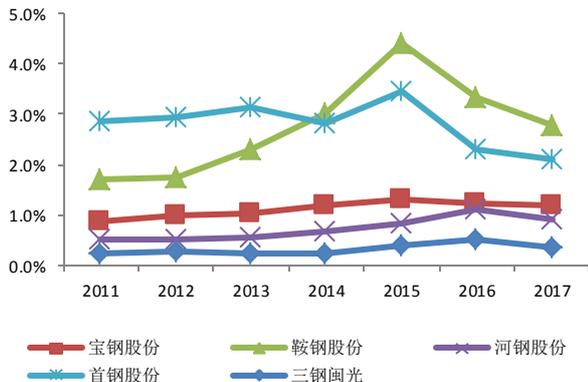
图 31 2017年上市钢企的资产负债率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

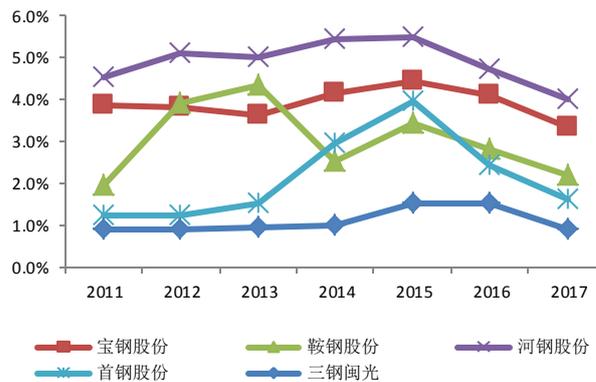
图 32 三钢闽光销售费率行业最低

图 33 三钢闽光管理费率行业最低



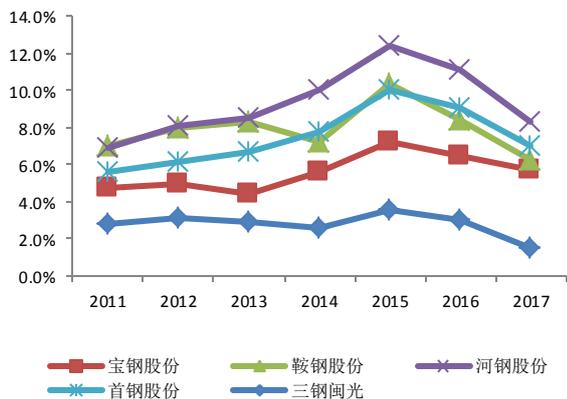
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 34 三钢闽光财务费率行业最低

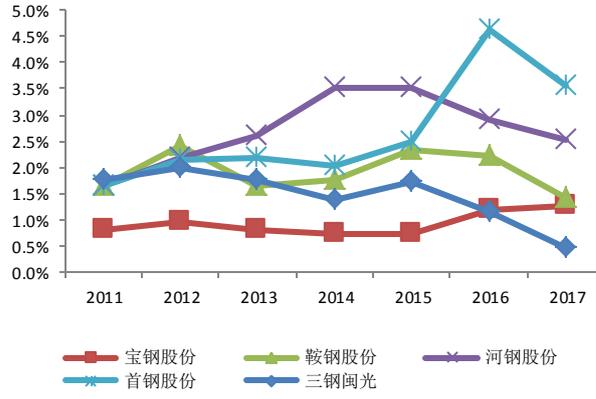


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 35 三钢闽光期间费率行业最低

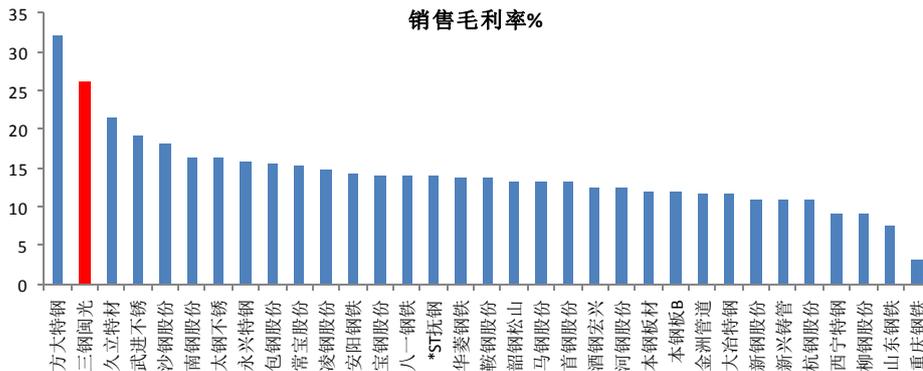


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所



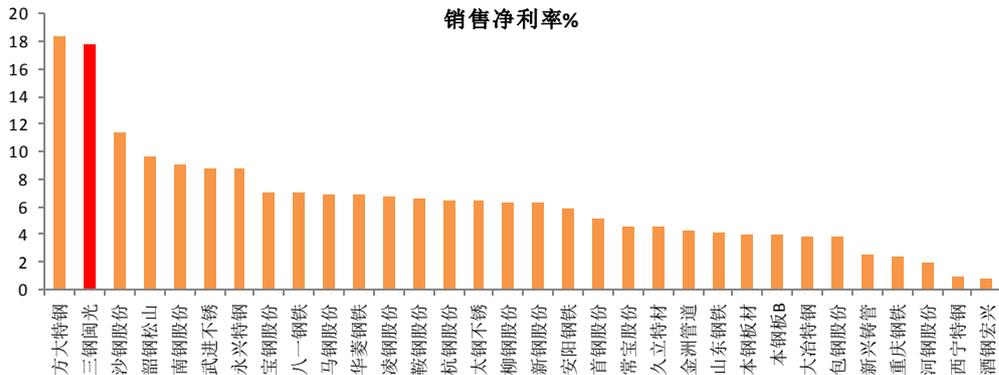
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 36 2017 年上市钢企的销售毛利率



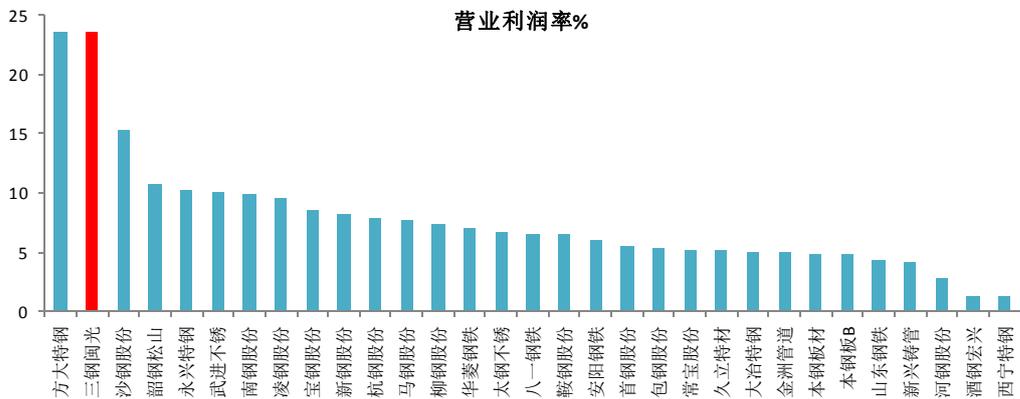
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 37 2017 年上市钢企的销售净利率



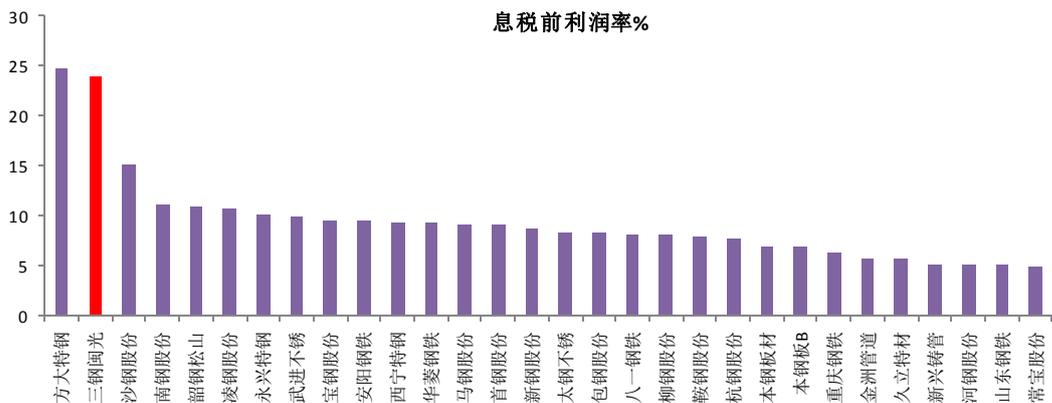
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 38 2017 年上市钢企的营业净利率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 39 2017 年上市钢企的息税前利润率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 40 2017 年上市钢企的股息率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.4 立足长远发展 推进服务转型

打造物联云商, 推进服务转型。2016 年公司通过定增募集 6 亿资金用来发展三钢物联云商项目。项目是公司战略转型的核心, 建设内容包括: 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。项目目标是对福建省内的钢材销售进行渠道整合优化, 设立覆盖全省的仓储物流中心, 建立集钢铁信息、供应、销售、物流、融资、加工配送一体的电商平台, 开展产业链重构, 外延拓展服务空间。

图 41 三钢物联云商项目的盈利模式



数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 投资建议及估值

三安钢铁注入带来产能增量, 公司营收和利润将大幅增长。公司的重点产品建筑用钢市场占有率高, 区域优势带来产品溢价明显, 毛利率水平长期维持高位。下半年基建升温预期有利于建筑用钢需求, 利润将进一步提升。根据 1-7 月份公司公布的出厂价格和现货市场价格走势, 我们判断今年公司全年产品价格中枢将较去年有微幅提升, 主要钢材产品的毛利率均有不同程度的持续提高。预计 2018、2019、2020 年的 ESP 分别为 4.33、4.42、4.44 元, 对应 PE 分别为 3.9X、3.8X、3.8X。

表 16 预测 2018-2020 年公司主要产品销量

产销量 (单位: 万吨)						
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
螺纹钢	282	263	278	427	427	427
同比增速	-3.0%	-6.5%	5.5%	1.0%	0.0%	0.0%
中板	112	125	143	146	148	148
同比增速	-9.8%	10.9%	14.4%	2.0%	2.0%	0.0%
金属制品用钢材	81	89	87	88	89	89
同比增速	-7.4%	10.6%	-2.1%	1.0%	1.0%	0.0%
光面圆钢	24	48	59	59	60	60
同比增速	215.3%	98.6%	22.2%	1.0%	1.0%	0.0%
钢筋混凝土用线材	71	60	57	204	204	204
同比增速	-5.3%	-14.8%	-5.5%	1.0%	0.0%	0.0%
合计	570	585	623	924	928	928
同比增速	1.5%	2.8%	6.5%	48.2%	0.5%	0.0%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表 17 预测 2018-2020 年公司主要产品的毛利率

毛利率%						
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
螺纹钢	N/A	13.2	29.1	29.9	29.9	29.9
同比增速	N/A	N/A	121.0%	2.8%	0.0%	0.0%
中板	N/A	10.5	21.9	30.1	30.1	30.1
同比增速	N/A	N/A	108.8%	37.3%	0.0%	0.0%
金属制品用钢材	N/A	14.6	27.2	31.7	31.7	31.7
同比增速	N/A	486.2%	87.1%	16.5%	0.0%	0.0%
光面圆钢	N/A	9.2	22.6	27.4	27.4	27.4
同比增速	N/A	148.1%	146.8%	21.1%	0.0%	0.0%
钢筋混凝土用线材	N/A	13.5	29.4	29.7	29.7	29.7
同比增速	N/A	N/A	118.4%	0.9%	0.0%	0.00%
其他业务	7.2	14.0	18.2	18.2	18.2	18.2
同比增速	26.1%	94.1%	30.5%	0.0%	0.0%	0.00%
合计	N/A	12.6	26.4	29.7	29.7	29.7
同比增速		N/A	110.0%	12.4%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

我们认为持续性的环保限产将导致行业周期被拉长, 周期上行延长, 在 PE 低时卖出的策略前提已失效, 在行业利润继续高速增长下时应该选择有高业绩弹性、低 PE 的

标的买入。将三钢闽光与可比普钢公司 PE 进行对比发现,可比公司 2018E 市盈率多分布在 4~10 之间,考虑到公司的利润增长确定性和盈利能力,我们认为公司合理 PE 为 5,对应 6 个月的股票价格为 21.6 元,维持公司“强烈推荐”评级。

表 18 板块重点上市公司的 EPS 及 PE 预测

公司	利润 (亿元)	每股收益 EPS (元)				市盈率 P/E		
	2017	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
三钢闽光	39.9	4.33	4.42	4.44	3.9	3.8	3.8	
宝钢股份	191.7	0.9	0.92	0.95	8.0	7.8	7.5	
鞍钢股份	56.1	0.96	1.03	1.06	5.7	5.3	5.2	
首钢股份	22.1	0.53	0.59	0.64	7.7	6.9	6.4	
韶钢松山	25.1	1.52	1.55	1.58	4.2	4.2	4.1	
华菱钢铁	41	2.22	2.24	2.4	3.7	3.7	3.4	
柳钢股份	26	1.66	1.74	1.8	4.6	4.4	4.2	
方大特钢	25.5	2.06	2.22	2.35	5.1	4.7	4.5	
马钢股份	41.3	0.78	0.84	0.87	4.7	4.4	4.2	
八一钢铁	11.7	0.83	0.96	1.03	5.8	5.0	4.7	
杭钢股份	20.0	0.65	0.67	0.67	6.9	6.7	6.6	
常宝股份	1.4	0.35	0.51	0.58	16.5	11.3	10.0	
新兴铸管	10.9	0.52	0.59	0.63	8.9	7.8	7.3	
金洲管道	1.6	0.36	0.39	0.41	19.1	17.7	16.8	
永兴特钢	3.5	1.27	1.46	1.65	10.8	9.4	8.3	

资料来源:公司年报,东兴证券研究所

5. 风险提示

(1) 需求不及预期;(2) 环保限产效果不及预期。

表 19 公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	5388	8190	14284	18635	22847	营业收入	14118	22461	34312	34816	34816		
货币资金	3001	3686	6126	10087	14058	营业成本	12350	16599	24135	24488	24488		
应收账款	7	0	10	9	6	营业税金及附加	82	187	274	279	282		
其他应收款	16	9	14	14	14	营业费用	70	76	137	139	139		
预付款项	246	251	492	737	982	管理费用	209	198	343	348	348		
存货	1547	1482	2246	2279	2279	财务费用	145	70	48	-19	-59		
其他流动资产	330	13	1198	1249	1249	资产减值损失	5	(1)	0	0	0		
非流动资产合计	7187	7562	7093	6639	6184	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
长期股权投资	169	207	200	200	200	投资净收益	36	59	59	59	59		
固定资产	6457	6511	6241	5819	5397	营业利润	1293	5296	9434	9640	9676		
无形资产	331	327	294	261	229	营业外收入	3	3	5	5	5		
其他非流动资产	19	207	200	200	200	营业外支出	61	2	3	3	3		
资产总计	12575	15751	21377	25273	29031	利润总额	1236	5297	9435	9642	9677		
流动负债合计	4492	4180	5155	5435	5564	所得税	309	1307	2359	2410	2419		
短期借款	1799	1131	0	0	0	净利润	1236	3990	7076	7231	7258		
应付账款	893	1073	1572	1634	1596	少数股东损益	0	0	0	0	0		
预收款项	492	784	1127	1475	1823	归属母公司净利润	927	3990	7076	7231	7258		
一年内到期的非	0	55	55	55	55	EBITDA	5640	9827	9936	10076	10072		
非流动负债合计	786	560	535	535	535	FPS (元)	0.98	2.90	4.33	4.42	4.44		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	453	225	200	200	200		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	5278	4740	5690	5970	6099	成长能力							
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	12.57%	59.09%	52.77%	1.47%	0.00%		
实收资本	1374	1374	1634	1634	1634	营业利润增长	N/A	309.54%	78.14%	2.19%	0.37%		
资本公积	4582	4582	5460	5460	5460	归属于母公司净利	N/A	2.19%	77.36%	2.19%	0.37%		
未分配利润	952	4403	6880	9411	11951	获利能力							
归属母公司股东	7298	11011	15723	19338	22967	毛利率(%)	12.52%	26.10%	29.66%	29.67%	29.67%		
负债和所有者权益	12575	15751	21377	25273	29031	净利率(%)	8.76%	17.76%	20.62%	20.77%	20.85%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)							
经营活动现金流	998	2999	5985	7499	7481	偿债能力							
净利润	1236	3990	7076	7231	7258	资产负债率(%)	42%	30%	27%	24%	21%		
折旧摊销	4202	4461	455	455	455	营运能力							
财务费用	145	70	48	-19	-59	总资产周转率	1.43	1.59	1.85	1.49	1.28		
应收账款减少	0	0	-10	1	2	应收账款周转率	2478	6661	6823	3735	4587		
预收账款增加	0	0	343	348	348	应付账款周转率	16.66	22.86	25.95	21.72	21.55		
投资活动现金流	-1044	-858	72	59	59	每股指标(元)							
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股收益	0.98	2.90	4.33	4.42	4.44		
长期股权投资减	0	0	7	0	0	每股净现金流	1.40	0.68	1.49	2.42	2.43		
投资收益	36	59	59	59	59	每股净资产	5.31	8.02	9.62	11.83	14.05		
筹资活动现金流	1976	-1210	-3618	-3596	-3570	估值比率							
应付债券增加	0	0	-25	0	0	P/E	17.15	5.80	3.88	3.80	3.79		
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	3.16	2.10	1.75	1.42	1.20		
普通股增加	839	0	261	0	0	EV/EBITDA	3.96	2.12	2.17	1.75	1.36		
资本公积增加	3876	0	878	0	0								
现金净增加额	1930	931	2439	3962	3970								

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、钢铁、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。