

三钢闽光（002110）：低成本和区位优势筑壁垒，关注后续资本运作

——三钢闽光（002110）半年度业绩点评

2019年08月29日

强烈推荐/维持

三钢闽光 公司报告

报告摘要：

- **事件：**公司发布2019年H1业绩，报告期内公司实现营业总收入189.20亿元，同比增长7.53%，实现归属于上市公司股东的净利润21.73亿元，同比下降32.81%。
- **成本上升却仍是业内最低，构筑后周期时代的第一道壁垒。**2019H1公司营业成本同比增长22.82%，主要是铁矿石价格提升带来的。测算公司上半年吨钢营业成本为3007.7元，较强去年同期的2538.8元提高468.9元，成本的增加幅度高于已公布中报的行业内公司平均水平，我们认为主要原因是由于公司前期对成本管控已做到极致，受铁矿成本上升的影响更显著，而其他企业目有较大的成本削减空间，在面对铁矿石涨价时削减了其他方面的成本进行对冲。成本提升导致产品购销差收窄，公司的板材、螺纹钢、光面圆钢和制品盘圆等核心产品的毛利率同比去年分别下降10.69、7.76、8.28和11.32个百分点。尽管如此，公司最强大的核心竞争力仍然是吨钢完全成本处在行业内最低水平。根据我们的测算，2018年公司的吨钢生产成本、期间费用为2457元、143元，较生产成本最高的某上市建筑用钢生产企业的分别低853元、165元，较全行业内的平均水平分别低390元、42元，强大的成本控制能力不仅保障了公司拥有足够的盈利空间和安全边际，还是公司面对地产“白银”时代的“护身符”。
- **区域内供需结构向好，区位和品牌优势构筑后周期时代的第二道壁垒。**公司所在的福建省是国务院特批的海峡西岸经济区，固定资产投资增速常年高于全国水平，省内钢材需求旺盛，是钢材净流入省份，产品价格长期高于市场均值。目前，福州螺纹钢（HRB400 20mm）价格分别高于北京、上海地区190元/吨、180元/吨。公司是福建地区的建筑钢材龙头企业，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%。同时公司会采用分销外省的方法调节福建内市场的供给，对经销商的粘度强，经销队伍稳定，产品溢价显著，区域内定价较其他品牌高50~100元。区位和品牌优势保证了公司的盈利能力长期处于行业均值以上，根据中报披露，公司2019H1实现吨钢净利润428元/吨，吨钢盈利水平位于行业前列，第二季度吨钢净利润约为476元，环比一季度提高100元左右。公司主要的业绩风险来自于成本端的提升，目前已经在掌控之中，下半年随着淡水河谷矿山复产及铁矿石发运量回升，预计铁矿石等原料成本对企业业绩的影响逐步减弱，公司的吨钢净利润有望边际改善，长期看铁矿石弱势不改，公司的高盈利水平则有望维持。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31,685.7	36,248.2	35,848.3	34,090.1	35,440.2
增长率(%)	124.44%	14.40%	-1.10%	-4.90%	3.96%
净利润(百万元)	5,743.21	6,517.22	3,932.91	4,015.62	4,614.47
增长率(%)	519.86%	13.48%	-39.65%	2.10%	14.91%
净资产收益率(%)	41.12%	35.50%	17.85%	16.10%	16.33%
每股收益(元)	3.32	3.98	1.60	1.63	1.88
PE	2.42	2.02	5.02	4.92	4.28
PB	0.84	0.72	0.90	0.79	0.70

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

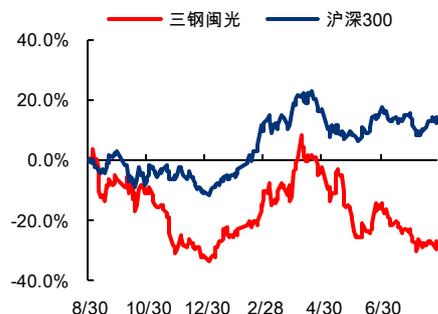
福建省内唯一采用焦化—烧结—高炉—转炉—连铸—全连轧的长流程钢铁生产企业，工艺技术及装备处于国内先进水平。主要产品有“闽光”牌建筑用材、金属制品材、中厚板材、机械制造用材四大系列。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间(元)	8.03-20.18
总市值(亿元)	196.86
流通市值(亿元)	176.95
总股本/流通A股(万股)	245158/220358
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.66

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

研究助理：张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

收购产能指标继续增强供给能力和区域影响力, 低负债、高现金凸显企业价值。公司在 2019 年 1 月以 9.8 亿元收购山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司钢铁产能指标 (铁 104 万吨, 钢 100 万吨), 可关注后续对该产能指标的运作。2019 年 1 月 15 日, 公司公告拟采用现金方式向控股股东三钢集团收购其所持有的福建罗源闽光钢铁 100% 的股权, 罗源闽光年产量 190 万吨, 2018 年实现净利润 9.36 亿元。如果完成上述步骤, 公司产能将增加近 300 万吨, 供给能力和区域影响力将进一步增强。公司资产负债率仅为 35%, 远低于全国平均水平, 资产结构健康, 报告期内财务费用较去年同期减少逾 0.55 亿。此外, 公司拥有货币资金达 51.21 亿, 当前市值扣除货币资金后对应的年化 PE 不足 4 倍。

运行效率持续提升, 精细化管理不断深化。2019H1 公司营业收入同比增长 7.53%, 一方面是由于产量继续提高, 上半年公司加强生产计划管理及控制, 铁、钢、材产量刷新月产历史纪录, 实现产钢 511.26 万吨, 生铁 432.68 万吨, 钢材 508.35 万吨, 分别较去年同期增长 3.65%、1.58% 和 3.67%, 产量的提升带来了公司营业收入的逆势增长。面对固定资产投资下滑的严峻形势, 公司持续深化全流程降成本, 上半年三明本部、泉州闽光分别实现吨钢同口径降成本 17.78 元/吨钢、4.44 元/吨钢, 合计降本增效 7147.49 万元。公司科学制定大宗原材料采购策略, 着力降低采购成本, 上半年公司进口矿综合采购价格低于普氏指数均价 5.65 美元/吨; 加强辅材备件采购控额管理, 上半年吨钢备件辅材采购额比控额低 3.59 元/吨钢。

环保工作稳中有进, 提升企业的政策安全边际。公司坚持推进“生态旅游新三钢建设”, 稳步实施超低排放改造三年行动计划, 7 个项目开工建设, 上半年三明本部空气质量优良率 100%, 总口外排废水指标监测合格率 100%, 三钢闽光入选福建省首批绿色制造工厂名单。随着环境治理和供给侧改革的深入推进, 钢铁行业由“一刀切”式的环保限产向差异化限产转变, 成为影响钢铁行业和企业的重要因素。根据国家要求, 2020 年底前京津冀、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域具备改造条件的钢铁企业基本完成超低排放改造, 全国力争 2020 年底前、2022 年底前、2025 年底前分别完成钢铁产能改造 4.8 亿吨、5.8 亿吨、9 亿, 河北、江苏等多地已要求当地钢企在规定时限内完成超低排放改造, 未实现超低排放标准的企业限产或停产。公司制定超低排放改造三年行动计划, 预期在 2022 年能够实现超低排放, 符合国家的政策方向, 奠定了企业经营的抗政策风险能力。

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 358.48 亿元、340.90 亿元和 354.40 亿元; 归母净利润分别为 39.23 亿元、40.06 亿元、46.04 亿元; EPS 分别为 1.60 元、1.63 元和 1.88 元, 对应 PE 为 5.02X、4.92X 和 4.28X, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、上游原料价格大幅上涨; 2、下游需求超预期下滑。

附表: 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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
流动资产合计	10978	16432	17600	21414	26465	营业收入	31686	36248	35848	34090	35440		
货币资金	4757	6325	7022	11254	15564	营业成本	22427	25857	29145	27431	27967		
应收账款	0	30	15	14	20	营业税金及附加	262	300	287	273	287		
其他应收款	0	24	24	23	23	营业费用	81	88	72	68	71		
预付款项	419	737	1028	1302	1582	管理费用	303	412	407	387	403		
存货	2165	2502	2817	2651	2703	财务费用	102	60	16	-66	-109		
其他流动资产	93	3241	3161	2809	3079	资产减值损失	19.68	1.25	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	11110	11786	11108	10430	9751	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	207	260	260	260	260	投资净收益	58.80	63.94	40.00	40.00	40.00		
固定资产	9660	9715	9197	8673	8142	营业利润	7640	8685	5164	5274	6073		
无形资产	551	584	526	473	426	营业外收入	4.05	11.61	80.00	80.00	80.00		
其他非流动资产	304	341	341	341	341	营业外支出	3.42	0.58	0.00	0.00	0.00		
资产总计	22087	28218	28709	31845	36216	利润总额	7640	8697	5244	5354	6153		
流动负债合计	7328	9263	6081	6303	7341	所得税	1897	2179	1311	1339	1538		
短期借款	1701	1930	0	0	0	净利润	5743	6517	3933	4016	4614		
应付账款	0	2249	1250	1176	1599	少数股东损益	323	10	10	10	10		
预收款项	1022	1070	1428	1769	2124	归属母公司净利	5420	6507	3923	4006	4604		
一年内到期的非	80	253	253	253	253	EBITDA	8701	9979	5857	5885	6642		
非流动负债合计	754	543	543	543	543	EV/EBITDA	0.95	0.90	2.21	1.48	0.66		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	225	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
负债合计	8081	9806	6623	6845	7884	成长能力							
少数股东权益	824	82	92	102	112	营业收入增长	124.44%	14.40%	-1.10%	-4.90%	3.96%		
实收资本(或股	1374	1634	2452	2452	2452	营业利润增长	490.79%	13.69%	-40.55%	2.14%	15.14%		
资本公积	5378	5861	5861	5861	5861	归属于母公司净	-39.71%	2.11%	-39.71%	2.11%	14.95%		
未分配利润	5688	10004	12672	15396	18527	获利能力							
归属母公司股东	13182	18329	21977	24881	28204	毛利率(%)	29.22%	28.67%	18.70%	19.53%	21.09%		
负债和所有者权	22087	28218	28709	31845	36216	净利率(%)	18.13%	17.98%	10.97%	11.78%	13.02%		
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)							
经营活动现金流	3884	7017	2877	5228	5442	偿债能力							
净利润	5743	6517	3933	4016	4614	资产负债率(%)	37%	35%	23%	21%	22%		
折旧摊销	959.16	1233.72	676.58	677.06	678.13	流动比率	1.50	1.77	2.89	3.40	3.61		
财务费用	102	60	16	-66	-109	速动比率	1.20	1.50	2.43	2.98	3.24		
应付帐款的变化	0	0	15	1	-5	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	358	341	354	总资产周转率	1.83	1.44	1.26	1.13	1.04		
投资活动现金流	-1176	-3455	140	140	140	应收账款周转率	9392	2391	1589	2328	2086		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	70.97	32.24	20.49	28.10	25.54		
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	59	64	40	40	40	每股收益(最新摊	3.32	3.98	1.60	1.63	1.88		
筹资活动现金流	-1443	-2023	-2320	-1135	-1272	每股净现金流(最	0.92	0.94	0.28	1.73	1.76		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	9.60	11.21	8.96	10.15	11.50		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	261	818	0	0	P/E	2.42	2.02	5.02	4.92	4.28		
资本公积增加	796	483	0	0	0	P/B	0.84	0.72	0.90	0.79	0.70		
现金净增加额	1266	1539	697	4232	4310	EV/EBITDA	0.95	0.90	2.21	1.48	0.66		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	钢铁行业深度报告: 只争朝夕——估值和成本视角下钢铁股短期博弈的投资价值分析	2019-02-21
行业	东兴证券钢铁行业 2019 年度投资策略报告: 在不确定性中寻找确定性	2018-12-14
公司	宝钢股份 (600019): 多基地协同强化业绩韧性 预计二季度环比改善	2019-04-26

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，大周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018 年 5 月加盟东兴证券。

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。投资者应自主作出投资决策，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。