

福建领军钢企，产能扩张提升长期盈利能力

——三钢闽光（002110）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 福建钢材需求旺盛且稳定，公司作为区域龙头区位优势维持

福建省位于“一带一路”起点，邻近台湾，区域经济发展前景良好。福建省正在加快科学发展、跨越发展、自贸区建设且对台区位优势明显，2019-2020年福建省计划在基础设施、工业领域、保障性安居工程等领域将进行大量的投资，这将拉动福建省区域市场钢材需求增长，为公司提供广阔的市场空间和良好的发展机遇。“闽光”品牌的建筑用材是福建建筑材第一品牌，市场占有率达到70%左右。

❖ 钢材利润回归市场化中枢，公司成本优势凸显

供给侧改革尾声，叠加地产用钢需求承压，钢铁行业利润或将回归市场化利润中枢。节奏上看，地产下行压力预计从下半年开始明显传导至钢材需求端。利润压缩趋势下，成本控制仍是钢企核心竞争力，公司坚持全流程降本、提高资金效率等多种途径降本，生产成本长期处于国内钢厂成本曲线最左端。

❖ 购入产能指标，未来公司钢铁业务仍有成长空间

公司在2018年完成了对集团下属的三安钢铁收购后，产能实现扩充，后在2019年1月，公司成功以9.87亿人民币价格购得莱钢新疆产能指标（铁：100万吨、钢：100万吨），未来集团下属罗源闽光有望注入公司，公司未来粗钢产能或将接近1300万吨，中长期盈利能力进一步提升。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司为福建省内建筑钢材领军钢企，畅享区域内旺盛用钢需求带来高钢价红利。2018年公司通过收购三安钢铁及莱钢新疆产能指标实现了产能扩充，后续集团下属罗源闽光有望注入公司，公司钢铁业务中长期具备成长性，首次覆盖给予“增持”评级。我们预计2019-2021年公司主营业务收入分别为371.01、375.53、381.12亿元，净利润有望达到40.83、42.23、43.87亿元，EPS分别为1.67、1.72、1.79元/股，对应PE分别为4.82、4.66、4.48倍。

❖ 风险提示：国内外宏观经济形势及政策调整；建筑钢材需求不及预期

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	36248	37101	37553	38112
+/-%	14%	2%	1%	1%
净利润(百万)	6507	4083	4223	4387
+/-%	20%	-37%	3%	4%
EPS(元)	2.65	1.67	1.72	1.79
PE	3.02	4.82	4.66	4.48

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	金属材料/钢铁
报告时间	2019/9/9
前收盘价	8.01元
公司评级	增持评级

👤 分析师

陈雳

证书编号：S11000517060001
010-66495651
chenli@cczq.com

👤 联系人

许惠敏

证书编号：S1100117120001
021-68595156
xuhuimin@cczq.com

王磊

证书编号：S1100118070008
010-66495929
wanglei@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、公司概况	4
1.1 公司简介：福建省钢铁领军企业	4
1.2 产品结构：长材为主，板材为辅	5
1.3 财务表现：2019 年上半年公司利润同比下降 32.81%	7
二、投资主线	9
2.1 短期内房地产投资韧性仍存，稳增长背景下基建投资值得期待	9
2.2 公司区位优势明显，福建省内钢材供需环境较好	11
2.3 罗源闽光存在注入预期，公司领军优势有望强化	13
2.4 公司成本控制能力强，吨钢盈利能力位于行业前列	15
三、估值评级	17
3.1 盈利假设	17
3.2 盈利预测与评级	18
风险提示	19
盈利预测	20

图表目录

图 1:	公司实际控制人为福建省国资委.....	4
图 2:	钢材产品产量占比.....	6
图 3:	钢材产品营收占比.....	6
图 4:	钢材产品毛利占比.....	7
图 5:	钢铁业务营收区域占比.....	7
图 6:	2014-2019H1 营业收入及同比增速.....	7
图 7:	2014-2019H1 归属母公司净利润及同比.....	7
图 8:	销售毛利率和销售净利率.....	8
图 9:	期间费用率.....	8
图 10:	2014-2019H1 资产负债率走势.....	8
图 11:	2014-2019H1 净资产收益率变动.....	8
图 12:	全国房屋新开工面积累计增速.....	9
图 13:	钢材表观消费量累计值及同比.....	9
图 14:	水泥累积产量及同比.....	10
图 15:	建筑钢材成交量仍处于同比高位.....	10
图 16:	基建投资韧性仍存.....	10
图 17:	交运、电力、水利行业基建投资增速.....	10
图 18:	福建省固定资产投资增速高于全国.....	11
图 19:	2019 年以来福建地产投资增速高于全国.....	11
图 20:	福建房地产投资占比与钢材产量占比.....	12
图 21:	福建省螺纹钢价格显著高于全国均价.....	12
图 22:	罗源闽光股权结构.....	13
图 23:	罗源闽光区位优势突出.....	13
图 24:	公司期间费用率持续降低.....	16
图 25:	公司在普钢企业中吨钢利润排名居前.....	16
表格 1.	三钢闽光产能及生产设备.....	5
表格 2.	三钢闽光分红情况.....	9
表格 3.	福建省三钢（集团）有限责任公司产能置换方案.....	14
表格 4.	2015-2018 年公司三项费用的拆分与钢铁板块企业平均分析.....	16
表格 5.	公司吨钢利润在上市普钢企业中排名靠前.....	17
表格 6.	公司盈利预测（部分）.....	17
表格 7.	公司盈利预测与估值.....	18
表格 8.	可比公司估值表.....	18

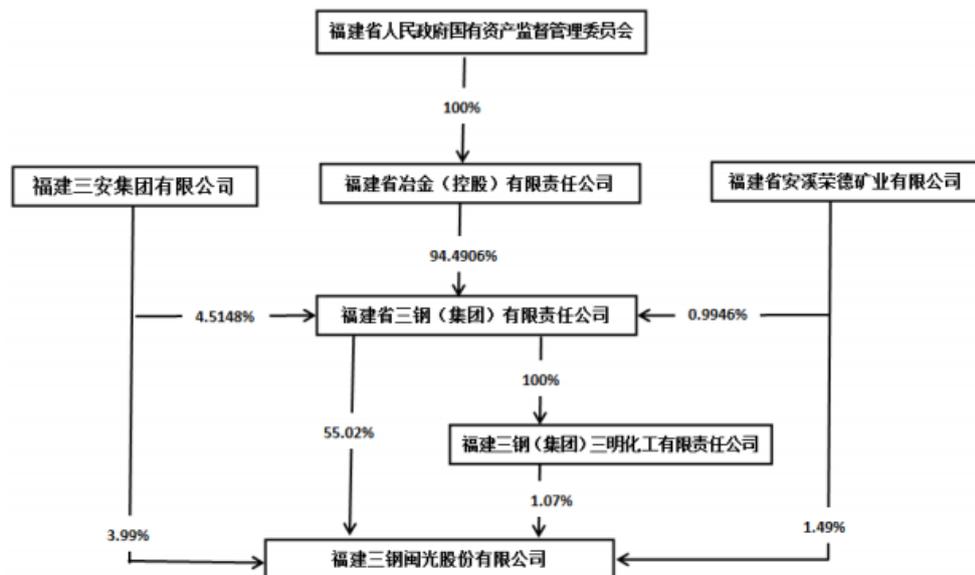
一、公司概况

1.1 公司简介：福建省钢铁领军企业

2001年12月，福建省三钢（集团）有限责任公司（以下简称“三钢集团”）作为主发起人，联合厦门国贸集团股份有限公司、厦门港务集团有限公司、厦门市国光工贸发展有限公司、厦门鹭升物流有限公司、福建省晋江市福明鑫化建贸易有限公司、闽东荣宏建材有限公司、钢铁研究总院、中冶集团北京钢铁设计研究总院八家企业共同发起设立福建三钢闽光股份有限公司（以下简称“三钢闽光”）。2007年1月，三钢闽光在深圳证券交易所上市交易，控股股东为三钢集团，实际控制人为福建省国资委。

2007年三钢集团重组了福建三安钢铁有限公司（简称“三安钢铁”），三钢集团、福建三安集团有限公司、福建省安溪荣德矿业有限公司和厦门市信达安贸易公司持有三安钢铁的股份比例分别为63.40%、25.01%、9.36%、2.23%。2018年6月，三钢闽光完成收购三安钢铁，三安钢铁成为三钢闽光旗下全资子公司。2018年7月，三安钢铁更名为福建泉州闽光钢铁有限责任公司（简称“泉州闽光”）。目前，三钢闽光的第一大股东仍为三钢集团，持股比例为55.02%，公司实际控制人仍为福建省国资委。

图 1：公司实际控制人为福建省国资委



资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 产品结构：长材为主，板材为辅

福建省建筑用材基地，“闽光”牌产品享誉省内。三钢闽光为采用焦化和烧结—高炉—转炉—连铸—全连轧长流程的钢铁生产企业，现有粗钢产能 850 万吨，是福建省内最大的钢铁生产基地，省内市场占有率约 70%。三钢闽光产品以建筑用材为主，包括螺纹钢、钢筋混凝土用线材、中板等，此外还有拉拔用线材和冷镦铆螺用线材等。在福建省内，三钢闽光产品需求相对较好，产品具有一定的定价权；公司金属制品用线材主要在福建省外销售。

原三钢闽光具备生铁产能 562 万吨/年(生产设备为 1800m³高炉*1、1050m³高炉*2、420m³高炉*3)，具备粗钢产能 620 万吨/年(生产设备为 120t 转炉*3、100t 转炉*2)，具备钢材产能 610 万吨，包括建筑用钢 310 万吨、金属制品用线材 150 万吨、中板 150 万吨。

泉州闽光是一家主要从事钢铁冶炼、轧制、加工及延压产品生产及销售的企业，主要产品是螺纹钢、线材以及建筑用钢。泉州闽光作为三钢闽光旗下全资子公司主要负责福建省内厦门、漳州、泉州地区“闽光”牌钢材的生产、供应。

泉州闽光具备生铁产能 240 万吨/年(生产设备为 1250m³高炉*1、550m³高炉*2)，具备粗钢产能 230 万吨/年(生产设备为 50t 转炉*3)，具备钢材产能 255 万吨/年，具体为棒材 185 万吨、线材 70 万吨。

三钢闽光收购“三安钢铁”后，产能变为生铁 802 万吨、粗钢 850 万吨、钢材 865 万吨，生铁、粗钢和钢材的产能增长率分别为 42.7%、37.10%和 41.80%。

表格 1. 三钢闽光产能及生产设备

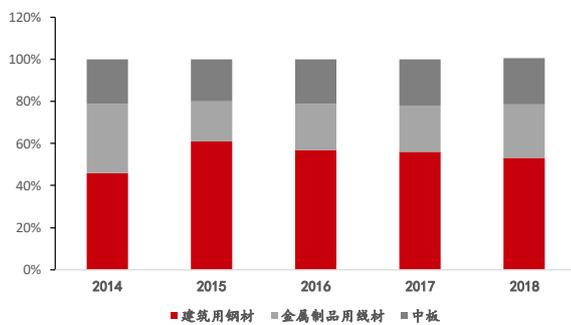
产能合计	具体设备或产能
生铁 802 万吨	1800m ³ 1 座、1050m ³ 高炉 2 座、420m ³ 高炉 3 座
	1250m ³ 高炉 1 座、550m ³ 高炉 2 座
粗钢 850 万吨	120t 转炉 3 座、100t 转炉 2 座
	50t 转炉 3 座
钢材 865 万吨	建筑用钢材 565 万吨
	金属制品用线材 150 万吨
	中板 150 万吨

资料来源：Wind，川财证券研究所

收购三安钢铁后三钢闽光长材占比超过八成。三钢闽光原钢材产能 610 万吨，其中长材 460 万吨、板材 150 万吨，长材占比 75.4%，板材占比 24.5%；收购三安钢铁后钢材产能增长至 865 万吨，其中长材产能增至 715 万吨，板材产能维持 150 万吨。收购三安钢铁后三钢闽光长材占比为 82.66%，板材占比为 17.34%，公司长材属性更加凸显。

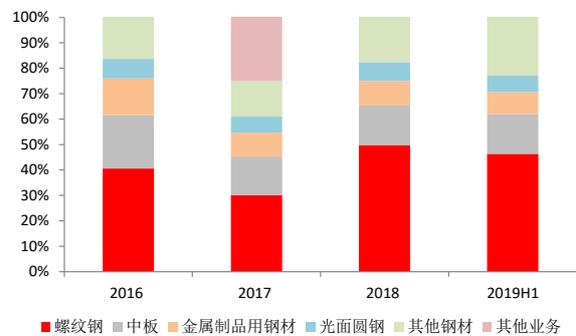
从营业收入结构上看，三钢闽光主营业务收入以建筑用钢为主，金属制品用线材和中板为辅，2019 年上半年公司营业收入为 189.2 亿，其中螺纹钢、中板、金属制品用钢材分别占比 46.35%、15.64%、8.71%。

图 2：钢材产品产量占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：钢材产品营收占比

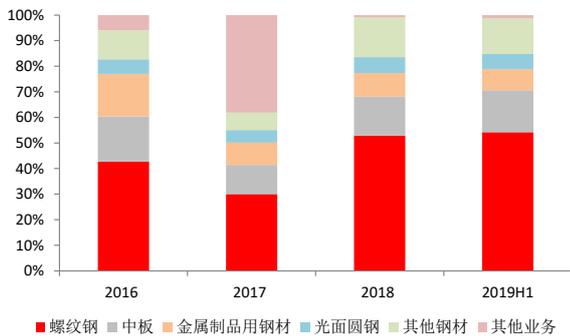


资料来源：Wind，川财证券研究所

从毛利结构上看，公司毛利仍体现出建筑用钢材为主、金属制品用线材和中板为辅的结构。2019 上半年公司实现毛利 36.41 亿元，其中螺纹钢、中板、金属制品用钢材分别占比 54.19%、16.42%、8.21%。

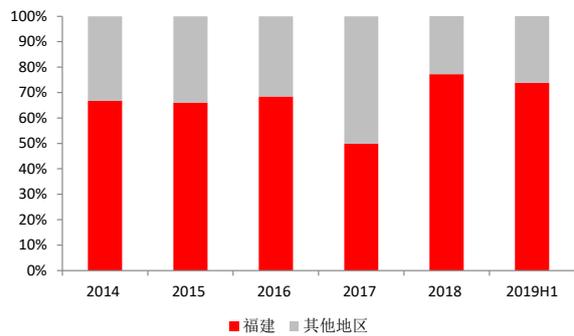
三钢闽光福建省内钢铁业务营收占比在 70% 左右。从营收区域上看，三钢闽光营收区域以福建省为主，其他省份为辅，三钢闽光营收状况主要受福建省内供需状况影响。2014-2019H1 福建省内营收占比分别为 67%、66%、68%、50%、77%、74%，2019 年上半年公司钢铁业务福建省内实现营收 140 亿元，省外营收仅 50 亿元。

图 4： 钢材产品毛利占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 钢铁业务营收区域占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 财务表现：2019 年上半年公司利润同比下降 32.81%

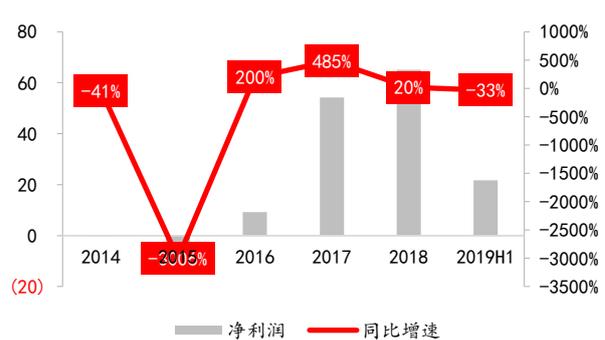
2019 年上半年公司利润同比下降 32.81%。2018 年，三钢闽光实现营业收入约 362.48 亿元，同比上升 14.40%；归属于母公司净利润 65.07 亿元，同比上升 20.04%；基本每股收益 3.98 元，同比上升 19.88%；加权平均净资产收益率 44.72%，比上年下降 5.95 个百分点。2019 年上半年三钢闽光实现营业收入 189.20 亿元，同比增长 7.53%；实现归属于母公司净利润 21.73 亿元，同比下降 32.81%，对应基本每股收益 0.89 元，同比下降 1.09 元。

图 6： 2014-2019H1 营业收入及同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 2014-2019H1 归属母公司净利润及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

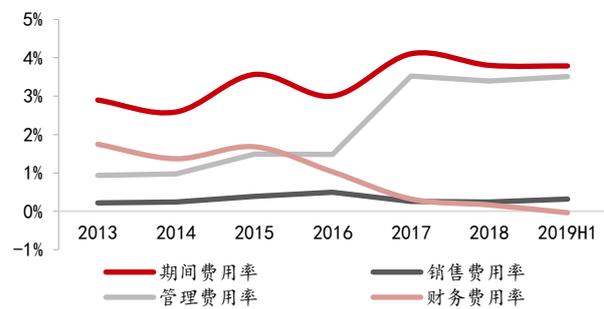
利润率维持较高水平。2016 年以来，三钢闽光的销售毛利率和销售净利率始终保持在较高水平，显示出其具有较强的盈利能力。

图 8：销售毛利率和销售净利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

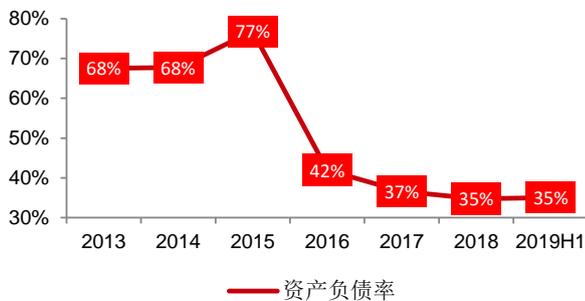
图 9：期间费用率



资料来源：Wind，川财证券研究所

2016 年以来公司资产负债率显著降低。公司在 2016 年 4 月通过发行购买控股股东三钢集团的中板、动能、铁路等相关经营性资产和负债及同年 8 月定向增发股份募集资金 30 亿元大幅降低了资产负债率；2018 年 6 月公司发行股份购买了三安钢铁 100% 股权，进一步降低了资产负债率；公司的资产负债率从 2015 年的 76.85% 降到 2019 年年中的 35.04%。

图 10：2014-2019H1 资产负债率走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：2014-2019H1 净资产收益率变动



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司实施大比例分红政策，积极回馈投资者，股利支付率持续上升。2016、2017、2018 年三钢闽光的股利支付率分别为 25.06%，38.01%，50.24%。三钢闽光公布的《未来三年（2018~2020 年度）股东分红回报规划》中指出：“在保证公司能够持续经营和长期发展的前提下，公司 2018-2020 年每年以现金方式分配的利润应不少于当年实现的可供分配利润的 10%，且在任意三个连续年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。”

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2018年,三钢闽光支付现金分红32.69亿元(含税),股利支付率为50.24%。占2018年归属于上市公司普通股股东净利润的50.24%。

表格 2. 三钢闽光分红情况

分红年度	每10股派息数(元) (含税)	现金分红(含税) (亿元)	普通股股东净利 (亿元)	占普通股股东 净利润比例
2018年	20.00	32.69	65.07	50.24%
2017年	15.00	20.60	54.20	38.01%
2016年	2.00	2.75	10.96	25.06%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、投资主线

2.1 短期内房地产投资韧性仍存,稳增长背景下基建投资值得期待

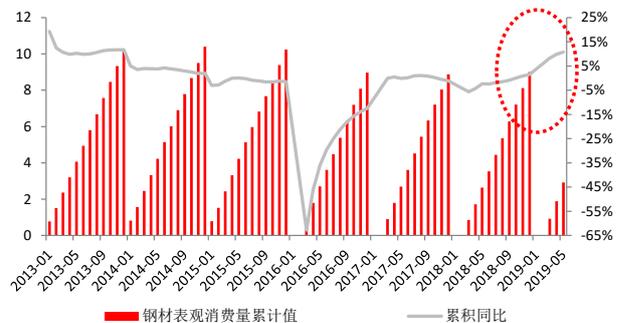
供给限制逐步宽松,钢铁行业逻辑重心重回需求端。首先是地产方面,地产分项需求占有钢材需求约35%,占螺纹钢单品种需求约60%-70%。地产新开工阶段用钢量占到整体项目用钢量的1/3-2/3,因此螺纹钢需求的核心指标集中房屋新开工面积。统计局数据显示,前7月房地产新开工仍维持较高水平,1-7月房屋新开工面积12.57亿平方米,增长9.5%,房地产新开工高增速的维持也保障了上半年建筑钢材的需求端保持旺盛,从表观消费量来看,1-7月粗钢表观消费增速高达16%。与建筑钢材下游需求较为一致的水泥前7月产量达到12.62亿吨,同比增幅达到7.20%,也佐证上半年建筑钢材需求较好。

图 12: 全国房屋新开工面积累计增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 钢材表观消费量累计值及同比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

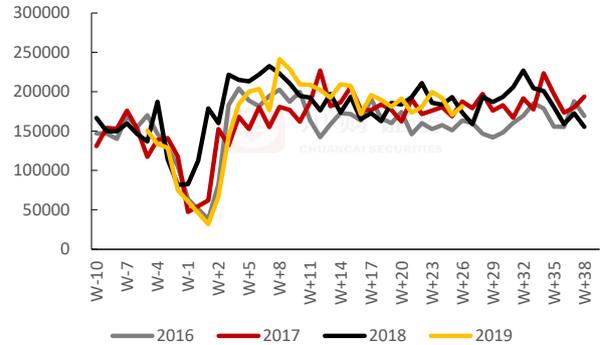
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 14：水泥累积产量及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：建筑钢材成交量仍处于同比高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

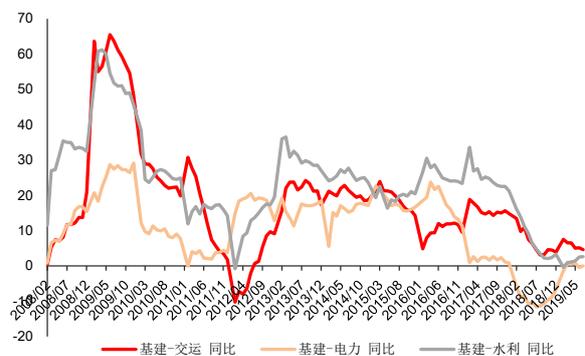
2019年1-7月基建投资同比增速达3.8%，稳增长背景下基建投资值得期待。2018年四季度以来，地方专项债的落实和发行加快，基建发力已经开始加速，2019年1-7月实现广义基建累计投资同比增速达到3.8%，基建投资韧性仍存。

专项债补充资本金预计将拉动基建投资近2600亿元。6月中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《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“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”，在此前只有一般地方债的资金可用来补充项目资本金，专项地方债的资金不能用作项目资本金。对于项目的具体要求，文件明确“符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是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的地方高速公路、供电、供气项目”。整体测算新增地方债中符合补充项目资本金的约有5%，考虑到《通知》发出后新增地方债余额还有13180亿元，则约有650亿元专项债资金可用于补充项目资本金；按照4倍乘数效应测算，将拉动基建投资2600亿元。

图 16：基建投资韧性仍存



图 17： 交运、电力、水利行业基建投资增速



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源: Wind, 川财证券研究所

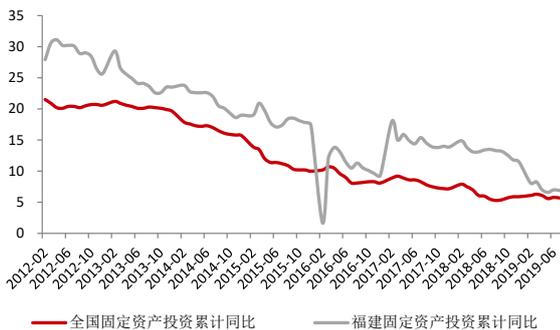
资料来源: Wind, 川财证券研究所

2.2 公司区位优势明显, 福建省内钢材供需环境较好

福建省位于“一带一路”起点, 邻近台湾, 区域经济发展前景良好。2010年以来福建省固定资产投资增速长期高于全国水平, 仅在2016年增速差有小幅回落, 2018年福建省固定资产投资增速为11.50%, 高于全国5.90%的水平。2019年以来, 1-7月福建省固定资产投资增速达到6.90%, 较全国固定资产投资增速高1.2个百分点。

从建筑钢材的主要下游房地产行业的开发投资来看, 2019年1-7月福建省房地产开发投资完成额累计增速达到17.30%, 高于全国10.60%的水平, 福建省旺盛的房地产开发投资对建筑钢材的需求形成稳定的支撑。

图 18: 福建省固定资产投资增速高于全国



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 2019 年以来福建地产投资增速高于全国



资料来源: Wind, 川财证券研究所

房地产投资与建筑钢材需求关联度极高, 是刻画建筑钢材需求的重要指标, 钢材产量则可直接反映出钢材供给端的情况。我们通过对比福建省内房地产投资在全国房地产投资中的占比及福建钢材产量占比来对福建省内建筑钢材供需情况做个简单刻画。从数据上来看, 2014-2018年福建房地产投资占全国房地产投资比例分别达到4.81%、4.66%、4.47%、4.37%及4.11%, 而对应的福建省内钢材产量占全国钢材产量比例仅为2.68%、2.51%、2.51%、2.60%、2.64%; 整体看福建省房地产投资占比长期高于钢材产量占比, 福建省内建筑钢材供需情况好于全国平均水平。

福建省内钢材供需格局较好促使省内螺纹钢价格高于全国均价, 且由于福建省内工地施工在4季度受天气因素影响较小, 福建省内螺纹钢的价格优势在4季

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

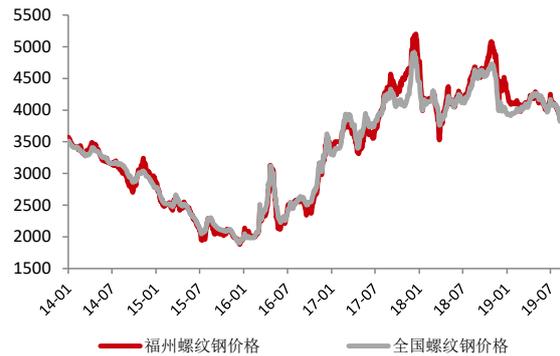
度体现的较为明显。从数据上来看，2018Q1-2019Q2 福建省内螺纹钢（HRB400 20mm）均价分别为 4122、4118、4465、4644、4096、4152 元/吨，较全国均价分别高出 10.74、30.95、49.08、290.41、104.33、0.05 元/吨，福建省内螺纹钢价格优势在 4 季度体现的较为明显。

图 20： 福建房地产投资占比与钢材产量占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： 福建省螺纹钢价格显著高于全国均价



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

福建省内具有一定规模的钢铁企业共有 25 家，三钢集团旗下的钢铁企业有三钢闽光、已被三钢闽光收购的三安钢铁和罗源闽光有限责任公司，非三钢集团旗下钢铁包括三宝钢铁、鑫海钢铁、亿鑫钢铁等。在产能结构方面，省内普钢年产能在 2000 万吨左右，三钢集团的年产能在 1100 万吨左右，原三钢闽光在收购三安钢铁后，产能达到了 900 万吨。福建省内其他钢铁企业均为产能较低企业，规模小，生产设备落后。三钢闽光为福建省内龙头企业，具有定价权。

2016 年实行供给侧改革福建省压减粗钢产量 455 万吨，2017 年国家取缔、关停“地条钢”，福建省内取缔地条钢企业 35 家，取缔“地条钢”近 500 万吨，2016、2017 年产能压减力度均高于全国平均水平，极大地优化了省内竞争格局，使大型钢企的市场占有率稳步提高。生产设备方面，福建省近半数生产设备高炉容积小于 1000 立方米，转炉容积小于 100 吨，这部分落后产能在超低排放改造中或将进行产能置换或直接淘汰，福建省内钢铁供给格局和质量将会得到进一步优化。

2.3 罗源闽光存在注入预期，公司领军优势有望强化

三钢集团持有罗源闽光 100% 的股权。罗源闽光位于福建省宁德市罗源县罗源湾金港工业区，本是一家民营企业，2014 年面临濒临倒闭的状态，经三钢集团并购重组后，于 2014 年 8 月成立福建罗源闽光钢铁有限责任公司，三钢集团持有罗源闽光 100% 的股权。

罗源闽光区位优势明显，盈利能力较强。罗源闽光处在福建沿海的工业基地范围内，港口条件优良，在物流运输方面，罗源闽光紧邻同三高速公路、温福铁路和罗源码头，距福州长乐国际机场 60 公里，具有极大地便利优势。在福建省规划中，罗源闽光所在区域为千万吨冶金基地，靠近宁德、长乐等国家百强县，市场容量大，可以消化建筑钢材、工业制品等钢铁制品。罗源闽光 2018 年产粗钢 202.7 万吨，生铁 172.75 万吨，钢材 204.32 万吨，2018 年实现净利润 10.93 亿元，同比增长 19%。

图 22： 罗源闽光股权结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 23： 罗源闽光区位优势突出



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

罗源闽光目前具备炼铁产能 160 万吨（500 立方米高炉 1 座、660 立方米高炉 1 座），炼钢产能 200 万吨（50 吨转炉 2 座），轧材方面拥有 1 条高速线材生产线和 1 条高速棒材生产线。根据《关于印发〈关于推动国有股东与所控股上市公司解决同业竞争规范关联交易的指导意见〉的通知》（国资发产权 [2013]202 号），2014 年 7 月 29 日公司控股股东三钢集团出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，三钢集团同意由三钢闽光对其所持罗源闽光全部股权进行托管，由三钢闽光代表三钢集团行使 100% 股权的股东权利（收益权和处分权除外）。托管期限为 2015 年 1 月 1 日至三钢集团将其所持有的罗源闽光 100% 的股权转让给三钢闽光之日。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

罗源闽光存在注入预期。根据与三钢集团的协议，注入条件为罗源闽光连续两年实现盈利，目前罗源闽光已达到此条件；根据三钢闽光 2019 年规划，三钢闽光将根据实际情况，适时启动重组罗源闽光相关工作，力争取得重大进展。目前罗源闽光的盈利水平较高，可以预见，罗源闽光注入三钢闽光后可以进一步提升三钢的盈利能力、议价能力和地区影响力，进一步开拓罗源闽光附近市场。

罗源闽光注入上市公司后，公司将开展产能置换，生产设备将达到大型化、低排放要求。三钢闽光积极响应生态环境部办公厅发布的《钢铁企业超低排放改造工作方案》，加快淘汰公司落后产能和不符合相关强制性标准要求的生产设施。根据福建省经济和信息化委员会发布的《关于福建省三钢（集团）有限责任公司产能置换方案的公告》，三钢集团产能置换方案如下：

淘汰产能：公司 420m³高炉两座（炼铁产能 100 万吨）120 吨转炉 1 座（炼钢产能 140 万吨）；三安钢铁 550m³高炉两座（炼铁产能 228 万吨）；罗源闽光 500m³、660m³高炉各一座（炼铁产能 134 万吨）。

拟新建产能：三安钢铁 1200m³高炉一座、1250m³高炉 1 座（炼铁产能 228 万吨），罗源闽光 1250m³高炉 1 座、1280m³高炉 1 座、120 吨转炉 1 座（炼铁产能 233 万吨、炼钢产能 140 万吨）

表格 3. 福建省三钢（集团）有限责任公司产能置换方案

	拟淘汰设备	对应产能	拟新建设备	对应产能
三钢闽光	420m ³ 高炉 2 座, 120 吨转炉 1 座	炼铁 100 万吨, 炼钢 140 万吨		
三安钢铁	550m ³ 高炉 2 座 1000m ³ 高炉 1 座	炼铁 228 万吨	1200m ³ 高炉 1 座、 1250m ³ 高炉 1 座	炼铁 228 万吨
罗源闽光	500m ³ 、660m ³ 高炉 1 座	炼铁 134 万吨	1250m ³ 高炉 1 座、 1280m ³ 高炉 1 座, 120 吨转炉 1 座	炼铁 233 万吨、 炼钢 140 万吨

资料来源：Wind, 川财证券研究所

收购罗源闽光后，三钢闽光的炼钢产能将会增加 152 万吨，根据《钢铁行业产能置换实施方案》，公司炼铁和炼钢设备均会达到国家规定的大型化和低排放要求，即高炉炉容在 1000 立方米以上，转炉公称容量在 100 吨以上。随着公司产能逐步向沿海地区转移，运输成本缩减，生产成本将会进一步降低，同时扩大三钢闽光的区位优势，销售范围逐步扩大。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.4 公司成本控制能力强，吨钢盈利能力位于行业前列

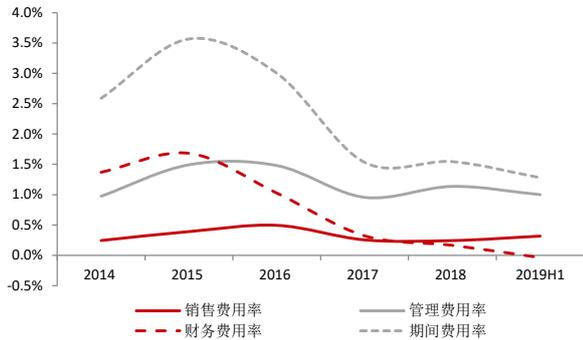
通过收购三安钢铁进一步降低原材料成本。三钢闽光原材料和燃料采购方面主要包括铁矿石、煤炭、焦煤、废钢等，三钢闽光在采购方面与主要供货商保持了良好的合作伙伴关系，同时也十分注重采购原材料的性价比。从铁矿石来看，三钢闽光国内铁矿石采购的主要来源为福建省内铁矿。与进口铁矿石相比，铁矿石国内采购量较低，约 20%，三钢闽光铁矿石对外依赖程度较高。三钢闽光收购三安钢铁后，可以进一步减少铁矿石上岸后的运输成本，铁矿石到岸价比普式均价低 2 美元。从焦炭来看，在焦炭采购方面，三钢闽光与供应商实现了长期合作，保障程度高。2018 年三钢闽光生产焦炭 86.4 万吨，其余外采，外采焦炭占比 50%左右，外采焦炭主要来自于曲沃闽光、景焦和平煤集团等。

三钢闽光在生产与加工的各个流程紧抓降本增效，与行业先进水平对标。三钢闽光通过不断加大研发投入，推进全流程降本，确保各生产工序同口径加工费不断降低；积极降低非生产工序各环节费用；统筹资金调度，拓展资金渠道，合理安排资金，加快资金周转，降低融资用资成本；推进差异化原材料采购，加强与国内优质矿山、煤焦企业的合作。

三钢闽光通过提高自发电比例进一步降低成本。福建闽光能源科技公司为三钢闽光设立的发电子公司，80MW 煤气高效发电工程、热回收焦炉余热发电工程、65KW 高炉煤气高效发电等均已建成投用，三钢闽光 2018 年的自发电比例达到 63.73%，随着发电工程的逐步完善，2019 年三钢闽光自发电比例将会进一步提高，进一步降低用电成本。

公司期间费用率自 2017 年以来大幅下降。2017 年以来三钢闽光的期间费用率大幅下降，其中财务费用率下降明显，主要原因在于贷款减少，利息支出下降；2019 年上半年公司财务费用率得益于利息支出减少继续下降；2019 年上半年三钢闽光财务费用率、管理费用率、销售费用率分别为-0.04%、1.00%、0.32%，期间费用率为 1.28%。

图 24：公司期间费用率持续降低



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：公司在普钢企业中吨钢利润排名居前



资料来源：Wind，川财证券研究所

三钢闽光期间费用显著低于行业平均水平。2015-2018 年三钢闽光期间费用大幅低于行业平均水平，2015-2018 年三钢闽光的吨钢期间费用为 75、68、53、58 元/吨，远低于钢铁板块平均的 281、254、243、244 元/吨的水平。2015 年以来，公司期间费用得益于利息支出减少带来的财务费用的降低持续下降，2018 年吨钢费用仅为 58 元/吨，较 2015 年下降 17 元/吨。

表格 4. 2015-2018 年公司三项费用的拆分与钢铁板块企业平均分析

		2015A	2016A	2017A	2018A
吨钢销售费用 (元/吨)	公司	8	11	12	9
	钢铁板块平均	58	55	65	52
吨钢管理费用 (元/吨)	公司	31	33	30	43
	钢铁板块平均	113	104	106	149
吨钢财务费用 (元/吨)	公司	35	23	11	6
	钢铁板块平均	110	95	72	43
吨钢期间费用 (元/吨)	公司	75	68	53	58
	钢铁板块平均	281	254	243	244

资料来源：Wind，川财证券研究所

高钢价、低成本铸就公司吨钢利润在上市普钢企业中排名靠前，仅次于方大特钢。福建省良好的钢材供需环境叠加三钢闽光的品牌效应促使公司畅享高钢价红利；公司长期以来致力降本增效，近年来公司各生产工序加工费、用电成本、期间费用持续降低；公司建材产品盈利水平更在供给侧去地条钢后出现显著提升，2017-2019H1 公司吨钢利润分别达到了 832、674、425 元/吨，在上市普钢企业中吨钢盈利排名靠前。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 5. 公司吨钢利润在上市普钢企业中排名靠前

吨钢利润	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1
方大特钢	161	30	185	697	696	538
三钢闽光	5	-155	148	832	674	425
沙钢股份	12	-24	69	220	368	196
宝钢股份	270	45	378	422	461	265

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 元/吨; 吨钢利润=归属母公司股东净利润/钢材产量

三、估值评级

3.1 盈利假设

盈利假设:

- 1) 短期内房地产投资韧性仍存, 稳增长背景下基建投资值得期待;
- 2) 铁矿石价格持续维持高位不可持续, 中长期来看铁矿石价格将回归市场化区间。

表格 6. 公司盈利预测 (部分)

	钢材品种	单位	2019E	2020E	2021E
产量	建筑钢材	万吨	690	688	687
	中板	万吨	160	162	164
	金属制品用钢材	万吨	175	177	180
产品售价	建筑钢材	元/吨	3535	3580	4610
	中板	元/吨	3610	3800	3910
	金属制品用钢材	元/吨	3560	3600	3640
重要原材料价格	铁矿石	元/吨	690	595	530
	焦炭	元/吨	1930	1910	1920
	废钢	元/吨	2387	2305	2278

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 盈利预测时间为 2019 年 9 月 3 日

3.2 盈利预测与评级

● 相对估值

预测公司 2019-2021 年公司主营业务收入分别为 371.01、375.53、381.12 亿元，净利润有望达到 40.83、42.23、43.87 亿元，EPS 分别为 1.67、1.72、1.79 元/股，对应 PE 分别为 4.82、4.66、4.48 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 7. 公司盈利预测与估值

钢铁公司	最新评级	现价 (元)	EPS (元)				PE				PB
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
公司	增持	8.02	2.65	1.67	1.72	1.79	3.02	4.82	4.66	4.48	1.03

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 盈利预测时间为 2019 年 9 月 3 日

表格 8. 可比公司估值表

公司	现价 (元)	EPS (元)				PE			
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
方大特钢	8.48	2.02	1.42	1.52	1.60	4.95	5.97	5.58	5.30
凌钢股份	2.86	0.48	0.43	0.24	0.25	6.18	6.65	11.92	11.44
韶钢松山	3.92	1.37	0.86	0.88	0.93	3.33	4.56	4.45	4.22
新兴铸管	4.04	0.53	0.47	0.51	0.54	8.19	8.60	7.92	7.48
可比公司平均 PE	-	-	-	-	-	-	6.44	7.47	7.11

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 注: 此处我们选取可比公司的依据为与南钢股份产品结构类似, 产品以板材为主的上市钢企; 除南钢股份外, 其余可比公司均采用 wind 一致预期数据; 数据日期截止至 2019 年 9 月 3 日

● 绝对估值

使用现金流贴现模型将公司发展分为高速发展阶段和永续发展阶段, 假设永续发展阶段的增长率为 0.01%, 无风险利率约等于近期一年期国债收益率, 为 2.66%, 得出相对应的 WACC 为 24.73%, 得到当前相应的估值为 10.21 元/股, 高于当前股价, 给予“增持”评级。

表格 9. 现金流贴现法 WACC 预测值

预测值	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.395	1.395
无风险利率 (%)	2.66%	2.66%
市场的预期收益率 (%)	20.00%	20.00%
股权资本成本 (K_e)	26.85%	26.85%
WACC	24.73%	24.73%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 10. DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率			
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
22.73%	10.91	11.18	11.47	11.79
23.73%	10.55	10.78	11.05	11.33
24.73%	10.21	10.42	10.66	10.92
25.73%	9.90	10.09	10.31	10.54
26.73%	9.61	9.79	9.98	10.19

资料来源: Wind, 川财证券研究所

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行业的整体表现,若下游需求进一步恶化,钢铁行业仍然可能出现业绩大幅下滑。

下游行业低迷对公司主要产品需求的影响

若下游主要行业例如汽车、军工制造等行业产销量低于预期,公司产品需求或将走弱,公司业绩将受到一定影响。

盈利预测

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	16432	17983	21367	24710
现金	6325	9031	11889	15027
应收账款	30	14	15	18
其他应收款	24	27	26	27
预付账款	737	740	770	795
存货	2502	3154	3113	3171
其他流动资产	6814	5016	5554	5672
非流动资产	11786	11097	10519	9886
长期投资	260	227	235	236
固定资产	9715	9331	8766	8114
无形资产	584	709	809	902
其他非流动资产	1226	830	709	633
资产总计	28218	29080	31887	34595
流动负债	9263	9137	9394	9520
短期借款	1930	1832	1843	1854
应付账款	3620	3825	4043	4102
其他流动负债	3714	3479	3508	3564
非流动负债	543	637	623	621
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	543	637	623	621
负债合计	9806	9773	10017	10141
少数股东权益	82	164	249	323
股本	1634	2452	2452	2452
资本公积	5861	5044	5044	5044
留存收益	10902	11648	14126	16636
归属母公司股东权益	18329	19143	21621	24132
负债和股东权益	28218	29080	31887	34595

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7017	5907	4412	4693
净利润	6517	4164	4307	4462
折旧摊销	672	726	744	753
财务费用	60	-162	-266	-368
投资损失	-64	-58	-60	-60
营运资金变动	-313	1218	-301	-105
其他经营现金流	145	18	-13	11
投资活动现金流	-3455	-48	-69	-57
资本支出	2941	0	0	0
长期投资	-329	-39	9	2
其他投资现金流	-844	-87	-61	-55
筹资活动现金流	-2023	-3152	-1485	-1498
短期借款	230	-98	11	11
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	261	817	0	0
资本公积增加	483	-817	0	0
其他筹资现金流	-2996	-3054	-1496	-1509
现金净增加额	1539	2706	2858	3138

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	36248	37101	37553	38112
营业成本	25857	31093	31424	31878
营业税金及附加	300	251	269	268
营业费用	88	83	84	84
管理费用	412	342	359	362
财务费用	60	-162	-266	-368
资产减值损失	1	8	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	64	58	60	60
营业利润	8685	5544	5735	5941
营业外收入	12	8	8	9
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	8697	5551	5742	5948
所得税	2179	1387	1434	1487
净利润	6517	4164	4307	4462
少数股东损益	10	81	85	74
归属母公司净利润	6507	4083	4223	4387
EBITDA	9417	6109	6213	6326
EPS (元)	3.98	1.67	1.72	1.79

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	14.4%	2.4%	1.2%	1.5%
营业利润	13.7%	%	3.4%	3.6%
归属于母公司净利润	20.0%	%	3.4%	3.9%
获利能力				
毛利率(%)	28.7%	16.2%	16.3%	16.4%
净利率(%)	4.6%	18.0%	11.0%	11.2%
ROE(%)	35.5%	21.3%	19.5%	18.2%
ROIC(%)	47.0%	33.2%	34.7%	37.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	34.8%	33.6%	31.4%	29.3%
净负债比率(%)	%	%	%	%
流动比率	1.77	1.97	2.27	2.60
速动比率	1.50	1.62	1.94	2.26
营运能力				
总资产周转率	1.44	1.30	1.23	1.15
应收账款周转率	1349	969	1104	1081
应付账款周转率	8.11	8.35	7.99	7.83
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.65	1.67	1.72	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	2.86	2.41	1.80	1.91
每股净资产(最新摊薄)	7.48	7.81	8.82	9.84
估值比率				
P/E	3.02	4.82	4.66	4.48
P/B	1.07	1.03	0.91	0.81
EV/EBITDA	2	2	2	2

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明 C0004