

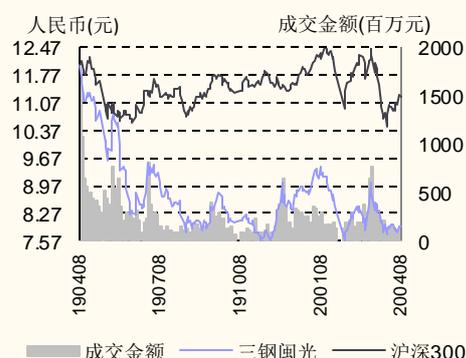
三钢闽光 (002110.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.94 元
 目标价格 (人民币): 8.50-8.50 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	24.52
已上市流通 A 股(亿股)	22.04
总市值(亿元)	194.66
年内股价最高最低(元)	8.55/7.74
沪深 300 指数	3780
中小板综	9875



盈利能力出众的区域龙头钢企

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22,461	36,248	45,030	44,520	45,030
营业收入增长率	59.09%	61.39%	24.23%	-1.13%	1.15%
归母净利润(百万元)	3,990	6,507	3,616	3,205	3,302
归母净利润增长率	330.61%	63.09%	-44.43%	-11.35%	3.03%
摊薄每股收益(元)	2.905	3.981	1.475	1.307	1.347
每股经营性现金流净额	2.18	4.29	1.99	2.59	2.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	36.23%	35.50%	17.65%	14.30%	13.54%
P/E	6.66	3.21	5.39	6.08	5.90
P/B	2.41	1.14	0.95	0.87	0.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **福建省最大钢企, 19 年盈利下滑符合预期。**公司目前拥有年产 900 多万吨钢的综合生产能力, 主要产品有“闽光”牌建筑用材省内市占率约为 70%。根据 2019 年公司业绩快报, 产量继续增长带动营收同比上升 25.53%; 而受到矿价大幅上涨以及钢价中枢小幅下移的影响, 归母净利润 36.76 亿元, 同比下降 43.51%, 但总体略好于行业平均, 符合预期。
- **布局沿海战略, 实现区域内整合。**公司为改变地处山区、运输受限、生产成本高等劣势条件, 开始适时整合重组省内钢企, 布局沿海战略。过年几年, 先后通过收购集团泉州闽光 100% 股权、竞买山钢新疆钢铁产能指标、拟收购集团罗源闽光 100% 股权 (目前仍在推进中), 加快沿海地区转移。
- **精细化管理, 抵御行业下行风险。**
 - ✓ 公司通过精细化管理, 在全流程同口径对标挖潜、降本增效工作获得显著成效, 2014-2018 年期间“降本”策略对业绩贡献合计超过 11 亿元。费用控制能力处于全行业领先, 也造就了公司出色的盈利能力。过去三年平均吨钢净利统计, 公司在全部上市公司中排名第二。
 - ✓ 我们判断 2020 年钢铁行业钢价、成本整体小幅下降, 而行业内区位优势显著、管理优异的公司有望跑赢平均水平。预计 2020 年钢价同比下降 250-300 元/吨, 原材料矿石供需总体宽松, 矿价将整体有所回落。同时, 考虑到整体华南市场溢价, 以及公司成本管控能力, 判断 2020 年公司吨钢利润或仅为小幅下降。
- **高现金、低负债, 具备持续分红能力。**公司负债比例低, 资产负债率仅 35.30%, 较行业平均值低 15% 左右。流动性充足, 货币现金高达 51 亿元。公司具备可持续分红能力, 历史上, 公司股利支付率较高, 17、18 年分别达到了 38.01%、50.24%, 同行业中分红能力靠前。

投资建议

- 预计公司 20 年、21 年实现归母净利润分别为 32.1 亿元、33.0 亿元, 同比增长 -11.4%、3.0%, 对应 PE 分别为 6.1 倍、5.9 倍。给予 20 年 6.4 倍 PE, 目标价 8.5 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险

- 疫情对生产及下游需求的持续影响; 钢铁置换产能释放再超预期。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
 niwenyi@gzq.com.cn

内容目录

一、福建省最大钢企，19年盈利下滑符合预期.....	3
二、布局沿海战略，实现区域内整合.....	4
三、精细化管理，抵御行业下行风险.....	6
深化精细化管理，盈利能力行业领先.....	6
2020年行业盈利降幅收窄.....	7
四、高现金、低负债，具备持续分红能力.....	9
五、盈利预测&投资建议.....	10
六、风险提示.....	12

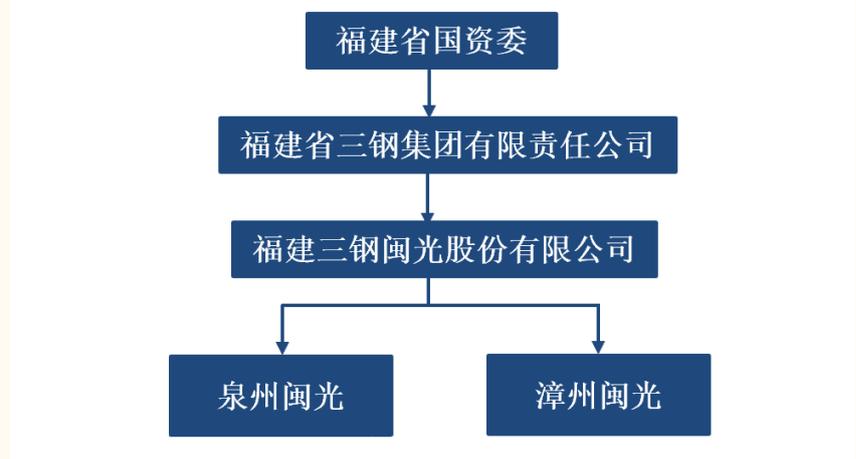
图表目录

图表 1：公司股权结构.....	3
图表 2：公司产品产能统计.....	3
图表 3：公司近 5 年规模净利润变化.....	4
图表 4：公司资产负债率、ROE 变化.....	4
图表 5：粗钢产量统计（万吨）.....	4
图表 6：泉州闽光净利润统计（亿元）.....	5
图表 7：山钢新疆产能指标.....	5
图表 8：与亿鑫钢铁的合作框架协议.....	5
图表 9：罗源闽光财务数据.....	6
图表 10：公司历年三费率持续下降.....	7
图表 11：钢铁上市公司三费情况比较.....	7
图表 12：板块上市公司吨钢净利梳理（元/吨）.....	7
图表 13：钢铁供需平衡表.....	8
图表 14：钢价、铁矿价格统计.....	8
图表 15：吨毛利测算.....	8
图表 16：全球铁矿石增产统计.....	9
图表 17：公司历史股利支付率.....	10
图表 18：2018 年股息率同行业比较.....	10
图表 19：近六年股息率不同行业比较.....	10
图表 20：盈利预测.....	11
图表 21：同类型公司估值比较.....	11

一、福建省最大钢企，19 年盈利下滑符合预期

- 公司是福建省最大的长流程钢铁生产基地，拥有年产 900 多万吨钢的综合生产能力，主要产品为“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，用于建筑工程、五金制品加工、以及家电、汽车、工程机械、造船等行业，“闽光”建材省内市场占有率约为 70%。

图表 1：公司股权结构



来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 过去几年，公司通过定增收购等方式，先后收购三安钢铁 100% 股权并更名泉州闽光，设立漳州闽光等三家全资子公司，实现了产能端的进一步扩张。

图表 2：公司产品产能统计

	产品	产能 (万吨)
三钢闽光	生铁	562
	粗钢	620
	建筑用钢材	310
	制品盘圆	150
	中板	150
泉州闽光	生铁	310
	粗钢	255
	线材	70
	棒材	185
漳州闽光	轧材	60

来源：公司公告、国金证券研究所

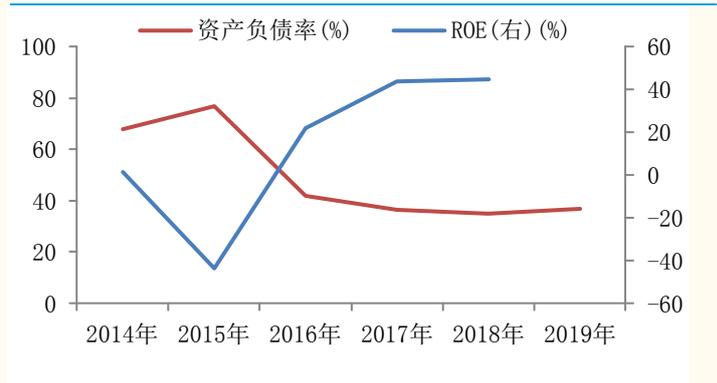
- 根据公司 2019 年业绩快报，实现营业收入 455.01 亿元，同比上升 25.53%；预计归母净利润 36.76 亿元，同比下降 43.51%。此外，2019 年末公司总资产 297.72 亿元，较期初上升 5.51%；负债总额 109.57 亿元，较期初上升 11.74%；归属于母公司所有者权益 187.31 亿元，较期初上升 2.19%；资产负债率 36.80%。
- ✓ 公司 2019 年营收保持增长，主要原因为 2019 年公司及子公司钢铁产量增加，以及子公司福建闽光云商有限公司业务收入增加。
- ✓ 而受到 2019 年铁矿石价格大幅上涨以及钢价中枢小幅下移的影响，公司净利润出现一定下滑，但降幅与 2019 年吨钢毛利平均 46% 的降幅，以及已公布业绩预告或年报的钢铁上市公司近 60% 的同比下滑相比，略好于行业平均，整体符合预期。

图表 3：公司近 5 年规模净利润变化



来源：Wind、国金证券研究所

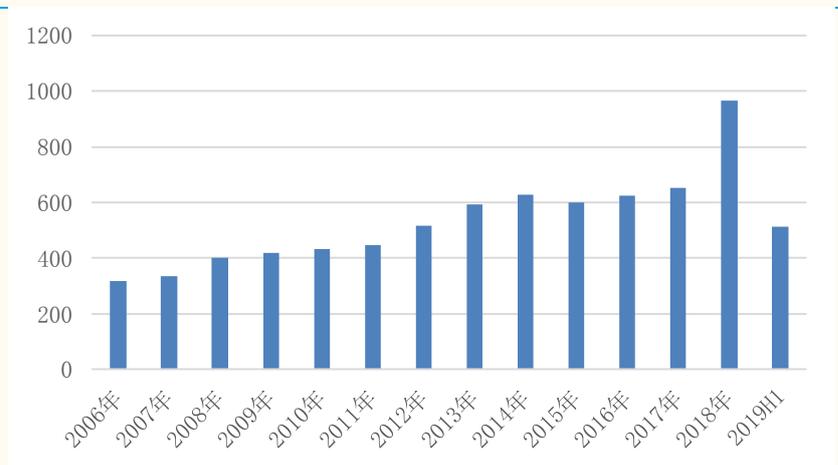
图表 4：公司资产负债率、ROE 变化



来源：Wind、国金证券研究所

- ✓ 随着泉州闽光的并表以及近几年内部挖潜能力提升，公司产量也保持多年连续增长。截至 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。

图表 5：粗钢产量统计 (万吨)

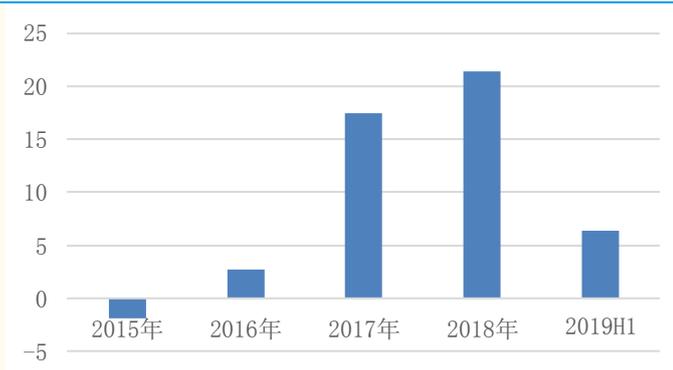


来源：公司公告、国金证券研究所

二、布局沿海战略，实现区域内整合

- 为改变地处山区、资源短缺、运输受限、生产成本高等劣势条件，公司适时整合重组省内钢企和上下游产业，将产业布局不断向沿海地区转移，以实现可持续高质量发展。
- 1) 通过发行股份收购集团泉州闽光（三安钢铁）100%股权。解决了上市公司与控股股东的同业竞争问题，而泉州闽光作为优质钢铁资产，盈利能力较强并增厚公司业绩。
 - ✓ 泉州闽光主要产品为螺纹钢、线材、圆钢等建筑用钢。拥有烧结、炼铁、炼钢、连铸、轧钢等工序，主要工艺装备有：2 座 550m³ 高炉、1 座 1250m³ 高炉、3 座 50 吨转炉、1 条棒材生产线、1 条高速线材生产线和 1 条高速棒材生产线。
 - ✓ 总产能达到 255 万吨/年，其中线材产能 70 万吨/年、棒材产能 185 万吨/年。

图表 6: 泉州闽光净利润统计 (亿元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 2) 竞买山钢新疆钢铁产能指标。2018 年, 公司以 9.87 亿元成功竞得山钢新疆公司所属的 104 万吨铁、100 万吨钢的产能指标, 资产已完成交割。在国家严禁行业新增产能, 推进布局优化、结构调整和转型升级的重要窗口期, 本次竞买的产能指标为公司提供了新的发展机会。

图表 7: 山钢新疆产能指标

	数量 (万吨)	产能对应	价款 (万元)	占比
铁产能指标	104	高炉 1080 立方米序列	34692.02	35.16%
钢产能指标	100	转炉 80 吨序列	63976.98	64.84%
合计			98669	100%

来源: 公司公告、国金证券研究所

而为充分利用竞买所得的钢铁产能指标, 并加快实现沿海战略目标, 公司于 2018 年底与亿鑫钢铁达成战略合作协议, 设立合资公司。目前, 该项目暂时中止。

- ✓ 按协议内容, 公司以产能指标 (铁 122 万吨、钢 135 万吨)、现金等资产出资, 占合资公司 51% 股比; 亿鑫钢铁以置换后的产能指标 (铁 96 万吨, 钢 120 万吨)、全部的土地及双方共同确认可用的公辅设施、现金等资产出资, 占合资公司 49% 股比。
- ✓ 2019 年 12 月, 由于在合作内容上尚未形成实质性正式协议, 双方暂时中止了《框架协议》计划的合作项目。

图表 8: 与亿鑫钢铁的合作框架协议

	产能指标 (万吨)		前期现金出资	总现金出资	合资公司
	铁	钢	(万元)		股份占比
三钢闽光	122	135	255	-	51%
亿鑫钢铁	96	120	245	-	49%
合计	218	255	500		100%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 3) 拟采用现金方式向集团收购罗源闽光 100% 股权。根据 2019 年初, 公司发布的《关于意向收购罗源闽光 100% 股权暨关联交易的公告》, 公司拟采用现金方式向三钢集团收购其所持有的罗源闽光 100% 的股权。目前仍在推进中。
- ✓ 罗源闽光主要生产建筑用钢, 主营业务与三钢闽光具有较高的协同性, 有助于解决同业竞争问题。
- ✓ 2018 年罗源闽光全年产钢 202.7 万吨, 铁 172.75 万吨, 钢材 204.32 万吨; 同时, 盈利能力不错, 2017 年净利润 9.18 亿元, 2018 年净利润 10.93 亿元。

- ✓ 同时，罗源闽光目前正投建二期项目，项目属于三钢集团产能置换计划：计划淘汰三钢闽光的 420m³高炉 2 座（炼铁产能 100 万吨）、120 吨转炉 1 座（炼钢产能 140 万吨）；淘汰罗源闽光 500m³、660m³高炉各 1 座（炼铁产能共 134 万吨）；在罗源闽光新建 1250m³、1280m³高炉各 1 座（炼铁产能共 233 万吨），120 吨转炉 1 台（炼钢产能 140 万吨），从而将 100 万吨产能转移至罗源。预计 2020 年下半年建成投产。

图表 9：罗源闽光财务数据

项目	2017 年 12 月 31 日/2017 年度	2018 年 9 月 30 日/2018 年 1-9 月
总资产 (万元)	392,468.01	484,412.06
净资产 (万元)	178,084.83	271,651.14
营业收入 (万元)	1,110,330.50	1,060,447.86
净利润 (万元)	91,804.12	93,566.31

来源：公司公告、国金证券研究所

三、精细化管理，抵御行业下行风险

深化精细化管理，盈利能力行业领先

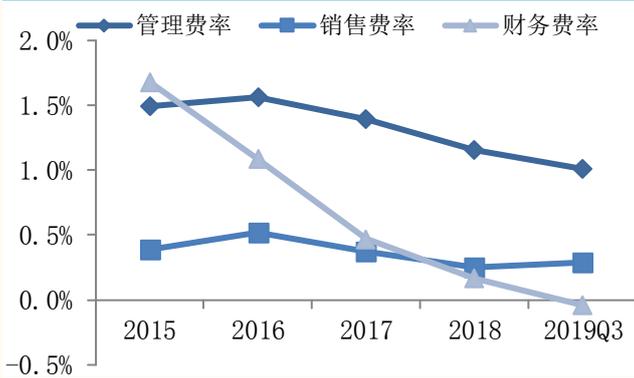
公司通过精细化管理，在全流程同口径对标挖潜、降本增效工作获得显著成效。

- ✓ 2014 年，公司首次提出“吨钢工序成本”的定义，当年该值下降 50.08 元，连续三年又分别下降 26.96 元、64.48 元、47.66 元，合计 189.17 元；按 600 万吨的年钢销量测算，2014-2018 年期间“降本”策略对业绩贡献合计超过 11 亿元。
- ✓ 2019 年上半年，公司实现三明本部吨钢同口径降成本 17.78 元，主要来自烧结、炼钢和中板几道工序；泉州闽光吨钢同口径降 4.44 元，主要来自炼钢工序；两部分合计降本增效 7147.49 万元。

在此基础上，公司进一步提出“全流程降成本”，即通过加强生产计划管理，在原料采购、生产工序成本、费用三方面进行全方位成本控制。

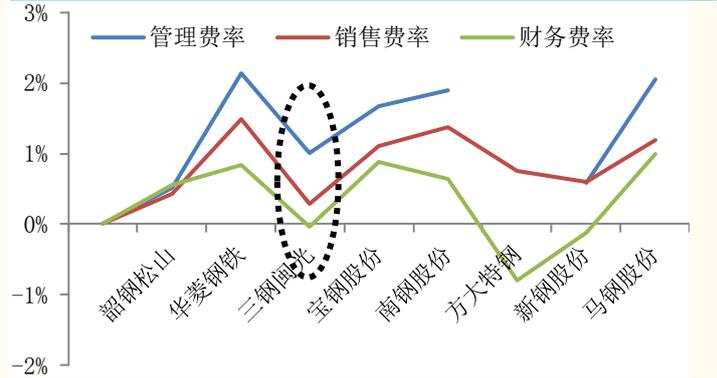
- ✓ 2019 上半年，公司进口矿综合采购价格低于普氏指数均价 5.65 美元/吨，吨钢备件辅材采购额比控额低 3.59 元。
- ✓ 2019 年前三季度，公司管理费用控制在 4 亿元以下，同比上涨 4.14%；营销费用受直销比例提高和物流成本上升的影响，同比上涨 49.05%；财务费用受贷款利率和贷款额减少的影响，同比大幅下降 129.17%。
- 公司全方位成本控制获得显著成效，各项费率在低水平依然保持下降趋势，费用控制能力处于全行业领先。
- ✓ 2015 年以来，管理费用由 1.49%下降至 1.01%，销售费用由 0.39%下降至 0.29%，财务费用由 1.68%下降至-0.04%。良好的资产结构避免了债务压力，公司将资金用于主业的经营、拓展，并获得稳健的投资收益。

图表 10: 公司历年三费率持续下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 钢铁上市公司三费率情况比较



来源: Wind、国金证券研究所

■ 良好的成本管控能力, 也造就了公司出色的盈利能力。过去三年平均吨钢净利统计, 公司在全部上市公司中排名第二。

图表 12: 板块上市公司吨钢净利梳理 (元/吨)

证券简称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1	过去 3 年 均值
行业平均	-223	61	279	333	198	
板材平均	-129	112	277	334	184	
长材平均	-384	55	342	390	236	
方大特钢	32	193	697	696	538	374
三钢闽光	-155	148	612	674	425	301
新钢股份	7	61	364	661	406	207
中信特钢	259	259	345	435	462	144
韶钢松山	-499	20	420	500	305	139
杭钢股份	-397	212	412	452	346	134
宝钢股份	32	382	415	458	255	106
太钢不锈	-373	99	440	465	216	104
南钢股份	-283	39	325	399	341	85
新兴铸管	81	93	227	444	346	69
首钢股份	-201	68	295	324	242	17
华菱钢铁	-270	-100	238	344	213	-5
沙钢股份	-45	145	220	360	196	-11
柳钢股份	-110	18	215	352	195	-16
马钢股份	-358	86	268	303	121	-39
鞍钢股份	-224	74	248	304	104	-51
凌钢股份	14	43	239	217	130	-74
山东钢铁	8	-60	267	204	92	-82
重庆钢铁	-1668	-1990	78	280	189	-87
安阳钢铁	-308	13	215	232	63	-100
包钢股份	-419	7	145	218	138	-102
酒钢宏兴	-965	4	81	156	208	-121
八一钢铁	-564	9	226	125	44	-138
本钢板材	-347	87	180	116	93	-140
河北钢铁	13	49	67	136	83	-174
西宁特钢	-1390	37	50	-1482	70	-723

来源: wind、国金证券研究所 (部分公司尚未披露年报, 采用 2019 半年度数据)

2020 年行业盈利降幅收窄

- 我们预计 2020 年行业盈利同比下降 20-25%左右，行业内区位优势显著、管理优秀的公司同比或远超过行业平均水平。同时，受到疫情影响，中期看，下游需求有望在二、三、四季度集中释放，一季度钢价低点出现后，后续三个季度价格中枢有望逐级抬升。下半年需求值得期待，全年钢价有望呈现前低后高走势。
- ✓ 根据我们 2020 年度钢铁行业策略报告，预计 2020 年钢铁行业供需端继续双增（未考虑疫情影响），需求增长 1.3%，供给增长 3.2%（产能增长 6.5%，实际产量增长 3.3%），对应产能利用率下降 1.9 个百分点至 90.1%，产能利用率仍旧维持高位。

图表 13：钢铁供需平衡表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E
国内需求	77,957	79,455	83,158	85,885	89,251	90,507
YOY	-4.2%	1.9%	4.7%	3.3%	3.9%	1.4%
外部需求	9,559	9,416	6,779	6,955	6,538	6,538
YOY	21.1%	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	0.0%
总需求	87,516	88,871	89,937	92,840	95,789	97,045
YOY	-2.0%	1.5%	1.2%	3.2%	3.2%	1.3%
库存变化	-1,816	-79	-515	-340	100	100
YOY	-686.9%	-95.6%	548.7%	-34.1%	129.4%	0.0%
粗钢总产量（考虑表外）	85,700	88,791	89,421	92,500	95,689	96,945
YOY	-4.3%	3.6%	0.7%	3.4%	3.4%	1.3%
粗钢有效产能（考虑表外，年内均值）	11.57	10.83	10.04	9.94	10.41	10.76
产能利用率（考虑表外）	74.1%	82.0%	89.1%	93.1%	91.9%	90.1%

来源：国金钢铁、国金证券研究所

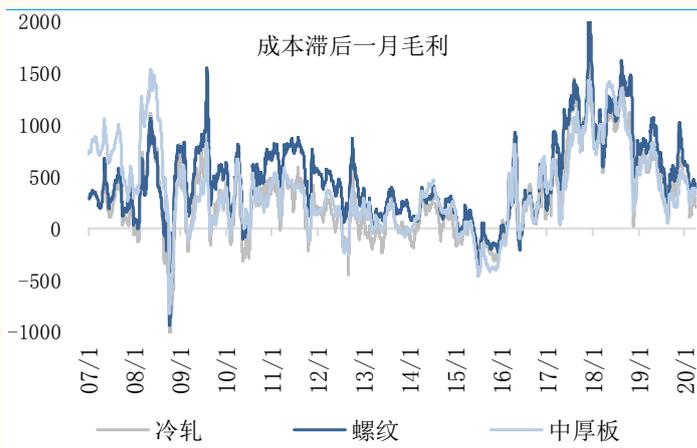
- ✓ 预测 2020 年钢铁行业钢价、成本整体小幅下降，对应利润下滑但仍处于历史平均水平以上。具体来看：预计 2020 年五大品种钢价均值为 3717 元/吨，同比下降 7.5%；2020 年铁矿石、焦炭、废钢同比分别-12.5%、-5.2%、3.2%，对应钢坯完全成本下降 5.9%。2019 年平均吨钢毛利 550 元左右，预计 2020 年五大品种吨钢毛利润为 450-500 元/吨，同比小幅下降。

图表 14：钢价、铁矿价格统计



来源：wind、国金证券研究所

图表 15：吨毛利测算



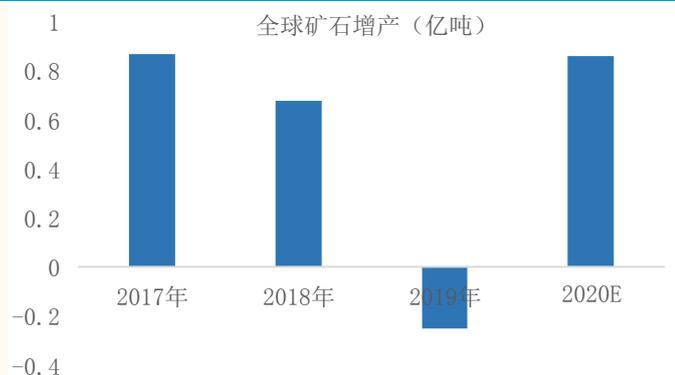
来源：wind、国金证券研究所

- 原料方面，预计 2020 年新增矿石供给 8600 万吨以上，包括淡水河谷复产带来的增量 4300 万吨，以及其他四大预计增产的 4300 万吨。
- ✓ 淡水河谷增量 4300 万吨。溃坝事故合计影响 9000 万吨产能，其中 3000 万吨已复产，另外 3000 万吨中的 1200 万吨正在达产，预计年

内复产 4200 万吨。根据其财报披露，考虑剩余部分产能采用湿法选矿技术，复产需要更多时间，计划全部复产将于 2021 年完成，其中 2020 年产能 2300 万吨，2021 年恢复产能 2500 万吨。同时，S11D 项目已经达产，供暖公司预计 2019 年产量预计将达到 7000-8000 万吨，2020 年达到设计产能 9000 万吨，也意味着 S11D 明年增量 2000 万吨。

- ✓ 必和必拓预计增产 1000 万吨。根据必和必拓公布财务报告铁矿石产量预计将从 2019 财年的 2.38 亿吨增至 2.42 亿吨-2.53 亿吨，预计增产 1000 万吨左右。
- ✓ 力拓预计增产 2000 万吨。2019 年力拓铁矿石目标销量 3.2-3.3 亿吨，2020 年其预计销售同比增长最高可达 5%。
- ✓ FMG 预计增产 800 万吨。公司 2019 年出货量为 1.677 亿吨，公司预计 2020 财年的出货量为 1.7 亿吨-1.75 亿吨。
- ✓ 罗伊山预计增产 500 万吨左右。罗伊山 2019 财年出口量预计为 5300 万吨，目前公司年产能 5500 万吨，且已获准年产能增加至 6000 万吨，如进展顺利，预计 2020 年投产。考虑达产时间，预计 2020 年新增产量 500 万吨左右。
- 而根据世界钢铁协会预测，2020 年全球钢铁需求将继续增长 1.7%，其中全球生铁产量将保持小幅增长 2% 左右，预计增加生铁产量 2500 万吨，对应增加铁矿石需要 4000 万吨。
- 这也意味着 2020 年矿石供需总体宽松，矿价将整体有所回落，预计 2020 年全年均价下降 10 美金/吨左右，均价 80 美金/吨。因此，2020 年原料端特别是铁矿石对利润端有正贡献。

图表 16：全球铁矿石增产统计



来源：国金钢铁、国金证券研究所

- 同时，受到当前疫情的影响，钢铁行业主要下游建筑业和制造业复工时间均有所推后，导致 2 月节后需求，特别是后续旺季需求启动均有所推后。而中期看，下游需求有望在二、三、四季度集中释放，一季度钢价低点出现后，后续三个季度价格中枢有望逐级抬升。下半年需求值得期待，全年钢价有望呈现前低后高走势。
- 预计 2020 年钢价同比下降 250-300 元/吨，考虑到整体华南市场溢价，以及公司成本管控能力，预计 2020 年公司利润或仅为小幅下降。

四、高现金、低负债，具备持续分红能力

- 根据公司《未来三年（2018-2020 年度）股东分红回报规划》，现金分红的具体条件及最低现金分红比例：在保证公司能够持续经营和长期发展的前提下，如公司无重大投资计划或重大现金支出等事项（募集资金投资项目除外）发生，并且公司年度盈利且在弥补以前年度亏损、提取法定公积金、任意公积金后仍有剩余时，公司应当采取现金方式分配股利，在未来三年，

公司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%。

- 近几年，公司负债比例低，资产负债率仅 35.30%，较行业平均值低 15% 左右。流动性充足，货币现金高达 51 亿元。合理的负债结构，充足的流动性储备使公司具备可持续分红能力。

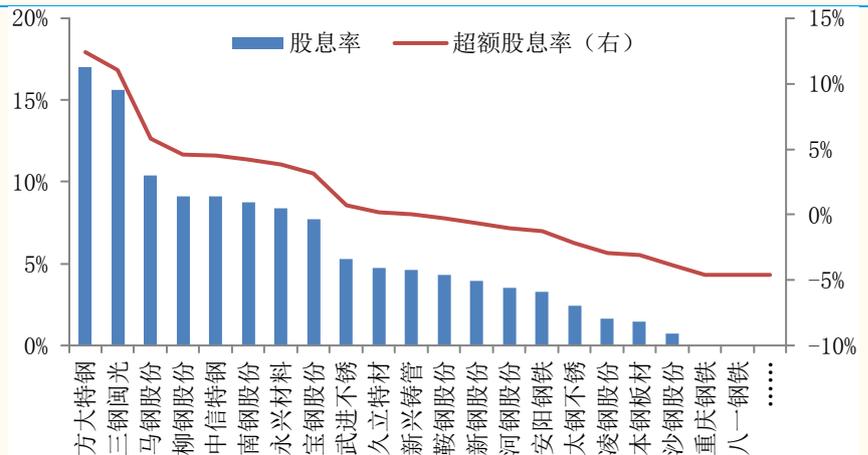
图表 17：公司历史股利支付率



来源：wind、国金证券研究所

- 而历史上，公司股利支付率较高，17、18 年分别达到了 38.01%、50.24%。
- ✓ 2018 年年报，公司以总股本 16.34 亿股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金红利 20 元（含税），共派发现金红利 32.69 亿元，股息率达到了 15.64%，当年仅落后于方大特钢，同行业中，分红能力靠前。

图表 18：2018 年股息率同行业比较



来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 在不同行业比较中，公司近两年股息率、近六年平均股息率高于水泥（海螺）、煤炭（神华）、银行（工行）等。

图表 19：近六年股息率不同行业比较

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	六年平均
三钢闽光	15.64%	7.76%	1.52%		0.16%	0.24%	7.47%
海螺水泥	5.77%	4.09%	2.95%	2.51%	2.94%	2.06%	3.66%
中国神华	4.90%	3.93%	18.36%	2.14%	3.65%	5.75%	6.21%
工商银行	4.74%	3.88%	5.31%	5.09%	5.29%	7.31%	5.11%

来源：wind、国金证券研究所

五、盈利预测&投资建议

- 我们对公司盈利做出以下假设：

- ✓ 产量方面，公司通过内部挖潜及收并购，近年来产量持续攀升，且一直处于超产状态，截至2019年上半年，粗钢产量已经达到511.3万吨。预计20年、21年产量仍将维持满产甚至略超产，产量整体维持在1000万吨以上。
- ✓ 价格方面，考虑整体华南市场区位优势，预计20年公司产品价格与去年持平略降0-50元/吨，较行业略好；21年疫情影响消退，预计钢价回升0-50元/吨。
- ✓ 毛利率方面，考虑公司成本管理能力，预计20年吨钢利润同比下降20-50元/吨之间，好于行业平均，21年则同比回升20-50元/吨之间。
- ✓ 基于以上，趋势上判断20年利、价均有小幅下降，21年则略有回升。

图表 20：盈利预测

		单位	2019年	2020年	2021年
总计	产量	万吨	1020.00	1020.00	1020.00
	产能	万吨	900.00	900.00	900.00
	产能利用率		113.3%	113.3%	113.3%
	总收入	亿元	450.30	445.20	450.30
	总成本	亿元	384.11	383.45	386.36
	毛利率		14.70%	13.87%	14.20%
中板	销量	万吨	150	150	150
	产能	万吨	150	150	150
	售价	万元/吨	0.45	0.45	0.45
	毛利率		13%	12%	13%
	收入	亿元	67.50	66.75	67.50
	成本	亿元	58.73	58.74	59.06
棒线材	销量	万吨	870	870	870
	产能	万吨	750	750	750
	售价	万元/吨	0.44	0.44	0.44
	毛利率		15%	14%	15%
	收入	亿元	382.80	378.45	382.80
	成本	亿元	325.38	324.71	327.29

来源：国金钢铁、国金证券研究所

- 预计公司20年、21年公司实现营业收入分别为445.20亿元、450.30亿元，同比增长-1.1%、1.2%；实现归母净利润分别为32.1亿元、33.0亿元，同比增长-11.4%、3.0%，对应PE分别为6.1倍、5.9倍。给予20年6.4倍PE，目标价8.5元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 21：同类型公司估值比较

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600507	方大特钢	8.04	-	1.28	1.37		6.30	5.87
600782	新钢股份	4.02	1.10	1.11	1.21	3.64	3.61	3.32
000932	华菱钢铁	3.92	-	0.76	0.82		5.15	4.80
601003	柳钢股份	4.81	0.82	0.88	0.92	5.85	5.45	5.24
600808	马钢股份	2.47	-	0.21	0.24		11.50	10.26
	中位数					4.75	5.45	5.24
	平均数					4.75	6.40	5.90
002110	三钢闽光	7.80	1.48	1.32	1.36	5.27	5.90	5.72

来源：wind、国金证券研究所

六、风险提示

- 疫情对生产及下游需求的持续影响。疫情期间导致整个宏观经济活动影响较大，目前下游行业陆续复工，但仍一定程度的导致了部分需求的推后，且导致了近期钢厂库存普遍偏高，高库存下不排除有降价压力；同时，疫情期间导致了部分原辅料采购问题，也会影响钢厂正常开工节奏。
- 钢铁置换产能释放再超预期。2019 年供给端主要超预期因素在于置换产能的投产，目前行业盈利尚可，在建的置换产能或加速投放，特比是 20 年中以后有较大规模置换产能预计投产，将加大下半年供给压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	14,118	22,461	36,248	45,030	44,520	45,030	货币资金	3,001	3,686	6,325	6,887	8,043	8,902
增长率		59.1%	61.4%	24.2%	-1.1%	1.1%	应收账款	265	2,757	3,628	4,201	4,153	4,201
主营业务成本	-12,350	-16,599	-25,857	-38,411	-38,345	-38,636	存货	1,547	1,482	2,502	3,438	3,432	3,458
%销售收入	87.5%	73.9%	71.3%	85.3%	86.1%	85.8%	其他流动资产	575	264	3,977	4,057	4,055	4,061
毛利	1,768	5,861	10,391	6,620	6,175	6,394	流动资产	5,388	8,190	16,432	18,583	19,683	20,622
%销售收入	12.5%	26.1%	28.7%	14.7%	13.9%	14.2%	%总资产	42.8%	52.0%	58.2%	60.0%	59.5%	58.7%
营业税金及附加	-82	-187	-300	-279	-276	-279	长期投资	251	285	355	405	455	505
%销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	6,503	6,671	10,352	10,500	10,642	10,863
销售费用	-70	-76	-88	-144	-142	-144	%总资产	51.7%	42.4%	36.7%	33.9%	32.1%	30.9%
%销售收入	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	331	327	597	1,471	2,322	3,153
管理费用	-209	-198	-412	-450	-445	-450	非流动资产	7,187	7,562	11,786	12,376	13,419	14,521
%销售收入	1.5%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	%总资产	57.2%	48.0%	41.8%	40.0%	40.5%	41.3%
研发费用	0	0	-819	-901	-890	-901	资产总计	12,575	15,751	28,218	30,959	33,102	35,143
%销售收入	0.0%	0.0%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	1,799	1,186	2,183	2,769	3,073	3,052
息税前利润 (EBIT)	1,407	5,401	8,773	4,845	4,421	4,620	应付款项	2,595	2,170	4,843	6,337	6,313	6,366
%销售收入	10.0%	24.0%	24.2%	10.8%	9.9%	10.3%	其他流动负债	98	824	2,237	883	814	833
财务费用	-145	-70	-60	-88	-245	-315	流动负债	4,492	4,180	9,263	9,989	10,200	10,251
%销售收入	1.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-5	1	-1	-35	0	0	其他长期负债	786	560	543	395	395	395
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	5,278	4,740	9,806	10,384	10,595	10,646
投资收益	36	59	64	50	50	50	普通股股东权益	7,298	11,011	18,329	20,483	22,406	24,388
%税前利润	2.9%	1.1%	0.7%	1.0%	1.2%	1.1%	其中：股本	1,374	1,374	1,634	1,634	1,634	1,634
营业利润	1,293	5,296	8,685	4,793	4,246	4,375	未分配利润	952	4,403	10,004	12,174	14,097	16,078
营业利润率	9.2%	23.6%	24.0%	10.6%	9.5%	9.7%	少数股东权益	0	0	82	91	100	109
营业外收支	-57	1	11	40	40	40	负债股东权益合计	12,575	15,751	28,218	30,959	33,102	35,143
税前利润	1,236	5,297	8,697	4,833	4,286	4,415							
利润率	8.8%	23.6%	24.0%	10.7%	9.6%	9.8%							
所得税	-309	-1,307	-2,179	-1,208	-1,071	-1,104							
所得税率	25.0%	24.7%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	927	3,990	6,517	3,625	3,214	3,311							
少数股东损益	0	0	10	9	9	9							
归属于母公司的净利润	927	3,990	6,507	3,616	3,205	3,302							
净利率	6.6%	17.8%	18.0%	8.0%	7.2%	7.3%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	927	3,990	6,517	3,625	3,214	3,311
少数股东损益	0	0	10	9	9	9
非现金支出	360	419	673	914	958	1,050
非经营收益	459	137	140	201	97	106
营运资金变动	-748	-1,547	-313	-1,482	-38	-9
经营活动现金净流	998	2,999	7,017	3,257	4,231	4,459
资本开支	-539	-785	-2,939	-1,515	-1,906	-2,056
投资	-507	-102	-529	-50	-50	-50
其他	1	29	13	50	50	50
投资活动现金净流	-1,044	-858	-3,455	-1,515	-1,906	-2,056
股权募资	3,000	0	0	0	0	0
债权募资	-843	-842	175	436	304	-21
其他	-180	-368	-2,198	-1,616	-1,474	-1,522
筹资活动现金净流	1,976	-1,210	-2,023	-1,180	-1,170	-1,543
现金净流量	1,930	931	1,539	562	1,155	860

比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.675	2.905	3.981	1.475	1.307	1.347
每股净资产	5.313	8.016	11.215	8.355	9.140	9.948
每股经营现金净流	0.726	2.183	4.294	1.993	2.589	2.728
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.885	0.784	0.808
回报率						
净资产收益率	12.70%	36.23%	35.50%	17.65%	14.30%	13.54%
总资产收益率	7.37%	25.33%	23.06%	11.68%	9.68%	9.40%
投入资本收益率	11.04%	32.75%	31.92%	15.57%	12.96%	12.58%
增长率						
主营业务收入增长率	12.57%	59.09%	61.39%	24.23%	-1.13%	1.15%
EBIT增长率	N/A	283.81%	62.44%	-44.77%	-8.76%	4.51%
净利润增长率	-199.77%	330.61%	63.09%	-44.43%	-11.35%	3.03%
总资产增长率	76.52%	25.25%	79.15%	9.71%	6.92%	6.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.2	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	35.4	33.3	28.1	33.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	25.0	21.6	23.4	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	166.9	105.8	97.8	76.7	76.3	74.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.26%	-20.66%	-22.49%	-20.02%	-22.08%	-23.88%
EBIT利息保障倍数	9.7	76.9	146.9	55.3	18.0	14.7
资产负债率	41.97%	30.09%	34.75%	33.54%	32.01%	30.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	10
增持	0	0	0	1	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.50	1.47

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH