

公司研究/公告点评

2020年06月03日

黑色金属/钢铁 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 7.07  
合理价格区间(元): 7.96~8.38

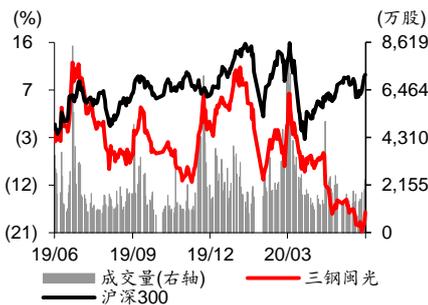
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004  
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

龚润华  
联系人 gongrunhua@htsc.com

相关研究

- 1《三钢闽光(002110 SZ,增持): 短期盈利承压, 看好长期发展》2020.04
- 2《三钢闽光(002110 SZ,增持): 短期疫情承压, 长看规模增长》2020.04
- 3《三钢闽光(002110 SZ,增持): 疫情冲击 Q1 业绩, 继续看好公司》2020.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 收购罗源闽光, 增厚盈利能力

## 三钢闽光(002110)

### 拟现金收购罗源闽光, 维持“增持”评级

2020年6月2日, 公司发布公告称拟向三钢集团现金收购福建罗源闽光钢铁有限责任公司(以下简称“罗源闽光”)100%股权, 交易价格约为21.5亿元。罗源闽光粗钢产能202万吨, 产品以建筑用钢为主, 靠港临海可有效降低物流成本, 且有望为公司打开闽东北市场。以2019年(末)财务数据测算, 若罗源闽光成功并入, 公司净利润增厚17.7%, 资产负债率从36.9%小幅上行至45.3%。考虑到收购事宜仍需批准, 故维持前期盈利预测不变, 预计20-22年EPS为0.99/1.11/1.14元, 维持“增持”评级。

### 罗源闽光具备区位优势, 并入后巩固公司龙头地位

根据罗源闽光审计报告, 罗源闽光拥有完整的长流程生产线, 粗钢产能202万吨(2018年), 以21.5亿元交易价格测算产能收购价格为1064元/吨, 略高于公司前期收购泉州闽光时952元/吨的收购价格。三钢闽光粗钢产能1000万吨(2019年), 若成功并入后公司粗钢产能将增20.2%; 2019年公司粗钢产量1037万吨, 同期福建省粗钢产量为2390万吨, 省内市占率达43%; 若罗源闽光成功并入, 以202万吨粗钢产能测算, 市占率将提升至52%, 公司省内龙头地位进一步得到巩固。罗源闽光位于福州, 且靠港临海, 降低物流成本的同时可为公司进一步开拓闽东北市场。

### 罗源闽光费用管控好, 吨钢盈利略低于公司

以19年(末)数据测算, 公司销售毛利率(剔除“外购钢材”业务, 下同)为17.2%, 罗源闽光为9.0%; 公司销售净利率为9.6%, 罗源闽光为5.8%; 公司资产负债率为36.9%, 罗源闽光为69.2%。吨钢口径看, 公司吨毛利、吨费用、吨净利分别为638、147、355元/吨, 罗源闽光分别为505、58、322元/吨。罗源闽光吨钢盈利能力略低于公司, 但吨费用表现较好, 主要因无研发费用。考虑到物联云商项目对购销两端渠道进行整合, 若罗源闽光成功并入, 未来盈利能力有望改善。

### 基建增速或向上, 有望托底用钢需求

据国家统计局, 20年4月基建投资增速为2.3%, 较3月增13.4pct。据华泰固收团队《细辨宏观症, 关注两会方》(2020.5.21)观点, 随着国内疫情控制与情绪好转, 建筑用工与企业达产情况将有明显改善, 并推动基建投资增速继续攀升。基建投资增速, 有望托底用钢需求, 公司为区域长材龙头, 业绩表现或相对较好。

### 罗源闽光并入有望增厚公司业绩, 维持“增持”评级

罗源闽光粗钢产能202万吨, 若成功并入, 将巩固公司龙头地位; 但盈利能力暂不及公司, 未来有望改善。因收购事宜仍需批准, 故维持前期盈利预测不变, 预计20-22年EPS为0.99/1.11/1.14元。可比公司PB(2020E)均值为0.99倍, 给予公司0.95-1倍PB估值, 取BPS(2020E)为8.38元, 目标价为7.96-8.38元, 维持“增持”评级。

风险提示: 收购事宜受阻, 宏观经济不及预期, 疫情发展超预期。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	2,452
流通A股(百万股)	2,204
52周内股价区间(元)	6.75-9.55
总市值(百万元)	17,333
总资产(百万元)	30,965
每股净资产(元)	7.84

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	36,248	45,511	43,196	44,892	44,552
+/-%	14.40	25.55	(5.09)	3.93	(0.76)
归属母公司净利润(百万元)	6,507	3,673	2,428	2,720	2,783
+/-%	20.04	(43.55)	(33.90)	12.02	2.32
EPS(元, 最新摊薄)	2.65	1.50	0.99	1.11	1.14
PE(倍)	2.66	4.72	7.14	6.37	6.23

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司估值

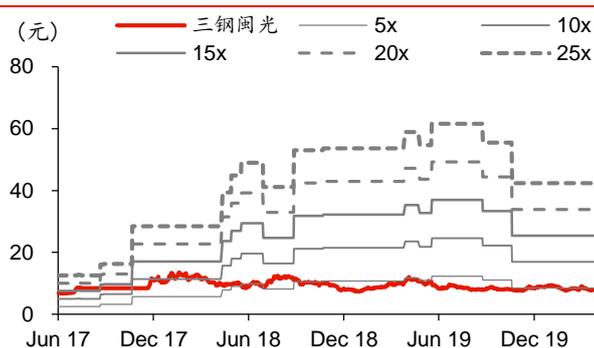
图表1: 可比公司估值 (2020E)

证券代码	证券简称	PB (2020E)
600782.SH	新钢股份	0.55
600507.SH	方大特钢	1.38
000717.SZ	韶钢松山	1.05
	<b>可比公司均值</b>	<b>0.99</b>

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 新钢股份、方大特钢 PB (2020E) 采用 2020 年 6 月 2 日 Wind 一致预测, 凌钢股份无 Wind 一致预测, 故剔除; 韶钢松山为华泰预测

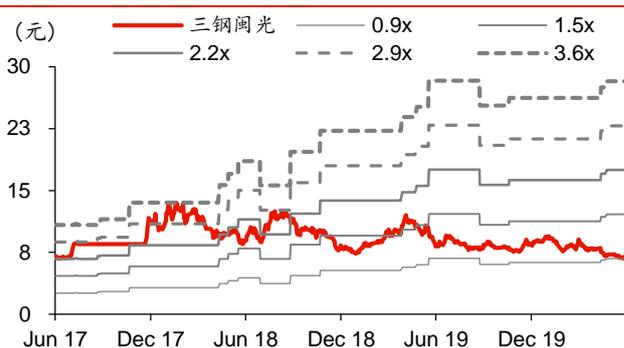
## PE/PB - Bands

图表2: 三钢闽光历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 三钢闽光历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,432	16,331	15,632	16,019	16,930
现金	6,325	6,017	7,509	7,645	7,661
应收账款	30.10	144.56	77.51	81.27	84.52
其他应收账款	24.02	30.35	28.75	29.90	29.66
预付账款	736.52	1,003	963.08	938.93	957.61
存货	2,502	3,500	3,572	3,671	3,617
其他流动资产	6,814	5,636	3,482	3,653	4,580
非流动资产	11,786	13,438	16,333	17,986	19,088
长期投资	260.13	276.16	276.16	276.16	276.16
固定投资	9,715	10,333	12,258	13,417	13,997
无形资产	584.25	1,438	1,955	2,556	3,129
其他非流动资产	1,226	1,391	1,843	1,736	1,685
资产总计	28,218	29,769	31,965	34,005	36,017
流动负债	9,263	10,113	10,534	10,556	10,585
短期借款	1,930	1,911	1,882	1,900	1,896
应付账款	2,249	2,152	2,255	2,269	2,277
其他流动负债	5,085	6,050	6,397	6,387	6,413
非流动负债	542.65	861.05	812.51	829.78	837.43
长期借款	0.00	300.00	300.00	300.00	300.00
其他非流动负债	542.65	561.05	512.51	529.78	537.43
负债合计	9,806	10,974	11,346	11,386	11,422
少数股东权益	82.46	67.09	75.18	84.23	93.50
股本	1,634	2,452	2,452	2,452	2,452
资本公积	5,861	5,044	5,044	5,044	5,044
留存公积	10,902	11,426	13,048	15,039	17,006
归属母公司股东权益	18,329	18,728	20,543	22,535	24,502
负债和股东权益	28,218	29,769	31,965	34,005	36,017

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	7,017	2,092	5,063	3,441	2,967
净利润	6,517	3,685	2,436	2,729	2,792
折旧摊销	672.22	787.30	853.96	1,023	1,147
财务费用	59.74	28.98	(42.93)	(59.43)	(60.68)
投资损失	(63.94)	(44.74)	(51.14)	(49.01)	(49.72)
营运资金变动	(313.09)	(2,499)	2,594	(216.70)	(859.23)
其他经营现金	145.12	133.97	(726.83)	13.91	(2.39)
投资活动现金	(3,455)	448.41	(2,968)	(2,651)	(2,190)
资本支出	2,941	1,601	2,500	2,000	1,600
长期投资	(328.97)	200.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(843.57)	2,249	(467.84)	(650.71)	(589.75)
筹资活动现金	(2,023)	(3,330)	(603.10)	(653.51)	(761.83)
短期借款	229.60	(19.68)	(28.43)	17.49	(4.01)
长期借款	0.00	300.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	260.77	817.19	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	482.60	(817.19)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,996)	(3,610)	(574.67)	(671.00)	(757.82)
现金净增加额	1,539	(789.46)	1,492	136.64	15.32

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	36,248	45,511	43,196	44,892	44,552
营业成本	25,857	38,901	38,271	39,564	39,111
营业税金及附加	299.60	194.13	241.85	231.39	236.24
营业费用	88.22	126.35	117.26	120.26	121.48
管理费用	1,227	1,236	1,443	1,481	1,505
财务费用	59.74	28.98	(42.93)	(59.43)	(60.68)
资产减值损失	(1.25)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.94	44.74	51.14	49.01	49.72
营业利润	8,685	4,872	3,216	3,603	3,689
营业外收入	11.61	56.54	41.56	46.56	44.89
营业外支出	0.58	14.71	10.00	11.57	11.05
利润总额	8,697	4,914	3,248	3,638	3,723
所得税	2,179	1,229	812.00	909.60	930.68
净利润	6,517	3,685	2,436	2,729	2,792
少数股东损益	10.33	12.23	8.08	9.05	9.26
归属母公司净利润	6,507	3,673	2,428	2,720	2,783
EBITDA	9,417	5,689	4,027	4,567	4,775
EPS (元, 基本)	3.98	1.50	0.99	1.11	1.14

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	14.40	25.55	(5.09)	3.93	(0.76)
营业利润	13.69	(43.90)	(33.99)	12.03	2.37
归属母公司净利润	20.04	(43.55)	(33.90)	12.02	2.32
获利能力 (%)					
毛利率	28.67	14.53	11.40	11.87	12.21
净利率	17.95	8.07	5.62	6.06	6.25
ROE	35.50	19.61	11.82	12.07	11.36
ROIC	46.98	25.99	17.28	17.00	15.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.75	36.86	35.50	33.48	31.71
净负债比率 (%)	22.27	20.41	19.47	19.53	19.41
流动比率	1.77	1.61	1.48	1.52	1.60
速动比率	1.50	1.27	1.14	1.17	1.26
营运能力					
总资产周转率	1.44	1.57	1.40	1.36	1.27
应收账款周转率	1,349	485.53	388.22	564.27	536.33
应付账款周转率	12.70	17.68	17.37	17.49	17.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.65	1.50	0.99	1.11	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	2.86	0.85	2.07	1.40	1.21
每股净资产(最新摊薄)	7.48	7.64	8.38	9.19	9.99
估值比率					
PE (倍)	2.66	4.72	7.14	6.37	6.23
PB (倍)	0.95	0.93	0.84	0.77	0.71
EV_EBITDA (倍)	1.32	2.18	3.08	2.71	2.59

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

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：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司