

**证券研究报告—动态报告**

黑色金属

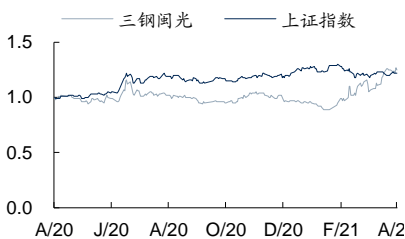
钢铁 II

**三钢闽光(002110)**
**增持**

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 23 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,452/2,204
总市值/流通(百万元)	21,206/19,061
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	8.88/6.10

**相关研究报告:**

《三钢闽光-002110-2019 年年报点评: 成本管控优质, 业绩符合预期》——2020-04-17  
 《三钢闽光-002110-2019 年三季报点评: 高矿价拉低盈利, 四季度或有改善》——2019-10-25  
 《三钢闽光-002110-2019 年半年报点评: 区域龙头, 成本优势突出》——2019-08-29  
 《三钢闽光-002110-2018 年年报点评: 业绩创新高, 分红超预期》——2019-04-01  
 《三钢闽光-002110-财报点评: 高炉大修影响产量, 盈利能力保持高位》——2018-10-27

**证券分析师: 刘孟茜**

电话: 010-88005312  
 E-MAIL: liumengqian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

**证券分析师: 冯思宇**

电话:  
 E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**分红稳健, 一季度业绩迎改善**
**● 2020 年实现归母净利润 25.6 亿元, 业绩符合市场预期**

2020 年, 公司完成罗源闽光 100% 股权收购, 形成四大生产基地, 具备年产钢能力 1200 万吨。疫情影响下, 公司上半年主动减产, 全年粗钢产量 1137.1 万吨, 同口径同比下降 8.3%。此外受到原材料价格大幅上涨和高炉大修影响, 公司实现归母净利润 25.6 亿元, 同比下降 40.9%。此外, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.5 元(含税)。

**● 板强长弱, 长材产品毛利率回落**

公司产品以长材为主, 产品销售价格长期高于周边城市, 2020 年, 闽光建材省内市场均价高于周边上海、杭州、南昌、广州均价 31 元/吨。公司虽享有一定的产品溢价, 但在需求偏弱而原材料价格大幅上涨的环境下, 毛利率下降明显。2020 年, 公司螺纹钢产品毛利率为 13.8%, 同比下降 5.8 个百分点; 中板毛利率为 18.1%, 同比上涨 1.8 个百分点。

**● 一季度盈利大幅改善**

一季度随着行业需求改善, 钢材售价抬升, 钢厂盈利改善。一季度福州地区螺纹钢、中板均价分别升至 4689 元/吨、5042 元/吨, 同比分别增长 26.3%、28.9%。在此环境下, 公司产销情况明显改善, 预计实现归母净利润 8.6-9.8 亿元, 同比增长 50.7%-71.7%。近期北方钢厂限产, 抑制产量增速, 钢价持续上涨, 截至 4 月 22 日, 福州地区螺纹钢、中板均价分别升至 5160 元/吨、5750 元/吨。

**● 风险提示: 钢材消费大幅下滑。**
**● 投资建议: 维持“增持”评级**

公司作为区域龙头, 产品享有市场溢价, 分红稳健, 且未来产能具备增长空间。近期, 钢材价格大幅上涨, 考虑到碳中和背景下行业盈利有望持续改善, 我们上调了业绩预测。预计公司 2021-2023 年收入 554/580/610 亿元, 同比增速 13.9%/4.8%/5.0%, 归母净利润 32.6/33.7/34.5 亿元, 同比增速 27.4%/3.4%/2.4%; 摊薄 EPS 为 1.3/1.4/1.4 元, 当前股价对应 PE 为 6.5/6.3/6.2x。估值存在修复空间, 维持“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

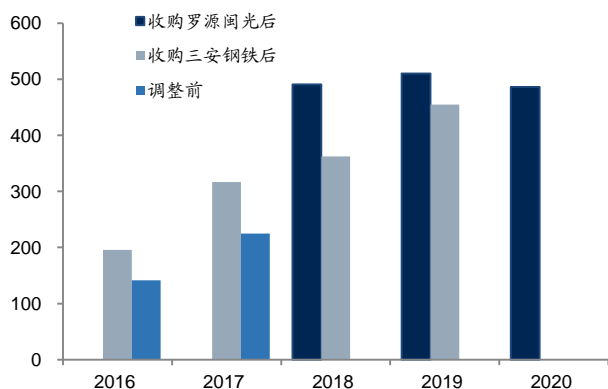
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	48,636	55,400	58,037	60,956
(+/-%)	6.9%	13.9%	4.8%	5.0%
净利润(百万元)	2,556	3,255	3,367	3,448
(+/-%)	-30.4%	27.4%	3.4%	2.4%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.33	1.37	1.41
EBIT Margin	10.0%	8.2%	8.0%	7.8%
净资产收益率(ROE)	12.6%	14.4%	13.5%	12.6%
市盈率(PE)	8.30	6.52	6.30	6.15
EV/EBITDA	7.29	7.30	6.90	6.62
市净率(PB)	1.04	0.94	0.85	0.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

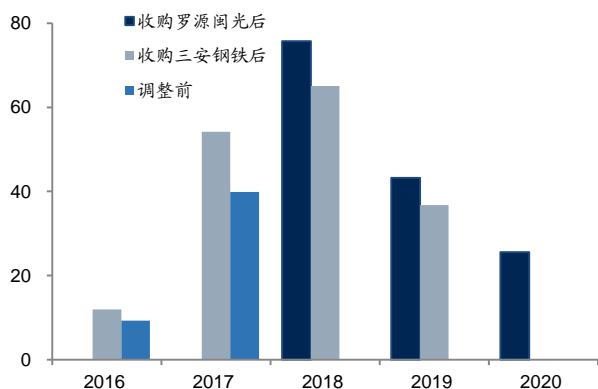
**2020 年实现归母净利润 25.6 亿元，业绩符合市场预期。**2020 年，公司完成罗源闽光 100% 股权收购，现拥有三明本部、泉州闽光、罗源闽光、漳州闽光四大钢铁生产基地，具备年产钢能力 1200 多万吨。疫情影响下，为维护区域市场，公司上半年主动减产，全年粗钢产量 1137.1 万吨，同口径同比下降 8.3%。此外受到原材料价格大幅上涨和高炉大修影响，公司实现营业收入 486.4 亿元，同比下降 4.7%；归属于上市公司股东的净利润 25.6 亿元，同比下降 40.9%。

图 1：公司营业收入（亿元）



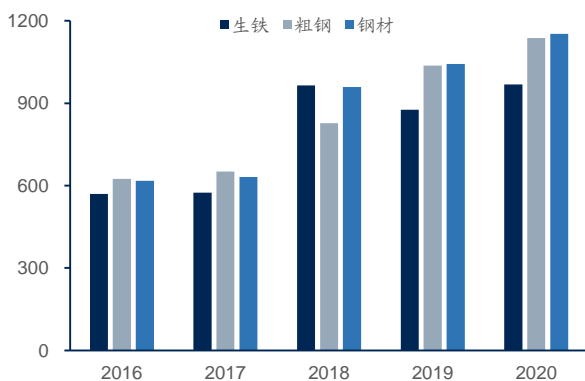
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润（亿元）



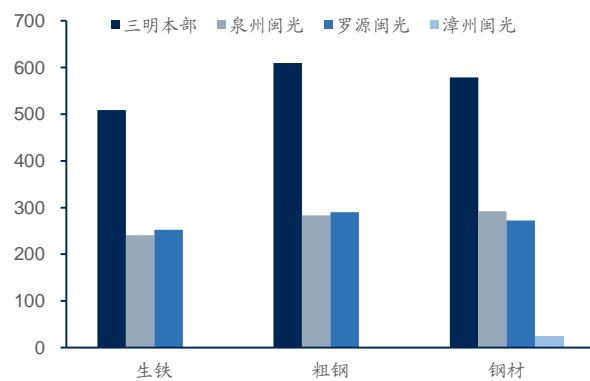
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司产量情况（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

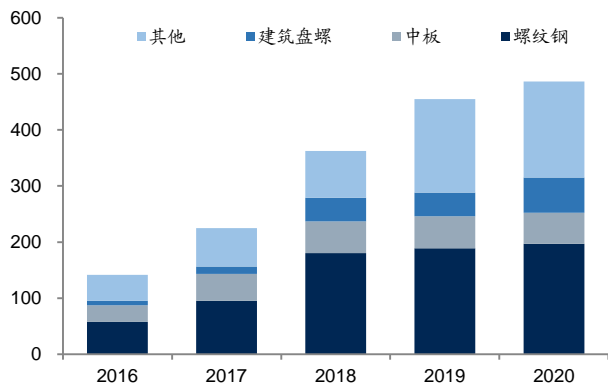
图 4：2021 年生产经营目标（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

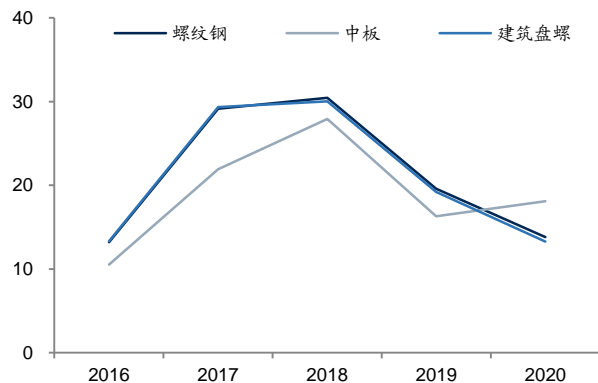
**板强长弱，长材产品毛利率回落。**公司产品以长材为主，产品销售价格长期高于周边城市，2020 年，闽光建材省内市场均价高于周边上海、杭州、南昌、广州均价 31 元/吨。公司虽享有一定的产品溢价，但在需求偏弱而原材料价格大幅上涨的环境下，毛利率下降明显。2020 年，公司螺纹钢产品毛利率为 13.8%，同比下降 5.8 个百分点；中板毛利率为 18.1%，同比上涨 1.8 个百分点。

图 5: 营业收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

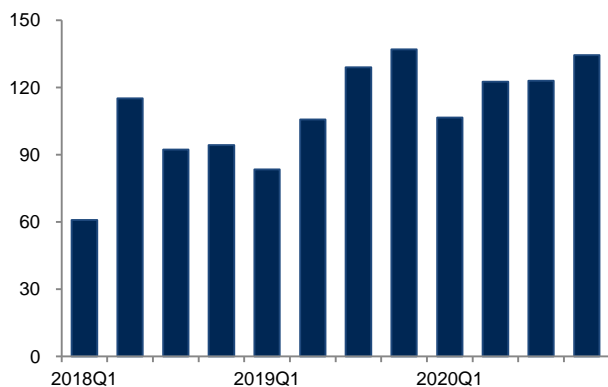
图 6: 不同钢材品种销售毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

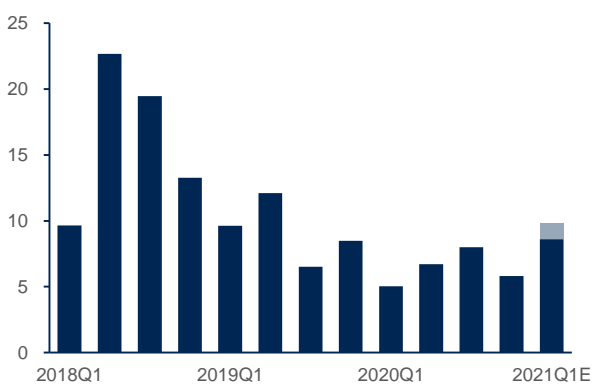
**一季度盈利大幅改善。**一季度随着行业需求改善, 钢材售价抬升, 钢厂盈利改善。一季度福州地区螺纹钢、中板均价分别升至 4689 元/吨、5042 元/吨, 同比分别增长 26.3%、28.9%, 环比分别增长 12.3%、16.6%。在此环境下, 公司产销情况明显改善, 预计实现归母净利润 8.6-9.8 亿元, 同比增长 50.7%-71.7%。近期北方钢厂限产, 抑制产量增速, 钢价持续上涨, 截至 4 月 22 日, 福州地区螺纹钢、中板均价分别升至 5160 元/吨、5750 元/吨。

图 7: 单季营业收入 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 单季归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (2017 年为调整前数据)

**坚持现金分红回报股东。**公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.5 元(含税), 预计现金分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的 42.8%。此外, 公司审议通过议案, 在现金能够满足公司持续经营和长期发展需要的前提下, 每年现金红利总额 (包括中期已分配的现金红利) 不少于当年实现的可供分配利润的由 10%变更为 20%。

**投资建议: 维持“增持”评级。**公司作为区域龙头, 产品享有市场溢价, 分红稳健, 且未来产能具备增长空间。近期, 钢材价格大幅上涨, 考虑到碳中和背景下行业盈利有望持续改善, 我们上调了业绩预测。预计公司 2021-2023 年收入 554/580/610 (原预测 439/446/-) 亿元, 同比增速 13.9%/4.8%/5.0%, 归母净利润 32.6/33.7/34.5 (原预测 27/28/-) 亿元, 同比增速 27.4%/3.4%/2.4%; 摊薄 EPS 为 1.33/1.37/1.41 元, 当前股价对应 PE 为 6.5/6.3/6.2x。估值存在修复空间, 维持“增持”评级。

**表 1: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 210423	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PB (LF)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
002110	三钢闽光	8.65	212.06	1.04	1.33	1.37	1.41	8.30	6.52	6.30	6.15	12.55	1.04	增持
600507	方大特钢	9.29	200.29	0.99	1.17	1.26	1.34	9.38	7.94	7.37	6.93	23.53	2.08	增持
601003	柳钢股份	7.49	191.95	0.71	0.75	0.78	-	10.55	9.99	9.60	-	14.18	1.68	/

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

备注: 柳钢股份盈利预测为 WIND180 天一致预测, 且 20 年数值均为预测值

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	9543	5882	6268	7372	营业收入	48636	55400	58037	60956
应收款项	32	30	32	33	营业成本	42949	48591	51009	53702
存货净额	3788	4318	4521	4755	营业税金及附加	181	222	232	244
其他流动资产	6048	6925	7255	7619	销售费用	34	39	41	43
<b>流动资产合计</b>	<b>19713</b>	<b>17356</b>	<b>18276</b>	<b>19980</b>	管理费用	606	2010	2103	2205
固定资产	18777	20729	21998	22648	财务费用	109	152	87	37
无形资产及其他	1782	1711	1640	1568	投资收益	87	50	50	50
投资性房地产	2733	2733	2733	2733	资产减值及公允价值变动	2	0	1	1
长期股权投资	294	314	334	354	其他收入	(1126)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>43300</b>	<b>42843</b>	<b>44981</b>	<b>47283</b>	营业利润	3719	4436	4617	4777
短期借款及交易性金融负债	5845	3000	2000	1000	营业外净收支	(296)	(81)	(112)	(163)
应付款项	12240	13086	13701	14409	<b>利润总额</b>	<b>3424</b>	<b>4355</b>	<b>4505</b>	<b>4614</b>
其他流动负债	3265	2487	2604	2739	所得税费用	859	1089	1126	1154
<b>流动负债合计</b>	<b>21350</b>	<b>18573</b>	<b>18305</b>	<b>18148</b>	少数股东损益	9	11	12	12
长期借款及应付债券	865	865	865	865	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2556</b>	<b>3255</b>	<b>3367</b>	<b>3448</b>
其他长期负债	609	643	683	721					
<b>长期负债合计</b>	<b>1475</b>	<b>1508</b>	<b>1549</b>	<b>1586</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>22824</b>	<b>20081</b>	<b>19854</b>	<b>19734</b>	净利润	2556	3255	3367	3448
少数股东权益	113	121	130	138	资产减值准备	1	0	0	0
股东权益	20362	22640	24997	27411	折旧摊销	1178	1120	1303	1422
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43300</b>	<b>42843</b>	<b>44981</b>	<b>47283</b>	公允价值变动损失	(2)	(0)	(1)	(1)
					财务费用	109	152	87	37
					营运资本变动	5864	(1304)	239	279
					其它	7	8	8	9
					<b>经营活动现金流</b>	<b>9603</b>	<b>3078</b>	<b>4916</b>	<b>5158</b>
					资本开支	(9073)	(3000)	(2500)	(2000)
					其它投资现金流	(102)	102	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(9193)</b>	<b>(2918)</b>	<b>(2520)</b>	<b>(2020)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	565	0	0	0
					支付股利、利息	(435)	(977)	(1010)	(1035)
					其它融资现金流	2856	(2845)	(1000)	(1000)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>3116</b>	<b>(3821)</b>	<b>(2010)</b>	<b>(2035)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>3526</b>	<b>(3661)</b>	<b>386</b>	<b>1103</b>
					货币资金的期初余额	6017	9543	5882	6268
					货币资金的期末余额	9543	5882	6268	7372
					企业自由现金流	1613	219	2531	3274
					权益自由现金流	5035	(2740)	1466	2246

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032