

张士宝
 0755-83734778
 zhangsb@cmschina.com.cn

2009年4月10日

三钢闽光(002110.SZ)/9.16 元

区域优势、管理严格和整合预期提升公司价值

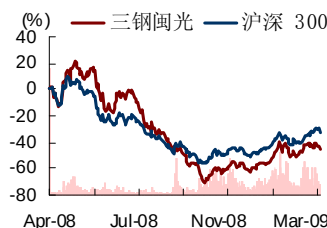
投资评级: 强烈推荐-B
评级调整: 维持
目标估值: 12 元

基础数据

总股本(万股) 53470
 流通股本(万股) 13970
 总市值(亿元) 46
 流通市值(亿元) 12
 52周股价 4.7-19.5 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	7	-45
相对表现	-5	-16	-9



相关报告

- 1、《三钢闽光(002110)-中报业绩独领风骚，正是建仓良机》
2008-8-26
- 2、《三钢闽光(002110)-中期业绩预增修正公告点评》
2008-7-08

我们近日会同部分基金公司投研人员联合调研了三钢闽光。公司 IPO 时集团承诺，将把中厚板项目相关资产、业务按照市场公允价格转让给上市公司，随着国家钢铁产业调整和振兴规划逐步落实，宏观经济的逐步好转，我们预计解决中厚板关联交易的时机将愈加成熟，进程将加快。无论采取定向增发形式还是发债形式收购中厚板项目，都将增厚公司每股收益；一季度预计公司亏损 2.16 亿元左右，短期谨慎，长期看好；三钢收购集团中厚板项目后每股收益 0.6 元以上，我们维持公司强烈推荐-B 的投资评级，将三钢闽光作为我们二季度强烈推荐的首选公司。

投资亮点:

- **三钢是建筑用钢领域的代表性公司。**09 年公司产量与 08 年基本持平，公司建筑用钢占比 75% 左右，是我们看好建筑用钢的代表性公司，预计 09 年 5-6 月建筑用钢价格反弹，公司将受益较大；
- **技术指标领先同行。**公司主要技术经济指标在国内同类公司中处于前 3~5，4~5 % 白煤在焦化环节使用，降低了铁钢成本，这些都奠定了公司成本优势；
- **资源优势：**三钢集团每年可供公司 120 万吨铁矿石，福建多矿山且新增开矿量可以达到 200 万吨以上，公司目前矿石自给比例 20%，且未来有进一步提升空间；
- **公司管理严格，对市场判断前瞻、准确，内外兼修；**
- **催化剂：**预计公司收购集团 100 万吨中厚板项目的进程将加速。集团中厚板项目投资 9.5 亿，板坯投资 2.5 亿元，合计 12 亿元，若采用定向增发形式，预计增厚每股收益 0.2 元左右，若采用可转债方式，增厚每股收益约 0.28 元（中厚板加工费实际加工成本 310 元/吨左右，而三钢委托集团加工费 511 元/吨，收购中厚板项目后减少关联交易 200 元/吨）。若市场恢复正常，三钢每股收益 1 元以上有保障，加上减少关联交易 0.28 元，每股收益 1.28 元，在钢铁上市公司中名列前茅。即使 09 年钢铁行业处于低迷期，三钢收购集团中厚板项目后每股收益 0.6 元以上；
- **估值与投资建议：**
 - **估值：**6 个月目标价 12 元。按 09 年每股收益 0.60 元计算，考虑到公司中厚板和铁矿石资源注入预期和公司作为福建省钢铁业整合的平台，是目前国内最具并购价值的钢铁公司之一，我们给予 09 年 20 倍 PE，6 个月目标价格 12 元，相当于 2 倍 PB。若我们预期这些整合能够实现和钢铁行业景气恢复公司股价有更大上涨空间，长期目标价格在 15 元以上；
 - **投资建议：**超配。我们将三钢作为二季度强烈推荐的首选公司之一；
- **风险因素：**公司收购中厚板项目进度受资本市场、宏观经济等诸多因素影响有不确定性；公司一季度可能亏损 2.16 亿元左右；钢材价格波动风险。我们认为一季报市场如果出现调整，将为投资者提供又一次买入和增持的机会；

一、省内需求旺盛促使三钢发展壮大

1、三钢是福建省最大钢铁企业

公司“五十三年磨一剑”。三钢不是“大跃进”的产物，1955-1956年建设的钢铁“十八”罗汉，当时工业部部长黄鹤寿决定成立南方十八家钢铁企业，同时成立的杭钢、新余钢厂、安阳钢厂、涟源钢厂、柳钢、昆钢、三钢闽光。公司最初产量2~3万吨，后来福建省长叶飞决定将福建产能定位在120~130万吨/年，但当时鹰厦铁路运力120万吨，按1吨钢6吨物资进出计算，鹰厦铁路难以支撑这种钢铁规模。1964年恢复生产，1978年扭亏为盈，当年钢产量达到20万吨，1983年产量30万吨，1996年达到60万吨，2008年达到400万吨，成为福建省最大钢铁企业。

三钢闽光能够迅速成长为福建省最大钢铁企业，得益于以下四个条件：

- (1) 产业链较完善。防台作战，作为福建省重工业基地。主要钢铁、化工、纺织、印染、食品工业，为了避免“台海紧张”局势可能对经济造成的影响，而设在三明市。
- (2) 鹰厦线铁路横贯三明市。向蒲铁路修通后三钢运输条件大大改善，运输条件能够满足三钢产能扩充至600万吨。
- (3) 潘洛、阳山铁矿在公司附近，可就近获取铁矿石供应。
- (4) 水资源丰富，沙溪河流经三明市，公司依山傍水。

2、省内需求旺盛

福建省钢铁供不应求，公司钢铁在福建市场占居近半壁江山。福建省钢铁产能1000万吨，正常需求1500万吨，省内供求缺口500万吨。08年4季度以来碰到系统性风险。福建省基础设施欠帐较多，福建铁路、公路、核电站正在建设起步阶段。

福建省目前城镇化水平只有17%，远低于全国45.7%的平均化水平，随着台海局势的缓和，福建城镇化和工业化进程将加速，三钢将因此收益。国家4万亿投资和10大产业振兴规划中福建省受益匪浅，福建省建设项目526个，1470亿元投资。温福（温州-福州）、福厦（福州-厦门）铁路投资正在酝酿，向蒲（江西向塘-福建莆田）刚开工。

二、三钢最新经营情况

1、公司销售

(1) 长材销售情况优于中厚板，中厚板销量尚可

公司长材和板材销售策略有差别。公司长材销售较好，以代销为主（占90%左右），08年12月与下游客户签订09年销售框架协议。目前长材销售价格3200-3300元/吨，毛利很少，利润亏损。在市场稳定时价格1个月调整一次，市场波动较大时随行就市。中厚板09年1月减产一段时间主要用来检修。

中厚板福建省内主要客户是龙工和马尾船厂，龙工每年从三钢采购量60-70万吨，已经与公司签订年度战略合作协议，每年12月份签订下一年度协议，08年四季度龙工生

产经营遇到困难，提出以钢材串工程机械的要求，我们认为这只是短暂现象，09 年 2 月份后龙工销量开始回升。公司其他中厚板产品（船板）销往马尾船厂，马尾船厂 09 年订单较饱满。

（2） 新品开发成效显著

公司已成功开发出抗震钢筋 HRB400、HRB500 两个系列品种，是我国继华菱涟钢之后第二家开发抗震钢筋的钢铁企业。HRB400、HRB500 分别比三级螺纹钢溢价 150 元/吨、300 元/吨，目前这两个品种在福建日报宣传推广。09 年 1 月广东台山核电站签订了 5000 吨合同。

公司品种钢主要包括深加工产品，如铆螺、垫片用钢，品种钢年产量 60~70 万吨或 70~80 万吨，主要销往浙江温州、广东潮汕地区。

（3） 建材实现功能升级

公司温控、水控、微合金棒材，大小规格均能生产，主动适应下游需求结构的调整。公司生产的螺纹钢主要以三级螺纹钢为主，因公司前瞻性地判断市场二级螺纹钢即将淘汰而提前缩减产量。

在福建市场公司主要面临北方唐钢、首钢产品的竞争，建筑用钢有 500 公里销售半径，只有在福建省建筑用钢场价格比北方钢厂高出 200 元/吨以上，北方钢厂才会对三钢产品造成实质性冲击，这种情况出现的可能性较小、时间较短。

公司线材产品也可以生产粗棒材，主动适应下游机械行业的用钢需求，拓展了市场空间。

（4） 严格执行“款到发货”政策，公司现金流充沛。

（5） 公司没有主动进行限产，只是适度放缓了生产节奏。在 06-08 年三季度公司各产线都处于超负荷运转，08 年三季度后应对金融危机，公司适度放缓了生产节奏。

（6） 各产品盈利优先级排序：棒材>线材>中板。棒材成本比中板低 100 多元/吨。

2、公司原燃料资源获取有保障

（1） 铁矿

来源及定价方式：进口矿占 55%、国内采购占 45%。其中进口矿中 60% 为长协矿，海运费随行就市，铁矿石进口到厦门、马尾港，从港口铁路驳运到三钢公司运费目前为 40 元/吨。国内采购主要来自福建省内漳平、大田（阳山、马坑和潘洛铁矿）和江西省，按市价采购，品位 58%。目前三钢集团对三钢闽光铁矿石年供给量 120 万吨。

阳山、潘洛铁矿控股股东是福建冶金控股公司，马坑铁矿大股东为龙岩市国资委。

（2） 煤焦

按吨铁消耗 0.4 吨焦炭计算，公司年需用焦炭 150 万吨（ 0.4×375 ），其中公司自产焦炭 90 万吨（自由 2 座焦炉），从山西外购焦炭 60 万吨。

公司焦煤主要采购自河南平顶山、安徽淮南、淮北煤矿。

（3） 白煤独特优势

福建省盛产白煤（无烟煤），目前三钢焦化中白煤配比 4%~5%，白煤当前市场价格 600~700 元/吨，而焦煤市场价格 1200~1300 元/吨，白煤价格仅约相当于焦煤一半。

(4) 原燃料库存水平降低明显

目前原燃料正常库存 1 个月水平，因鹰厦铁路单线，且丘陵地带路基疏松，火车速度难以大幅提升，水灾、军演、台海局势紧张时要备 3~4 个月库存，随着台海局势缓和和福建省内铁路电气化改造新建投入运营，公司库存水平有望明显降低，减少公司经营风险和降低财务费用。

3、关联交易将有望实质性改善

(1) 09 年中厚板委托加工费仍为 511 元/吨

2008 年三钢公司向三钢集团支付中厚板加工费由 611 元/吨下调为 511 元/吨。三钢闽光租赁三钢集团“2# 100t 转炉 + 板坯连铸”，买坯给三钢集团加工中厚板后，再由三钢闽光统一销售。

(2) 收购中厚板后减少关联交易 200 元/吨，增厚每股收益

随着国家钢铁产业调整和振兴计划的逐步落实，宏观经济的逐步好转，解决中厚板关联交易的时机日趋成熟。若采用债券融资收购，用公司债或可转债收购，不增加股本不会摊薄每股收益，据我们调研，中厚板加工费用实际成本 310 元/吨，三钢股份收购三钢集团中厚板，中厚板关联交易减少 200 元/吨，按中厚板产能 90-110 万吨中值 100 万吨计算，减少关联交易 2 亿元，增厚每股收益 0.28 元 ($2 \times (1 - 25\%) / 5.347$)。若采用定向增发形式，中厚板总投资 12 亿元，预计增发 2 亿股 ($12 / 5.89$)，则增厚每股收益 0.20 元左右 ($2 \times (1 - 25\%) / (5.347 + 2)$)，我们认为，采用定向增发形式更符合大股东利益。

(3) 公司全资子公司三钢钢松公司在享受税收优惠期满后可能注销。三钢钢松 100 万吨铁、钢已经统计在三钢闽光 400 万吨统计中。

(4) 公司从闽光冶炼公司（三钢闽光参股 20%）采购生铁，随着公司新建高炉投产，公司将很少从该公司采购生铁。

(5) 三钢闽光销售焦炉、转炉煤气给集团动能公司用于发电。

4、08 年生产经营实绩和 09 年生产经营计划

08 年铁、钢、材产量分别为 375 万吨、400 万吨、391 万吨，钢材中中厚板产量 91 万吨，一高线 68 万吨、二高线 76 万吨，其余为螺纹、圆钢 100 万吨。08 年棒线材 300 万吨，冷镦钢、冷拔材各占一半，其中建筑领域和机械领域各占 50%。建筑和机械可以产品可以相互调整。

09 年钢及钢材产量 400 万吨，其中中厚板 80 万吨，奋斗目标 88 万吨，成本目标 3173.55 元/吨，奋斗目标 3131.93 元/吨。

09 年 1 月中厚板 43433.215 吨，1 月品种板比例 36.59%，上年同期为 57.06%；2 月产量 51042.6 吨，2 月中厚板亏损 213 元/吨；2 月品种板比例 60.19%，上年同期为 40.79%。

据了解，09 年 1、2 月盈利不乐观，会有利润。09 年一季度总产量预计与 08 年持平。据我们测算 09 年 1-2 月公司业绩 0.03 元，3 月份预计亏损 0.43 元，一季度亏损 0.4 元。

08 年限产了一个星期，目前满负荷运转。

5、公司未来规划

(1) 公司再融资计划

由于 08 年四季度美国次贷危机导致的全球金融危机，令中国再融资很难，三钢原想在 08 年做增发收购中厚板资产。随着国家钢铁产业调整和振兴计划的逐步落实，宏观经济的逐步好转，解决中厚板关联交易的时机日趋成熟。相对于采用发债形式收购，定向增发更符合大股东利益。三钢集团授信额度 60 亿元，目前公司尚有未用额度 7~8 亿元。

(2) 07-09 年资本性支出及计划

公司现有高炉 4 座(400m³×3、1050m³×1)，2007 年 9 月新上了 1200 m³ 高炉，08 小高炉扩容了 40-50 m³ 上了除尘设备，2#高炉从 350 m³ 扩容到 380 m³，于 2008 年 12 月 27 日投产；3#高炉从 380 m³ 改造为 420 m³，09 年 6 月 1 日开工，1#高炉 380 m³ 改造为 420 m³，09 年 11-12 月之间开工，50 天左右完工投产。09 年资本性支出计划主要用于技改，扩产能甚少。3 座老转炉（二炼钢）改大转炉，产能不会有太大改变，主要着眼于环保和技术进步。

(3) 对收购三化公司的整合

2008 年三明化工厂（简称“三化”）划拨三钢集团，当初公司曾讨论过在三化地域上新上 2000m³ 高炉，因国内产能严重过剩和金融危机和投资额较高（5~6 亿元）而搁置。

6、公司其他情况

(1) 三钢是最具并购价值的公司之一

鞍钢集团曾与公司于 06 年 5 月份签订了战略合作协议，就在第 2 年很快推翻了当时的方案，主因是鞍钢没有履行当初对三钢中厚板技术和管理输出和人员派遣，而且宁德沿海建大钢厂梦想，也与中国过剩产能太大而不能再批而搁置。

我国最新公布的钢铁产业振兴规划未提及福建省钢铁重组。从福建省内看，这为三钢作为福建钢铁业整合平台提供了便利；站在更高角度看，福建市场 17% 的城镇化率、福建 500 万吨钢铁缺口，三钢在福建市场的地位及自身独特技术和管理领先优势，令三钢成为目前最具并购价值钢铁公司之一。

(2) 三钢是最具分红条件和实力的公司

公司管理层也想分红，以做大公司平台，公司每股净资产 5.89 元，公司资本公积较多，转增有实力，我们估计公司有“10 转增 10”的能力。按以往钢铁公司整体上市或定向增发的经验，增发成功后往往在中报或年报中实施高送配。

(3) 人工成本

09 年人工成本环比 08 年变化不大。08 年公司员工工资较 07 年上调 8.13~8.31%，08 年公司员工人均收入 4 万元/人。08 年招收新员工 100 多人，预计 09 年新招聘员工数量减半。

(4) 公司研发费用未专项列支，这是公司改善较大之处

(5) 公司财务报表披露规范、真实，天健会计师事务所为公司审计机构

三、中厚板厂现场调研

参观中厚板厂感受:

1. **生产趋于正常，正常月产量可达 8 万吨。**公司在行业需求低迷时安排了检修，产量有所减少，09 年 1、2 月产量分别未 4.34 万吨和 5.10 万吨。3 月份恢复正常，生产计划 8 万吨。
2. **中厚板成材率已领先同行。**公司对标国内的湘钢、首钢、鞍钢、新余等公司中厚板生产线，持续改进，公司目前中厚板成材率高达 91%，高于行业平均 88~90% 成材率水平。
3. **建筑用中厚板比例扩大，船板比例下降，有效规避船板需求下滑的风险。**公司工程机械用中厚板占 50~60%，其他多为船板。公司新上一套冷床设备，为公司品种开发创造了条件。
4. **船板认证进展顺利，新品开发加速进行。**公司船板 A、B、D、E 级船板已通过认证，高强度船板正在抓紧开发，尚未论证。
5. **目前中厚板加工成本 310 元/吨，低于行业平均 500-600 元/吨的水平。**
6. **09 年公司中厚板生产经营目标较具挑战性。**产量计划 80 万吨，奋斗目标 88 万吨，成本目标 3173.55 元/吨，奋斗目标 3131.93 元/吨

四、公司对未来钢材市场判断

历史证明，公司对市场把握超前、准确，受到国内下游客户和 MYSTEEL 等钢铁专业网站的认可和褒扬。公司对春节后市场行情反弹实质认识清晰，没有盲目跟随涨价，而是合理制订公司出厂价，确保公司开工较足。

公司看好建筑用钢行情，中厚板中建筑用、管线和桥梁锅炉板表现好于船板。公司认为 5-6 月钢材价格将出现反弹。

五、业绩预测和估值

08 年业绩快报 EPS 为 0.065 元/吨，08 年前三季度 EPS 为 1.05 元/吨。08 年四季度亏损 5.3 亿。10、11、12 月原燃料与价格倒挂，每月亏 2 亿元，高价铁矿石有 10 万吨，能够消化至 2 月底。三钢产销黄金季节“夏天和秋天”，设备故障较少。3-5 月为梅雨季节，市场很难把握，按以往经验管理现在市场已不可控。

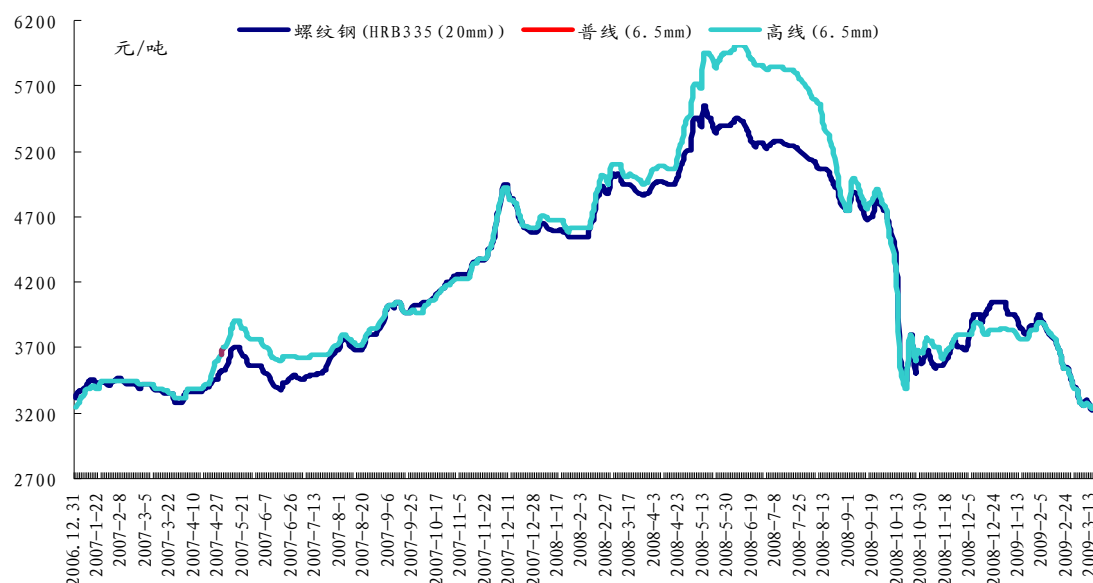
若市场恢复正常，三钢每股收益 1 元以上有保障，加上减少关联交易 0.28 元，每股收益 1.28 元，在钢铁上市公司中名列前茅。即使 09 年钢铁行业低迷期，三钢收购集团中厚板项目后三钢每股收益 0.60 元以上；

估值：6 个月目标价 12 元，长期 15 元以上。按 09 年每股收益 0.60 元计算，考虑到公司中厚板短期注入和铁矿石资源可能注入和公司作为福建省钢铁业整合的平台，是目前国内最具并购价值的钢铁公司之一，我们给予公司 09 年 20 倍 PE，6 个月短期目标价格 12 元，相当于 2 倍 PB。若我们预期这些整合能够实现和钢铁行业景气恢复公司股价有更大上涨空间，长期目标价格在 15 元以上。

表 1: 三钢闽光主导产品福建市场现货价格与全国市场现货平均价格对比

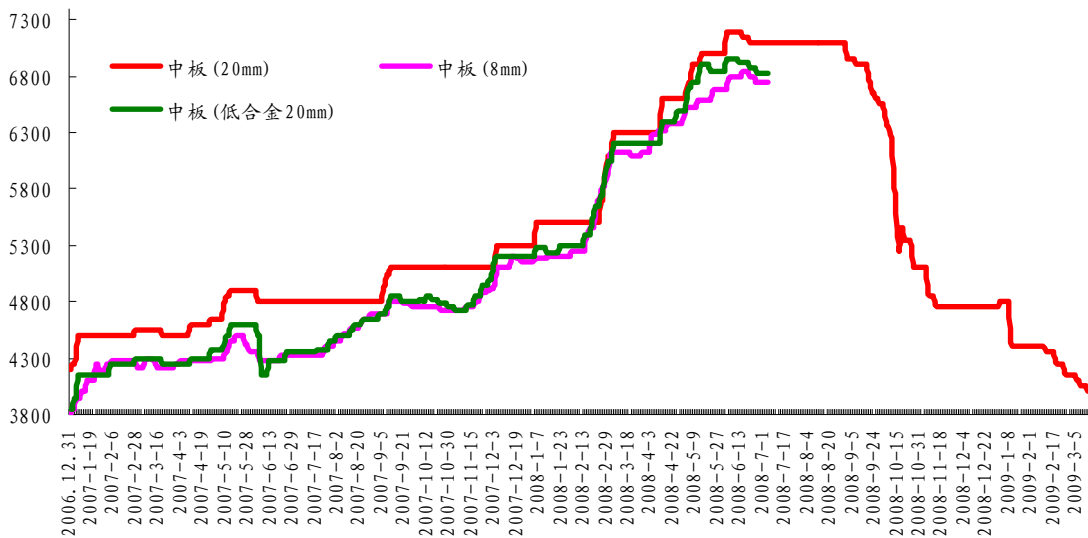
	螺纹钢 (HRB335 (12mm))	螺纹钢 (HRB335 (20mm))	螺纹钢 (HRB400 (21mm))	普 线 (6.5mm)	高 线 (6.5mm)	热 轧 板 卷 (3.0mm)	中 板 (8mm)	中 板 (20mm)	中板(低合金 20mm)
07 年平均 (全国)	3850	3690	3820	3679	3746	4335	4832	4378	4552
07 年平均 (福州)	3977	3930	4054		3986	4468	4960	4642	4685
福州高出全国平均	127	239	234		240	133	128	264	133
08 年平均 (全国)	4974	4797	4948	4823	4889	5141	5992	5454	5705
08 年平均 (福州)	4777	4706	4828		4896	5151	6181	5581	
福州高出全国平均	-197	-91	-121		7	10	189	127	
09Q1 (全国)	3882	3709	3843	3648	3681	3910	4117	3730	3914
09Q1 (福州)	3809	3662	3777			3951	4315	3851	
福州高出全国平均	-73	-47	-67			41	198	121	
全国同比上涨	-22%	-23%	-22%	-24%	-25%	-24%	-31%	-32%	-31%
福州同比上涨	-20.3%	-22.2%	-21.8%		-100.0%	-23.3%	-30.2%	-31.0%	
0901(全国)	3984	3806	3944	3759	3799	4108	4159	3830	4016
0901(福州)	4113	3885	3968		3803	4197	4506	3984	
福州高出全国平均	129	79	24		4	89	347	154	
0902 (全国)	3995	3826	3957	3770	3803	3982	4238	3850	4030
0902 (福州)	3817	3707	3842		3701	3950	4310	3890	
福州高出全国平均	-178	-119	-115		-102	-32	72	40	
全国同比上涨	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.1%	-3.1%	1.9%	0.5%	0.4%
福州同比上涨	-7.2%	-4.6%	-3.2%		-2.7%	-5.9%	-4.4%	-2.4%	
090301-090317(全国)	3667	3495	3628	3416	3441	3638	3954	3510	3697
090301-090317 (福州)	3389	3286	3406		3283	3625	4071	3607	
福州高出全国平均	-278	-210	-222		-158	-13	117	97	

资料来源: Mysteel、招商证券, 09 年一季度价格为 09 年 1 月 1 日至 09 年 3 月 17 日平均价格

图 1: 06 年 12 月 31 日至 09 年 3 月 17 日福建市场螺纹、线材含税价格走势


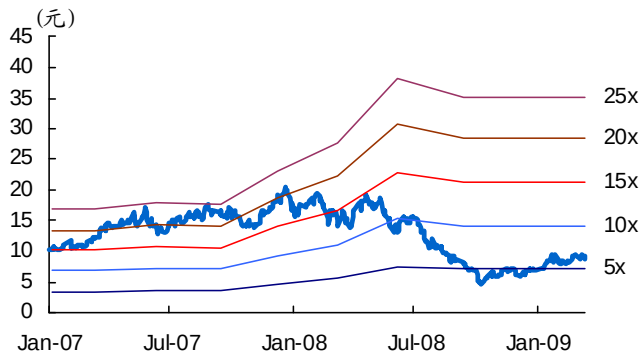
资料来源: Mysteel、招商证券

图 2: 06 年 12 月 31 日至 09 年 3 月 17 日福建市场中厚板含税价格走势



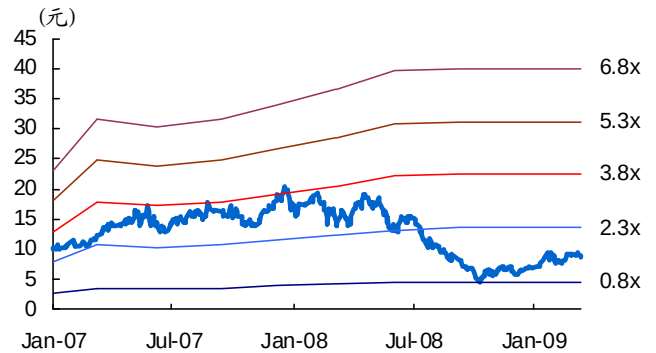
资料来源: Mysteel、招商证券

图 3: 三钢闽光历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 三钢闽光历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，负责过宝钢预算、会计、成本、资金、税收、财务规划及购并整合等方面工作。

2006 年5 月加入招商证券，对钢铁行业及资本市场有较深入的研究。于2006 年10 月份业内最早提出钢铁行业投资拐点出现，所推荐的钢铁投资组合07年上涨幅度最大，尤其是太钢、武钢、莱钢、济钢等一度领涨大盘。撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。07、08年两度入围新财富钢铁行业最佳分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。