

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

2009年4月27日

三钢闽光(002110.SZ)/8.08元

二季度将收益于建筑用钢价格反弹

原材料·钢铁

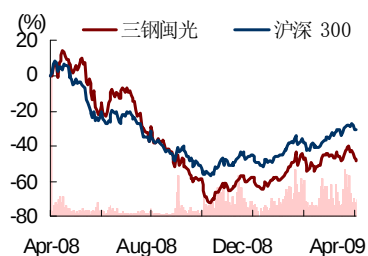
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2449
总股本(万股)	53470
已上市流通股(万股)	13970
总市值(亿元)	46
流通市值(亿元)	12
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	-12.6
资产负债率	67.2%
主要股东	福建省三钢(集团)有
主要股东持股比例	73.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1m	6m	12m
相对表现	-8	25	-39



相关报告

- 1、《三钢闽光(002110)- 区域优势、管理严格和整合预期提升公司价值》2009/4/10
- 2、《三钢闽光(002110)-中报业绩独领风骚,正是建仓良机》2008-8-26
- 3、《三钢闽光(002110)-中期业绩预增修正公告点评》2008-7-08

三钢闽光一季度实现营业收入 32.52 亿元,同比减少 28.4%,营业利润亏损 2.03 亿,其中归属于母公司所有者的净利润-1.51 亿元,折合每股收益-0.283 元;公司计中期业绩同比下滑 150%-200%,亏损额在 2.66 亿到 5.31 亿元之间;每 10 股派发现金 0.3 元。短期亏损不改长期看好,维持强烈推荐-B 的投资评级。

- **一季度亏损在预期之内:**公司一季度实现归属于母公司所有者净利润-1.51 亿,折合每股收益-0.283 元,低于之前我们测算的 2.156 亿元亏损,环比 08 年四季度公司亏损面缩窄;公司预计中期业绩亏损 2.66 亿-5.31 亿,按我们之前调研贸易商预测,09 年 5-6 月建筑用钢价格反弹,中期业绩可能好于公司预期。一季度公司资产减值计提了 0.58 亿元,相对于 15.7 亿的存货计提比例为 3.71%,存货减值风险有所释放。
- **区域优势显著:**公司是福建省最大钢铁企业,占据福建市场半壁江山,省内需求旺盛;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。
- **公司是建筑用钢的代表性企业。**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;
- **关联交易解决只待时机:**集团于 08 年 12 月将公司中厚板加工费从 611 元/吨降到 511 元/吨,据前期调研,中厚板实际加工成本在 310 元/吨左右,如收购中厚板项目后,关联交易将减少 200 元/吨;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。详见 4 月 10 调研报告《三钢闽光(002110)- 区域优势、管理严格和整合预期提升公司价值》。
- **业绩预测。**不考虑中厚板注入,预计 09 年每股收益 0.34 元,若中厚板关联交易年内解决,09 年每股收益 0.6 元以上;由于一季度业绩亏损和中期预亏短期谨慎,但不改长期看好,建筑用钢价格反弹和关联交易的解决将成为公司业绩增长的催化剂。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	11350	17468	15243	16874	17994
同比增长	29%	54%	-13%	11%	7%
营业利润(百万元)	742	33	214	384	497
同比增长	40%	-96%	553%	80%	29%
净利润(百万元)	496	35	179	321	418
同比增长	38%	-93%	415%	79%	30%
每股收益(元)	0.93	0.07	0.34	0.60	0.78
PE	9.5	135.1	26.2	14.7	11.2
PB	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源:招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业收入	2189	2517	2941	3702	4544	5446	4605	2873	3252
营业毛利	239	282	235	404	403	608	173	(631)	(59)
营业费用	10	8	10	15	12	14	13	8	11
管理费用	30	60	24	21	35	51	32	(4)	31
财务费用	33	40	51	88	81	82	85	53	39
投资收益	1	3	6	16	13	12	5	(2)	8
营业利润	152	163	143	284	255	448	41	(711)	(203)
归属母公司净利润	100	108	96	193	194	337	32	(528)	(151)
EPS (元)	0.19	0.20	0.18	0.36	0.36	0.63	0.06	-0.99	-0.28
主要比率									
毛利率	10.9%	11.2%	8.0%	10.9%	8.9%	11.2%	3.8%	-22.0%	-1.8%
营业费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	1.4%	2.4%	0.8%	0.6%	0.8%	0.9%	0.7%	-0.1%	0.9%
营业利润率	7.0%	6.5%	4.9%	7.7%	5.6%	8.2%	0.9%	-24.8%	-6.3%
有效税率	33.3%	32.8%	32.0%	30.9%	23.9%	24.6%	24.5%	26.0%	25.7%
净利率	4.6%	4.3%	3.3%	5.2%	4.3%	6.2%	0.7%	-18.4%	-4.6%
YoY									
收入	8.5%	8.7%	32.8%	64.1%	107.6%	116.4%	56.6%	-22.4%	-28.4%
归属母公司净利润	128.6%	-21.4%	-10.6%	168.4%	93.4%	212.4%	-66.8%	-374%	-178%

资料来源: 招商证券

图 1: 国内螺纹钢平均价格


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 2: 国内高速线材平均价格


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 3: 国内热轧板平均价格


资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 4: 国内冷轧板平均价格

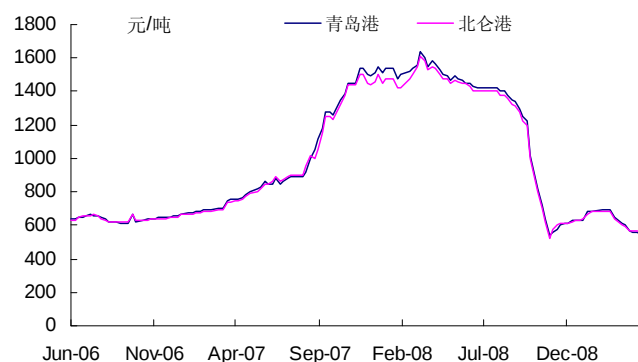

资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图5: 国内中厚板平均价格



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 6: 港口进口铁矿石价格



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3623	3812	3277	3253	3318
现金	895	1517	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	621	549	610	692	734
应收款项	2	0	3	3	4
其它应收款	2	2	2	2	3
存货	1894	1592	1868	1766	1702
其他	209	152	293	289	375
非流动资产	2820	3267	4006	4498	4801
长期股权投资	115	147	172	192	207
固定资产	2572	2626	3011	3611	4062
无形资产	0	0	0	0	0
其他	133	494	823	695	532
资产总计	6443	7078	7283	7750	8118
流动负债	3179	4296	4431	4721	4826
短期借款	1657	2435	2852	3051	3011
应付账款	452	372	440	450	494
预收账款	557	777	733	771	851
其他	512	712	406	450	470
长期负债	572	163	124	93	64
长期借款	570	150	120	90	60
其他	2	13	4	3	4
负债合计	3751	4459	4555	4814	4889
股本	535	535	535	535	535
资本公积金	709	709	709	709	709
留存收益	1449	1376	1484	1693	1986
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2692	2620	2727	2936	3229
负债及权益合计	6443	7078	7283	7750	8118

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	281	1028	211	1090	1145
净利润			179	321	418
折旧摊销			367	431	499
财务费用			147	185	181
投资收益			(32)	(35)	(38)
营运资金变动			(396)	125	79
其它			(54)	63	5
投资活动现金流	(861)	(666)	(1059)	(996)	(807)
资本支出			(1082)	(1000)	(820)
其他投资			24	4	13
筹资活动现金流	819	282	(170)	(94)	(338)
借款变动			27	168	(70)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(72)	(112)	(125)
其他			(125)	(150)	(143)
现金净增加额	238	644	(1017)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	11350	17468	15243	16874	17994
营业成本	10191	16916	14668	16057	17024
营业税金及附加	57	68	64	73	79
营业费用	43	47	61	59	72
管理费用	136	114	122	152	180
财务费用	211	300	147	185	181
资产减值损失	(3)	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	26	28	32	35	38
营业利润	742	33	214	384	497
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	9	4	4	8	6
利润总额	734	30	211	378	492
所得税	235	(5)	32	57	74
净利润	499	35	179	321	418
少数股东损益	3	0	0	0	0
母公司所有者净利润	496	35	179	321	418
EPS (元)	0.93	0.07	0.34	0.60	0.78

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	29%	54%	-13%	11%	7%
营业利润	40%	-96%	553%	80%	29%
净利润	38%	-93%	415%	79%	30%
获利能力					
毛利率	10.2%	3.2%	3.8%	4.8%	5.4%
净利率	4.4%	0.2%	1.2%	1.9%	2.3%
ROE	18.4%	1.3%	6.6%	10.9%	13.0%
ROIC	12.7%	6.8%	5.3%	7.9%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	63.0%	62.5%	62.1%	60.2%
净负债比率	37.4%	42.0%	41.2%	40.9%	38.2%
流动比率	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	1.8	2.5	2.1	2.2	2.2
存货周转率	7.0	9.7	8.5	8.8	9.8
应收帐款周转率	4738.9	16249.3	8612.7	4959.7	4794.5
应付帐款周转率	28.1	41.0	36.1	36.1	36.1
每股资料(元)					
每股收益	0.93	0.07	0.34	0.60	0.78
每股经营现金	0.53	1.92	0.40	2.04	2.14
每股净资产	5.03	4.90	5.10	5.49	6.04
每股股利	0.20	0.03	0.13	0.21	0.23
估值比率					
PE	9.5	135.1	26.2	14.7	11.2
PB	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	27.2	51.3	47.1	34.3	29.1

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。

林向涛：招商证券钢铁行业助理分析师，清华大学金融学学士。

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

免责声明

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。