

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

2009年11月12日

三钢闽光(002110.SZ)/14.56元

定价机制灵活，顺势上调出厂价格

原材料·钢铁

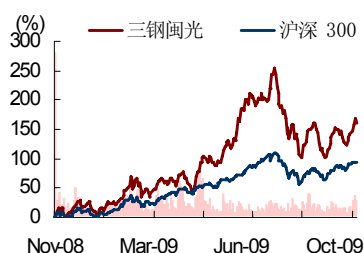
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3175
总股本(万股)	53470
已上市流通股(万股)	13970
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	-20.1
资产负债率	65.7%
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	27	34	162
相对表现	17	6	66



相关报告

- 1、《三钢闽光(002110)——三季度盈利大幅增长，资产注入值得期待》2009/10/29
- 2、《三钢闽光(002110)——8月盈利将创历史新高，下半年业绩更加精彩》2009/8/20
- 3、《三钢闽光(002110)——二季度将收益于建筑用钢价格反弹》2009/04/27
- 4、《三钢闽光(002110)——二季度强烈推荐的首选公司》2009/04/09
- 5、《三钢闽光(002110.SZ)-中报业绩独领风骚 正是建仓较好时机》2008/08/26

三钢闽光顺势上调螺纹钢，高线以及中厚板价格 100 元，在成本稳定的情况下将增厚全年 EPS0.05 元，若后期现货价格继续反弹，不排除三钢再次上调出厂价的可能。我们看好公司盈利弹性，维持“强烈推荐-B”的投资评级。

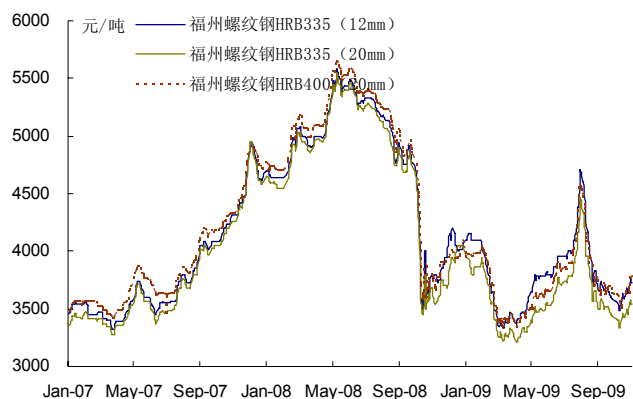
- **建筑用钢和板材产品出厂均价格上调 100 元/吨：**现 Φ8/10mmQ235 和 Φ6.5Q235 高线出厂吨价分别为 3650 元和 3670 元；二级螺纹钢出厂价格上调 100 元/吨：现 Φ16-25mmHRB335 螺纹钢出厂价格为 3630 元/吨；中厚板出厂价格上调 100 元/吨：现 14-20mmQ235 普板出厂价格为 3680 元/吨；现 14-20mmQ345 低合金板出厂价格为 3880 元/吨；船用板出厂价格上调 100 元/吨：现 14-20mmCCSB 船板出厂价格为 3940 元/吨。
- **价格连续反弹，盈利预期看好。**当前螺纹钢、线材现货售价已达 3600~3700 元/吨，期货价格已涨至 4500 元/吨。根据 Mysteel 数据测算，09 年 10 月三钢集团利润总额 1800 万元，折 EPS 0.025 元。因 11 月平均价格高于 10 月份，11 月份盈利可能好于 10 月。按当前原材料价格计算，目前螺纹钢、线材成本 3300 元/吨，中厚板 3400~3450 元/吨。预计长材价格 11~12 月间有可能涨至 4000 元/吨。目前三钢中厚板已供不应求，预期价格上涨。
- **例行季节检修，供求矛盾略有缓解。**价格上涨的主要推动因素：一是资金推动，二是预期年底前钢厂年度检修造成的供给减少。目前公司 5 号 1500m 高炉已停产检修，而中厚板技改二期工程 12 月份起将停产检修 20 天左右。
- **不利因素。**我们预计此轮涨势可以持续至 11 月月底 12 月初。受需求淡季的影响，春节前后价格或回落盘整，而且春节后需要 2~3 周消化高库存，所以 3 月份前钢价难有明显起色。若明年一、二季度出现通货膨胀，长材价格有可能涨至 4500 元/吨左右。
- **盈利预测。**预计 09 年 11、12 月份三钢实现利润 1 亿元，则 09 年三钢闽光 EPS 为 0.15-0.20 元之间。鉴于公司收益于长材涨价及中厚板因工程机械、船舶需求近期出现紧张而预期价格上涨。我们维持“强烈推荐-B”的投资评级。

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	14188	16936	17999
同比增长	29%	54%	-19%	19%	6%
营业利润(百万元)	742	33	135	655	773
同比增长	40%	-96%	314%	384%	18%
净利润(百万元)	496	35	113	551	653
同比增长	38%	-93%	224%	389%	19%
每股收益(元)	0.93	0.07	0.21	1.03	1.22
PE	14.4	204.6	63.2	12.9	10.9
PB	2.6	2.7	2.6	2.3	2.0

资料来源：招商证券

图 1: 三钢主导地区螺纹钢价格走势



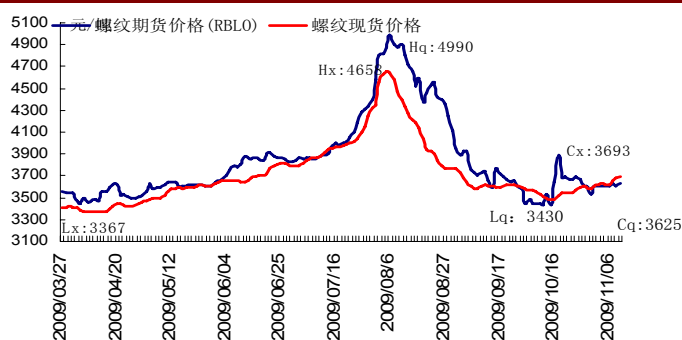
资料来源: MYSTEEL, 招商证券研发中心

图 2: 三钢主导地区线材价格走势



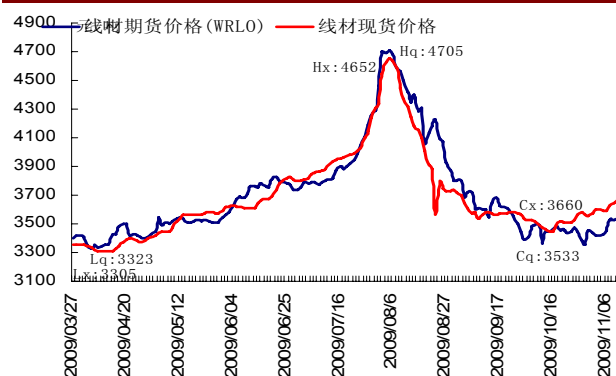
资料来源: MYSTEEL, 招商证券研发中心

图 3: 螺纹期货价格与现货均价对比



资料来源: Mysteel, 招商证券研发中心

图 4: 线材期货价格与现货均价对比



资料来源: Mysteel, 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元

流动资产	4953	5217	4029	4657	5401
现金	463	476	200	200	844
交易性投资	7	8	8	8	8
应收票据	1903	1976	1538	1618	1341
应收款项	11	5	12	17	18
其它应收款	2	3	2	3	3
存货	1715	2110	1619	2087	2448
其他	852	640	651	725	738
非流动资产	5372	6927	6466	5987	5542
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5092	5049	6442	5971	5526
无形资产	10	10	9	8	7
其他	270	1868	15	8	9
资产总计	10324	12144	10495	10644	10943
流动负债	4873	7352	5817	5882	5919
短期借款	1998	3148	1648	1078	500
应付账款	1036	1769	1546	2097	2461
预收账款	955	1130	1383	1487	1394
其他	884	1306	1240	1219	1563
长期负债	2704	1970	1686	1356	1126
长期借款	2704	1970	1686	1356	1126
其他	0	0	0	0	0
负债合计	7577	9322	7503	7239	7045
股本	590	766	766	766	766
资本公积金	855	855	855	855	855
留存收益	1303	1201	1371	1784	2277
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2747	2822	2992	3405	3898
负债及权益合计	10324	12144	10495	10644	10943

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	(1751)	(171)	1848	1342	1871
净利润			243	590	704
折旧摊销			461	497	461
财务费用			190	141	94
投资收益			(8)	(4)	(2)
营运资金变动			1235	106	617
其它			(274)	12	(3)
投资活动现金流	(619)	(222)	(35)	(25)	(15)
资本支出			(35)	(25)	(15)
其他投资			(0)	(0)	(0)
筹资活动现金流	2392	406	(2089)	(1317)	(1211)
借款变动			(1833)	(1004)	(908)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(73)	(177)	(211)
其他			(182)	(137)	(92)
现金净增加额	22	13	(276)	0	644

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元

营业收入	12791	20036	17472	20745	22355
营业成本	11267	18149	16269	19067	20506
营业税金及附加	39	44	35	41	45
营业费用	574	748	524	622	671
管理费用	225	203	175	207	246
财务费用	256	399	190	141	94
资产减值损失	(1)	306	0	0	0
公允价值变动收益	0	(123)	5	1	0
投资收益	7	1	3	4	2
营业利润	438	66	287	670	796
营业外收入	2	1	1	1	2
营业外支出	26	11	15	8	6
利润总额	415	56	273	663	791
所得税	16	(48)	30	73	87
净利润	399	104	243	590	704
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	399	104	243	590	704
EPS (元)	0.68	0.14	0.32	0.77	0.92

主要财务比率

年成长率					
营业收入	44%	57%	-13%	19%	8%
营业利润	150%	-85%	336%	133%	19%
净利润	160%	-74%	134%	142%	19%
获利能力					
毛利率	11.9%	9.4%	6.9%	8.1%	8.3%
净利率	3.1%	0.5%	1.4%	2.8%	3.2%
ROE	14.5%	3.7%	8.1%	17.3%	18.1%
ROIC	8.5%	9.9%	6.0%	11.1%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	73.4%	76.8%	71.5%	68.0%	64.4%
净负债比率	49.4%	49.0%	39.2%	29.3%	20.2%
流动比率	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	1.2	1.6	1.7	1.9	2.0
存货周转率	7.8	9.5	8.7	10.3	9.0
应收帐款周转率	282.7	2531.3	2018.7	1422.9	1284.3
应付帐款周转率	8.1	12.9	9.8	10.5	9.0
每股资料(元)					
每股收益	0.68	0.14	0.32	0.77	0.92
每股经营现金	-2.97	-0.22	2.41	1.75	2.44
每股净资产	4.66	3.68	3.90	4.44	5.09
每股股利	0.05	0.05	0.10	0.23	0.28
估值比率					
PE	17.4	87.1	37.2	15.3	12.8
PB	2.5	3.2	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	49.0	62.9	59.6	42.8	41.4

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，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。

黄星：经济学硕士，2009 年加入招商证券。

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

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。