

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

2009年12月31日

三钢闽光(002110.SZ)/17.81元

经营班子调整为公司发展注入新活力

原材料·钢铁

目标估值: 25元

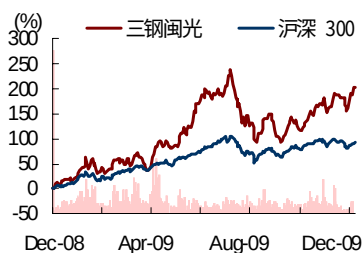
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3263
总股本(万股)	53470
已上市流通股(万股)	13970
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	25
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	14	11	185
相对表现	11	1	97



相关报告

- 1、《三钢闽光(002110)—受托管理三安钢铁,巩固区域龙头地位》2009/12/28
- 2、《三钢闽光(002110)—定价机制灵活,顺势上调出厂价格》2009-11-12
- 3、《三钢闽光(002110)—三季度盈利大幅增长,资产注入值得期待》2009-10-28
- 4、《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
- 5、《三钢闽光(002110)—二季度将收益于建筑用钢价格反弹》2009/04/27
- 6、《三钢闽光(002110)—二季度强烈推荐的首选公司》2009/04/09

09年12月30日三钢召开了2009年第一次临时股东大会,审议通过了三项议案,另董事会会议拟聘任卢芳颖先生任总经理。我们认为新任总经理生产技术与管理经验并重、年富力强,继往开来,为三钢跨越式发展注入新活力;重申对三钢强烈推荐的投资评级,建议超配。

- **新任总经理年富力强,钢铁行业经验丰富:** 卢芳颖先生是教授级高级工程师,入选中国钢铁专家信息库。卢芳颖先生的履历显示,担任过技术科科长,炼铁厂厂长,生产技术与管理经验并重,三钢的运营将更为稳健高效。
- **我们判断在新任总经理上任后,将加快三钢的资源整合和购并重组。** 近期看,已托管三钢钢铁,拉开三钢重组序幕,收购三钢集团中厚板时机已成熟;中远期看,整合福建省内铁矿等原燃料资源,提高自给率有望提上议事日程。
- **托管三安钢铁大大提高省内市场占有率:** 2008年公司粗钢占福建省产量的63.18%,若加上三安钢铁的110万吨粗钢,则市场占有率提高到80.55%;公司省内钢材市场占有率从2003年的27%提高至2008年的35%。
- **铁矿石自给率有提升空间:** 目前三钢集团供应公司铁矿石比例约10%,三钢集团旗下阳山、潘洛铁矿,所产铁精粉全部供应三钢,每年可供公司约60万吨铁矿石,福建多矿山且新增开矿量可以超过200万吨。
- **公司具有整合潜力和并购价值。** 我们认为作为福建省内钢铁行业的区域龙头,整合省内如三安钢铁、罗源钢厂和长乐钢厂等可期,在钢铁行业提高集中度的大背景下大有可为;另作为中型钢厂,被并购价值也极为突出,若鞍钢收购三钢集团事宜重启,将给公司带来更大发展契机。
- **投资建议:** 公司是福建省钢铁业整合的平台、国内最具并购价值的公司,且公司建筑用钢比例高,业绩敏感性强,在钢铁行业景气时业绩将有超预期表现。预估2009-2011年EPS分别为0.13、1.22和1.32元。当前股价对应2010年PE为14.6倍,未能充分反映公司成长性和并购价值,建议超配,6个月目标价25元。

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	16965	18013
同比增长	29%	54%	-19%	20%	6%
营业利润(百万元)	742	33	84	772	835
同比增长	40%	-96%	158%	817%	8%
净利润(百万元)	496	35	69	651	706
同比增长	38%	-93%	99%	837%	8%
每股收益(元)	0.93	0.07	0.13	1.22	1.32
PE	14.4	204.6	102.6	14.6	13.5
PB	2.6	2.7	2.7	2.3	2.0

资料来源:招商证券

表 1：三钢闽光福建省内钢材市场占有率 30%以上

万吨	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
三钢闽光钢材产量	124.73	167.77	233.49	317.14	334.13	391
福建省钢材产量	461.98	541.19	729.67	847.79	1047.56	1106.95
省内钢材市场占有率	27%	31%	32%	37.41%	31.90%	35.32%
省内生铁市场占有率				47.68%	55.53%	72.32%
省内粗钢市场占有率				58.00%	56.11%	63.18%

资料来源：公司招股说明书，wind，招商证券

表 2：三安钢铁主要钢铁设备和经营指标

设备	个数	规格或产能	指标	2008 年	2009 年 1-9 月
烧结机	2 台	60m ²	主营收入	44.22 亿	25.46 亿
高炉	2 座	420m ³	利润	0.11 亿元	-1.17 亿
转炉	2 座	50 吨	总资产		34.02 亿
制氧机	1 台	2 万 m ³	净资产		7.14 亿
棒线生产线	1 条	60 万吨	铁		83.74 万吨
			粗钢		92.96 万吨
			钢材		63.31 万吨

资料来源：公司公告，招商证券

2009 年第一次临时股东大会表决内容：

（一）审议通过了《关于变更 2009 年度财务报表审计机构的议案》，表决结果为：同意 42,470 万股，占出席会议股东所持有表决权股份总数的 100%；无反对票；无弃权票。

（二）审议通过了《关于公司 2010 年度向各家商业银行申请综合授信额度的议案》，表决结果为：同意 42,470 万股，占出席会议股东所持有表决权股份总数的 100%；无反对票；无弃权票。

（三）审议通过了《关于提请股东大会选举余洪明先生为股东代表监事的议案》，表决结果为：同意 42,470 万股，占出席会议股东所持有表决权股份总数的 100%；无反对票；无弃权票。

董事会决议内容

同意卫才清先生因公司总体工作需要和规范治理的要求辞去公司总经理职务，并对卫才清先生在担任总经理期间为公司发展所做的贡献表示感谢。卫才清先生辞去公司总经理职务后，还继续担任公司董事长。

同意聘任卢芳颖先生为公司总经理，其任职期限为自公司董事会聘任之日起至第三届董事会任期届满时止。

卢芳颖先生简历如下：卢芳颖先生，男，1963 年 9 月出生，中共党员，大学本科学历，教授级高级工程师。曾任三明钢铁厂炼铁厂安环科副科长、技术科科长、厂长助理、副厂长，福建省三钢(集团)有限责任公司炼铁厂副厂长，福建三钢闽光股份有限公司副总经理，现任福建三钢闽光股份有限公司董事、炼铁厂厂长，入选中国钢铁专家信息库。

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	2820	3219	3282
现金	895	1517	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	621	549	568	696	735
应收款项	2	0	4	3	4
其它应收款	2	2	2	3	3
存货	1894	1592	1470	1734	1673
其他	209	152	276	284	368
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	6826	7717	8083
流动负债	3179	4296	4036	4522	4423
短期借款	1657	2435	2538	2877	2635
应付账款	452	372	414	442	485
预收账款	557	777	691	757	836
其他	512	712	393	446	466
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	4159	4615	4486
股本	535	535	535	535	535
资本公积金	709	709	709	709	709
留存收益	1449	1376	1423	1859	2353
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2692	2620	2666	3103	3597
负债及权益合计	6443	7078	6826	7717	8083

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	281	1028	460	1041	1411
净利润			69	651	706
折旧摊销			367	431	499
财务费用			131	174	158
投资收益			(32)	(35)	(38)
营运资金变动			(19)	(246)	80
其它			(56)	66	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	(419)	(45)	(604)
借款变动			(287)	309	(272)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(23)	(215)	(212)
其他			(109)	(139)	(120)
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	14188	16965	18013
营业成本	10191	16916	13810	15768	16727
营业税金及附加	57	68	60	73	79
营业费用	43	47	50	59	72
管理费用	136	114	85	153	180
财务费用	211	300	131	174	158
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	84	772	835
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	82	766	831
所得税	235	(5)	12	115	125
净利润	499	35	69	651	706
少数股东损益	3	0	0	0	0
母公司所有者净利润	496	35	69	651	706
EPS (元)	0.93	0.07	0.13	1.22	1.32

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	29%	54%	-19%	20%	6%
营业利润	40%	-96%	158%	817%	8%
净利润	38%	-93%	99%	837%	8%
获利能力					
毛利率	10.2%	3.2%	2.7%	7.1%	7.1%
净利率	4.4%	0.2%	0.5%	3.8%	3.9%
ROE	18.4%	1.3%	2.6%	21.0%	19.6%
ROIC	12.7%	6.8%	3.4%	13.2%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	63.0%	60.9%	59.8%	55.5%
净负债比率	37.4%	42.0%	39.4%	38.8%	33.7%
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	0.4
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	9.0	9.8	9.8
应收帐款周转率	4738.9	16249.3	7200.6	4697.0	4785.1
应付帐款周转率	28.1	41.0	35.1	36.8	36.1
每股资料(元)					
每股收益	0.93	0.07	0.13	1.22	1.32
每股经营现金	0.53	1.92	0.86	1.95	2.64
每股净资产	5.03	4.90	4.99	5.80	6.73
每股股利	0.20	0.03	0.04	0.40	0.40
估值比率					
PE	14.4	204.6	102.6	10.9	10.1
PB	2.6	2.7	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	29.2	55.1	63.2	26.7	24.6

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，2009年新财富钢铁行业最佳分析师第四名。

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 $\pm 5\%$ 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。