

三钢闽光(002110.sz)

钢价上涨最受益者，期待业绩爆发性增长

谢军 研究员 电话: 020-87555888-663 eMail: xj@gf.com.cn
冯刚勇 研究助理 电话: 020-87555888-804 fgy@gf.com.cn
马涛 研究助理 电话: 010-68083328-1820 mt@gf.com.cn

我们认为三钢闽光主要有五大投资看点:

1、业绩弹性极大，钢价上涨最大受益者

吨钢净利每增加100元，EPS增厚0.75元，对钢价的敏感程度高居行业榜首。吨钢费用在120元，处于行业最低水平，在钢价上涨过程中受益最大。

2、区域需求稳定，钢材有溢价

福建是钢材净输入省，受益于海西大开发，每年6-12月份都是需求旺季，吨钢溢价40~60元。

3、强烈的资产注入预期

在适当的时机，委托集团加工的中厚板（100万吨产能）将注入上市公司，关联交易风险降低；集团托管的三安钢铁（100万吨长材）也可能择机注入；此外，实际控制人福建冶金控股集团下属的阳山、潘洛铁矿注入的可能性也不能排除。

4、收购煤化工企业可增厚业绩

公司拟用现金收购三明市三钢煤化工有限公司100%股权，预计可增厚业绩0.08~0.1元。

5、参与钢材期货套保可稳定业绩

公司将积极参与钢材期货，在套期保值业务内部控制制度的指引下执行相关业务，以稳定公司业绩。

投资建议

三钢是福建省最大的钢铁企业，公司业绩弹性极高，吨钢费用行业最低，是钢价上涨的最大受益者，区位优势十分突出，未来资产注入预期强烈，收购煤化工企业和参与钢材期货套期保值可稳定业绩，进一步增强公司竞争优势。在钢价上涨过程中，公司业绩有望实现爆发性增长。预计2009~2011年EPS分别为：0.08元、1.00元、1.34元。我们认为公司合理价值在20元左右，对应20倍PE，给予“买入”评级。

风险提示

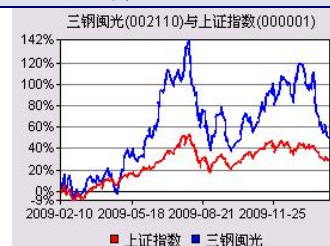
- 1、公司业绩弹性大，钢价下跌对公司业绩冲击很大；
- 2、委托集团加工中厚板，有一定关联交易风险。

公司评级

买入

当前价格(元) 12.50
目标价格(元) 20.00
前次评级 买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-24.70%	-17.27%	51.96%
上证综指	-7.36%	-3.02%	53.97%

股票数据

总股本(万股) 53,470.00
流通A股(万股) 13,970.00
主要股东:

福建省三钢(集团)有限责任公司
主要股东持股比例 73.87%
流通A股比例 26.13%

财务比率

ROE 1.33%
ROA 0.49%
资产负债率 62.99%
每股净资产(元) 4.90

2008 年报数据。

公司主要投资看点

我们认为三钢闽光主要有五大投资看点：

- 1、业绩弹性极大，钢价上涨最大受益者：**吨钢净利每增加100元，EPS增厚0.75元，对钢价的敏感程度高居行业榜首。吨钢费用在120元以下，处于行业最低水平，在钢价上涨过程中受益最大。
- 2、区域需求稳定，钢材有溢价：**福建是钢材净输入省，受益于海西大开发，每年6-12月份都是需求旺季，吨钢溢价40~60元。
- 3、强烈的资产注入预期：**在适当的时机，委托集团加工的中厚板（100万吨产能）将注入上市公司，关联交易风险降低；集团托管的三安钢铁（100万吨长材）也可能择机注入；此外，实际控制人福建冶金控股集团下属的阳山、潘洛铁矿也有注入的可能性。
- 4、收购煤化工企业可增厚业绩：**公司拟用现金收购三明市三钢煤化工有限公司100%股权，预计可增厚业绩0.08~0.1元。
- 5、参与钢材期货套保可稳定业绩：**公司年内将积极参与钢材期货，在套期保值业务内部控制制度的指引下执行相关业务，以稳定公司业绩。

业绩弹性极大，钢价上涨最受益者

业绩弹性名列前茅

公司业绩弹性极大，从业绩对吨钢净利的敏感程度来看，吨钢净利每增加100元，EPS可增厚0.748元，敏感度仅次于八一钢铁。当然敏感度高是一把双刃剑，在吨钢净利缩减时，业绩波动也会更大。

表 1：业绩弹性排名前十的钢铁上市公司基本情况（单位：万吨，元）

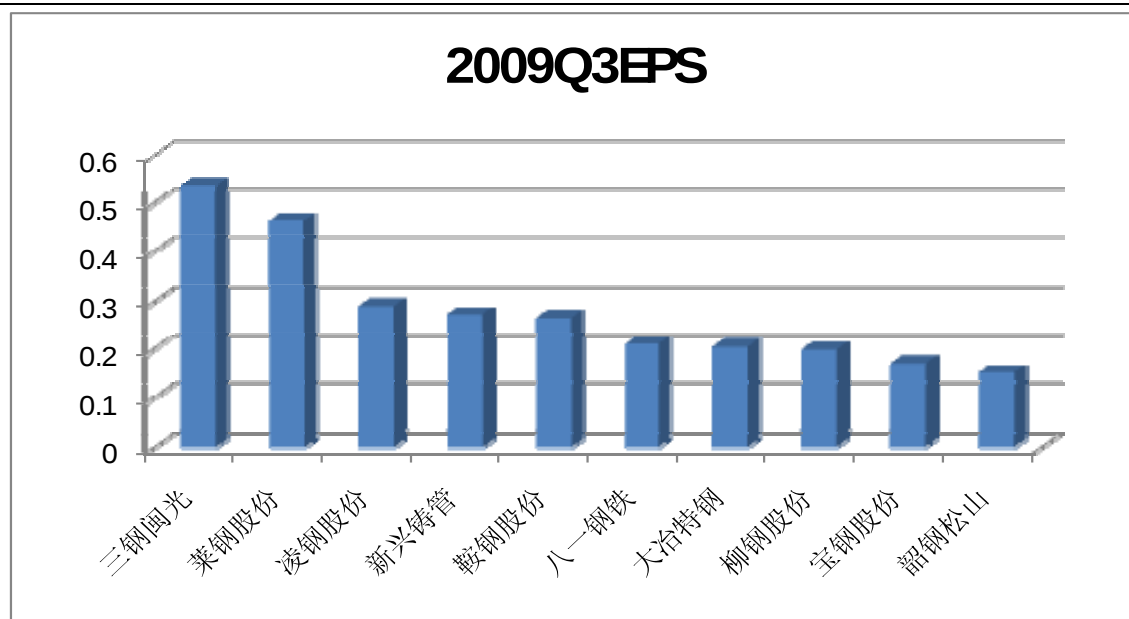
公司名称	钢铁产能	吨钢净利每增加 100 元 EPS 变动情况
八一钢铁	700	0.914
三钢闽光	400	0.748
莱钢股份	650	0.704
新钢股份	950	0.682
凌钢股份	350	0.435
杭钢股份	350	0.417
方大特钢	250	0.365
华菱钢铁	1000	0.365
酒钢宏兴	700	0.342
韶钢松山	500	0.299

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

吨钢费用最低，钢价上涨最受益者

从过往的数据来看，公司吨钢费用维持在110~120元，基本上处于钢铁上市公司的最低水平。在钢价上涨的阶段，三钢闽光无疑是最大的受益者。以钢价上涨的2009年第三季度为例，公司三季度EPS高达0.538元，高居行业榜首，明显高于其它钢铁上市公司。

图 1: 业绩弹性排名前十的钢铁上市公司基本情况 (单位: 万吨, 元)



数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

表 2: 公司 EPS 对吨钢净利和钢铁产量的变动极为敏感

EPS 变动 (元)		吨钢净利 (元/吨)						
		40	80	120	160	200	240	280
产量 (万吨)	320	0.24	0.48	0.72	0.96	1.20	1.44	1.68
	340	0.25	0.51	0.76	1.02	1.27	1.53	1.78
	360	0.27	0.54	0.81	1.08	1.35	1.62	1.89
	380	0.28	0.57	0.85	1.14	1.42	1.71	1.99
	400	0.30	0.60	0.90	1.20	1.50	1.80	2.09
	420	0.31	0.63	0.94	1.26	1.57	1.89	2.20
	440	0.33	0.66	0.99	1.32	1.65	1.97	2.30
	460	0.34	0.69	1.03	1.38	1.72	2.06	2.41

数据来源: 广发证券发展研究中心

区域需求稳定, 钢材有溢价

区位优势突出, 钢材溢价明显

福建省内钢铁企业不多, 而钢材需求量大, 因此一直是钢铁净输入省份。由于冬季气温较高, 施工基本不受影响, 每年6~12月均是本省钢材消费旺季。同时在海西振兴规划的出台后, 大规模投资对钢材需求拉动更为明显。三钢是福建最大的钢铁公司, 在当地有明显的技术、品牌、效率优势, 70~80%的产品在省内销售, 且每吨钢材溢价40~60元。由于福建区域优势突出, 需求稳定, 三钢产品销售呈现出很强的抗周期性。

长材产品定位高端

公司建筑钢材定位高端，三级螺纹钢产能接近80万吨，占本部螺纹钢产能的80%以上。此外三钢已经成功开发出抗震用钢、核电用钢，并已批量生产，体现了公司在建筑材领域超强的研发、生产能力。

强烈的资产注入预期

中板注入可减少关联交易、增厚业绩

目前三钢闽光委托集团加工中板（产能约100万吨），按成本加成法支付集团一定比例的加工费。公司在上市时承诺，将在恰当的时机将集团中板生产线注入上市公司。届时关联交易将明显减少，考虑到支付给集团的加工费高于自身的生产加工成本，因此中板注入可增厚公司业绩，我们测算可增厚业绩0.15~0.2元。资产注入的方式很可能是针对大股东和机构投资者定向增发，但时间点不好把握。我们判断在中厚板市场逐步好转后，资产注入将快速推进。

若三安钢铁注入可进一步提高长材比重

三钢集团托管的三安钢铁有100万吨长材产能，在福建省重点扶持三钢做大做强的大背景下，未来三安钢铁注入的可能性不可忽视。若成功注入，公司的长材比例将从目前的75%提高到80%以上。

此外，三钢集团还规划未来将三安钢铁产能扩张到200万吨，如果均予以注入，那么三钢闽光潜在的产能可达到600万吨。

铁矿资源注入难度很大

三钢闽光的实际控制人福建省冶金控股集团（三钢集团的大股东）旗下有阳山、潘洛两处铁矿资源，年产铁精粉60万吨左右，全部以当地市场价格供应给上市公司。由于公司层级复杂，众多利益不易平衡，将铁矿资源注入的可能性虽有，但实际操作难度很大。同时，在福建省内包括三明市均有多处民营铁矿资源，但收购难度很大。

收购煤化工公司可增厚业绩

公司拟收购三明市三钢煤化工有限公司100%股权，可优化公司工艺结构、完善产业链、提高企业经济效益。公司可能用现金收购，对总股本并无影响。三钢煤化工公司每年净利润在5000万元左右，可增厚业绩0.08~0.1元。

参与钢材期货套保可稳定业绩

为了稳定业绩，三钢年内将积极参与钢材期货，在套期保值业务内部控制制度的指引下执行相关业务，以规避公司生产的钢材产品价格风险为目的，从事卖出期货交易所上市标准化期货合约，实现抵消现货市场交易中存在的价格风险。全年期货套期保值投资额度在人民币10000万元以内的（含追加的临时保证金），或套期保值数量在20万吨以内的，由公司期货领导小组决定；如果超过上述标准的，应根据《公司章程》及本公

司有关内控制度的规定，由公司董事会或股东大会进行审批授权。

我们认为今年下半年信贷收紧的压力进一步加大，供需关系和信贷政策的博弈更加激烈，钢材价格走势存在很大的不确定性。公司开展钢材期货套期保值业务有望最大限度稳定业绩。

鞍钢并购重组变数很大

市场上盛传的鞍钢并购三钢仍有很大的变数。三钢是宝钢和鞍钢追逐的目标，鞍钢即将在福建新建100万吨冷轧生产线，在竞争中处于优势地位。鞍钢入主符合产业政策，也利于鞍钢做大做强的战略。但是我们认为并购绝非义事，可以说是困难重重：（1）三钢是福建省为数不多的优质国有资产，当地政府不会轻易将三钢拱手相让；（2）三钢以建筑钢见长，自身竞争优势较强，鞍钢对三钢的帮助可能不会太多，三钢接受并购的意愿不强；（3）鞍钢近期整合的目标是攀钢，接下来更可能是东北的钢厂，鞍钢可能无心也无力兼顾三钢。因此，我们认为鞍钢并购重组三钢的变数很大。

公司简介

公司是福建省内唯一采用焦化-烧结-高炉-转炉-连铸-全连轧长流程的钢铁生产企业，是目前福建省最大的钢铁生产基地。公司具有独立完整的供应、生产、销售系统和面向市场自主经营的能力，主要产品为螺纹钢、钢筋混凝土用线材、拉拔用线材、冷镦铆螺用线材和中高碳硬线、委托集团加工中板，具备年产400万吨钢规模的综合生产能力。

目前主要生产设备有65孔焦炉2座；27.2m²和33m²烧结机各2组、130m²烧结机1组、180m²烧结机1组、在建200m²烧结机1组；420m³高炉3座，1050m³高炉2座；30吨转炉3座、40吨转炉1座、100吨转炉2座；R5250三流连铸机2套、R6000三流和R7000四流连铸机各1套、R10000六流连铸机1套；连续轧制棒材生产线1条，高线生产线2条。主体生产设备全面实现电子计算机控制，实现了生产过程连续化、自动化。从意大利、瑞典等国家引进自动控制技术的连轧棒材、高速线材生产线，具有国内领先水平。

公司铁矿石进口55%（其中长协60%），福建、江西等国内采购占45%。焦炭50%自给，25%向集团采购，25%外购。目前长协矿含税到厂价约750元/吨，进口现货矿、国内采购铁精粉、焦煤、焦炭价格与市场价格基本相当。原材料基本维持1个月的用量，可保证正常供应。

当前销售订单饱满，生产线基本上满负荷运转。根据我们的测算，目前长材有接近100元/吨的净利，而中板有毛利无净利仅实现盈亏平衡。

盈利预测

产量预测

2009~2011年期间，公司钢材产量在394、402、407万吨。（公司没有新建产能，未考虑今后可能注入的三安钢铁）

表3：公司未来三年主要产品产量预测（单位：万吨）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
螺纹钢	150	161	161	162	162
建筑线材	85	140	145	145	145
中厚板	41	91	88	95	100
合计	276	392	394	402	407

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

价格预测

我们假设2009公司产品均价较2008年下降约21%；2010年随着经济逐步复苏，钢价将维持上涨趋势，预计均价同比上涨约20%，而2011年均价同比上涨约10%。

表4：公司未来三年主要产品价格预测（单位：元/吨）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
螺纹钢	3115	4069	3256	3907	4297
线材	5354	4113	3290	3948	4343
中厚板	3781	4771	3578	4222	4644
产品均价	3903	4248	3340	3996	4399

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

收入预测

表5：公司未来三年主要产品收入预测（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
螺纹钢	4671.78	6551.70	5241.36	6328.70	6961.57
线材	4551.02	5758.08	4770.98	5725.18	6297.69
中厚板	1550.19	4341.47	3148.76	4011.09	4644.42
冶金产品收入	10772.99	16651.25	13161.10	16064.96	17903.68
其它收入	576.79	816.72	653.376	784.0512	862.45632
收入合计	11349.78	17467.97	13814.48	16849.01	18766.14

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

毛利率假设

根据公司成本和价格变动关系，我们预测2009~2011年期间，公司毛利率分别为4.1%、7.7%、8.5%；

表6: 公司未来三年主要产品毛利率预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
螺纹钢	12.04%	1.87%	5.00%	10.00%	10.00%
线材	9.68%	3.58%	4.00%	8.00%	8.50%
中厚板	5.85%	3.88%	3.00%	5.00%	6.00%
综合毛利率	10.21%	3.86%	4.1%	7.70%	8.50%

数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

其它假设

1、各种税费均参考历史数据, 并结合当前及未来减产预期而有所调整, 其中所得税税率按25%计;

2、总股本未考虑随后可能出现的变化。

表7: 未来三年公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	11349.78	17467.97	13814.48	16849.01	18766.14
减: 营业成本	10190.65	16915.80	13248.08	15551.64	17171.02
营业税金及附加	56.92	67.71	55.26	70.77	84.45
营业费用	42.97	47.48	38.68	50.55	60.05
管理费用	135.57	114.06	110.52	143.22	168.90
财务费用	210.51	300.45	303.86	307.34	310.90
资产减值损失	-2.89	18.19	1.00	2.00	3.00
加: 投资收益	25.94	28.41	0.10	0.50	1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	742.01	32.70	57.18	724.01	968.83
加: 其他非经营损益	-7.55	-2.40	0.48	0.48	0.48
利润总额	734.46	30.30	57.67	724.49	969.31
减: 所得税	235.08	-4.55	14.39	181.00	242.08
净利润	499.38	34.84	43.27	543.49	727.23
减: 少数股东损益	2.94	0.00	0.53	6.61	8.85
归属母公司股东净利润	496.44	34.84	42.75	536.88	718.38
总股本 (百万股)	534.70	534.70	534.70	534.70	534.70
EPS	0.93	0.07	0.08	1.00	1.34

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议

三钢是福建省最大的钢铁企业，公司业绩弹性极高，吨钢费用行业最低，是钢价上涨的最大受益者，区位优势十分突出，未来资产注入预期强烈，收购煤化工企业和参与钢材期货套期保值可稳定业绩，进一步增强公司竞争优势。在钢价上涨过程中，公司业绩有望实现爆发性增长。预计2009~2011年EPS分别为：0.08元、1.00元、1.34元。我们认为公司合理价值在20元左右，对应PE为20倍，给予“买入”评级。

风险提示

我们认为公司存在的风险主要有：

- 1、公司业绩弹性大，钢价下跌对公司业绩冲击很大；
- 2、委托集团加工中厚板，有一定关联交易风险。

资产负债表简表					利润简表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	报表项目	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1489	138	168	1145	营业收入	17468	13814	16849	18766
应收账款	549	378	752	506	营业成本	16916	13248	15552	17171
预付款项	152	128	203	162	营业税金及附加	68	55	71	84
应收利息	0	0	0	0	销售费用	47	39	51	60
应收股利	0	0	0	0	管理费用	114	111	143	168
其他应收款	2	1	3	1	财务费用	300	303	307	311
存货	1592	1113	2092	1447	资产减值损失	18	1	2	3
流动资产合计	3784	1757	3219	3259	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	147	147	147	1467	投资收益	28	0	1	1
固定资产	2626	2602	2492	2304	营业利润	33	57	723	968
在建工程	450	405	364	328	营业外收入	1	2	3	4
无形资产	0	0	0	0	营业外支出	4	1	2	3
长期待摊费用	3	2	0	0	利润总额	30	58	724	969
递延所得税资产	0	0	0	0	所得税费用	-5	14	181	242
非流动资产合计	3226	3156	3003	2779	净利润	35	43	543	727
资产总计	7010	4913	6223	6037	归属于母公司净利润	0	0	6	9
短期借款	2435	749	127	0	少数股东损益	35	43	537	718
应付票据	0	0	0	0	EPS (元)	0.07	0.08	1.00	1.34
应付账款	587	274	746	380	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
预收款项	777	278	1009	427	现金流量简表	单位: 百万元			
应付职工薪酬	0	0	0	0	报表项目	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	0	0	0	0	经营活动现金流量	1032	660	1173	1527
应付利息	0	0	0	0	投资活动现金流量	-666	-405	-364	-328
其他应付款	41	41	41	41	筹资活动现金流量	282	-1607	-779	-323
其他流动负债	390	390	390	390	现金及现金等价物净增加额	648	-1351	30	876
流动负债合计	4230	1732	2314	1236	期末现金余额	1489	138	168	1045
长期借款	150	150	150	150	每股经营活动现金流(元)	1.93	1.23	2.19	2.86
应付债券	0	0	0	0	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
长期应付款	0	0	0	0	主要财务指标				
预计负债	0	0	0	0	指标项目	2008	2009E	2010E	2011E
其他非流动负债	10	10	10	10	营业收入增长率	53.91%	-20.92%	21.97%	11.38%
非流动负债合计	160	160	160	160	营业利润增长率	-98.99%	74.86%	1167.46%	33.77%
负债合计	4390	1892	2474	1396	毛利率	3.16%	4.10%	7.70%	8.50%
股本	535	535	535	535	营业利润率	0.19%	0.41%	4.30%	5.16%
资本公积	709	709	709	709	净利率	0.20%	0.31%	3.23%	3.88%
累积留存收益	1376	1484	1914	2489	净资产收益率	1.33%	1.61%	17.41%	19.64%
归属母公司股东的权益	2620	2729	3165	3732	总资产收益率	0.50%	0.88%	8.77%	12.19%
少数股东权益	0	1	8	17	流动比率	0.89	0.97	1.35	2.56
负债股东权益总计	7010	4913	6223	6037	资产负债率	62.63%	40.38%	40.70%	23.52%
每股净资产(元)	4.90	4.96	5.77	6.84	所得税税率	25%	25%	25%	25%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

三钢闽光(002110)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。