

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

2010年4月6日

三钢闽光(002110.SZ)/14.11元

出厂价上调超预期，一季度业绩值得期待

原材料·钢铁

目标估值: 18-21元

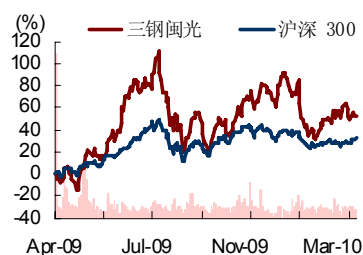
强烈推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3147
总股本(万股)	53470
已上市流通股(万股)	13970
总市值(亿元)	77
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	4	27	63
相对表现	2	16	30



相关报告

1、《三钢闽光——资产整合好戏连台，受益海西发展》2010/02/08

近日三钢闽光上调部分钢铁产品吨价，平均涨幅达 250 元。公司业绩对钢价较为敏感，并受益海西大开发。预期资产注入将增厚全年业绩 0.24 元/股。维持“强烈推荐”投资评级，6 个月目标估值 18-21 元。

事件：福建三钢闽光股份有限公司对部分钢铁产品出厂价格作出调整：高线出厂价格上调 **250 元/吨**：现 $\Phi 8/10\text{mmQ235}$ 高线出厂价格为 4440 元/吨； $\Phi 6.5\text{Q235}$ 高线出厂价格为 4460 元/吨；二级螺纹钢出厂价格上调 **250 元/吨**：现 $\Phi 16-25\text{mmHRB335}$ 螺纹钢出厂价格为 4290 元/吨；中厚板出厂价格上调 **250 元/吨**：现 14-20mmQ235 普板出厂价格为 4650 元/吨，现 14-20mmQ345 低合金板出厂价格为 4850 元/吨；船用板出厂价格上调 **290 元/吨**：现 14-20mmCCSB 船板出厂价格为 4950 元/吨，桥梁板 14-20mm (345QC) 出厂价格为 5070 元/吨。不考虑成本因素，平均涨价 250 元，超出我们之前预期 50 元，4 月单月增厚 EPS 约 0.11 元。

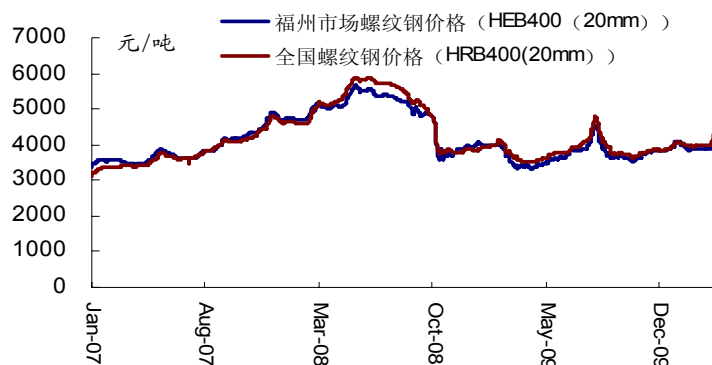
- **业绩弹性大，直接受益钢价上涨。**公司业绩对钢价敏感性行内居前。我们预计公司产品价格将高位运行至 6 月份。公司产品价格具备成本需求双支撑。作为海西经济区内最大的钢铁企业和行业内整合平台，公司具有区域定价权，加之在成本上涨预期下，价格传导机制较好。福建省 2009 年钢铁表观消费量约为 1323 万吨，公司当年产量为 500 万吨，市场占有率几近 40%。公司建筑用钢销售约占总营业收入 67%，需求受益于海西经济区的高速、港口、基础设施建设开发对钢材需求增长及建筑行业开工增加推动，将持续稳定上升。
- **核心经营指标表现稳定。**公司多项生产指标行业领先，高线产品 1-2 月份产量合计超额完成原先计划，2 月棒材产量及技术经济指标创历史新高。2010 年前两月销售率和资金回笼率达到 100%。
- **预估每股收益 09 年 0.13 元、10 年 1.22 元。**同比分别增长 97.14%和 838.46%；
- **重申“强烈推荐”投资评级：**我们以 15-18 倍 PE 的 10 年预估业绩计算，6 个月目标价为 18-21 元。维持“强烈推荐”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	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%	314%	384%	18%
净利润(百万元)	499	35	69	651	706
同比增长	38%	-93%	97%	843%	8%
每股收益(元)	0.93	0.07	0.13	1.22	1.32
PE	13.9	197.8	99.2	10.6	9.8
PB	2.6	2.6	2.6	2.2	1.9

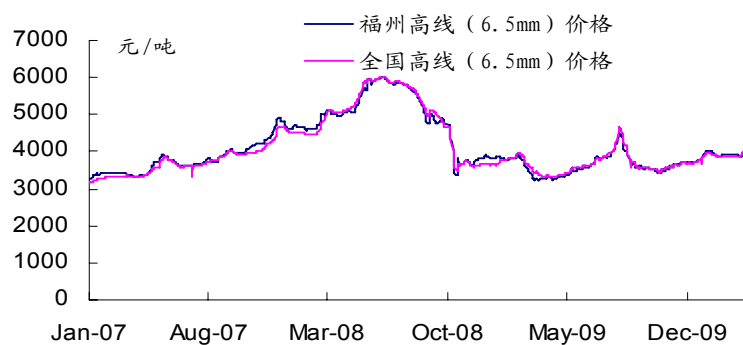
资料来源：招商证券

图 1: 螺纹钢 (HRB400(20mm))福州市场及全国价格对比



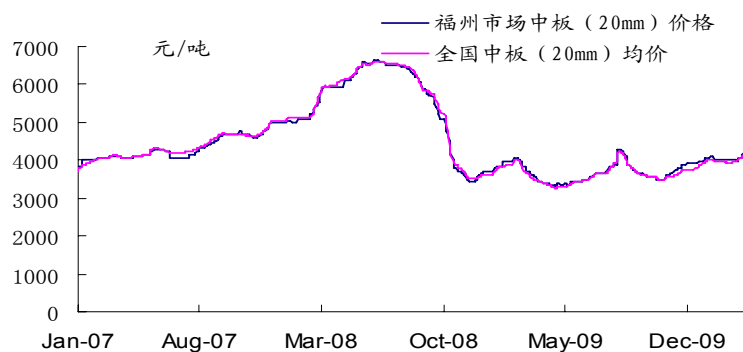
数据来源: Mysteel, 招商证券

图 2: 高线 (6.5mm)福州市场及全国价格对比



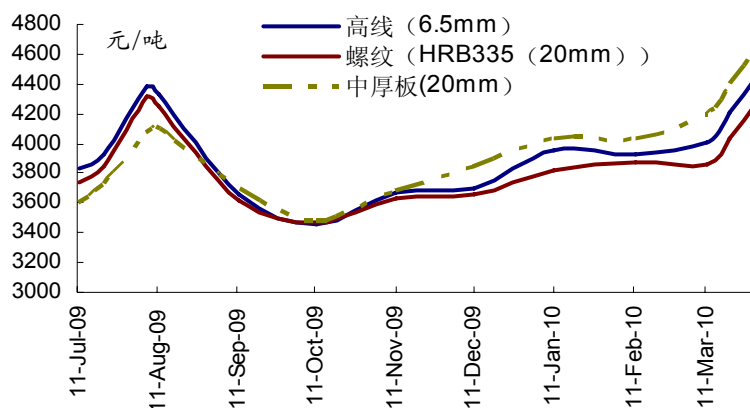
数据来源: Mysteel, 招商证券

图 3: 中板 (20mm)福州市场及全国价格对比



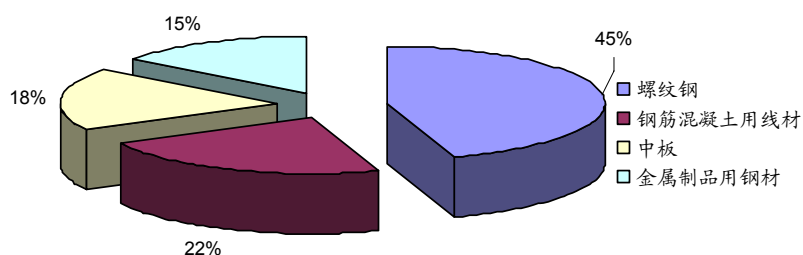
数据来源: Mysteel, 招商证券

图 4：三钢闽光钢材出厂价格走势



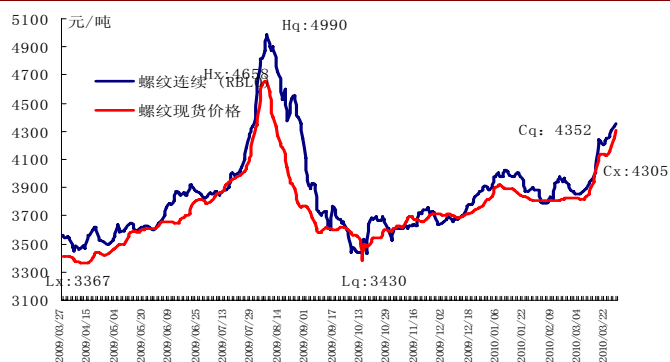
数据来源：公司公告，招商证券

图 5：三钢闽光分品种营业收入结构图



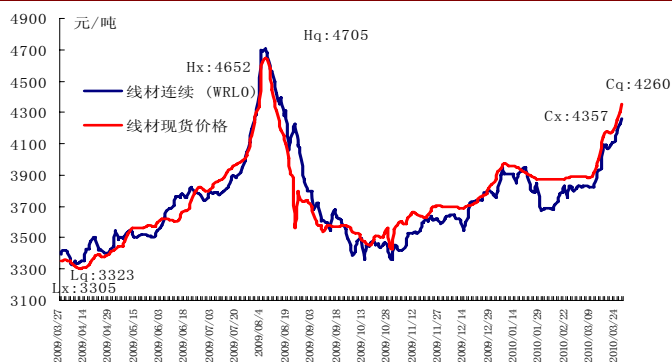
数据来源：公司公告，招商证券

图6：螺纹现货及期货价格对比



资料来源：招商证券研发中心

图 7：线材期货及现货价格对比



资料来源：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	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	13.9	197.8	99.2	10.6	9.8
PB	2.6	2.6	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	29.2	55.1	63.2	26.7	24.7

分析师简介

张士宝：招商证券资深钢铁研究员、证券分析师，新财富钢铁行业最佳分析师。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》。

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，MBA在读。

黄星：经济学硕士，2009年加盟招商证券。

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。