

三钢闽光(002110)

看好长期发展，短期业绩压力明显

推荐（下调）

现价：11.18 元

主要数据

行业	钢铁行业
公司网址	www.sgm.com.cn
大股东/持股	三钢集团/73.87%
实际控制人/持股	三钢集团/73.87%
总股本(百万股)	535
流通 A 股(百万股)	140
流通 B/H 股(百万股)	0/0
总市值(亿元)	59.78
流通 A 股市值(亿元)	15.64
每股净资产(元)	5.02
资产负债率(%)	67.97

行情走势图



联系人

吴培文 S1060110070090
021-33830357
wupeiwen643@pingan.com.cn

研究员

聂秀欣 S1060208050096
010-59734912
niexiuxin001@pingan.com.cn

投资要点

■ 看短期，行业低谷“难以独善其身”：

4月以来，各地、各品种钢价持续下探，三钢的出厂价也随整体明显下调。当前多数钢企已经处于亏损（或接近亏损）的状态。对三钢的模拟结果显示，四月末以来产品毛利快速下降，目前的情形也“难以独善其身”。综合来看，由于二季度初钢价尚处于高位，预计盈利情况大致与一季度处于相近的水平。

■ 看中期，政策放松预期下的业绩高弹性“快马”：

当前普遍判断今年四季度和明年一季度出现 GDP 环比和同比的低点。如果放任经济下行，会增大“二次探底”的可能。由于经济表现一般比政策滞后半年左右，所以三季度可能是政策由偏紧转向中性的一个时间窗口。对钢铁构成利好。

但由于钢铁行业产能过剩、集中度低、原材料价格波动侵蚀制造环节利润等深层次矛盾难以在短期内根本改善，即使政策放松，全行业难以出现持续的盈利改善。所以业绩高弹性的公司可能成为政策放松预期下的投资标的。假设吨钢净利润改善 100 元，三钢闽光的季度 EPS 将增加 0.19 元，相对 2010 年 1 季度增幅 238%。相对其他公司，EPS 的增量和增幅上都非常显著。

■ 看长期，产量增长与产品升级提供双重增长动力：

长期而言，产品结构升级和产量增长将为公司带来业绩提升的双动力。海西开发带来的福建省产业发展和当地钢材消费量增长，将是支持这两个增长动力未来兑现的最大因素。同时今年以来陆续投产的技改项目也提供了硬件基础。

■ 盈利预测与估值：

看好公司长期的发展前景，但短期业绩压力明显。2010~2012 年的 EPS 分别从 0.89、0.62 和 0.98 元，下调至 0.45、0.50、0.86 元。以 7 月 16 日 10.84 元的收盘价计算，PE 分别为 25.0、22.3 和 13.0 倍，PB 为 2.23 倍。同时由于近期涨幅较大，已兑现部分政策放松预期，而钢价自底部回升幅度尚小，所以由“强烈推荐”下调至“推荐”评级。

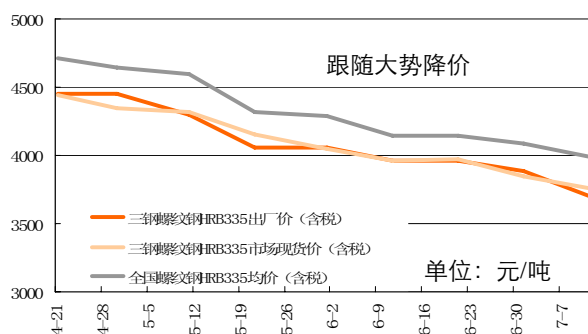
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	11,350	17,468	13,428	16,237	18,306	17,645
YoY(%)	28.9%	53.9%	-23.1%	20.9%	12.7%	4.8
净利润（百万元）	496	35	42	239	268	791
YoY(%)	38.0%	-93.0%	21.3%	466.1%	12.0%	92.4
毛利率(%)	10.2	3.2	3.3	4.5	4.8	11.7
净利率(%)	4.4	0.2	0.3	1.5	1.5	3.6
ROE(%)	18.4	1.3	1.6	8.4	8.8	11.0
EPS(摊薄/元)	0.93	0.07	0.08	0.45	0.50	0.86
P/E(倍)	19.5	90.4	228.4	24.2	21.6	12.6
P/B(倍)	3.6	1.2	3.7	2.0	1.9	1.7

一、看短期，行业低谷“难以独善其身”

1.1 4 月以来吨钢盈利能力快速下滑

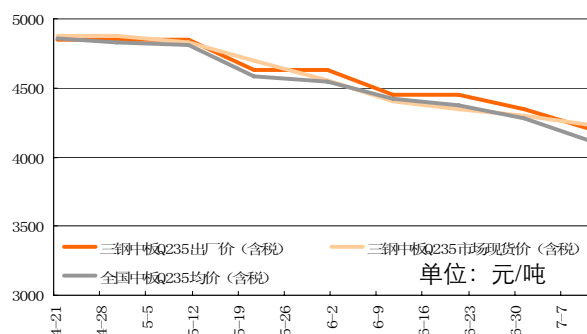
4 月以来，各地、各品种钢价持续下探，三钢的出厂价也随市场明显下调（图表 1~2）。当前多数钢企已经处于亏损（或接近亏损）的状态。对三钢的模拟结果显示，四月末以来产品毛利快速下降，目前的情形也“难以独善其身”。综合来看，由于二季度初钢价尚处于高位，预计盈利情况大致与一季度处于相近的水平。

图表1 二季度以来三钢螺纹钢价格走势



资料来源：我的钢铁、平安证券研究所

图表2 二季度以来三钢中板价格走势



资料来源：我的钢铁、平安证券研究所

1.2 长协矿比例有显著提高，为三季度业绩带来不确定性

三钢的矿石来源曾以现货矿为主。近三年进口长协矿的比例快速提升，目前已经达到 60%左右。长协矿有利于保证供应的稳定性，并且质量较高，采购长协矿是一个较好的选择。但今年三季度将出现长协矿高于现货矿的倒挂局面。虽然这可能推动长协矿由季度定价转向完全现货定价，但也为三钢三季度的业绩带来较高的不确定性。

二、看中期，政策放松预期下的业绩高弹性“快马”

2.1 二季度宏观经济降速，出现政策放松预期

7 月 15 日（上周四）国家统计局公布了上半年统计数据。其中二季度 GDP 同比增速为 10.3%，较一季度回落 1.6 个百分点，环比折年率增长 8.8%。体现了政策主动调控的效果（部分源于基数效应）。

平安认为经济表现比政策滞后半年左右。现普遍判断 GDP 将在今年四季度和明年一季度出现环比和同比的低点。如果放任经济下行，会增大“二次探底”的可能。所以三季度会是政策放松的一个时间窗口，对钢铁等大周期行业构成利好。（陈东琪 7 月 18 日：《最新经济形势与我们的策略》）

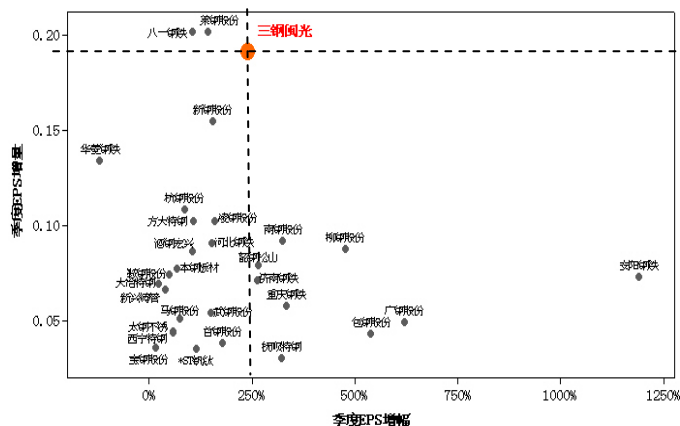
由于经济增速尚高于 10%，所以政策明显放松的可能性也较小，很可能先由偏紧转向中性。这样局部刺激，而非“四万亿”的全面刺激可能会成为主流，海西、新疆、两江新区等重点振兴区域可能成为热点。

2.2 三钢业绩高弹性

由于钢铁行业产能过剩、集中度低、原材料价格侵蚀利润等深层次矛盾难以在短期内根本改善，即使政策放松，届时全行业预计难以出现持续的盈利改善。所以业绩高弹性的公司可能成为政策放松预期下的投资标的。

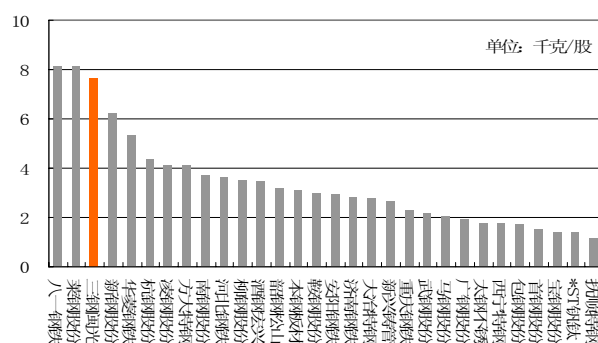
假设吨钢净利润改善 100 元，三钢闽光的季度 EPS 将增加 0.19 元，相对 2010 年 1 季度增幅 238%。在 EPS 增加的绝对量和相对增幅上都比较明显（图表 3）。

图表3 假设吨钢净利润增加100元，各公司季度EPS的增量与增幅



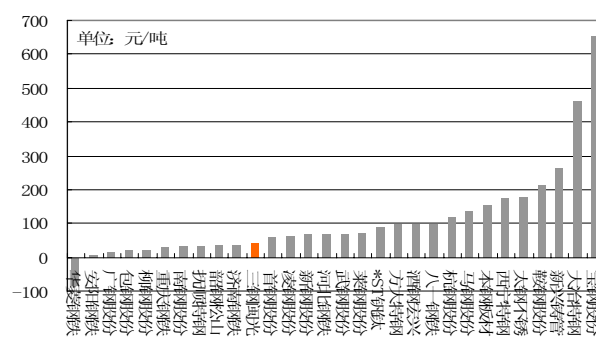
资料来源：平安证券研究所

图表4 各公司2010年每股钢产量预计值



资料来源：我的钢铁、平安证券研究所

图表5 2010年1季度各公司吨钢净利润概算值



资料来源：我的钢铁、平安证券研究所

三钢闽光较佳的业绩弹性主要源于较高的每股产钢量（图表 4）和长材为主的产品结构（图表 5）。(较小的股本带来较高的每股钢产量，吨钢利润上升时，EPS 上升更为显著。此外长材的吨钢利润通常小于冷轧板等板材，基数较小使得吨钢增加单位利润的情况下，增速更高，PE 变化更显著)

三、看长期，产品升级和产量增长提供双重动力

长期而言，产品结构升级和产量增长将为公司带来业绩提升的双动力。海西开发带来的福建省产业发展和当地钢材消费量增长，将是支持这两个增长动力未来兑现的最大因素。同时今年以来陆续投产的技改项目也提供了硬件基础。

3.1 福建省产业发展带动三钢产品升级

2007 年以前三钢产品全部为长材，2007 年建设了福建省唯一的一条中板生产线。福建省产业升级特别是造船工业和装备制造业的快速发展为三钢的中板产品提供了深入发展的市场。至 2010 年 7 月，三钢生产的船板已占中板的 1/3。同时为了响应龙工的需求，正在开发耐磨板等品种钢。未来中板占股份钢材总产量的比例将提高到约 1/3 的水平。

福建省船舶工业 2011 年发展目标：力争实现造船生产能力 500 万载重吨，修船坞总容量 200 万吨；船舶工业总产值达 400 亿元，年均增长 26%。力争形成 2~3 个年生产能力达到 100 万吨以上(省船舶工业集团公司、泉州船厂、华东船厂等)、5 个年生产能力达到 50 万吨以上的重点骨干企业。

福建省装备制造业 2011 年发展目标：装备制造业规模以上工业总产值达到 4450 亿元，年均增长 19.3%。形成工程机械、电机电器、环保机械等 3 个以上产业配套体系较为完善的产业集群。

3.2 整合三安钢铁，打开未来产量增长的空间

目前三钢集团持有三安钢铁 53.97% 股权，股份公司受托代行股东权利。在全行业严格控制新上产能的背景下，为股份打开了产能增长的空间。预计未来 2~3 年中，行业供需情况逐步改善，三安钢铁提供的产量增量会成为一个业绩增长点。

三安钢铁产品与三钢闽光相近，为约 100 万吨长材（60 万吨棒材+40 万吨线材）。这使得股份公司可较快速的整合其采购、销售渠道，统一品牌，移植管理和生产技术，并进行装备的技改升级，最终实现“三安钢铁的同步增值”。

3.3 今年技改项目投产为未来发展提供硬件基础

三钢共有 3 小+2 大，共 5 座高炉，匹配建材+中板的产品结构。目前 3 座小高炉已全部通过大修，完成适度扩容，全部符合《钢铁行业生产经营规范条件》。

今年二季度三钢目前最重要的技改工程——二炼钢技改工程投产。二炼钢共有 2 座 120 吨的转炉投入运营，而现有的 3 台 30~40 吨小转炉开始拆除。加上 2008 年下半年拆除的二炼钢 4 号 30 吨转炉，相当于用 2 台 120 吨大转炉置换 4 台小转炉（30*3+40*1）。该工程有利于提高产品成分和工艺的稳定性与控制精度，有助于三钢开发高等级的线棒材产品。

上半年另有中板二期技改项目投产（设备属于集团，产品属于股份，投产的主要装备为粗轧机和 1 号加热炉）。该工程将把三钢的中板产能从 80 万吨，提升到 140 万吨。未来三钢的中板将与线材和棒材“三分天下”。

四、盈利预测与估值

看好公司长期的发展前景，但短期业绩压力明显。2010~2012 年的 EPS 分别从 0.89、0.62 和 0.98 元，下调至 0.45、0.50、0.86 元。以 7 月 16 日 10.84 元的收盘价计算，PE 分别为 24.2、21.6 和 12.6 倍，PB 为 2.16 倍。同时由于近期涨幅较大，已兑现部分政策放松预期，而钢价自底部回升幅度尚小，所以由“强烈推荐”下调至“推荐”评级。

图表7 三钢闽光2010~2012年EPS预测值调整情况

时间	原值	调整至	变化幅度
2010E	0.89	0.45	-49%
2011E	0.62	0.50	-19%
2012E	0.98	0.86	-12%

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257