

强烈推荐-B (维持)**三钢闽光 002110.SZ**

目标估值: 16.00 元

当前股价: 11.68 元

2010 年 12 月 17 日

三钢鞍钢联姻，后市想像空间增大**基础数据**

上证综指	2898
总股本(万股)	53470
已上市流通股(万股)	13970
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	16
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	4.3
资产负债率	66.8%
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	31	-29
相对表现	2	14	-19

**相关报告**

张士宝

0755-83734778

zhangsb@cmschina.com.cn

SS1090208070227

研究助理

黄星

0755-82943245

huangxing@cmschina.com.cn

三钢闽光公布公司控股股东福建三钢集团与鞍钢重组方案已报工信部，正等待批准。获批并予以实施后，公司控股股东将变更为鞍钢集团。维持“审慎推荐-B”投资评级。

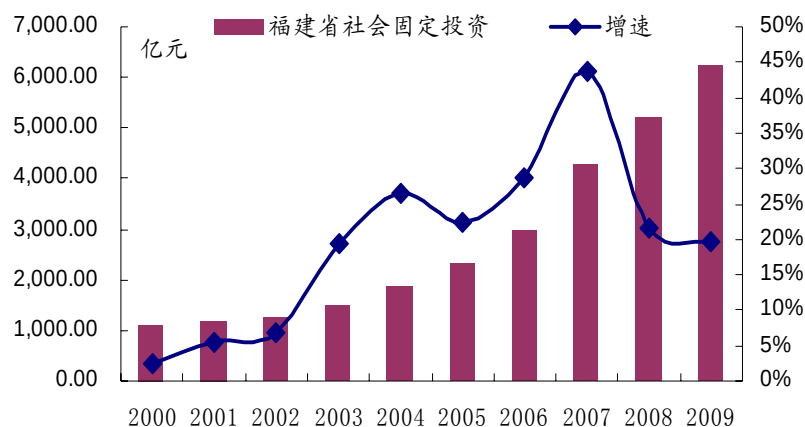
- **重组方案出炉上报，批准可能性较大。**福建省人民政府与鞍山钢铁集团公司（以下简称“鞍钢集团”）于 2010 年 12 月 16 日联合向国家工业和信息化部呈报了《鞍山钢铁集团公司与福建省三钢(集团)有限责任公司合作重组方案》。一旦经过工信部批准并予以实施后，三钢集团的控股股东将最终变更为鞍钢集团，本公司的实际控制人亦将因此由福建省冶金（控股）有限责任公司最终变更为鞍钢集团。
- **重组猜想。**在整个钢铁行业结构继续优化调整，加速推进重组兼并的过程中，三钢集团与鞍钢集团的重组进程有望超预期，重组方案获批后，鞍钢集团对三钢整合的下一步动作值得关注。
- **福建区域基本面较好。**福建是全国少有的几个钢材供不应求的省份。目前，福建省 2009 年粗钢产量在 770 万吨左右，福建市场同年表观消费量约为 1300 万吨，供给缺口达 68.83%。根据我们测算，2009 年福建地区人均钢产量为 211kg，比当年全国人均钢产量 425kg 低 414kg 或 101.42%。加之 2008 年后，福建省固定资产投资增速明显下降，处于 2003 年后的低位水平。根据福建省的规划，到 2012 年，福建省人均地区生产总值接近或达到东部地区平均水平，2020 年地区生产总值接近或达到 4 万亿元，若此规划正常实施，将极大地刺激钢铁消费，明显利好作为区域龙头的公司。
- **2010 年产量超预期。**公司 2010 年计划产量为 410 万吨。12 月钢产量计划 37 万吨，全年累计钢产量接近 430 万吨。12 月中板厂产量计划 8 万吨，我们认为如期完成计划应无大碍。
- **中厚板加工费大幅降低，若中厚板注入实现将大幅减少关联交易。**2010 年公司委托三钢集团加工中厚板加工费用为 460 元/吨，2009 年为 511 元/吨，2008 年为 611 元/吨。根据测算，中板实际加工成本 280~290 元/吨。按照中厚板年产 100 万吨计算，若关联交易解决，将增厚公司业绩 0.25 元。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级：**我们预测明年全年铁矿石价格上涨 10%-15%，在通胀预期、供求继续改善及保障房建设刺激下，长材价格将继续上涨。作为长材产量占比约 70%，收入占比超过 50%，业绩对钢价敏感性高的公司，预计 2011 年公司业绩将大幅改善，预估每股收益 10 年 0.25 元、11 年 0.97 元，给予公司 20 倍 PE 估值。维持“审慎推荐-B”投资评级。
- **风险提示：**钢价低于预期、后续重组进度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	17468	13428	18213	18489	19631
同比增长	54%	-23%	36%	2%	6%
营业利润(百万元)	33	87	195	618	719
同比增长	-96%	166%	124%	217%	16%
净利润(百万元)	35	42	130	520	607
同比增长	-93%	21%	207%	301%	17%
每股收益(元)	0.07	0.08	0.24	0.97	1.14
PE	167.1	137.8	44.9	11.2	9.6
PB	2.2	2.2	2.2	1.9	1.7

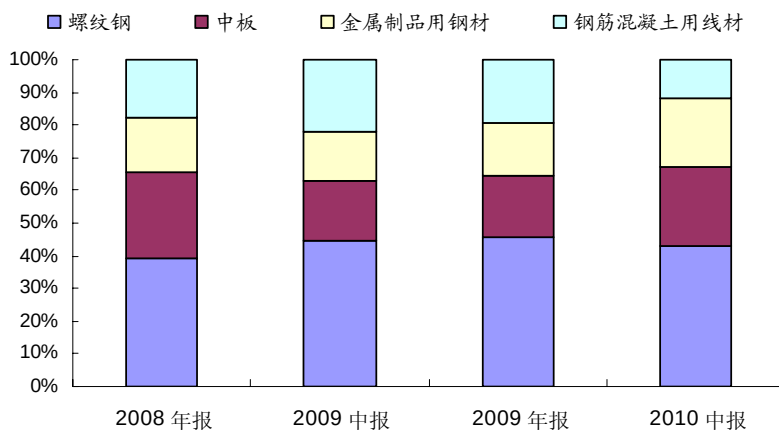
资料来源：招商证券

图 1：福建省 2000-2009 固定资产投资情况



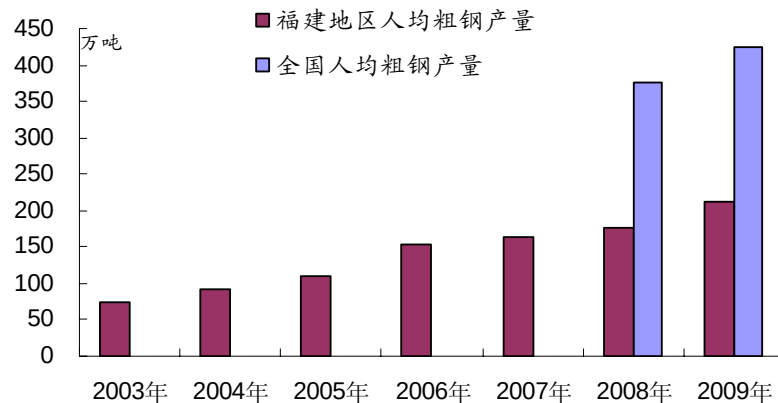
数据来源：招商证券整理

图 2：三钢闽光分品种收入占比



资料来源：上市公司，招商证券整理

图 3：福建/全国人均粗钢产量对比



资料来源：招商证券整理

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3623	3812	3661	2872	2941
现金	895	1517	944	(130)	(130)
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	621	549	454	758	801
应收款项	2	0	1	4	5
其它应收款	2	2	2	3	3
存货	1894	1592	2048	1922	1854
其他	209	152	212	315	408
非流动资产	2820	3267	3776	4423	4735
长期股权投资	115	147	175	195	210
固定资产	2572	2626	2525	3533	3994
无形资产	0	0	9	0	0
其他	133	494	1067	695	531
资产总计	6443	7078	7436	7295	7676
流动负债	3179	4296	4784	4035	4021
短期借款	1657	2435	2735	2236	2064
应付账款	452	372	575	489	538
预收账款	557	777	831	839	927
其他	512	712	643	471	492
长期负债	572	163	9	(27)	(57)
长期借款	570	150	0	(30)	(60)
其他	2	13	9	3	4
负债合计	3751	4459	4793	4008	3964
股本	535	535	535	535	535
资本公积金	709	535	706	706	706
留存收益	1069	1403	1495	1843	2268
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2692	2620	2644	3084	3509
负债及权益合计	6443	7078	7436	7295	7676

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1028	133	(111)	1789	1201
净利润			130	520	607
折旧摊销			355	420	490
财务费用			127	117	48
投资收益			(29)	(35)	(38)
营运资金变动			(680)	745	89
其它			(14)	23	5
投资活动现金流	(666)	(839)	(1167)	(892)	(807)
资本支出			(1082)	(1000)	(820)
其他投资			(84)	108	13
筹资活动现金流	282	141	74	(1341)	(394)
借款变动			40	(1079)	(202)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			171	0	0
股利分配			(37)	(171)	(182)
其他			(100)	(91)	(10)
现金净增加额	644	(565)	(1203)	(444)	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	17468	13428	18213	18489	19631
营业成本	16916	12990	17619	17479	18541
营业税金及附加	68	33	44	80	86
营业费用	47	46	62	65	79
管理费用	114	143	194	166	196
财务费用	300	174	127	117	48
资产减值损失	18	(16)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	28	29	29	35	38
营业利润	33	87	195	618	719
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	37	37	8	6
利润总额	30	52	160	611	714
所得税	(5)	10	31	92	107
净利润	35	42	130	520	607
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	35	42	130	520	607
EPS (元)	0.07	0.08	0.24	0.97	1.14

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	54%	-23%	36%	2%	6%
营业利润	-96%	166%	124%	217%	16%
净利润	-93%	21%	207%	301%	17%
获利能力					
毛利率	3.2%	3.3%	3.3%	5.5%	5.6%
净利率	0.2%	0.3%	0.7%	2.8%	3.1%
ROE	1.3%	1.6%	4.9%	16.8%	17.3%
ROIC	4.4%	5.4%	4.4%	11.7%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	63.0%	64.5%	54.9%	51.6%
净负债比率	37.4%	42.0%	44.6%	30.7%	26.5%
流动比率	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.2	0.3
营运能力					
资产周转率	2.7	1.9	2.4	2.5	2.6
存货周转率	11.6	7.5	9.7	8.8	9.8
应收帐款周转率	7293.5	12491.0	33418.6	7905.0	4785.1
应付帐款周转率	46.7	31.5	37.2	32.8	36.1
每股资料(元)					
每股收益	0.07	0.08	0.24	0.97	1.14
每股经营现金	1.92	0.25	-0.21	3.35	2.25
每股净资产	5.03	4.90	4.94	5.77	6.56
每股股利	0.20	0.03	0.07	0.32	0.34
估值比率					
PE	167.1	137.8	44.9	11.2	9.6
PB	2.2	2.2	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	77.2	84.9	76.2	44.7	41.0

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。

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》。

黄星：经济学硕士，2009年加入招商证券。

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。