

三钢闽光 (002110.SZ) 深度报告

闽龙头钢企，区位、质量优势明显，吨钢盈利能力强

三钢闽光：第一大股东为三钢集团、持股 55.02%，实际控制人为福建省国资委。截至 18 年 6 月具备 802 万吨生铁、850 万吨粗钢和 865 万吨钢材产能。钢材产品以长材（建筑用钢材）为主，长材产能 715 万吨、占比 83%；板材产能 150 万吨、占比达 17%（原三钢闽光钢材产能 610 万吨，其中长材 460 万吨、占比 75%，板材 150 万吨、占比 25%，三安钢铁钢材产能 255 万吨，均为长材）。原三钢闽光省内销售比例超 70%、三安钢铁主要销往厦门、漳州、泉州地区。

一、区位：福建位于“一带一路”起点，邻近台湾，区域经济发展前景良好，福建省钢材需求释放提供广阔的市场空间和发展机遇。16-17 年福建压减粗钢产能、出清“地条钢”强度显著高于全国平均，在全国钢铁市场供需格局既定的情况下，福建省供需格局显著优于全国、且边际改善优于全国，叠加福建省山丘众多，物流成本较高，区位优势显著。省内具备一定生产规模的钢企大约有 25 家、总产能约为 3000 万吨，三钢闽光是其中唯一一家年设计产能达到 500 万吨以上钢厂，另有 50% 左右的钢厂年设计产能不足 100 万吨，在炼铁、炼钢设备大型化发展的背景下，小钢厂或产能置换或直接退出市场，区域内供需格局持续优化，龙头钢企区位优势凸显。

二、质量：公司产品质量优异、品种规格齐全、服务细致周到、客户认可度较高，具备充分议价能力，公司同品种钢材同区域吨钢销售价格均高于周边市场其余钢厂 20~100 元/吨。“闽光”品牌的建筑用材是福建建筑材第一品牌、市占率 70% 左右，中板在福建省的市场占有率达到 75% 左右。

三、成本控制：全流程降本稳步推进、成效显著，2017 年原三钢闽光和三安钢铁长材生产吨钢完全成本分别达 2384 元/吨和 2388 元/吨，为可比公司中最低，得益于福建省铁矿石资源丰富、交通便捷叠加公司灵活的原燃料采购政策使吨钢原料及燃料成本处于可比公司中最低。2017 年公司人均产钢达 776 吨/人、处 SW 钢铁板块中上游水平，降本增效仍具备潜力。

四、费用控制：原三钢闽光的吨钢期间费用 2013-2017 年累计减少 51% 至 53 元/吨，主因是财务和管理费用的下降，2017 年原三钢闽光和三安钢铁吨钢期间费用分别为 53 元/吨和 66 元/吨，处 SW 钢铁板块次低、第三低。

五、升级强化：根据 14 年 7 月 29 日三钢集团出具《福建省三钢（集团）有限责任公司关于避免同业竞争的承诺函》，为解决同业竞争问题，在罗源闽光符合合规性等条件的情况下，公司将及时启动收购罗源闽光工作。若收购及产能置换方案完成，公司产能将增 18%、炼铁及炼钢设备将大型化发展、将逐步向沿海转移。

六、盈利预测与投资建议：去产能致供给钝化乃至刚性将驱动以一阶矩矫正与三阶矩正向倾斜为特征的行业盈利周期形态修复，行业盈利的持续性可期。公司是福建省龙头钢企，区位、品牌优势显著，成本与费用管控能力行业领先，16-17 年吨钢营业利润与吨钢净利润排名第二。并入三安钢铁，区位、品牌优势进一步夯实，降本增效仍具潜力，盈利的持续性可期。预计 18-20 年 EPS 分别为 4.44、4.77 和 4.97 元，对应 18 年 8 月 9 日收盘价 20.08 元，PE 分别为 4.52X、4.21X 和 4.04X，给予“买入”评级。

七、风险提示：宏观经济增速大幅下滑；区域供需格局扭转；矿石联合限价保价致盈利收窄；收购罗源闽光、产能置换项目进度不达预期。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	14,117.93	22,460.53	35,036.46	36,635.07	37,428.06
增长率(%)	12.57%	59.09%	55.99%	4.56%	2.16%
EBITDA(百万元)	1,762.84	5,821.11	10,127.57	10,783.95	11,196.74
净利润(百万元)	926.53	3,989.73	7,259.73	7,800.10	8,129.57
增长率(%)	199.77%	330.61%	81.96%	7.44%	4.22%
EPS（元/股）	0.675	2.905	4.442	4.773	4.974
市盈率（P/E）	19.57	6.50	4.52	4.21	4.04
市净率（P/B）	2.48	2.41	1.52	1.12	0.88
EV/EBITDA	9.86	4.17	2.20	1.44	0.65

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

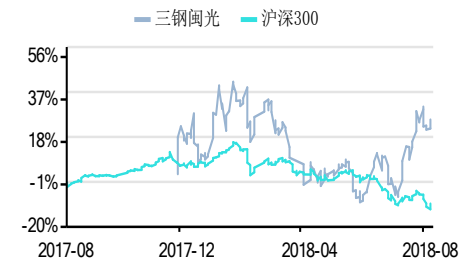
当前价格

20.08 元

报告日期

2018-08-09

相对市场表现



分析师：李莎 S0260513080002



020-87574792



lisha@gf.com.cn

相关研究：

联系人：陈潇 020-8757-1273

gzchenxiao@gf.com.cn

目录索引

三钢闽光：闽龙头钢企，收购三安增产能、长材占比再提升	5
(一) 股权结构：第一大股东为三钢集团、持股 55.02%，实际控制人为福建省国资委	5
(二) 业务结构：并入三安钢铁后粗钢产能增 37%至 850 万吨，长材产能增 55%、占比提升至 83%，板材维持 150 万吨产能	6
一、原三钢闽光：建筑用钢营收及毛利占五成以上、金属制品和中板各两成，销售以福建及周边钢材净流入省为主	9
二、三安钢铁：主营钢筋混凝土用钢，市场定位闽厦门、漳州、泉州地区...	13
三、新三钢闽光：闽龙头享区位优势，控成本、降费用促盈利显著优于 SW 钢企	15
(一) 区位：区域经济发展前景良好，去产能、“地条钢”出清叠加小钢厂逐步退出，供需边际持续向好	15
(二) 质量：闽建筑钢材第一品牌，质量优、规格全享品牌溢价	17
(三) 成本控制：2017 年原三钢闽光、三安钢铁建筑用钢完全成本为可比公司最低，但降本增效仍具备潜力	19
(四) 费用控制：降杠杆、精细管控促原三钢闽光和三安钢铁吨钢期间费用震荡下行，期间费用率为 SW 钢铁板块次低和第三低	21
(五) 盈利：供给侧改革、环保高压夯实供需紧平衡，闽龙头钢企竞争优势显著、盈利持续性可期	26
四、升级与强化：产能置换助装备升级、区位优势，罗源闽光的并入将强化龙头优势	28
(一) 设备小换大：炼铁、炼钢设备大型化发展已成趋势，公司落地产能置换将促装备升级、区位优势	28
(二) 资产证券化：在罗源闽光符合合规性等条件的情况下，公司将及时启动收购罗源闽光工作	29
五、盈利预测与投资建议：闽龙头钢企，区位、质量优势明显，吨钢盈利能力强，给予“买入”评级	31
六、风险提示	32

图表索引

图 1: 三钢闽光收购三安钢铁后第一大股东仍为三钢集团、持股 55.02%，实际控制人为福建省国资委.....	6
图 2: 截至 2018 年 6 月，三钢闽光具备生铁、粗钢和钢材产能分别 802 万吨、850 万吨、865 万吨.....	7
图 3: 截至 2018 年 6 月，三钢闽光的钢材产能 865 万吨，长材和板材占比分别 82.66%、17.34%.....	8
图 4: 三钢闽光钢材产量自 2015 年的 559 万吨提升至 631 万吨，2017 年炼钢和轧钢产能利用率分别 105%和 103%.....	10
图 5: 三钢闽光钢材产品以建筑用钢材为主，2017 年建筑用钢、金属制品钢材和中板产量占比分别 55%、23%和 23%.....	10
图 6: 三钢闽光的营收规模 2015 年触底回升、2017 年达到 224.61 亿元，钢铁业务营收占比震荡走高至的 97%.....	10
图 7: 三钢闽光的营收结构呈现建筑用钢材为主、金属制品钢材和中板为辅，2017 年营收占比分别为 52%、22%和 21%.....	10
图 8: 三钢闽光毛利 2015 年触底回升、2017 年盈利 58.61 亿元，钢铁业务毛利占比震荡走高至 2017 年的 98%.....	11
图 9: 三钢闽光毛利结构呈现建筑用钢材为主、金属制品钢材和中板为辅，2017 年占比分别为 58%、22%和 18%.....	11
图 10: 三钢闽光的钢材销售主要集中于福建省，2013-2017 年福建省内钢铁业务营收占比持续高于 70%.....	11
图 11: 三钢闽光在福建省内钢铁业务的毛利率略高于省外销售.....	12
图 12: 2015-2017 年三安钢铁钢材产量稳步增长，2017 年线材和棒材产量分别达 65.17、216.21 万吨，轧钢产能利用率分别达 93.10%和 116.87%.....	14
图 13: 2015-2017 年三安钢铁线材和棒材产品的产量结构较为稳定，2017 年线材和棒材产量占比分别为 23.16%、76.84%.....	14
图 14: 福建省固定资产投资完成额占比、房地产开发投资完成额占比远超钢材产量占比.....	16
图 15: 福州市 2017 年螺纹钢: HRB400 20mm 均价达 4016.67 元/吨，较全国平均高 63.33 元/吨.....	17
图 16: 2015-2017 年原三钢闽光、三安钢铁钢材生产完全成本变化.....	19
图 17: 受累铁矿石、煤炭等原燃料价格中枢上移，原三钢闽光 2017 年钢材生产完全成本同比增 33%至 2485 元/吨.....	20
图 18: 原三钢闽光钢材生产原材料、燃料及动力成本合计占比维持在 80%以上，原材料占比震荡下行、燃料及动力占比震荡上行.....	20
图 19: 2017 年原三钢闽光人均产钢 776 吨/人，仍存进一步减员增效的空间.....	21
图 20: 2013-2017 年三钢闽光吨钢期间费用大幅走低，2017 年原三钢闽光和三安钢铁吨钢期间费用分别为 52.72 元/吨和 65.96 元/吨（单位：元/吨）.....	22
图 21: 2017 年三钢闽光和三安钢铁的销售期间费用率分别仅为 1.53%和 1.96%.....	24

图 22: 原三钢闽光带息债务规模由 2015 年的 38 亿元累计下滑 62%至 2017 年的 14 亿元, 资产负债率由 2015 年 77%降至 2017 年 30%.....	25
图 23: 2017 年原三钢闽光销售毛利率和净利率分别达 26.10%和 17.76%, 均处于 SW 钢铁第二.....	27
图 24: 福建省三钢(集团)有限责任公司钢铁业务子公司区位分布.....	29
表 1: 截至 2018 年 6 月, 三钢闽光具备 802 万吨、850 万吨、865 万吨生铁、粗钢和钢材产能.....	7
表 2: 三钢闽光主要钢材品种对应的代表品种及其主要下游.....	9
表 3: 三安钢铁主要生产和销售建筑混凝土用钢筋及拉丝用低碳钢热轧圆盘条 ..	13
表 4: 钢铁业务为三安钢铁的核心业务, 营收、毛利占比高达 90%, 内部结构维持稳定, 2017 年线材和棒材的产量、营收、毛利占比分别稳定在 23~24%和 75%~77%	14
表 5: 福建省与全国“十三五”经济社会发展主要指标表对比.....	15
表 6: 原三钢闽光钢材主要有建筑用材、制品用材、中厚板材、优质圆钢四大系列, 产品质量优异、品种规格齐全	18
表 7: 主要钢厂螺纹钢: HRB400E: 16-25mm 福州市场价格年度均价对比(单位: 元/吨)	18
表 8: 三钢闽光 2016-2017 年主要原燃料价格涨幅明显弱于行业均值.....	19
表 9: 2017 年 SW 钢铁板块中长材为主的钢铁企业长材生产成本拆解(单位: 元/吨)	20
表 10: 2013-2017 年三钢闽光三项费用的拆分与 SW 钢铁企业平均分析.....	23
表 11: 2013-2017 年三钢闽光销售、管理和财务费用率显著低于 SW 钢铁行业	24
表 12: 2013-2017 年原三钢闽光财务费用率详细拆解	25
表 13: SW 钢铁普钢企业 2017 年吨钢营业利润与吨钢净利润前五名历史业绩变化情况(单位: 元/吨)	26
表 14: 福建省三钢(集团)有限责任公司产能置换方案.....	28