

三钢闽光 (002110.SZ)

区位优势明显, 做大钢铁主业增强规模优势

核心观点:

- **2019 年业绩:** 钢材量增价跌, 实现营收 **455.1 亿元**、同比增 **25.6%**, 归母净利润 **36.7 亿元**、同比减 **43.5%**。每股收益 1.50 元/股, ROE 为 19.6%、同比降 15.9PCT。(1) 2019 年分红预案: 拟每 10 股派现金红利 2.5 元, 占 2019 年归母净利润的 16.7%。(2) 产量: 生产铁、钢、材和焦炭分别 875.8、1037.1、1042.9、72.1 万吨, 同比分别增长 5.8%、7.4%、8.7%和-16.6%。(3) 业务结构: 长材营收、毛利占比分别为 67.4%、84.6%, 板材营收、毛利占比分别为 12.6%、14.1%。(4) 盈利能力: 吨钢盈利能力优于行业均值, 吨钢期间费用较为稳定。(5) 经营质量: 营运能力明显提升, 获现能力和偿债能力有所下降。
- **2020Q1 业绩:** 公司钢材产量同比下降 **8.7%**, 钢价同比涨、环比跌, 营收、归母净利润分别同比增 **27.6%**、减 **47.6%**至 **106.5**、**5.0 亿元**。
- **2020 年计划:** 公司计划生产钢材 **963.0 万吨**、较 2019 年实际产量减 **7.7%**, 营收、利润分别减少 **5.2%**、**33.6%**, 环保计划投资 **2.2 亿元**。
- **公司看点:** 福建省钢材需求较好, 粗钢产量占福建省的 **43.4%**, 区域市占率高; 积极购买钢铁产能指标, 做大钢铁主业; 控本能力较强, 盈利韧性有望增强, 持续稳定分红, **PB_LF** 估值处 2011 年来低位。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 **2020-2022 年 EPS 为 1.06/1.16/1.25 元**, 对应 **2020 年 5 月 7 日收盘价**, **2020-2022 年 PE 为 6.82/6.26/5.80 倍**, **2020 年 PB 为 0.86 倍**。综合考虑公司历史 **PB** 估值中枢, 区域优势明显, 控本能力提升和盈利韧性增强, 参照可比公司估值水平, 我们预计公司 **2020 年合理 PB 为 1.2 倍左右**, 以 **2020 年预测每股净资产 8.43 元**计算, 公司合理价值为 **10.12 元/股**, 对应 **2020 年 PE 为 9.55 倍**, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济大幅波动; 主流矿产量不达预期, 计划产量完成度低于预期; 新冠疫情对需求的影响。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	36,248	45,511	41,985	44,310	46,583
增长率(%)	14.4	25.6	-7.7	5.5	5.1
EBITDA(百万元)	9,445	5,713	4,823	4,907	5,286
归母净利润(百万元)	6,507	3,673	2,599	2,832	3,055
增长率(%)	20.0	-43.5	-29.3	9.0	7.9
EPS(元/股)	3.98	1.50	1.06	1.16	1.25
市盈率(P/E)	3.21	6.25	6.82	6.26	5.80
市净率(P/B)	1.14	1.23	0.86	0.78	0.71
EV/EBITDA	1.77	3.36	2.83	2.80	2.53

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

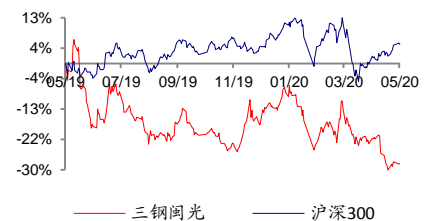
买入

当前价格	7.23 元
合理价值	10.12 元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-07

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2451.6/2203.6
总市值/流通市值(百万元)	17725/15932
一年内最高/最低(元)	18.23/7.04
30 日日均成交量/成交额(百万)	20/146
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	-8.02/-7.07

相对市场表现



分析师: 李莎



SAC 执证号: S0260513080002



SFC CE No. BNV167



020-66335140

lisha@gf.com.cn

相关研究:

三钢闽光 (002110.SZ): 钢材 2019-08-29
产量同比增 3.7%, 成本显著
抬升致归母净利润同比降
32.8%

目录索引

一、2019 年业绩：钢材量增价跌，归母净利润减 43.5%，营运能力明显提升	4
（一）业务拆分：长材营收、毛利占比分别为 67.4%、84.6%，板材营收、毛利占比 分别为 12.6%、14.1%	6
（二）盈利能力：吨钢盈利能力优于行业均值，吨钢期间费用较稳定	7
（三）经营质量：营运能力明显提升，获现能力和偿债能力有所下降	9
（四）环保治理：2020 年超低排放、节能改造计划投资 2.2 亿元	11
二、2020Q1 业绩：钢材产量减价涨，营业收入、归母净利润分别同比增 27.6%、减 47.6%	12
三、2020 年计划：钢材、焦炭产量同比分别减 7.7%、39.6%，营收、利润分别减 5.2%、 33.6%	14
四、公司看点：产能具备弹性，区位优势明显，控本能力强	15
五、盈利预测与投资建议：区位优势明显，做大钢铁主业增强规模优势，维持“买入”评 级	19
六、风险提示	22

图表索引

图 1: 2010-2019 年三钢闽光营业收入及同比增速	4
图 2: 2010-2019 年三钢闽光归母净利润及同比增速	4
图 3: 2015-2019 年三钢闽光吨钢期间费用情况 (元/吨)	8
图 4: 2010-2019 年三钢闽光获现能力分析	9
图 5: 2010-2019 年三钢闽光负债及资产负债率变化	10
图 6: 2010-2019 年三钢闽光有息负债及占比变化	10
图 7: 2019 年申万钢企吨钢成本最低十名情况 (单位: 元/吨)	16
图 8: 2020Q1 申万钢企期间费用率最低十名情况	16
图 9: 2010-2019 年三钢闽光现金分红情况	17
图 10: 2011 年至今三钢闽光 PE_TTM 估值	17
图 11: 2011 年至今三钢闽光 PB_LF 估值	17
图 12: 截至 2020 一季度末, 三钢闽光股权结构图	18
图 13: 2011 年至今三钢闽光 PB_LF 估值	21
图 14: 2018 年以来三钢闽光 PB_LF 估值	21
表 1: 2019 年三钢闽光分季度利润表拆分	5
表 2: 2019 年三钢闽光业务分行业和分产品拆分	7
表 3: 2018-2019 年三钢闽光钢材品种盈利与行业情况比较 (单位: 元/吨)	7
表 4: 2019 年三钢闽光吨钢成本控制能力拆解 (单位: 元/吨)	8
表 5: 2019 年三钢闽光吨钢期间费用分季度情况	9
表 6: 2015-2019 年三钢闽光营运能力分析	10
表 7: 2015-2019 年三钢闽光偿债能力分析	11
表 8: 2019 年三钢闽光在建工程中部分重大项目列示 (单位: 万元)	11
表 9: 2020 年一季度三钢闽光钢材品种盈利与行业情况比较 (单位: 元/吨) ...	12
表 10: 2020 年一季度三钢闽光期间费用情况	13
表 11: 2020 年一季度三钢闽光经营质量分析	13
表 12: 2015-2019 年三钢闽光年度生产计划与实际表现一览	14
表 13: 三钢闽光的主营业务预测 (单位: 万元)	20
表 14: 三钢闽光的可比公司估值表	21

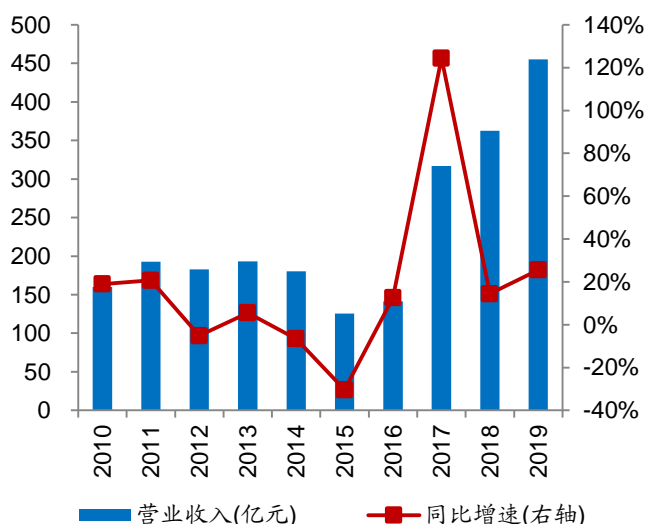
一、2019 年业绩：钢材量增价跌，归母净利润减 43.5%， 营运能力明显提升

根据公司年报，2019年三钢闽光生产铁875.8万吨、钢1037.1万吨、材1042.9万吨、焦炭72.1万吨，同比分别增长5.8%、7.4%、8.7%和-16.6%；实现钢材销量1045.0万吨，同比增长8.3%。

2019年，三钢闽光实现营业收入455.1亿元，同比增长25.6%，归母净利润36.7亿元、同比减少43.5%，归母扣非净利润36.8亿元、同比减少36.1%，每股收益1.50元/股、同比减少43.4%，销售毛利率14.5%、同比下降14.1PCT，销售净利率8.1%、同比下降9.9PCT，ROE（摊薄）为19.6%、同比下降15.9PCT。

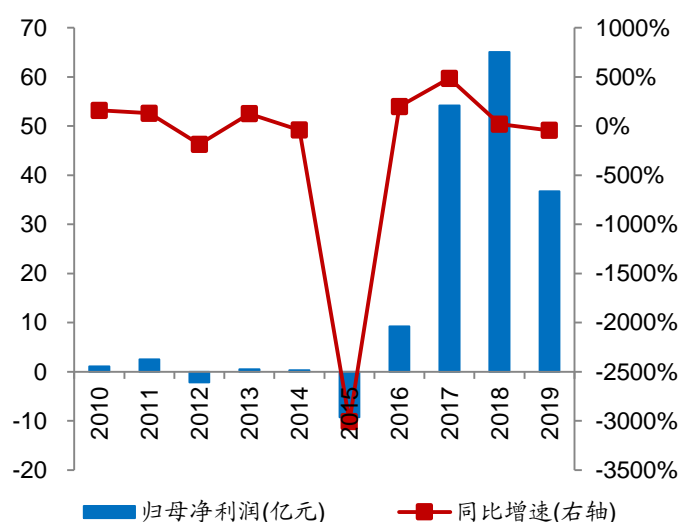
三钢闽光2019年度利润分配预案：根据2019年年报，公司拟以2,451,576,238为基数，向全体股东每10股派发现金红利2.5元（含税），现金分红总额占归母净利润的16.7%；送红股0股（含税），不以公积金转增股本。

图 1：2010-2019年三钢闽光营业收入及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2010-2019年三钢闽光归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

分季度来看：（1）吨钢价格：2019年三钢闽光吨钢价格为4364.2元/吨，同比上涨15.5%，四季度吨钢价格年内最高，一季度吨钢价格年内最低。2019年三钢闽光一至四季度吨钢价格分别为3284.0、4159.7、4826.9、5123.3元/吨，分别同比上涨32.4%、下跌11.4%、上涨22.6%、上涨27.5%。（2）吨钢毛利：2019年三钢闽光吨钢毛利为634.0元/吨、同比减少41.5%，二季度吨钢毛利年内最高、三季度吨钢毛利年内最低。2019年三钢闽光一到四季度吨钢平均毛利分别为661.0、771.5、470.0和641.7元/吨，同比分别增加16.8%、减少42.4%、减少60.3%和减少48.9%。分季度环比来看，2019年二季度、四季度吨钢毛利环比实现正增长，增速分别为16.7%、36.5%。（3）吨钢净利：2019年三钢闽光吨钢净利为352.2元/吨、同比减少48.1%，二季度吨钢净利年内最高、三季度吨钢净利年内最低。2019年三钢闽光一到四季度吨钢平均净利分别为378.5、476.4、244.0和317.3元/吨，同比分别减少

4.0%、48.5%、70.6%和44.0%。分季度环比来看，2019年二季度、四季度吨钢净利环比正增长，增幅分别达25.9%、30.1%。

从全年来看：2019年三钢闽光营业收入增速低于营业成本增速，导致营业毛利减少36.4%至66.1亿元。2019年，三钢闽光营业税金及附加、财务费用、营业利润、利润总额、所得税费用大幅下降，降幅分别为35.3%、50.8%、43.9%、43.5%、43.5%。公司销售费用、研发费用、营业外收支大幅上升，升幅分别为43.2%、16.6%、241.7%。

表 1：2019年三钢闽光分季度利润表拆分

	2019A	同比	19Q1	同比	19Q2	同比	19Q3	同比	19Q4	同比
营业收入（亿元）	455.1	25.6%	83.5	37.3%	105.7	-8.2%	129.0	39.8%	136.9	45.3%
营业成本（亿元）	389.0	50.4%	66.7	42.1%	86.1	4.6%	116.4	80.4%	119.8	84.9%
毛利（亿元）	66.1	-36.4%	16.8	21.1%	19.6	-40.3%	12.6	-54.8%	17.2	-41.7%
营业税金及附加（亿元）	1.9	-35.3%	0.6	1.7%	0.5	-43.0%	0.4	-44.9%	0.4	-45.1%
销售费用（亿元）	1.3	43.2%	0.3	18.2%	0.3	78.9%	0.3	55.0%	0.4	29.6%
管理费用（亿元）	4.2	1.2%	0.8	26.7%	1.1	-13.7%	1.3	10.2%	1.0	-7.1%
研发费用(亿元)	9.5	15.7%	2.3	-4.6%	2.4	-1.7%	1.7	-15.9%	3.1	135.0%
财务费用（亿元）	0.3	-50.8%	0.0	-100.0%	-0.1	-121.2%	-0.1	600.0%	0.4	258.3%
资产减值损失（亿元）	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0	-
信用减值损失（亿元）	0.1	-	0.1	-	-0.1	-	0.1	-	0.1	-
其他经营收益（亿元）	-0.3	3.8%	0.1	-22.2%	0.2	-42.5%	0.1	-58.1%	-0.8	-33.0%
营业利润（亿元）	48.7	-43.9%	12.9	1.4%	15.5	-48.7%	9.1	-64.8%	11.2	-37.8%
营业外收支（亿元）	0.4	241.7%	0.0	-100.0%	0.4	3800.0%	0.0	-100.0%	0.0	-75.0%
利润总额（亿元）	49.1	-43.5%	12.9	1.3%	15.9	-47.4%	9.1	-64.9%	11.3	-37.9%
所得税费用（亿元）	12.3	-43.5%	3.3	6.2%	3.7	-49.9%	2.6	-60.1%	2.7	-43.2%
归母净利润（亿元）	36.7	-43.6%	9.6	-0.4%	12.1	-46.6%	6.5	-66.5%	8.5	-36.1%
钢材产量（万吨）	1042.9	8.7%	254.2	3.7%	254.2	3.7%	267.3	14.0%	267.3	14.0%
吨钢价格（元/吨）	4364.2	15.5%	3284.0	32.4%	4159.7	-11.4%	4826.9	22.6%	5123.3	27.5%
吨钢毛利（元/吨）	634.0	-41.5%	661.0	16.8%	771.5	-42.4%	470.0	-60.3%	641.7	-48.9%
吨钢净利（元/吨）	352.2	-48.1%	378.5	-4.0%	476.4	-48.5%	244.0	-70.6%	317.3	-44.0%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(一)业务拆分:长材营收、毛利占比分别为 67.4%、84.6%,板材营收、毛利占比分别为 12.6%、14.1%

通过拆分2019年三钢闽光主营业务分行业和分产品结构可知:冶金制造业务依旧是公司创收、创利的主要来源,占比95.9%;长材营收、毛利占比均超60%。

1.营收:2019年三钢闽光的冶金制造业营收占比95.9%、同比下降2.2PCT,板材、长材营收占比分别为12.6%、67.4%,同比分别降3.0PCT、降13.9PCT

(1)分行业看,2019年公司冶金制造业营收436.4亿元、同比增长22.7%,营收占比95.9%、同比下降2.2PCT;其他业务营收达18.7亿元、同比增长173.6%,占比4.1%、同比上升2.2PCT。(2)分产品看,2019年板材营收57.2亿元、同比增长1.3%,营收占比12.6%、同比降3.0PCT;长材营收306.8亿元、同比增长4.1%,营收占比67.4%、同比降13.9PCT;外购钢材营收71.0亿元、同比增长2298.8%,营收占比15.6%、同比升14.8PCT;矿微粉营收1.3亿元、同比下降0.1%,营收占比0.3%、同比降0.1PCT。

2.毛利:2019年三钢闽光冶金制造业毛利占比98.9%、同比下降0.2PCT,板材、长材毛利占比分别为14.1%、84.6%,同比分别下降1.1PCT、上升1.2PCT

(1)分行业看,2019年公司冶金制造业毛利65.4亿元、同比下降36.5%,占比98.9%、同比下降0.2PCT;其他业务毛利0.7亿元、同比下降23.1%,占比1.1%、同比上升0.2PCT。(2)分产品看,2019年板材毛利9.3亿元、同比减少40.9%,占比14.1%、同比下降1.1PCT;长材毛利55.9亿元、同比减少35.5%,毛利占比84.6%,同比上升1.2PCT;矿微粉毛利0.2亿元、同比下降15.7%,毛利占比0.3%、同比升0.1PCT。

3.毛利率:2019年三钢闽光主营业务毛利率均明显下降,长材毛利率高于板材

(1)分行业看,2019年公司销售毛利率为14.5%、同比下降14.1PCT。其中,冶金制造业毛利率为15.0%、同比下降14.0PCT,其他业务毛利率为3.9%、同比下降10.0PCT。(2)分产品看,2019年长材毛利率最高,达18.2%,同比降11.2PCT;板材毛利率次之,达16.3%,同比降11.6PCT;外购钢材毛利率-0.2%、同比降7.4PCT;钢坯毛利率17.1%、同比降17.1PCT;矿微粉毛利率16.7%、同比降3.1PCT。

表 2：2019年三钢闽光业务分行业和分产品拆分

2019 年	营收 (亿元)	占比	同比变化	毛利 (亿元)	占比	同比变化	毛利率	同比变化
板材	57.2	12.6%	-3.0PCT	9.3	14.1%	-1.1 PCT	16.3%	-11.6 PCT
长材	306.8	67.4%	-13.9 PCT	55.9	84.6%	1.2 PCT	18.2%	-11.2 PCT
外购钢材	71.0	15.6%	14.8 PCT	-0.1	-0.2%	-0.4 PCT	-0.2%	-7.4 PCT
钢坯	0.0	0.0%	0.0 PCT	0.0	0.0%	0.0 PCT	17.1%	-17.1 PCT
矿微粉	1.3	0.3%	-0.1 PCT	0.2	0.3%	0.1 PCT	16.7%	-3.1 PCT
冶金制造业	436.4	95.9%	-2.2 PCT	65.4	98.9%	-0.2 PCT	15.0%	-14.0 PCT
其他业务	18.7	4.1%	2.2 PCT	0.7	1.1%	0.2 PCT	3.9%	-10.0 PCT
合计	455.1	100.0%	0.0 PCT	66.1	100.0%	0.0 PCT	14.5%	-14.1 PCT

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）盈利能力：吨钢盈利能力优于行业均值，吨钢期间费用较稳定

1.吨钢盈利能力：2019年三钢闽光吨钢营收、吨钢毛利降幅均低小于行业均值

2019年公司吨钢营收、吨钢毛利盈利降幅均低于行业均值。具体而言，2019年三钢闽光吨钢营收3490.7元/吨、吨钢毛利达625.8元/吨，同比分别下降4.7%、41.4%，行业均值同比分别下降5.9%、47.2%。

表 3：2018-2019年三钢闽光钢材品种盈利与行业情况比较（单位：元/吨）

	吨钢营收		吨钢毛利	
	三钢闽光	行业均值	三钢闽光	行业均值
2018 年	3662.3	4307.7	1068.2	1152.5
2019 年	3490.7	4055.6	625.8	608.6
2019 年同比	-4.7%	-5.9%	-41.4%	-47.2%

数据来源：公司财报、Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：（1）Mysteel 测算螺纹钢、热轧和冷轧毛利均只考虑现金成本、不考虑折旧，三钢闽光列示财务意义上的吨钢毛利及与括号内与 Mysteel 同统计方法的吨钢毛利数据。（2）钢铁营业收入、营业成本、毛利均取板材、长材营业收入、营业成本、毛利的和，即剔除外购钢材、钢坯、矿微粉部分。（3）吨钢营收（毛利）行业均值=长材营收（毛利）占钢铁营收（毛利）比率*Myspic 普钢绝对价格指数：长材（螺纹钢毛利）+板材营收（毛利）占钢铁营收（毛利）比率*Myspic 普钢绝对价格指数：板材（热轧、冷轧平均毛利）

2.成本控制能力：2019年三钢闽光吨钢原材料成本大幅上升导致吨钢总成本大幅上升，其他吨钢成本均下降

从同比绝对值来看，2019年三钢闽光吨钢总成本上升主要原因是吨钢原材料成

本大幅上升。通过进一步拆解2019年三钢闽光钢材产品成本构成可知：2019年公司吨钢总成本同比升10.4%至2875.7元/吨，吨钢原燃材料同比升27.9%至1536.2元/吨，其他吨钢成本同比均下降。吨钢燃料及动力同比降4.1%至1000.2元/吨，吨钢辅料成本同比降7.2%至124.2元/吨，吨钢人工成本同比降6.7%至109.8元/吨，吨钢折旧同比降4.9%至52.1元/吨，吨钢制造费用同比降4.0%至44.3元/吨，吨钢其他降2.2%至8.9元/吨。

表 4：2019年三钢闽光吨钢成本控制能力拆解（单位：元/吨）

	吨钢 总成本	吨钢 原材料	吨钢燃 料及动力	吨钢辅料	吨钢人 工成本	吨钢 折旧	吨钢制 造费用	吨钢 其他
2019A	2875.7	1536.2	1000.2	124.2	109.8	52.1	44.3	8.9
2018A	2605.4	1200.8	1043.0	133.9	117.8	54.7	46.1	9.1
同比变化幅度	10.4%	27.9%	-4.1%	-7.2%	-6.7%	-4.9%	-4.0%	-2.2%
同比变化绝对值	270.3	335.4	-42.8	-9.7	-7.9	-2.7	-1.8	-0.2
占比	100.0%	124.1%	-15.8%	-3.6%	-2.9%	-1.0%	-0.7%	-0.1%

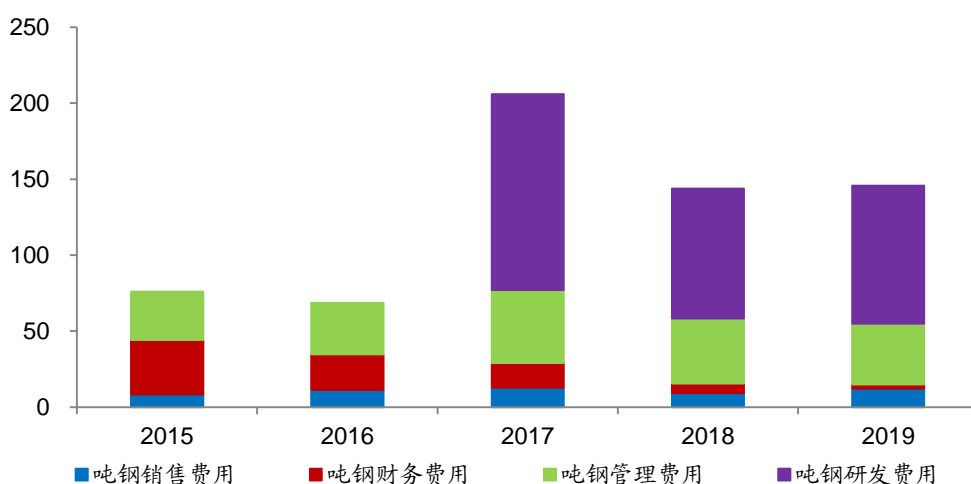
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

3.费用控制能力：2019年吨钢期间费用同比增1.4%，主因是销售费用大幅增长

2019年，三钢闽光期间费用合计15.2亿元、同比上升10.2%。其中，销售费用1.3亿元、同比上升43.2%，主要原因是运输费用同比大幅上升53.9%；财务费用0.3亿元，同比下降51.5%，主要原因是利息支付同比降8.9%，利息收入同比升33.2%；管理费用4.2亿元、同比上升1.3%；研发费用9.5亿元，同比上升15.7%。

吨钢期间费用：2019年三钢闽光吨钢期间费用145.8元/吨、同比上升1.4%。2019年，三钢闽光的吨钢销售费用12.1元/吨，同比上升31.7%；吨钢财务费用2.8元/吨，同比下降55.4%；吨钢管理费用40.0元/吨，同比下降6.8%；吨钢研发费用90.9元/吨，同比上升6.4%。

图 3：2015-2019年三钢闽光吨钢期间费用情况（元/吨）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

期间费用率：2019年三钢闽光期间费用率3.3%、同比下降0.5PCT，一季度为全年最高、三季度为全年最低。分季度来看，2019年，三钢闽光的销售费用率、财务费用率、管理费用率较稳定，分别在0.2%~0.3%、-0.1%~0.3%、0.7%~1.0%区间内波动；研发费用率在1.3%~2.8%区间内波动较大。从全年来看，2019年三钢闽光销售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率分别为0.3%、0.1%、0.9%和2.1%，较2018年分别持平、下降0.1PCT、下降0.2PCT和下降0.2PCT。

表 5：2019年三钢闽光吨钢期间费用分季度情况

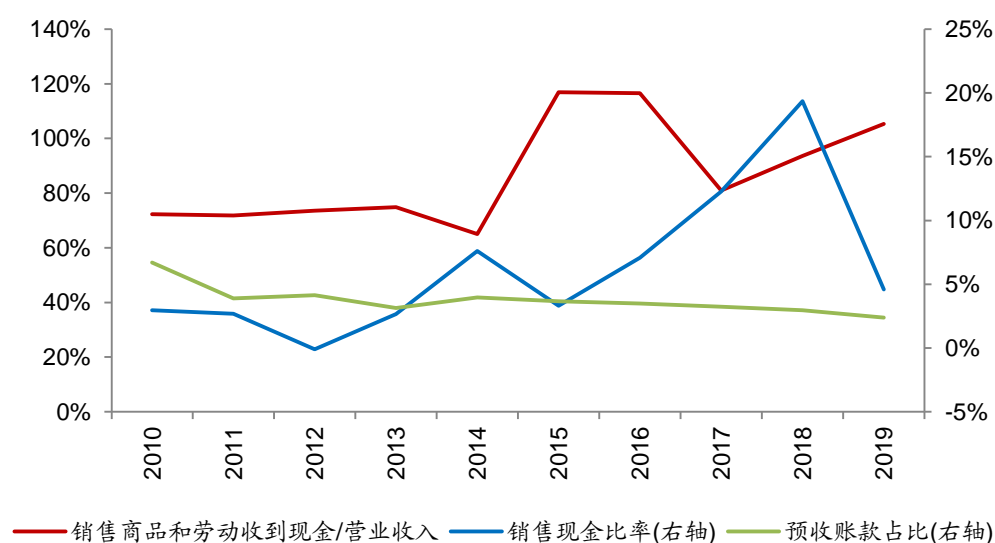
	吨钢期间费用绝对值（元/吨）					期间费用率拆解				
	期间费用	销售费用	财务费用	管理费用	研发费用	期间费用率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	研发费用率
2019Q1	134.3	10.1	0.0	32.2	91.9	4.1%	0.3%	0.0%	1.0%	2.8%
2019Q2	147.7	13.5	-2.8	42.2	94.8	3.6%	0.3%	-0.1%	1.0%	2.3%
2019Q3	121.2	11.7	-2.5	49.4	62.5	2.5%	0.2%	-0.1%	1.0%	1.3%
2019Q4	179.4	13.1	16.0	35.9	114.5	3.5%	0.3%	0.3%	0.7%	2.2%
2019A	145.8	12.1	2.8	40.0	90.9	3.3%	0.3%	0.1%	0.9%	2.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）经营质量：营运能力明显提升，获现能力和偿债能力有所下降

2019年，三钢闽光销售现金比率、预收账款占营收比率明显降低，销售商品和劳动收到现金占营收比例明显提升，获现能力有所下降。2019年，三钢闽光销售现金比率（经营活动产生的现金流量净额/营业收入）为4.6%、同比下降14.8PCT；预收账款占营收比率为2.4%、同比下降0.6PCT，创2010年以来新低；销售商品和劳动收到现金占营收比例为105.3%、同比上升11.7%。

图 4：2010-2019年三钢闽光获现能力分析



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2019年，三钢闽光的存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率均上升，整体营运能力明显上升。2019年，三钢闽光的存货周转率、应收账款周转率分别为13.0次、24.18次，较2018年分别上升1.9次、14.1次。流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率分别为2.8次、4.5次和1.6次，较2018年分别上升0.1次、0.8次、0.1次。

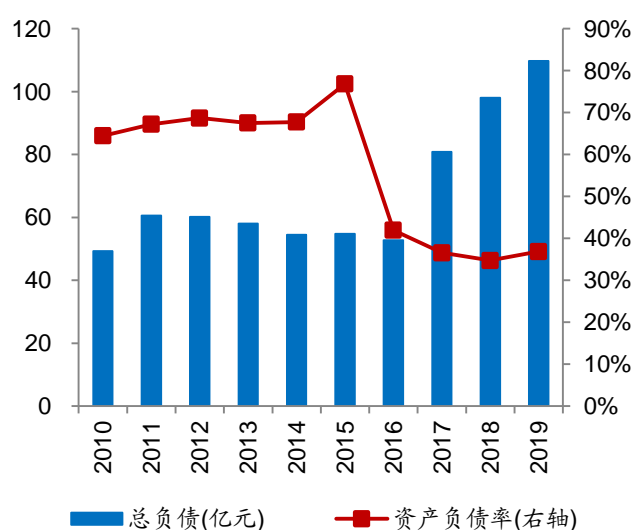
表 6：2015-2019年三钢闽光营运能力分析

	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)	流动资产周转率 (次)	固定资产周转率 (次)	总资产周转率 (次)
2015A	12.5	52.93	4.6	2.9	1.7
2016A	10.3	89.68	3.7	2.7	1.4
2017A	12.1	16.66	3.9	3.9	1.8
2018A	11.1	10.09	2.6	3.7	1.4
2019A	13.0	24.18	2.8	4.5	1.6

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

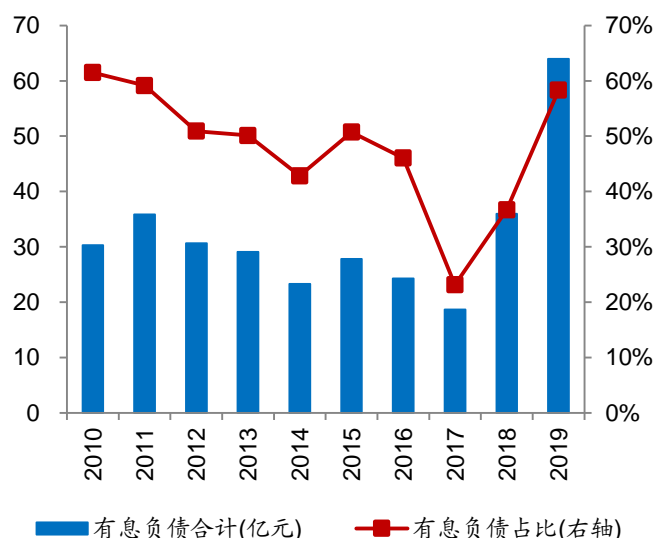
2019年，三钢闽光资产负债率和有息负债占比均明显上升，偿债能力有所下降，但仍处历史较好水平。2019年，三钢闽光总负债规模109.7亿元、同比上升11.9%，资产负债率36.9%，较2018年上升2.1PCT，为2010年以来的次低值。从债务内部结构看，有息负债合计64.0亿元、同比增长77.8%，主要原因是应付票据同比增长202.1%，有息负债占总负债的比重为58.3%，同比上升21.6PCT，流动比率和速动比率均明显下降，但仍均为2015年以来次高值。在本报告中，有息负债是指短期借款、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款、应付债券、长期应付款、应付票据和其他流动负债。

图 5：2010-2019年三钢闽光负债及资产负债率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 6：2010-2019年三钢闽光有息负债及占比变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 7：2015-2019年三钢闽光偿债能力分析

	资产负债率	流动负债占比	有息负债占比	流动比率	速动比率
2015A	76.9%	76.6%	50.7%	54.8%	34.6%
2016A	42.0%	85.1%	46.0%	120.0%	85.5%
2017A	36.6%	90.7%	23.1%	149.8%	120.3%
2018A	34.8%	94.5%	36.7%	177.4%	150.4%
2019A	36.9%	92.2%	58.3%	161.5%	126.9%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（四）环保治理：2020 年超低排放、节能改造计划投资 2.2 亿元

根据2019年年报，2019年度三钢闽光累计投入环保专项资金约27341万元。具体而言，三钢闽光2019年在建工程重要项目总预算318324万元，转入固定资产77084万元，期末余额9297万元、同比减少64.7%。其中，环保项目预算达26521万元，2019年转入固定资产23369万元，期末余额0万元；技改项目预算达201803万元，转入固定资产0万元，期末余额6232万元。

未来环保规划：根据公司2020年4月17日发布的《2020年4月16日、4月17日投资者关系活动记录表（电话会议）》，按照公司超低排放改造三年行动计划，**2020年环保超低排放、节能改造项目计划投资为22,151万元。**根据2019年公司年报，公司将坚持绿色发展，构建和谐钢企，不断强化环保升级，深化推进节能减排，持续推动现场管理提升。公司将做好生态旅游新三钢规划，抓好公司工业旅游配套设施建设，力争公司本部2022年建成国家AAAA级旅游景区。实施厂区现场管理二期提升改造项目，进一步提升厂区环境。加快美丽“大三钢”建设，推进泉州闽光、漳州闽光等生产基地的现场管理提升，努力打造钢铁行业绿色发展标杆企业。

表 8：2019年三钢闽光在建工程中部分重大项目列示（单位：万元）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加	转入固定资产	期末数
技改	201,803	-	6,232	-	6,232
环保	26,521	17,176	6,193	23,369	-
球团工程	52,000	7,583	46,132	53,715	-
三钢闽光大数据中心	38,000	1,558	1,507	-	3,065
合计	318,324	26,317	60,064	77,084	9,297

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、2020Q1 业绩：钢材产量减价涨，营业收入、归母净利润分别同比增 27.6%、减 47.6%

根据《三钢闽光:2020年4月30日投资者关系活动记录表》，2020年一季度三钢闽光产生铁202.0万吨、粗钢227.0万吨、钢材227.0万吨，分别同比下降6.0%、10.5%和8.7%。

2020年一季度，三钢闽光实现营业收入106.5亿元，同比增加27.6%，归母净利润5.0亿元、同比减少47.6%，归母扣非净利润5.0亿元、同比减少47.9%，每股收益0.21元/股、同比减少47.7%，销售毛利率10.7%、同比下降9.5PCT，销售净利率4.7%、同比下降6.8PCT，ROE为2.6%、同比下降2.4PCT。

1.盈利能力：2020年一季度吨钢价格同比下跌8.4%、环比下跌8.4%，吨钢毛利同比下跌24.2%、环比下跌21.9%，盈利能力优于行业均值

三钢闽光盈利能力优于行业均值。（1）从吨钢价格看，根据2020年一季报，三钢闽光吨钢价格4693.0元/吨，同比上涨42.9%，环比下跌8.4%。根据Mysteel数据，行业吨钢均价同比下跌6.3%、环比下跌5.0%。（2）从吨钢毛利看，2020年一季度，三钢闽光吨钢毛利为501.0元/吨，同比下降24.2%，环比下降21.9%，行业均价同比下降60.8%、40.5%。

表 9：2020年一季度三钢闽光钢材品种盈利与行业情况比较（单位：元/吨）

	吨钢价格		吨钢毛利	
	三钢闽光	行业均值	三钢闽光	行业均值
2020Q1	4693.0	3779.6	501.0	278.1
同比	42.9%	-6.3%	-24.2%	-60.8%
环比	-8.4%	-5.0%	-21.9%	-40.5%

数据来源：公司财报、Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：（1）Mysteel 测算螺纹钢、热轧和冷轧毛利均只考虑现金成本、不考虑折旧，三钢闽光列示财务意义上的吨钢毛利及与括号内与 Mysteel 同统计方法的吨钢毛利数据。（2）吨钢营收（毛利）=营业收入（毛利润）/当期产量，吨钢营收（毛利）行业均值=2019 年长材营收（毛利）占钢铁营收（毛利）比率*Myspic 普钢绝对价格指数：长材（螺纹钢毛利）+2019 年板材营收（毛利）占钢铁营收（毛利）比率*Myspic 普钢绝对价格指数：板材（热轧、冷轧平均毛利）。

2.费用控制能力：2020年一季度吨钢期间费用同比上升38.3%，环比上升3.5%

2020年一季度，三钢闽光期间费用合计4.2亿元，同比上升23.5%，环比下降12.1%。其中，销售费用0.3亿元，同比上升5.6%，环比下降22.6%；财务费用0.3亿元，同比上升32958.4%，环比下降27.8%，同比升幅高主要系利息净支出、汇票贴现利息同比增加所致；管理费用1.2亿元、同比上升48.5%，环比上升27.0%，同比升幅高主要系无形资产摊销同比增加所致；研发费用2.4亿元，同比上升3.5%，环

比下降20.9%。

吨钢期间费用：2020年一季度三钢闽光吨钢期间费用185.7元/吨、同比上升38.3%，环比上升3.5%。其中，吨钢销售费用11.9元/吨，同比上升18.2%，环比下降8.9%；吨钢财务费用13.6元/吨，同比上升36916.0%，环比下降15.1%；吨钢管理费用53.6元/吨，同比上升66.3%，环比上升49.5%；吨钢研发费用106.6元/吨，同比上升15.9%，环比下降6.9%。

期间费用率：2020年一季度三钢闽光期间费用率4.0%、同比下降0.1PCT，环比上升0.5PCT。三钢闽光销售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率分别为0.3%、0.3%、1.1%和2.3%，同比分别降0.1PCT、升0.3PCT、升0.2PCT和降0.5PCT，环比分别持平、持平、升0.4PCT、持平。

表 10：2020年一季度三钢闽光期间费用情况

	吨钢期间费用绝对值（元/吨）					期间费用率拆解				
	期间费用	销售费用	财务费用	管理费用	研发费用	期间费用率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	研发费用率
20Q1	185.7	11.9	13.6	53.6	106.6	4.0%	0.3%	0.3%	1.1%	2.3%
同比	38.3%	18.2%	36916.0%	66.3%	15.9%	-0.1PCT	-0.1PCT	0.3PCT	0.2PCT	-0.5PCT
环比	3.5%	-8.9%	-15.1%	49.5%	-6.9%	0.5PCT	0.0PCT	0.0PCT	0.4PCT	0.0PCT

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

3.经营质量：获现能力提升，营运、偿债能力下降

2020年一季度，三钢闽光销售商品和劳动收到的现金占营收比例同环比均明显提升，总资产周转率同比改善、环比恶化，资产负债率、流动比率同环比均明显恶化。具体而言，2020年一季度，销售商品和劳动收到现金/营业收入为124.5%，同比上升13.5PCT，较2019年上升19.2PCT。总资产周转率0.4次，同比上升0.1次，较2019年下降1.2次。资产负债率37.7%，同比升6.4PCT，较2019年末上升0.8PCT，但仍为历史较好水平。流动比率156.4%，同比降29.7PCT，较2019年下降5.1PCT。

表 11：2020年一季度三钢闽光经营质量分析

	销售商品和劳动收到现金/营业收入	总资产周转率（次）	资产负债率	流动比率
20Q1	124.5%	0.4	37.7%	156.4%
同比	13.5PCT	0.1	6.4PCT	-29.7PCT
较 2019 年变化	19.2PCT	-1.2	0.8PCT	-5.1PCT

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、2020 年计划：钢材、焦炭产量同比分别减 7.7%、39.6%，营收、利润分别减 5.2%、33.6%

2020年经营计划：根据公司2019年年报，公司计划2020年产铁831.0万吨（其中三明本部580.0万吨、泉州闽光251.0万吨）、钢981.0万吨（其中三明本部690.0万吨、泉州闽光291.0万吨）、钢材963.0万吨（其中三明本部621.0万吨、泉州闽光306.0万吨、漳州闽光36.0万吨）、焦炭43.5万吨，分别较2019年实际产量减少5.1%、5.4%、7.7%和39.6%。从2015-2019年历史数据来看，2016年以来，三钢闽光钢材产量计划完成率均超100.0%、产销率均达到99.0%。

表 12：2015-2019年三钢闽光年度生产计划与实际表现一览

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
上年年报计划钢材产量（万吨）	603.0	530.0	615.0	636.0	1017.0
当年实际实现钢材产量（万吨）	589.5	618.1	631.1	959.3	1042.9
钢材产量计划完成率	97.8%	116.6%	102.6%	150.8%	102.5%
当年钢材产量（万吨）	589.5	618.1	631.1	959.3	1042.9
当年钢材销量（万吨）	588.3	616.3	633.8	964.6	1045.0
销量/产量	99.8%	99.7%	100.4%	100.6%	100.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2017 年钢材产量数据未回溯调整。

根据2019年公司年报，公司计划2020年实现营业收入431.48亿元，利润24.39亿元，分别较2019年实际实现营收、利润减少5.2%、33.6%；基建技改计划投资40.82亿元，公司生产经营、基建技改投入资金主要来源为自有资金和银行借款。根据公司2020年4月17日发布的《2020年4月16日、4月17日投资者关系活动记录表（电话会议）》，按照公司超低排放改造三年行动计划，2020年环保超低排放、节能改造项目计划投资为2.2亿元。

为实现2020年经营目标，公司将采取以下措施：（1）巩固成本优势，促进稳定高效。公司将提升工序运行质量；持续深化精细化管理，确保2020年公司本部各工序同口径加工费不高于2019年平均水平；灵活实施营销运作，加强一体化采购，统筹各地资源配置，降低采购综合成本；力争进口矿综合采购价格低于普氏指数均价1美元/吨以上，确保省内优质矿不外流，加强云商公司运行管理，推进公司战略转型。

（2）推进创新驱动，打造卓越三钢。公司将加快推进智能制造，持续强化技术创新，积极推进产品升级。（3）坚持绿色发展，构建和谐钢企。公司将不断强化环保升级，深化推进节能减排，持续推动现场管理提升，力争公司本部2022年建成国家AAAA级旅游景区。

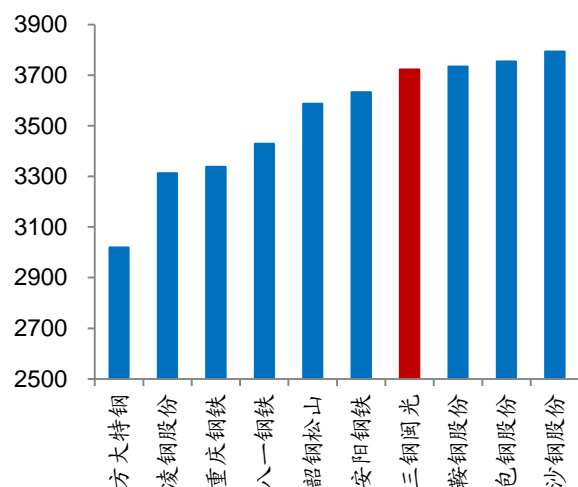
四、公司看点：产能具备弹性，区位优势明显，控本能力强

积极购买产能指标，做大钢铁主业，增强规模优势。三钢闽光是福建省内唯一采用焦化—烧结—高炉—转炉—连铸—轧钢的长流程钢铁生产企业，拥有福建省最大的焦炉、烧结机、高炉、转炉和全省唯一的板坯连铸生产线，工艺技术及装备处于国内先进水平。根据2019年年报，目前公司具备年产钢能力1000万吨，着力强化钢铁主业发展，积极购买钢铁产能指标做大主业。根据公司2019年1月31日公告《三钢闽光：关于签订钢铁产能指标<资产交易合同>的公告》，2019年1月30日公司再次通过山东产权交易中心以9.8669亿元竞拍取得山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司拟转让的产能指标（铁：104万吨、钢：100万吨），并与转让方签订了《资产交易合同》。根据2019年4月15日，新疆维吾尔自治区工业和信息化厅发布的《山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司产能出让公告》，三钢闽光为钢铁产能（铁：100万吨、钢：100万吨）受让方。

区位优势明显。根据公司年报与Wind数据，公司为福建省最大的钢铁生产基地，2019年公司粗钢产量占福建粗钢产量的43.4%。2019年，公司建材、普板、圆钢在福建市场占有率分别在55%、80%、68%左右。福建省是“海上丝绸之路”的重要起点，福建自贸区是国务院正式批复设立的第二批自贸试验区，区域经济发展前景良好。福建省正在加快科学发展、跨越发展，福建省计划在基础设施、工业、保障性安居工程等领域加大投资，这将拉动福建省区域市场钢材需求增长。根据福建省发展和改革委员会2020年2月22日发布的《福建省发展和改革委员会关于印发2020年度省重点项目名单的通知》，2020年福建省固定资产投资仍将保持较快增长，地铁、高铁、高速公路等开工项目较多，2020年福建省政府确定的重点项目1567个，总投资3.84万亿元，其中在建项目1257个，总投资2.97万亿元，2020年度计划投资5005亿元，因此2020年福建省钢材需求有望保持较好水平，为公司提供市场空间；但福建沿海部分产能置换项目将逐步建成投产，市场供给加大，竞争格局进一步加剧。

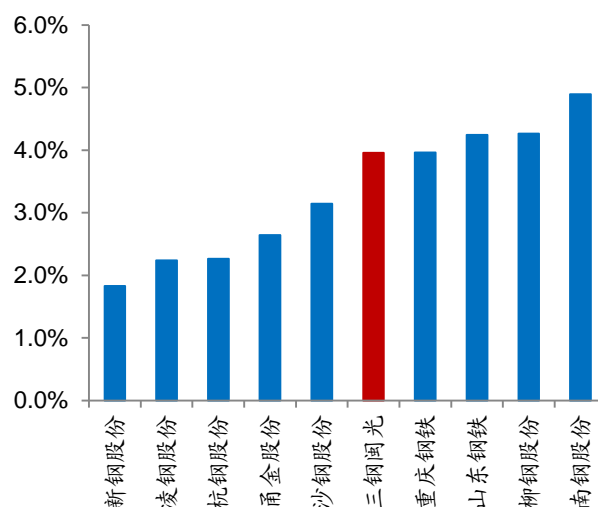
控本能力较强。2019年三钢闽光持续完善对标平台，推进全流程降成本，公司三明本部、泉州闽光分别实现同口径降成本16.17元/吨、2.88元/吨，合计降本增效1.29亿元。根据各公司2019年年报，2019年，三钢闽光吨钢成本在34家申万钢企中排名7，处于行业内较好水平。根据各公司2020年一季报，2020年一季度三钢闽光期间费用率为4.0%，在34家申万钢企中排名第6。

图 7: 2019年申万钢企吨钢成本最低十名情况(单位: 元/吨)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

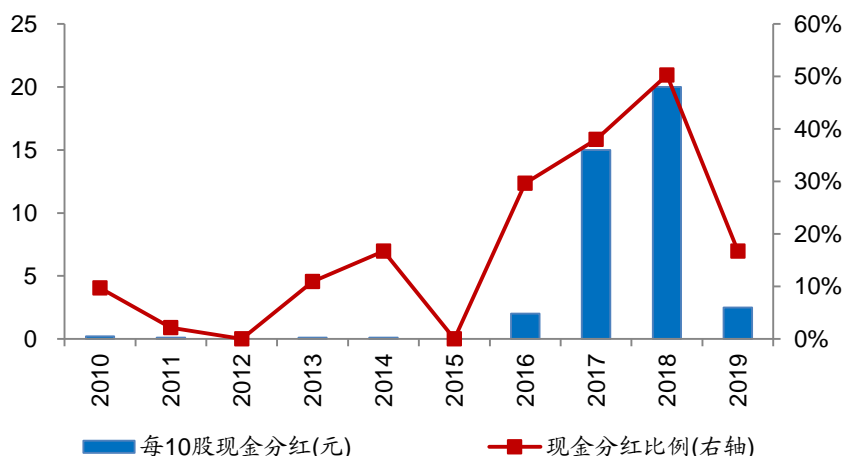
图 8: 2020Q1申万钢企期间费用率最低十名情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

持续稳定分红。根据公司年报, 2010以来三钢闽光10年间有8年进行了现金分红, 2017-2019年现金分红占归母净利润比例为38.0%、50.2%和16.7%, 整体分红情况较稳定。随着三钢闽光盈利能力增强, 持续稳定分红的可能性较高。根据三钢闽光2017年11月11日发布的《未来三年(2018-2020年度)股东分红回报规划》, 在2018-2020年, 公司每年以现金方式分配的利润应不少于当年实现的可供分配利润的10%, 且在任意三个连续年度内, 公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的30%, 具体每个年度的分红比例由董事会根据公司年度盈利状况和未来资金使用计划提出预案。公司遵循差异化的现金分红政策: (1) 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%; (2) 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%; (3) 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。

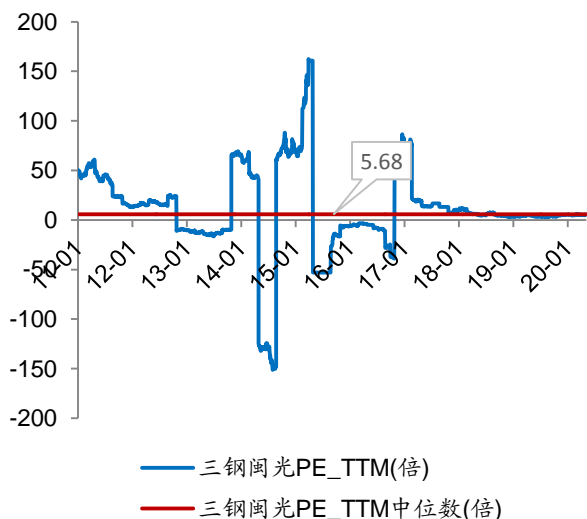
图 9：2010-2019年三钢闽光现金分红情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三钢闽光PB_LF估值处于2011年以来8.9%分位。截至2020年5月7日，从PB_LF估值指标来观测，三钢闽光PB_LF为0.92倍，处于2011年至今数据的8.9%分位（2011年以来中位数1.47倍），整体PB_LF估值较低。从PE_TTM估值指标观测，三钢闽光PE_TTM为5.51倍，处于2011年至今数据的49.1%分位（2011年以来中位数5.68倍）。

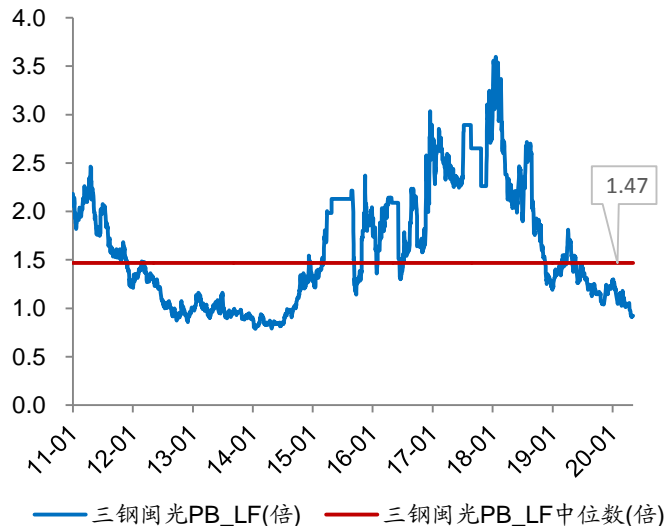
图 10：2011年至今三钢闽光PE_TTM估值



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

备注：PE 规则为 TTM，即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东净利润之和。

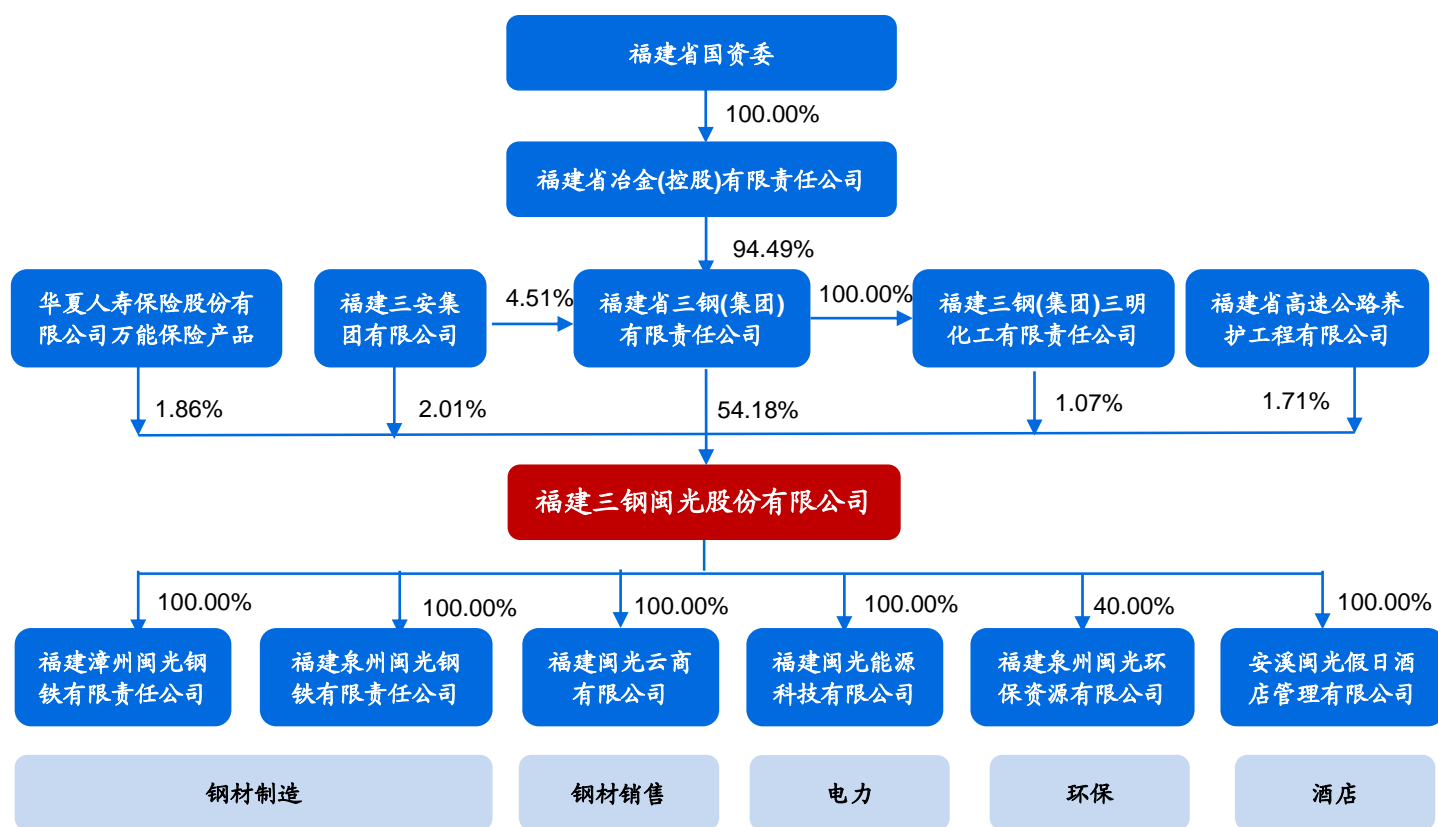
图 11：2011年至今三钢闽光PB_LF估值



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

备注：PB_LF 估值为即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

图 12: 截至2020一季度末, 三钢闽光股权结构图



数据来源: 2019年年报、2020年一季度报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: (1) 截至2020年3月末, 三钢闽光持股比例超1.0%的股东还有香港中央结算有限公司(1.21%)、厦门国贸集团股份有限公司(1.11%)、华夏人寿保险股份有限公司-自有资金(1.08%)。其中, 华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品和华夏人寿保险股份有限公司-自有资金为一致行动人。(2) 三钢闽光股东信息截至2020年3月末, 子公司信息截至2019年末。

五、盈利预测与投资建议：区位优势明显，做大钢铁主业增强规模优势，维持“买入”评级

本报告的盈利预测假设如下：

（1）量：根据公司2019年年报，三钢闽光计划2020年产铁831.0万吨、钢981.0万吨、材963.0万吨、焦炭43.5万吨，分别较2019年实际产量减少5.1%、5.4%、7.7%和39.6%。截至2019年底，三钢闽光具备年产钢能力1000万吨，主要产品为板材、长材，广泛应用于建筑业、制造业相关领域。受累于新冠疫情影响，预计2020年钢铁行业供需弱平衡，结合2020年产钢材963万吨经营目标和较高的历史钢材生产计划完成率，我们预计2020年公司钢材产量同比减少7.7%至963.0万吨。综合分析公司钢材产能和市场供需情况，预计2021-2022年钢铁行业景气度有望改善，公司高炉检修完成，钢材产量明显增长。

（2）价：受累于新冠疫情影响，预计2020年钢铁行业供需弱平衡，整体钢价稳中偏弱，但考虑到三钢闽光所处的福建地区供需格局较好，公司钢材产品区域市占率较高，因此我们预计2020年公司钢材均价下跌5.3%。随着稳增长项目逐步落地，新冠疫情影响逐步消退，预计2021-2022年钢铁供需格局将边际改善，主要钢材品种价格较2020年明显回升。

（3）利：四大矿山2020年铁矿石计划产量增长3.4%，海外疫情拖累海外粗钢生产，预计2020年全球生铁产量增速将回落，全球铁矿石供给将相对过剩，预计铁矿石价格将明显下跌，但铁矿石价格跌幅小于钢材价格跌幅，预计2020年主要钢材品种毛利将下降。基于2021-2022年全球铁矿石产能处于扩张期，预计2021-2022年铁矿石价格走势将弱于钢材，预计主要钢材品种毛利将上升。考虑公司区域竞争力强，积极购买产能指标，增强规模优势，控本能力不断增强，预计未来公司盈利韧性有望增强。

表 13：三钢闽光的主营业务预测（单位：万元）

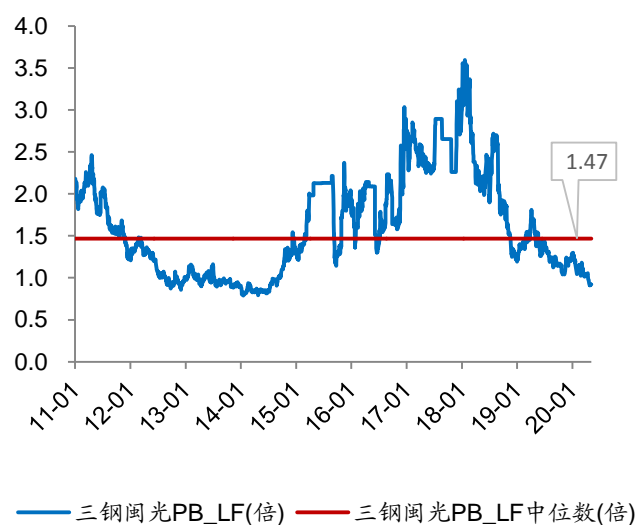
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	3,168,576	3,624,821	4,551,132	4,198,527	4,430,998	4,658,256
其中：板材	479,901	564,809	572,243	442,100	448,867	474,780
长材	2,590,182	2,948,427	3,068,068	2,461,096	2,621,222	2,779,408
外购钢材	15,968	29,609	710,258	904,625	953,098	980,698
矿微粉	8,340	13,345	13,338	10,198	11,489	12,980
钢坯及其他	74,186	68,631	187,226	380,508	396,322	410,390
营业成本合计	2,242,651	2,585,695	3,890,071	3,690,507	3,883,546	4,069,759
其中：板材	362,005	407,117	479,093	375,151	379,352	400,154
长材	1,795,441	2,081,358	2,508,618	2,043,613	2,172,997	2,296,681
外购钢材	14,354	27,477	711,363	902,105	945,412	970,098
矿微粉	6,651	10,710	11,116	8,978	9,956	12,153
钢坯及其他	64,200	59,034	179,881	360,660	375,829	390,673
营业毛利合计	925,925	1,039,126	661,061	508,020	547,452	588,497
其中：板材	117,896	157,692	93,151	66,949	69,515	74,626
长材	794,740	867,069	559,450	417,483	448,225	482,727
外购钢材	1,614	2,132	-1,106	2,520	7,686	10,600
矿微粉	1,689	2,635	2,222	1,220	1,533	827
钢坯及其他	9,986	9,597	7,345	19,848	20,493	19,717

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三钢闽光为福建省最大的钢企，积极购买产能指标，做大钢铁主业，增强规模优势，区域竞争力强，控本能力持续提升，公司盈利韧性有望增强。预计公司2020-2022年EPS为1.06/1.16/1.25元，对应2020年5月7日收盘价，2020-2022年PE为6.82/6.26/5.80倍，2020年PB为0.86倍。

从公司历史估值来看，2011年至今PB_LF估值中枢为1.47倍，2018年至今PB_LF估值中枢为1.42倍。综合考虑公司历史PB估值中枢水平，区位优势明显，控本能力不断提升，盈利韧性有望增强，我们预计公司2020年合理PB为1.2倍左右，以2020年预测每股净资产8.43元计算，公司合理价值为10.12元/股，对应2020年PE为9.55倍。我们测算的三钢闽光2020年1.2倍合理PB估值接近可比公司方大特钢、韶钢松山、柳钢股份的市值加权平均PB估值水平（1.18倍），维持“买入”评级。

图 13: 2011年至今三钢闽光PB_LF估值



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

备注: PB_LF 估值为即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

图 14: 2018年以来三钢闽光PB_LF估值



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

备注: PB_LF 估值为即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

表 14: 三钢闽光的可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价(元/股)	PB (倍)				
			2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
600507.SH	方大特钢	5.33	3.45	2.25	2.23	1.36	1.18
600019.SH	韶钢松山	4.83	1.16	0.82	0.72	1.23	1.03
000761.SZ	柳钢股份	3.41	1.14	0.68	0.78	0.71	0.64

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注: 可比公司 2020-2021 年的 PB 估值取自 Wind 一致预期, 最新收盘价为 2020 年 5 月 7 日收盘价。

六、风险提示

1. 宏观经济大幅波动;
2. 主流矿产量不达预期, 计划产量完成度低于预期;
3. 新冠疫情对需求的影响。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	16,432	16,331	16,379	16,742	17,472	
货币资金	6,325	6,017	6,599	6,580	7,048	
应收及预付	4,340	1,148	2,465	2,113	2,388	
存货	2,502	3,500	3,404	3,553	3,733	
其他流动资产	3,265	5,666	3,910	4,496	4,303	
非流动资产	11,786	13,438	15,664	17,694	19,778	
长期股权投资	260	276	305	329	354	
固定资产	9,715	10,333	11,900	13,166	14,522	
在建工程	636	421	435	373	336	
无形资产	584	1,438	2,094	2,815	3,515	
其他长期资产	590	969	930	1,010	1,051	
资产总计	28,218	29,769	32,042	34,436	37,250	
流动负债	9,263	10,113	10,237	10,477	10,973	
短期借款	1,930	1,911	1,903	1,913	1,923	
应付及预收	4,690	7,380	6,784	7,208	7,534	
其他流动负债	2,643	822	1,550	1,356	1,516	
非流动负债	543	861	1,055	1,157	1,256	
长期借款	0	300	500	600	700	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	543	561	555	557	556	
负债合计	9,806	10,974	11,292	11,634	12,229	
股本	1,634	2,452	2,452	2,452	2,452	
资本公积	5,861	5,044	5,044	5,044	5,044	
留存收益	10,902	11,426	13,333	15,390	17,596	
归属母公司股东权益	18,329	18,728	20,676	22,719	24,930	
少数股东权益	82	67	74	83	91	
负债和股东权益	28,218	29,769	32,042	34,436	37,250	

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	36,248	45,511	41,985	44,310	46,583
营业成本	25,857	38,901	36,905	38,835	40,698
营业税金及附加	300	194	235	228	247
销售费用	88	126	96	110	125
管理费用	412	417	376	400	437
研发费用	819	948	867	920	957
财务费用	60	29	29	32	33
资产减值损失	-1	0	-9	-6	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	64	45	52	51	55
营业利润	8,685	4,872	3,443	3,752	4,052
营业外收支	11	42	32	35	34
利润总额	8,697	4,914	3,474	3,787	4,085
所得税	2,179	1,229	869	947	1,021
净利润	6,517	3,685	2,606	2,840	3,064
少数股东损益	10	12	7	8	9
归属母公司净利润	6,507	3,673	2,599	2,832	3,055
EBITDA	9,445	5,713	4,823	4,907	5,286
EPS (元)	3.98	1.50	1.06	1.16	1.25

现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	7,017	2,092	2,896	4,521	4,388	
净利润	6,517	3,685	2,606	2,840	3,064	
折旧摊销	672	787	1,316	1,091	1,166	
营运资金变动	-313	-2,499	-1,162	457	20	
其它	141	118	136	133	138	
投资活动现金流	-3,455	448	-1,730	-3,655	-3,017	
资本支出	-2,939	-1,600	-3,541	-3,014	-3,197	
投资变动	-529	200	1,673	-666	114	
其他	13	1,848	138	25	66	
筹资活动现金流	-2,023	-3,330	-584	-886	-903	
银行借款	2,075	2,252	192	110	110	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-4,098	-5,582	-776	-996	-1,013	
现金净增加额	1,539	-789	582	-19	468	
期初现金余额	4,236	5,776	6,017	6,599	6,580	
期末现金余额	5,776	4,986	6,599	6,580	7,048	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	14.4%	25.6%	-7.7%	5.5%	5.1%
营业利润增长	13.7%	-43.9%	-29.3%	9.0%	8.0%
归母净利润增长	20.0%	-43.5%	-29.3%	9.0%	7.9%
获利能力					
毛利率	28.7%	14.5%	12.1%	12.4%	12.6%
净利率	18.0%	8.1%	6.2%	6.4%	6.6%
ROE	35.5%	19.6%	12.6%	12.5%	12.3%
ROIC	31.9%	17.6%	11.3%	11.3%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	34.8%	36.9%	35.2%	33.8%	32.8%
净负债比率	53.3%	58.4%	54.4%	51.0%	48.9%
流动比率	1.77	1.61	1.60	1.60	1.59
速动比率	1.42	1.17	1.17	1.16	1.15
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.53	1.31	1.29	1.25
应收账款周转率	1,204.16	314.82	417.64	376.64	389.38
存货周转率	14.49	13.00	12.33	12.47	12.48
每股指标 (元)					
每股收益	3.98	1.50	1.06	1.16	1.25
每股经营现金流	4.29	0.85	1.18	1.84	1.79
每股净资产	11.21	7.64	8.43	9.27	10.17
估值比率					
P/E	3.21	6.25	6.82	6.26	5.80
P/B	1.14	1.23	0.86	0.78	0.71
EV/EBITDA	1.77	3.36	2.83	2.80	2.53

广发钢铁行业研究小组

李莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2019年新财富金属和金属新材料行业第四名（团队），2018年保险资管IAMAC第三名，2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：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：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。