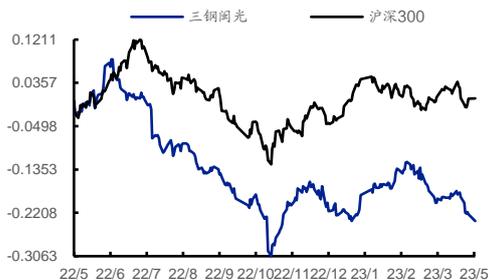


研究所  
 证券分析师： 谢文迪 S03505221100044  
 xiewd@ghzq.com.cn

## 东南低成本龙头，享区域发展红利 ——三钢闽光（002110）2022年报及2023Q1季报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
三钢闽光	-5.9%	-8.0%	-24.5%
沪深300	-1.8%	-2.7%	0.3%

### 市场数据

	2023/05/04
当前价格(元)	4.63
52周价格区间(元)	4.11-7.43
总市值(百万)	11,350.80
流通市值(百万)	11,350.80
总股本(万股)	245,157.62
流通股本(万股)	245,157.62
日均成交额(百万)	93.93
近一月换手(%)	0.44

### 事件：

**三钢闽光发布 2022 年年报和 2023 年一季报：**2022 年公司实现营业总收入 516.58 亿元，同比减少 17.7%（可比口径，全文同）；实现归母净利润 1.39 亿元，同比减少 96.5%。2023Q1 公司实现营收 119.70 亿元，同比下降 6.8%；实现归母净利润-0.66 亿元，同比减少 112.5%。

### 投资要点：

- **2023Q1 营收环比好转，但平均毛利下降致短期业绩承压。**2022 年钢铁行业在供需双弱，预期转弱的冲击下，钢铁行业整体盈利承压，下半年钢企生产积极性降低，主被动减产以缓解供需矛盾。公司 2022 年产钢 1102.7 万吨，同比减少 3.3%；生铁 936.3 万吨，同比减少 3.1%；钢材 1085.0 万吨，同比减少 4.7%；公司冶金制造行业平均售价 4398.2 元/吨，同比减少 14.6%。因商品销量和售价同比减少，叠加上游原燃料价格高企，公司 2022 年归母净利润同比减少 96.5%。2023Q1 公司营收同环比分别为-6.8%/2.1%；归母净利润同比减少 112.5%，主要系公司钢材平均毛利率下降所致。
- **期间费用管理可控，成本优势凸显。**公司 2022 年期间费用率为 4.69%，同比+1.23pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.09%/1.31%/ 2.94%/0.34%。其中，研发费用率同比+0.74pct，主要系公司加大产品研发与应用所致。公司扎实推进“对标挖潜”与“全流程降成本”等活动，不断将降本增效工作提高到新的高度，2022 年吨钢费用低于行业均值的 46.0%。
- **福建地区龙头，确立品牌特质，受益本省投资稳增长。**公司是福建省最大的钢企，拥有闽光本部、泉州闽光、罗源闽光等主要生产基地，具备年产钢能力 1200 多万吨，产品包括建筑用材、中厚板材、H 型钢等六大系列。公司产品销售以福建省钢材需求为依托，立足区域市场，并辐射周边省份。公司产品质优，深受用户欢迎，建材产品市占率达 50%左右；圆钢产品省内市占率长期保持在 70%以上，中板材产品市占率稳定在 80%以上。2022 年福建省固定资产投资增长 7.5%，增速高于全国、领跑东部；2023 年，福建省固定投资增速目标为 6%，已确定的重点项目有 1580 个，预计年度计划投资 6480 亿元，公司有望受益区域经济稳增长。
- **国有企业融资与资金优势显著。**公司作为国有企业，在银行融资系统拥有良好的口碑。2022 年末，公司取得银行综合授信额度 326 亿元，用信 153 亿元，剩余额度 173 亿元，充分利用云商公司与闽光系各公司贸易背景真实、发票充足的优势，打通开具银行承兑汇票的融资通道。公司综合资金成本控制在 2.80%，大幅降低融资成

本；资产负债率基本控制在 50% 水平，优质资产夯实。

- 我们预计 2023 年钢铁行业仍将整体承压，钢价整体高位窄幅震荡为主。下游需求端较为稳定，下半年行业潜在平控因素将缓解供需矛盾，行业盈利面有望得到修复。公司是福建地区龙头，区域内具有高知名度及市占率，具有成本及资金优势，且未来将持续受益区域经济稳增长。因此，我们预计 2023-2025 年实现营业收入 522.5/545.9/564.7 亿元，同比分别为 1.1%/4.5%/3.4%；实现归母净利润 4.7/7.5/8.9 亿元，同比增长 238.1%/59.8%/18.2%，对应 2023-2025 年 PE 为 24.20/15.14/12.82 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**政策调节力度超预期、宏观经济增速不及预期、原材料价格波动、下游需求不及预期、产品价格下跌风险、基建投资增速或不达预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	51658	52252	54594	56470
增长率（%）	-18	1	4	3
归母净利润（百万元）	139	469	749	886
增长率（%）	-97	238	60	18
摊薄每股收益（元）	0.06	0.19	0.31	0.36
ROE（%）	1	2	3	4
P/E	78.33	24.20	15.14	12.82
P/B	0.54	0.52	0.50	0.49
P/S	0.22	0.22	0.21	0.20
EV/EBITDA	11.36	10.87	11.24	10.45

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

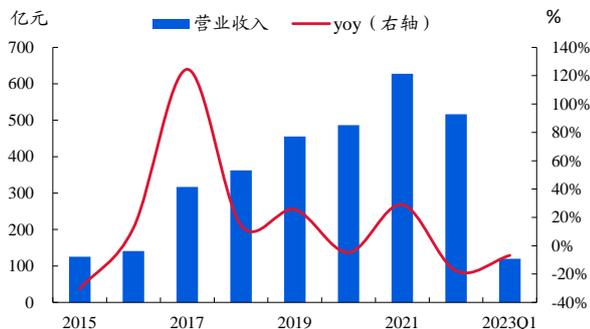
## 事件:

三钢闽光发布 2022 年年报和 2023 年一季报: 2022 年公司实现营业总收入 516.58 亿元, 同比减少 17.7% (可比口径, 全文同); 实现归母净利润 1.39 亿元, 同比减少 96.5%。2023Q1 公司实现营收 119.70 亿元, 同比下降 6.8%; 实现归母净利润-0.66 亿元, 同比减少 112.5%。

## 评论:

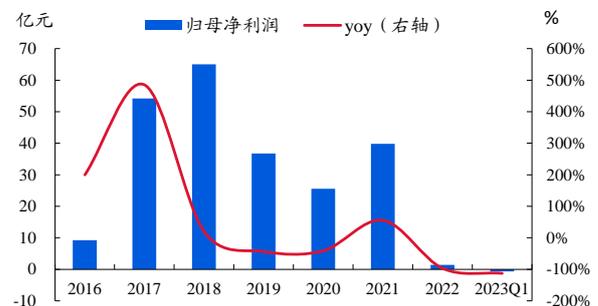
**2023Q1 营收环比好转, 但平均毛利下降致短期业绩承压。**2022 年钢铁行业在供需双弱, 预期转弱的冲击下, 钢铁行业整体盈利承压, 下半年钢企生产积极性降低, 主被动减产以缓解供需矛盾。公司 2022 年产钢 1102.7 万吨, 同比减少 3.3%; 生铁 936.3 万吨, 同比减少 3.1%; 钢材 1085.0 万吨, 同比减少 4.7%; 公司冶金制造行业平均售价 4398.2 元/吨, 同比减少 14.6%。因商品销量和售价同比减少, 叠加上游原燃料价格高企, 公司 2022 年归母净利润同比减少 96.5%。2023Q1 公司营收同环比分别为-6.8%/2.1%; 归母净利润同比减少 112.5%, 主要系公司钢材平均毛利率下降所致。

图 1: 2015-2023Q1 公司营收情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

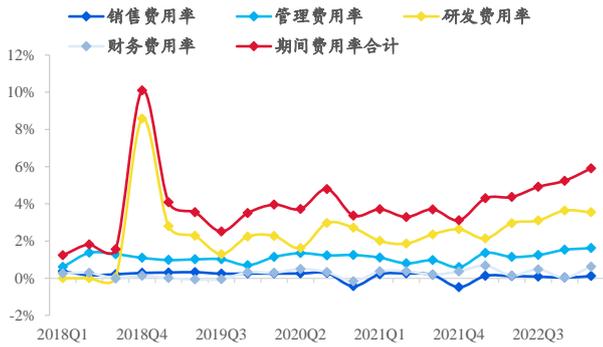
图 2: 2016-2023Q1 公司归母净利润情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

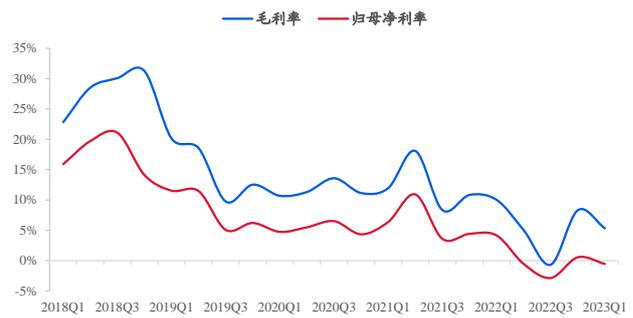
**期间费用管理可控, 成本优势凸显。**公司 2022 年期间费用率为 4.69%, 同比 +1.23pct; 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.09%/1.31%/ 2.94%/0.34%。其中, 研发费用率同比+0.74pct, 主要系公司加大产品研发与应用所致。公司扎实推进“对标挖潜”与“全流程降成本”等活动, 不断将降本增效工作提高到新的高度, 2022 年吨钢费用低于行业均值的 46.0%。

图 3: 2018-2023Q1 公司单季度期间费用率情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 4: 2018-2023Q1 公司单季度毛利率情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

**福建地区龙头，确立品牌特质，受益本省投资稳增长。**公司是福建省最大的钢企，拥有闽光本部、泉州闽光、罗源闽光等主要生产基地，具备年产钢能力 1200 多万吨，产品包括建筑用材、中厚板材、H 型钢等六大系列。公司产品销售以福建省钢材需求为依托，立足区域市场，并辐射周边省份。公司产品质优，在区域市场具有高知名度，建材产品市占率达 50% 左右；圆钢产品省内市占率长期保持在 70% 以上，中板材产品市占率稳定在 80% 以上。2022 年福建省固定资产投资增长 7.5%，增速高于全国、领跑东部；2023 年，福建省固定投资增速目标为 6%，已确定的重点项目有 1580 个，预计年度计划投资 6480 亿元，公司有望受益区域经济稳增长。

**国有企业融资与资金优势显著。**公司作为国有企业，在银行融资系统拥有良好的口碑。2022 年末，公司取得银行综合授信额度 326 亿元，用信 153 亿元，剩余额度 173 亿元，充分利用云商公司与闽光系各公司贸易背景真实、发票充足的优势，打通开具银行承兑汇票的融资通道。公司综合资金成本控制在 2.80%，大幅降低融资成本；资产负债率基本控制在 50% 水平，优质资产夯实。

我们预计 2023 年钢铁行业仍将整体承压，钢价整体高位窄幅震荡为主。下游需求端较为稳定，下半年行业潜在平控因素将缓解供需矛盾，行业盈利面有望得到修复。公司是福建地区龙头，区域内具有高知名度及市占率，具有成本及资金优势，且未来将持续受益区域经济稳增长。因此，我们预计 2023-2025 年实现营业收入 522.5/545.9/564.7 亿元，同比分别为 1.1%/4.5%/3.4%；实现归母净利润 4.7/7.5/8.9 亿元，同比增长 238.1%/59.8%/18.2%，对应 2023-2025 年 PE 为 24.20/15.14/12.82 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 1) 政策调节力度超预期;
- 2) 宏观经济增速不及预期;
- 3) 原材料价格波动;
- 4) 下游需求不及预期;
- 5) 产品价格下跌风险;
- 6) 基建投资增速或不达预期。

附表：三钢闽光盈利预测表

证券代码:	002110				股价:	4.63		投资评级:	增持		日期:	2023/05/04	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	1%	2%	3%	4%	EPS	0.06	0.19	0.31	0.36				
毛利率	6%	6%	7%	8%	BVPS	8.68	8.87	9.18	9.54				
期间费率	2%	2%	2%	2%	<b>估值</b>								
销售净利率	0%	1%	1%	2%	P/E	78.33	24.20	15.14	12.82				
<b>成长能力</b>					P/B	0.54	0.52	0.50	0.49				
收入增长率	-18%	1%	4%	3%	P/S	0.22	0.22	0.21	0.20				
利润增长率	-97%	238%	60%	18%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	1.12	1.05	1.05	0.99	营业收入	51658	52252	54594	56470				
应收账款周转率	1287.20	1769.02	1598.39	1917.87	营业成本	48799	49205	50666	52056				
存货周转率	17.55	14.45	23.79	17.64	营业税金及附加	191	199	207	226				
<b>偿债能力</b>					销售费用	49	47	55	56				
资产负债率	54%	56%	56%	59%	管理费用	678	575	852	909				
流动比	0.84	0.75	0.66	0.62	财务费用	173	182	243	299				
速动比	0.50	0.44	0.42	0.37	其他费用/(-收入)	1521	1568	1671	1807				
					<b>营业利润</b>	<b>386</b>	<b>613</b>	<b>1041</b>	<b>1260</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	-216	-10	-31	-69				
现金及现金等价物	6836	6674	6956	7167	<b>利润总额</b>	<b>170</b>	<b>603</b>	<b>1010</b>	<b>1191</b>				
应收款项	40	30	34	29	所得税费用	20	121	232	262				
存货净额	2944	3617	2294	3200	<b>净利润</b>	<b>150</b>	<b>482</b>	<b>777</b>	<b>929</b>				
其他流动资产	9285	8963	8682	9148	少数股东损益	11	13	28	43				
<b>流动资产合计</b>	<b>19105</b>	<b>19283</b>	<b>17967</b>	<b>19546</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>139</b>	<b>469</b>	<b>749</b>	<b>886</b>				
固定资产	20520	23278	26064	29563									
在建工程	2706	3206	3706	4006	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	3572	3621	3573	3535	<b>经营活动现金流</b>	<b>-897</b>	<b>2321</b>	<b>2414</b>	<b>2784</b>				
长期股权投资	420	469	527	570	净利润	139	469	749	886				
<b>资产总计</b>	<b>46325</b>	<b>49857</b>	<b>51837</b>	<b>57220</b>	少数股东权益	11	13	28	43				
短期借款	10461	12786	15111	17714	折旧摊销	1215	1250	885	998				
应付款项	9841	9658	8779	10659	公允价值变动	-17	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-2449	385	475	484				
其他流动负债	2525	3434	3190	3162	<b>投资活动现金流</b>	<b>-2784</b>	<b>-4517</b>	<b>-4108</b>	<b>-4766</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>22828</b>	<b>25878</b>	<b>27080</b>	<b>31534</b>	资本支出	-2672	-4547	-4133	-4810				
长期借款及应付债券	1495	1495	1495	1495	长期投资	-242	-70	-81	-66				
其他长期负债	592	592	592	592	其他	130	99	106	111				
<b>长期负债合计</b>	<b>2088</b>	<b>2088</b>	<b>2088</b>	<b>2088</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>427</b>	<b>2034</b>	<b>1976</b>	<b>2193</b>				
<b>负债合计</b>	<b>24915</b>	<b>27965</b>	<b>29167</b>	<b>33622</b>	债务融资	3312	2325	2325	2603				
股本	2452	2452	2452	2452	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	21410	21892	22670	23598	其它	-2885	-291	-349	-410				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46325</b>	<b>49857</b>	<b>51837</b>	<b>57220</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-3253</b>	<b>-162</b>	<b>282</b>	<b>211</b>				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【钢铁&大宗商品组小组介绍】

谢文迪，钢铁行业及大宗商品研究团队首席分析师，6年大宗商品投研经验，3年宏观研究经验。布里斯托大学金融投资学硕士，曾先后就职于鸿凯投资、东北证券、方正证券、民生证券，获2020年Wind金牌分析师第四名。

## 【分析师承诺】

谢文迪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投

资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。