

現價: HK\$6.92

潜在上升空間: -9.93%

目標價: HK\$6.23 →

中國鋼鐵業

鞍鋼股份 (347.HK)

板材行業“弱均衡”持續減弱，維持“中性”評級

落后

同步

领先

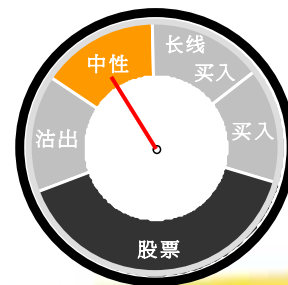
公司估值表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
營業收入 (RMB 百萬元)	78,214	75,329	74,046	74,474	79,244
淨利潤 (RMB 百萬元)	-4,025	770	928	405	631
每股基本盈利 (RMB)	(0.56)	0.11	0.12	0.06	0.09
每股核心盈利 (RMB)	(0.56)	0.11	0.12	0.06	0.09
變動 (%)	n/a	n/a	13.2%	-53.3%	55.8%
市盈率 (x)	n/a	42.6	37.7	80.7	51.8
每股派息 (RMB)	0.00	0.03	0.04	0.01	0.02
周息率 (%)	0.0%	0.6%	0.9%	0.2%	0.4%
每股資產淨值 (RMB)	6.55	6.50	6.61	6.65	6.72
市淨率 (x)	0.69	0.70	0.68	0.68	0.67

資料來源: 公司、交銀國際

1 季度公司實現歸屬於普通股股東淨利潤 10 百萬元，同比大幅減少 96%。主要原因:1)鋼價同比出現明顯下跌。2)期間費用穩定增長削弱公司盈利。公司 2 季度期間出廠價持續降低，上半年盈利可能繼續出現大幅下降，受近期消息及市場情緒的影響，公司股價得到大幅修正，預計未來持續改善的空間較小，繼續維持“中性”的投資評級，15/16 年 EPS 分別為 0.06/0.09，維持目標價 HKD6.23 不變，目標價對應 2015 年 PB 為 0.75x。

- **1 季度營業收入同比下降。**公司一季度實現主營業收入 149.6 億元，同比減少 18.69%；實現歸屬於母公司淨利潤 10 百萬元，同比減少 96%，對應 EPS 為 0.003 元。淨利潤同比大幅下降的主要原因：鋼價同比大幅下降。
- **1Q 出廠價同比下降，毛利率持平：**1 季度公司熱軋及冷軋不含稅出廠價為 3177 元/噸和 3878 元/噸，同比分別下跌 7%和 10%；1 季度公司毛利率為 11.9%，環比提升 0.3 個百分點，同比提升 1.4 個百分點；期間內毛利同比下跌 7.7% 至 17.76 億元。
- **1 季度僅維持盈虧平衡。**受出廠價下跌影響，1 季度營業收入大幅下降，雖然毛利率維持較好，但重資產鋼鐵企業在微利，盈利基數較小的情況下，毛利的小幅變動將為使得業績上下波動較大。同時，1 季度期間費用率同比上升 2.7 個百分點至 9.26%，達到 13.86 億元，進一步削弱公司盈利。
- **2 季度仍不樂觀。**我們一直強調的“弱均衡”，即鋼價下跌慢於礦價下跌繼而產生的利潤空間在逐漸減少，主要原因：1) 礦價跌至底部，既沒有繼續大幅下跌的動力，但同時又有反彈的跡象，這將對企業盈利造成影響；2) 需求過於緩慢，同業紛紛採取降價策略。3) 公司出廠價繼續下跌，5 月熱軋/冷軋出廠價較 3 月底分別下跌 1.7%和 12%。



焦點:

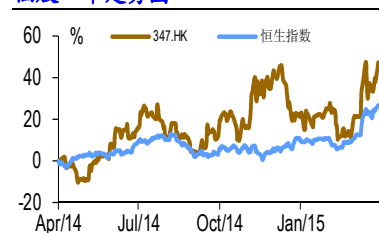
- 1Q 淨利潤同比下降 96%
- 二季度鋼材出廠價連續下調

股份資料

52 周高位 (HK\$)	7.10
52 周低位 (HK\$)	4.17
市值 (百萬港幣)	69,594
發行股數 (百萬)	1,086
日成交量 (百萬港幣)	25.4
1 個月內變化 (%)	32.1
年初至今變化 (%)	4.8
50 天平均價 (HK\$)	5.80
200 天平均價 (HK\$)	5.68
14 天強弱指數	60

資料來源: Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源: Bloomberg

李浩

jovi.li@bocomgroup.com

電話: (852) 2977 9243

公司背景

鞍鋼股份(347.HK)是中國歷史最悠久的老牌國有鋼鐵生產企業之一，也是目前國內最領先的板材生產基地之一。公司隸屬於國資委，並與寶鋼股份、武鋼股份並稱為國內鋼鐵業的三大龍頭企業。中厚板及熱軋板卷是公司的優勢競爭產品。

鞍鋼股份 (347.HK): 財務報表

損益表 (RMB m)

截至12月31日為止	2012	2013	2014	2015E	2016E
銷售收入	78,214	75,329	74,046	74,474	79,244
主營業務成本	75,797	67,123	65,703	67,442	71,651
毛利	2,417	8,206	8,343	6,818	7,365
分銷成本	1,359	1,743	2,218	2,231	2,374
管理費用	3,041	3,270	1,850	1,861	1,980
融資成本	1,846	1,218	1,272	1,232	1,205
稅前利潤	(5,320)	728	1,579	569	886
所得稅支出	(1,068)	-27	655	142	221
年內利潤	(4,252)	755	924	427	664
歸屬於公司權益人利潤	(4,025)	770	928	405	631
每股收益(元/股)	(0.56)	0.11	0.12	0.06	0.09

現金流量表 (RMB m)

截至12月31日為止	2012	2013	2014	2015E	2016E
淨利潤	(4,252)	755	924	427	664
財務費用	1,846	1,218	1,232	1,232	1,204
折舊	6,887	5,526	2,406	2,406	2,506
(營運資本增加)	(3,961)	3,740	713	713	560
遞延稅金增加	(13)	(3)	(4)	(4)	(6)
總經營活動現金流	2,568	10,563	2,137	4,774	4,928
(資本支出)	(2,918)	(2,948)	(4,425)	(2,000)	(2,000)
總投資活動現金	(2,822)	(2,590)	(4,425)	(2,000)	(2,000)
短期負債增加(減少)	4,500	(5,889)	(672)	(672)	0
長期負債增加(減少)	(4,771)	(5,320)	1,000	1,000	0
財務費用	(1,846)	(1,218)	(1,232)	(1,232)	(1,205)
股本增加(減少)	0	0	0	0	0
(股利)	0	(195)	(85)	(85)	(133)
總融資活動現金	817	(9,970)	2,874	(989)	(1,338)
現金淨增加額	563	(1,997)	586	1,785	1,590
初始現金	2,341	3,123	1,126	1,712	3,497
現金量變化	563	(1,997)	586	1,785	1,590
期末可用現金量	3,123	1,126	1,712	3,497	5,088

資料來源：公司、交銀國際

資產負債表 (RMB m)

截至12月31日為止	2012	2013	2014	2015E	2016E
現金及銀行結餘	3,123	1,126	1,712	3,497	5,088
應收賬款	11,283	12,757	10,442	10,502	11,175
存貨	11,498	12,356	10,865	10,865	10,865
流動資產合計	28,958	29,299	26,624	28,490	30,986
固定資產	51,308	45,452	46,122	45,716	45,210
資產總計	103,337	92,865	91,291	92,726	94,716
短期借款	15,130	9,241	14,672	14,000	14,000
流動負債合計	45,096	37,805	36,751	36,874	38,339
長期借款	8,364	3,044	1,371	2,371	2,371
總負債	54,304	45,775	43,095	44,214	45,672
股本	7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
儲備	40,123	39,791	40,558	40,874	41,406
少數股東權益	1,675	64	403	403	403
總所有者權益	49,033	47,090	48,196	48,512	49,044
總負債、所有者權益合計	103,337	92,865	91,291	92,726	94,716

財務比率

截至12月31日為止	2012	2013	2014	2015E	2016E
成長能力					
營業收入增長率	-13.5%	-3.7%	-1.7%	0.6%	6.4%
毛利增長率	-74.4%	113.3%	1.7%	-18.3%	8.0%
淨利潤增長率	-296.3%	n/a	20.5%	-56.3%	55.8%
盈利能力					
毛利率	3.1%	10.9%	11.3%	9.2%	9.3%
淨利潤率	-5.1%	1.0%	1.3%	0.5%	0.8%
ROE	-8.2%	1.6%	1.9%	0.8%	1.3%
ROIC	-2.1%	4.0%	5.0%	3.2%	3.5%
償債能力					
資產負債率	52.6%	49.3%	47.2%	47.7%	48.2%
已獲利息倍數	n/a	2.6	3.4	2.2	2.5
流動比率	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8
速動比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網路新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文熾 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

李博 (852) 2977 9203 David.Li

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

張兩璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

穀馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展（控股）有限責任公司、奧星生命科技有限公司、北京汽車股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、德基科技控股有限公司、國聯證券股份有限公司、廣發控股（香港）有限公司、培力控股有限公司、有齊合天地集團有限公司及綠地香港控股有限公司投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。