

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

鞍钢股份 (347 HK)

全资收购朝阳钢铁影响正面, 上调盈利预测

■ 公司拟以59亿元人民币(下同)的价格收购朝阳钢铁(辽宁省朝阳市), 作价对应1倍2017年市净率或6.6倍2019年预测市盈率

■ 我们根据上半年钢铁及其原燃材料价格的走势和对后市的判断, 分别上调公司 2018-20 年的盈利预测 24%/35%/39%, 其中 2.6/13.2/13.3 个百分点的调整来自收购朝阳钢铁的影响

■ 我们上调公司 2018 年每股净资产 3%, 维持公司 1.1 倍市净率的估值乘数, 滚动基期至 2019 年, 上调目标价 5.6%至 11.11 元港币, 对应 8.81/7.75 倍 2018/19 年预测市盈率, 维持买入评级

全资收购朝阳钢铁, 2019年盈利将增厚约9亿元人民币

鞍钢拟收购母公司所持有的鞍钢集团朝阳钢铁有限公司(朝阳钢铁)100%股权, 作价 59 亿元。公司拟通过现金和银行承兑汇票的方式支付。鞍钢股份 2017 年末持有现金 24 亿元, 2018 年预计录得自由现金流 50 亿元(不计入收购), 收购所需资金将不会对公司正常运营产生影响, 也不会影响股息派发比率。朝阳钢铁年产量约为 225 万吨, 主要产品为热轧, 整体毛利率略高于鞍钢股份整体毛利率水平但与鞍钢股份的热轧板块持平。朝阳钢铁 2017 年和 2018 年 1-5 年分别录得税前净利润 8.3 和 5.9 亿元, 我们预计 2019 年全年并表后对公司的盈利贡献为 9 亿元, 对应 6.6 倍 2019 年市盈率, 与鞍钢股份 2018 年预测市盈率接近。

政府对基建态度转变, 上调盈利预测

我们认为政府对基建态度明显转变, 在 10-11 月份采暖季限产前发生基建赶工的概率和幅度都将所提升; 而在环保趋严且目前钢铁供需为紧平衡的状态下, 10-11 月份的钢铁价格有望超预期。我们上调 2018-20 年公司盈利预测 24%-39%。盈利上调主要来自于原燃材料的价格低于预期带来的利润率提升和收购朝阳钢铁的影响。按公司盈喜指引, 上半年净利润已完成我们全年预测的 44%。

估值吸引, 股价未反映盈利预测上调

我们认为钢铁板块目前盈利能力强, 现金流充裕, 业绩弹性大; 在受贸易战错杀后, 政府对基建政策回暖虽然使估值有所恢复, 但股价仍未充分反映盈利预测的持续上调。我们认为下半年政府会持续释放正面政策信号, 钢价则有望在 10-11 月份冲高, 对股价形成实质支撑。我们滚动基期至 2019 年, 维持 1.1 倍市净率的估值乘数, 上调公司目标价 5.6%至 11.11 港元, 维持买入评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	57,882	84,310	92,984	99,156	99,156
同比增长 (%)	9.7%	45.7%	10.3%	6.6%	0.0%
净利润	1,616	5,605	7,927	9,015	9,249
同比增长 (%)	N.A.	246.8%	41.4%	13.7%	2.6%
每股盈利 (元)	0.22	0.78	1.10	1.25	1.28
每股股息 (元)	0.07	0.23	0.33	0.37	0.38
市盈率 (x)	32.40	9.32	6.59	5.80	5.65
市净率 (x)	1.15	1.04	0.92	0.82	0.75
ROE (%)	3.6%	11.1%	14.0%	14.2%	13.2%

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测、采用2018年07月31日收盘价

焦一丁

+86 755 8290 8475

jiaoyd@cmschina.com.cn

谭璐

+86 755 8322 4117

tanlu@cmschina.com.cn

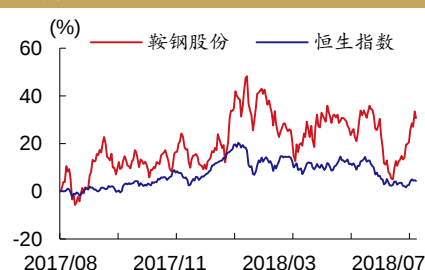
最新变动

上调盈利预测; 上调目标价

买入

前次评级	买入
股价	HK\$8.19
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$11.11 (+36%)
前次目标价:	HK\$10.52

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
347 HK	17.5	(2.3)	39.0
恒生指数	(0.8)	(11.9)	6.5

行业: 建筑业	
恒生指数	28733
国企指数	11046
重要数据	
52周股价区间(港元)	5.88-9.45
港股市值(百万港元)	8893
日均成交量(百万股)	17.9
每股净资产(港元)	7.13
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	98.97%
鞍山钢铁集团公司	79.18%
总股数(百万股)	1086
自由流通量	100%

相关报告

1. 鞍钢股份(347 HK) - 业绩靓丽符合预期, 股价长期向盈利靠拢, 2018/3/27
2. 鞍钢股份(347 HK) - 预计4季度维持高景气, 公司板材优势将持续受益, 2017/10/31
3. 鞍钢股份(347 HK) - 预计下半年钢价景气度高, 板材下半年维持高盈利, 2017/8/30
4. 鞍钢股份(347 HK) - 盈利超预期, 上调盈利预测, ROE 仍偏低, 维持中性评级, 2017/7/17

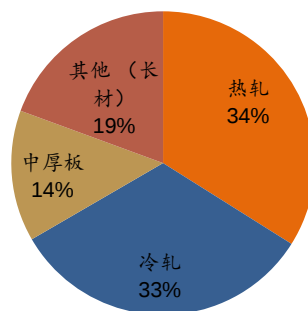
重点图表

图1: 公司三大生产基地



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 2019年预测收入结构拆分



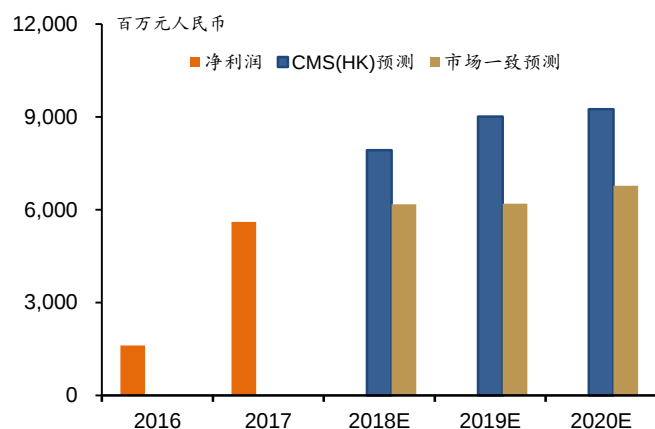
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 鞍钢H股价(转换为人民币)和2019净利润一致预期比较



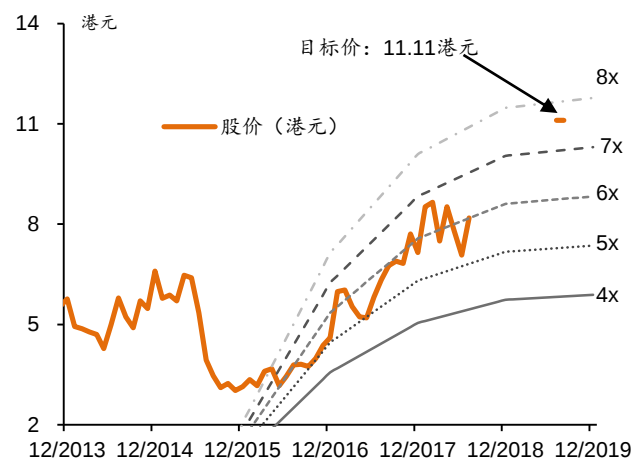
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 净利润及预测



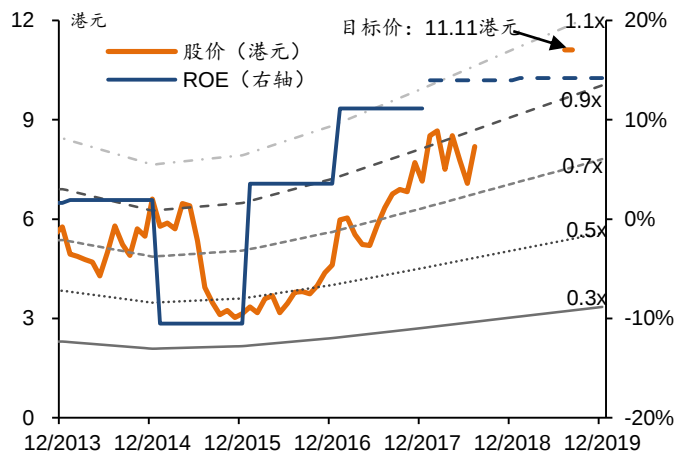
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 预测市盈率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 预测市净率及ROE



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 7: 盈利预测调整

百万元人民币	原假设			更新假设 (未计入收购影响)			变化		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
热轧薄板收入	25,188	26,195	26,195	25,421	25,421	25,421	9.1%	28.5%	28.5%
冷轧薄板收入	33,025	34,346	34,346	32,414	32,414	32,414	-1.9%	-5.6%	-5.6%
中厚板收入	13,244	13,774	13,774	13,857	13,857	13,857	4.6%	0.6%	0.6%
其他产品收入	19,598	20,382	20,382	19,235	19,235	19,235	-1.9%	-5.6%	-5.6%
收入合计	91,055	94,697	94,697	90,927	90,927	90,927	2.1%	4.7%	4.7%
热轧薄板成本	20,820	21,613	21,613	19,826	19,721	19,687	2.9%	20.8%	20.6%
冷轧薄板成本	27,016	28,046	28,046	25,611	25,504	25,469	-5.2%	-9.1%	-9.2%
中厚板成本	12,208	12,673	12,673	11,592	11,539	11,521	-5.0%	-8.9%	-9.1%
其他产品成本	17,989	18,674	18,674	16,962	16,914	16,898	-5.7%	-9.4%	-9.5%
成本合计	78,033	81,006	81,006	73,990	73,679	73,575	-3.1%	-1.2%	-1.3%
净利润	6,375	6,666	6,641	7,759	8,133	8,365	24.3%	35.2%	39.3%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 8: 盈利预测调整

百万元人民币	原假设			更新假设 (计入收购影响)			变化		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
热轧薄板收入	25,188	26,195	26,195	27,478	33,651	33,651	9.1%	28.5%	28.5%
冷轧薄板收入	33,025	34,346	34,346	32,414	32,414	32,414	-1.9%	-5.6%	-5.6%
中厚板收入	13,244	13,774	13,774	13,857	13,857	13,857	4.6%	0.6%	0.6%
其他产品收入	19,598	20,382	20,382	19,235	19,235	19,235	-1.9%	-5.6%	-5.6%
收入合计	91,055	94,697	94,697	92,984	99,156	99,156	2.1%	4.7%	4.7%
热轧薄板成本	20,820	21,613	21,613	21,430	26,106	26,060	2.9%	20.8%	20.6%
冷轧薄板成本	27,016	28,046	28,046	25,611	25,504	25,469	-5.2%	-9.1%	-9.2%
中厚板成本	12,208	12,673	12,673	11,592	11,539	11,521	-5.0%	-8.9%	-9.1%
其他产品成本	17,989	18,674	18,674	16,962	16,914	16,898	-5.7%	-9.4%	-9.5%
成本合计	78,033	81,006	81,006	75,595	80,063	79,948	-3.1%	-1.2%	-1.3%
净利润	6,375	6,666	6,641	7,927	9,015	9,249	24.3%	35.2%	39.3%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

2018 年 7 月 31 日(星期二)

图9: 同业比较

公司	彭博 代码	货币	招商证券 评级	股价	招商证券 目标价	市值 (百万美元)	EV/EBITDA (x)		市净率 (x)		市盈率 (x)		PEG (x)		ROE (%)		CAGR2018e-20e	
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	EPS	EBITDA
大型基建																		
中国交建	1800 HK	HKD	买入	8.7	10.3	28,294	8.0	7.4	0.5	0.5	6.2	5.4	0.4	0.3	9.7%	10.1%	15.5%	9.6%
中国中铁	390 HK	HKD	中性	6.8	7.3	23,774	6.0	5.5	0.8	0.7	6.8	6.1	0.7	0.7	11.4%	11.3%	9.3%	7.4%
中国铁建	1186 HK	HKD	中性	9.5	12.6	19,786	5.4	4.8	0.6	0.5	5.4	4.6	0.5	0.4	11.6%	11.8%	11.2%	11.3%
中国能建	3996 HK	HKD	中性	1.0	1.8	3,978	4.5	4.1	0.5	0.5	4.7	4.1	0.4	0.4	11.7%	12.3%	11.3%	9.8%
行业平均						18,958	6.0	5.5	0.6	0.6	5.8	5.1	0.5	0.4	11.1%	11.4%	11.8%	9.5%
中型基建																		
中建国际	3311 HK	HKD	买入	9.4	14.9	6,015	6.7	5.6	1.1	1.0	7.3	6.2	0.4	0.3	14.9%	15.6%	17.8%	16.7%
中机工程	1829 HK	HKD	中性	4.2	4.3	2,208	-1.0	-0.7	0.8	0.7	6.0	4.7	0.3	0.3	13.8%	15.7%	18.4%	22.5%
行业平均						4,112	2.9	2.4	1.0	0.9	6.7	5.4	0.4	0.3	14.4%	15.7%	18.1%	19.6%
铁路设备																		
中国通号	3969 HK	HKD	买入	5.6	7.2	6,227	5.6	5.0	1.6	1.4	10.0	8.9	0.8	0.7	15.7%	15.7%	11.9%	11.1%
城建设计	1599 HK	HKD	买入	3.6	4.7	612	4.1	3.4	0.9	0.8	6.8	5.6	0.3	0.3	13.1%	14.0%	20.5%	18.8%
中国中车	1766 HK	HKD	中性	6.9	6.1	33,775	9.7	8.8	1.1	1.1	14.4	12.5	1.0	0.9	7.9%	8.5%	14.1%	9.8%
时代电气	3898 HK	HKD	中性	47.1	40.5	7,047	11.2	10.9	2.4	2.1	16.8	16.3	2.4	2.3	14.1%	13.0%	7.1%	6.6%
铁建装备	1786 HK	HKD	中性	1.9	2.0	360	2.1	1.7	0.4	0.4	10.1	8.2	0.7	0.6	4.3%	5.1%	13.6%	11.3%
行业平均						9,604	6.5	6.0	1.3	1.2	11.6	10.3	1.1	1.0	11.0%	11.3%	13.5%	11.5%
工程机械																		
中联重科	1157 HK	HKD	买入	3.2	5.4	4,489	22.1	18.0	0.5	0.5	13.8	10.1	0.5	0.4	4.0%	5.2%	26.3%	15.2%
中国龙工	3339 HK	HKD	中性	3.6	3.9	1,963	6.7	6.2	1.5	1.3	9.4	8.5	1.0	0.9	15.5%	15.3%	9.1%	5.6%
行业平均						3,226	14.4	12.1	1.0	0.9	11.6	9.3	0.8	0.7	9.8%	10.3%	17.7%	10.4%
矿山及港口设备																		
三一国际	631 HK	HKD	买入	2.8	4.2	1,089	6.7	5.5	1.1	1.0	12.5	9.6	0.4	0.3	8.6%	10.2%	29.6%	23.6%
钢铁																		
鞍钢股份	347 HK	HKD	买入	8.3	11.1	7,168	4.7	4.3	0.9	0.8	6.6	5.8	0.8	0.7	14.0%	14.2%	8.0%	5.2%
马鞍山钢铁	323 HK	HKD	买入	4.2	6.2	4,620	3.8	3.7	0.8	0.7	4.3	4.3	2.4	2.5	22.6%	19.7%	1.7%	4.0%
行业平均						5,894	4.3	4.0	0.9	0.8	5.4	5.0	1.6	1.6	18.3%	17.0%	4.9%	4.6%
水泥																		
海螺水泥	914 HK	HKD	买入	50.3	55.0	30,929	6.9	6.7	2.2	1.9	10.3	10.0	3.3	3.2	21.8%	19.7%	3.1%	2.4%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测、采用2018年07月31日收盘价

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
非流动资产合计	62,393	60,628	64,960	64,345	63,543
固定资产	49,065	48,006	45,953	45,369	44,673
在建工程	2,232	1,040	1,147	1,223	1,223
无形资产	5,755	6,199	6,087	5,979	5,874
长期股权投资	2,968	2,949	2,949	2,949	2,949
其他	2,373	2,434	8,824	8,825	8,825
流动资产合计	25,676	28,576	39,721	45,653	51,110
货币资金	1,968	2,437	1,728	5,947	12,396
应收账款及票据	10,294	12,156	13,947	14,178	13,187
预付款项	2,586	1,772	4,091	4,363	4,363
存货	10,466	11,643	17,667	18,840	18,840
其他	362	568	2,288	2,325	2,325
资产合计	88,069	89,204	104,681	109,998	114,653
流动负债合计	36,789	33,098	44,222	43,235	41,508
短期借款	18,995	14,500	15,702	14,300	12,612
应付账款及应付票据	11,821	8,676	17,718	17,635	17,635
预收款项	4,065	5,581	6,155	6,564	6,564
一年到期非流动负债	161	437	437	437	437
其他	1,747	3,904	4,210	4,300	4,260
非流动负债合计	5,992	5,720	3,677	3,277	3,050
长期借款	1,296	2,905	1,186	1,213	1,225
应付债券	3,944	2,004	2,004	2,004	2,004
其他	752	811	488	61	-179
股东权益合计	45,288	50,386	56,782	63,485	70,095
母公司股东权益	44,882	49,973	56,220	62,857	69,401
股本	7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
储备	37,647	42,738	48,985	55,622	62,166
少数股东权益	406	413	562	629	694
负债与权益合计	88,069	89,204	104,681	109,998	114,653

现金流量表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	1,615	5,612	7,937	9,026	9,261
折旧与摊销	3,295	3,331	3,210	3,292	3,373
财务费用	1,281	1,167	1,027	958	874
营运资金变动	1,126	-2,380	4,846	-125	952
其他	-2,968	-1,462	-6,259	-1,405	-231
经营活动现金流	4,349	6,268	10,760	11,745	14,228
资本支出	1,393	1,868	1,220	2,770	2,736
其他	843	523	-5,186	281	281
投资活动现金流	-550	-1,345	-6,406	-2,488	-2,455
借款增加	26,945	20,918	17,325	15,950	14,274
分配股利	485	1,679	2,378	2,704	2,775
其他	-31,873	-23,693	-20,011	-18,283	-16,824
筹资活动现金流	-5,413	-4,454	-5,064	-5,037	-5,324
汇率变动对现金的影响	-19	0	0	0	0
现金流净增加额	-1,633	469	-709	4,219	6,449
期末现金及现金等价物余额	1,968	2,437	1,728	5,947	12,396

利润表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	57,882	84,310	92,984	99,156	99,156
营业成本	50,186	72,743	75,595	80,063	79,948
毛利	7,696	11,567	17,389	19,093	19,209
其他收入及收益	488	443	449	449	449
销售费用	1,928	2,334	2,574	2,745	2,745
管理费用	1,626	1,807	2,391	2,550	2,550
财务费用	1,286	1,174	965	822	624
其他开支	1,724	1,287	1,325	1,390	1,390
除税前溢利	1,620	5,408	10,583	12,035	12,348
所得税	5	-132	2,646	3,009	3,087
净利润	1,615	5,540	7,937	9,026	9,261
归属母公司净利润	1,616	5,605	7,927	9,015	9,249
少数股东净利润	-1	-65	10	11	12
每股收益(元)	0.22	0.78	1.10	1.25	1.28

主要财务比率

	2016	2017	2018	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	9.7%	45.7%	10.3%	6.6%	0.0%
毛利润	133.9%	50.3%	50.3%	9.8%	0.6%
净利润	N.A.	246.8%	41.4%	13.7%	2.6%
获利能力					
毛利率	13.3%	13.7%	18.7%	19.3%	19.4%
净利率	2.8%	6.6%	8.5%	9.1%	9.3%
ROE	3.6%	11.1%	14.0%	14.2%	13.2%
ROA	1.8%	6.3%	7.6%	8.2%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	48.6%	43.5%	45.8%	42.3%	38.9%
净负债比率	53.5%	38.5%	33.3%	27.6%	22.6%
流动比率	0.70	0.86	0.90	1.06	1.23
速动比率	0.41	0.51	0.50	0.62	0.78
营运能力					
资产周转率	0.66	0.95	0.89	0.90	0.86
存货周转率	4.80	6.25	4.28	4.25	4.24
应收账款周转率	5.62	6.94	6.67	6.99	7.52
应付账款周转率	4.25	8.38	4.27	4.54	4.53
每股资料(元)					
每股收益	0.22	0.78	1.10	1.25	1.28
每股经营现金	0.60	0.87	1.49	1.62	1.97
每股净资产	6.26	6.96	7.85	8.77	9.69
每股股利	0.07	0.23	0.33	0.37	0.38
估值比率					
P/E	32.40	9.32	6.59	5.80	5.65
P/B	1.15	1.04	0.92	0.82	0.75

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828