

安徽海螺 [0914.HK]

华润水泥业绩反映沿海地区水泥市场向好;升级至买入

我们相信，华润水泥（1313.HK）亮丽的2016年第四季业绩及正面的2017年第一季指引，对安徽海螺是正面的讯号，因为安徽海螺约30%的熟料产能位于与华润水泥相同的省份。因此，我们将安徽海螺2017年/2018年的吨毛利预测上调9%/4.5%，并将2017年/2018年每股盈利预测上调13.5%/6.9%，目标价由29.00港元（1.65倍2017年市净率）提高至31.00港元（1.75倍2017年市净率/12倍2017倍市盈率）。我们将评级从持有上调至买入，潜在上行空间为16%。但是我们认为，若以估值和今年的盈利增长势头来看，华润水泥较安徽海螺吸引。特别是，安徽海螺-H仍较安徽海螺-A溢价14%，这或拖累前者的股价表现。

投资亮点

2016年第四季各地区水泥价格大涨；从华润水泥的指引来看，第一季的定价保持稳定。如图1所示，在2016年第四季，所有华润水泥的经营区域的水泥价格均按季大涨。此外，华润水泥宣布，2017年首两个月的水泥产品平均售价约为291港元，甚至高于2016年第四季的281港元。

对安徽海螺是正面讯号。从运营区域来看，安徽海螺与华润水泥的业务在广东、广西、贵州和云南有一些重叠。这些省份的熟料产能约占安徽海螺总产能的30%。因此，对于华润水泥发布正面指引，这或预示着安徽海螺有不俗的表现。

上调2017年/2018年每股盈利预测。之前我们预计安徽海螺的2016年吨毛利为人民币65元，并在2017年上升至人民币72.6元，但从华润水泥的首两个月表现来看，上述预测似乎过于保守。综合而言，我们将安徽海螺2017年/2018年的吨毛利预测上调9%/4.5%，并将2017年/2018年的每股盈利预测上调13.5%/6.9%。

2016年业绩和2017年第一季盈利预喜有望成为催化剂。安徽海螺将于3月23日公布2016年业绩，如果管理层就2017年前景给予乐观的指引，将有望成为正面的催化剂。此外，由于2016年第一季基数较低（报表净利润下降32.5%），因此公司有机会发布2017年第一季盈利预喜。

华润水泥更为吸引。现时安徽海螺-H较安徽海螺-A的溢价达到14%，接近过去两年的高位，因此A股可能会对H股股价造成拖累。若把盈利增长动力的因素考虑在内，华润水泥的估值（8.1倍2017年市盈率）似乎较安徽海螺（10.3倍2017年市盈率）吸引。

截至12月31日止年度	2013	2014	2015	2016E	2017E
收入（百万元人民币）	55,262	60,759	50,976	55,423	65,329
经常性净利润（百万元人民币）	9,504	10,951	6,073	8,824	12,555
净利润率（%）	17	18	12	16	19
每股经常性收益（人民币元）	1.79	2.07	1.15	1.67	2.37
百分比变动	51	15	(45)	45	42
市盈率（倍）	11.8	10.2	19.3	13.9	10.3
市净率（倍）	2.01	1.69	1.67	1.60	1.49
EV/EBITDA（倍）	7.6	6.8	10.0	7.6	5.8

来源：公司，中国银河国际证券研究部

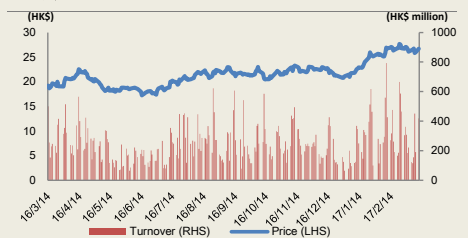
中国水泥业

买入 (此前为持有)

收盘价：26.7港元（2017年3月13日）

目标价：31.0港元（+16%）

股价表现



来源：彭博

市值	162.82亿美元
发行在外股数	52.993亿股
核数师	KPMG
自由流通量	55.0%
52周交易区间	16.80-28.45港元
三个月日均成交量	3,640万美元
主要股东	安徽海螺集团有限责

来源：公司，彭博

王志文—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

吕宇—研究助理

(852) 3698 6393

livlylyu@chinastock.com.hk

主要财务数据

安徽海螺 (914.HK)

损益表

(千元人民币, 每股数据除外)

	2015		2016E		2017E		2014	2015	2016E	2017E	2018E	
	1H	2H	1H(A)	2H	1H	2H						
截至12月底止年度												
收入	24,223,323	26,752,713	23,973,109	31,450,073	30,365,227	34,964,110	60,758,501	50,976,036	55,423,182	65,329,337	66,878,413	
销售成本	(17,635,061)	(19,631,931)	(16,790,431)	(20,574,449)	(19,407,666)	(22,555,717)	(40,560,092)	(37,266,992)	(37,364,880)	(41,963,384)	(43,388,400)	
毛利润	6,588,262	7,120,782	7,182,678	10,875,624	10,957,561	12,408,392	20,198,409	13,709,044	18,058,302	23,365,953	23,490,012	
运营开支	(2,687,472)	(3,602,073)	(2,948,751)	(3,681,431)	(3,145,380)	(3,911,761)	(5,624,252)	(6,289,545)	(6,630,182)	(7,057,141)	(7,370,860)	
运营利润	3,900,790	3,518,709	4,233,927	7,194,193	7,812,180	8,496,631	14,574,157	7,419,499	11,428,120	16,308,812	16,119,153	
其他收入及收益	689,651	570,883	491,397	534,651	425,113	489,498	991,763	1,260,534	1,026,048	914,611	802,541	
EBIT	4,590,441	4,089,592	4,725,324	7,728,844	8,237,294	8,986,129	15,565,920	8,680,033	12,454,168	17,223,422	16,921,694	
净融资成本	(246,654)	(263,739)	(255,004)	(184,001)	(154,731)	(75,949)	(618,937)	(510,393)	(439,005)	(230,680)	17,976	
来自联营公司及合营之利润	33,428	(71,607)	(67,595)	(5,000)	(10,000)	48,000	(59,478)	(38,179)	(72,595)	38,000	88,000	
非经常性项目	1,887,285	66,774	124,031	1,970	-	-	39,537	1,954,059	126,001	-	-	
税前收入	6,264,500	3,821,020	4,526,756	7,541,813	8,072,562	8,958,180	14,927,042	10,085,520	12,068,569	17,030,742	17,027,670	
收入所得税	(1,514,374)	(926,098)	(1,063,906)	(1,810,035)	(1,937,415)	(2,149,963)	(3,360,183)	(2,440,472)	(2,873,941)	(4,087,378)	(4,086,641)	
少数股东权益	(35,638)	(70,710)	(104,303)	(171,953)	(184,054)	(204,247)	(585,942)	(106,348)	(276,256)	(388,301)	(388,231)	
收入净额	4,714,488	2,824,212	3,358,547	5,559,825	5,951,093	6,603,970	10,980,917	7,538,700	8,918,372	12,555,063	12,552,798	
经常性收入净额	3,299,024	2,774,132	3,265,524	5,558,347	5,951,093	6,603,970	10,951,264	6,073,156	8,823,871	12,555,063	12,552,798	
每股收益(人民币)												
经常性每股收益(人民币)	0.890	0.533	0.634	1.049	1.123	1.246	2.072	1.423	1.683	2.369	2.369	
每股派息(港元)	0.623	0.523	0.616	1.049	1.123	1.246	2.067	1.146	1.665	2.369	2.369	
	-	0.430	-	0.505	-	0.711	0.650	0.430	0.505	0.711	0.711	
折旧及摊销	2,175,521	2,282,536	2,331,110	2,473,764	2,455,340	2,779,426	3,827,769	4,458,057	4,804,874	5,234,767	5,528,207	
EBITDA	6,799,390	6,300,521	6,988,839	10,197,608	10,682,634	11,813,555	19,334,211	13,099,911	17,186,447	22,496,189	22,537,900	
水泥及熟料平均售价(人民币元/吨)	204.5	185.1	183.3	205.5	220.1	215.0	236.7	193.8	195.2	217.3	215.2	
水泥及熟料平均销量(千吨)	115,360	141,225	127,680	148,445	133,846	157,732	249,112	256,585	276,125	291,578	301,479	
每吨成本(人民币元)	146	134	127	133	139	137	155.0	139.4	130.2	138.2	138.2	
每吨毛利润(人民币元)	59	51	56	72	81	78	81.7	54.4	65.0	79.2	77.0	
增长率:												
收入	-16%	-16%	-1%	18%	27%	11%	10%	-16%	9%	18%	2%	
EBIT	-44%	-44%	3%	89%	74%	16%	13%	-44%	43%	38%	-2%	
EBITDA	-33%	-31%	3%	62%	53%	16%	11%	-32%	31%	31%	0%	
核心净收入	-43%	-46%	-1%	100%	82%	19%	15%	-45%	45%	42%	0%	
经常性每股收益	-43%	-46%	-1%	100%	82%	19%	15%	-45%	45%	42%	0%	
利润率及财务比率:												
毛利率	27.2%	26.6%	30.0%	34.6%	36.1%	35.5%	33.2%	26.9%	32.6%	35.8%	35.1%	
净利率	13.8%	10.6%	14.1%	18.2%	20.2%	19.5%	19.0%	12.1%	16.4%	19.8%	19.4%	
EBIT利润率	19.0%	15.3%	19.7%	24.6%	27.1%	25.7%	25.6%	17.0%	22.5%	26.4%	25.3%	
EBITDA利润率	28.1%	23.6%	29.2%	32.4%	35.2%	33.8%	31.8%	25.7%	31.0%	34.4%	33.7%	
有效税率	24%	24%	24%	24%	24%	24%	23%	24%	24%	24%	24%	

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

图1: 华润水泥的水泥价格走势

水泥平均价格 (每吨港元)	2016	YoY	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
广东	264	-8.5%	241	251	263	290
广西	253	-6.6%	232	251	250	274
福建	218	-8.9%	209	201	200	255
海南	312	-1.9%	297	301	293	344
山西	171	-3.0%	154	151	164	221
云南	254	6.2%	226	262	246	278
贵州	206	1.2%	185	182	200	250
平均	252	-6.6%	233	242	245	281

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

主要财务数据

安捷海耀(914.HK)
 资产负债表
 (千元人民币, 每股数据除外)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
截至12月31日	4,375,977	4,238,039	4,800,000	5,000,000	5,100,000
存货	333,247	422,052	500,000	600,000	650,000
贸易应收款项	3,885,568	4,465,734	5,000,000	5,600,000	6,000,000
应收票据	2,663,578	3,015,143	3,046,744	3,146,744	3,246,744
其他	14,012,121	14,285,034	16,677,393	22,695,372	28,809,905
银行结余及现金	25,270,491	26,426,002	30,024,137	37,042,116	43,806,649
流动资产					
物业、厂房及设备净额	62,469,127	64,107,776	66,139,396	68,154,629	68,876,422
预付土地租赁款	4,043,759	4,489,095	4,489,095	4,489,095	4,489,095
其他	10,469,720	10,758,519	10,240,377	10,278,377	10,366,377
非流动资产总额	76,982,606	79,355,390	80,868,868	82,922,101	83,731,894
资产总额	102,253,097	105,781,392	110,893,005	119,964,217	127,538,543
贸易应付款项	4,014,855	3,872,683	4,500,000	4,800,000	4,900,000
其他应付款项	7,188,773	7,506,032	7,800,000	8,000,000	8,300,000
银行贷款及其他借款	2,329,168	8,445,248	7,000,000	6,000,000	5,000,000
其他	864,211	578,198	1,037,528	1,340,888	1,340,703
流动负债总额	14,397,007	20,402,161	20,337,528	20,140,888	19,540,703
银行贷款及其他借款	17,587,076	10,739,682	9,000,000	8,000,000	7,000,000
其他	1,041,930	1,095,040	1,095,040	1,095,040	1,095,040
非流动负债总额	18,629,006	11,834,722	10,095,040	9,095,040	8,095,040
负债总额	33,026,013	32,236,883	30,432,568	29,235,928	27,635,743
股东权益	65,849,976	70,147,570	76,787,241	86,666,793	95,453,072
少数股东权益	3,377,108	3,396,939	3,673,195	4,061,496	4,449,727

现金流量表

截至12月底止年度

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	14,927,042	10,085,520	12,068,569	17,030,742	17,027,670
折旧及摊销	3,783,908	4,263,028	4,554,874	4,984,767	5,278,207
营运资金变动	3,467,025	(371,713)	(284,491)	(600,000)	(250,000)
其他/调整	(5,653,167)	(5,032,916)	(1,982,963)	(3,822,019)	(4,174,825)
营运现金流净额	16,524,808	8,943,919	14,355,990	17,693,490	17,881,051
资本开支	(6,222,740)	(8,726,158)	(6,500,000)	(7,000,000)	(6,000,000)
其他	1,371,626	(3,993,109)	-	-	-
投资现金流	(4,851,114)	(12,719,267)	(6,500,000)	(7,000,000)	(6,000,000)
负债变动					
股息	(2,274,301)	(733,273)	(3,184,930)	(2,000,000)	(2,000,000)
其他	(1,854,756)	(3,444,547)	(2,278,700)	(2,675,512)	(3,766,519)
净融资成本	(5,655,995)	(4,431,069)	(5,463,630)	(4,675,512)	(5,766,519)
现金增加/减少	2,871,289	272,913	2,392,359	6,017,979	6,114,532
现金净额/(负债净额)	(5,904,123)	(4,899,896)	677,393	8,695,372	16,809,905

财务比率

估值

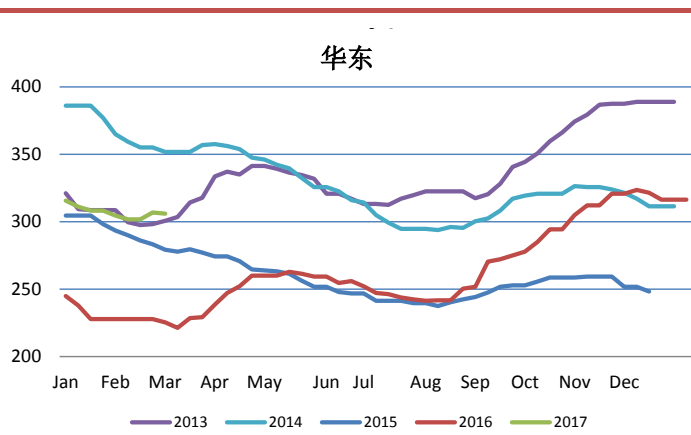
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	10.2	19.3	13.9	10.3	10.6
每股收益增长(%)	15	45	45	42	0
收益率(%)	3.1	1.9	2.2	2.9	2.8
市盈率增长(倍)	0.67	n.a.	0.31	0.24	-589.43
EV/EBITDA(倍)	6.8	10.0	7.6	5.8	5.8
市净率(倍)	1.69	1.67	1.60	1.49	1.40

经营性

收入增长(%)	10	16	9	18	2
毛利率(%)	33.2	26.9	32.6	35.8	35.1
净利润率(%)	19.0	12.1	16.4	19.8	19.4
应收账款周转天数	35	33	34	33	35
应付账款周转天数	35	39	41	40	41
存货周转天数	36	42	44	43	42
流动比率(倍)	1.8	1.3	1.5	1.8	2.2
速动比率(倍)	1.3	0.9	1.1	1.4	1.8
资产/净资产(倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
净负债/净资产(%)	9	7	-1	-10	-17
EBITDA利息覆盖倍数	31.2	25.7	39.1	97.5	(1,253.8)
核心净资产收益率(%)	18.0	8.9	12.0	15.4	13.8

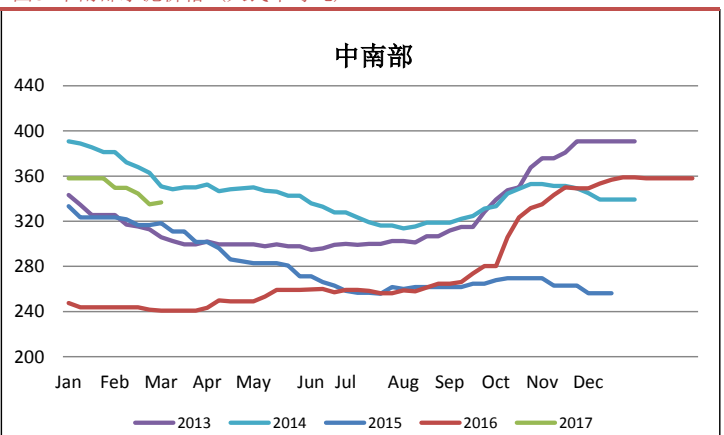
来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

图2: 华东水泥价格 (人民币每吨)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图3: 中南部水泥价格 (人民币每吨)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图4: 华东水泥库存 (人民币每吨)



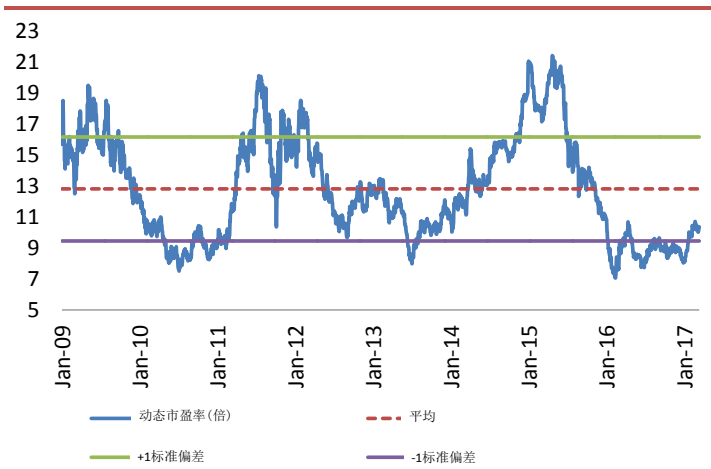
图5: 中南部水泥库存 (人民币每吨)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

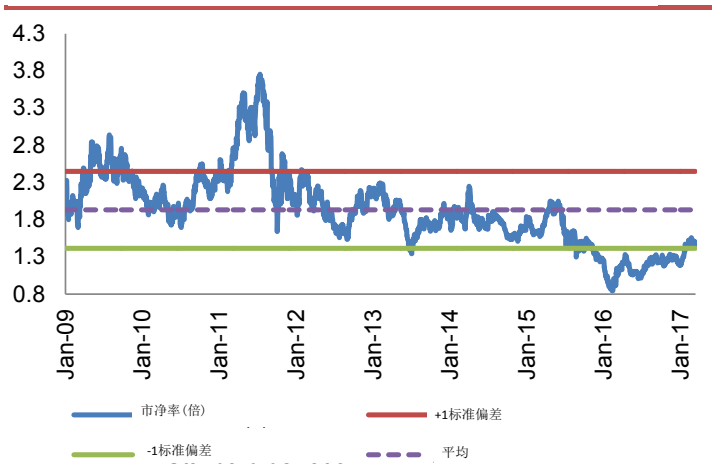
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图6: 动态市盈率区间



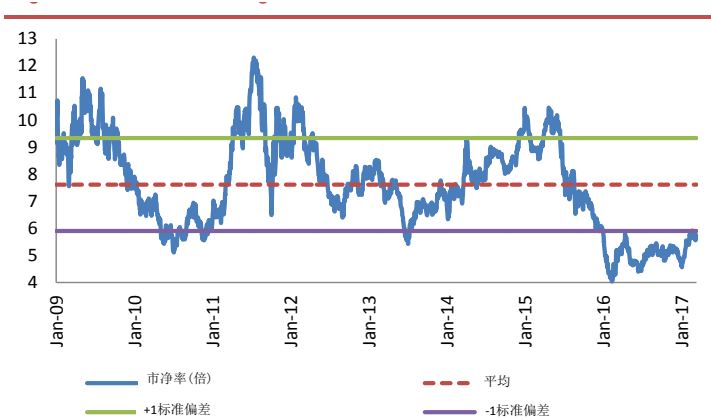
来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图5: 动态市净率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图6: EV/EBITDA区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.hk)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888