

中国：水泥

2015年03月24日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**19.3%**

 日期 **2015/03/24**

收盘价	HK\$27.65
十二个月目标价	HK\$33.00
前次目标价	HK\$35.00
香港恒生指数	24,399.6

信息更新：

- ▶ 3月23日海螺水泥公布2014年业绩。
- ▶ 我们将2015/16年每股收益预估下调8%/4%，以反映疲软的水泥价格。相应地，我们将目标价下调至33港元，重申买入评级。

本中心观点：

- ▶ 我们依然看好公司的产能扩张计划，这有助于提升公司市场份额。
- ▶ 海螺水泥也应是“一带一路”战略和国企改革的主要受益者。

公司简介： 安徽海螺水泥生产并销售硅酸盐水泥、硅酸盐高炉矿渣水泥、复合水泥和商用熟料,也是世界最大的单一品牌供应商。

股价相对香港恒生指数表现


市值	RMB115,004.3 百万元
六个月平均日成交量	RMB137.9 百万元
流通在外股数(百万股)	5,299.3
自由流通股数比例	100.0%
大股东：持股比例	安徽海螺集团有限责任公司, 36.8%
净负债比率	27.2%
每股净值 (2015F)	RMB14.12 元
市净率 (2015F)	1.25 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至12月	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	55,262	60,759	69,388	80,742
营业利润	13,665	16,321	17,936	20,555
税后净利润*	9,389	10,517	11,543	12,666
每股收益(元)	1.77	2.07	2.18	2.39
每股收益年增长率(%)	48.3	17.0	5.1	9.7
每股股利(元)	0.35	0.65	0.68	0.75
市盈率(倍)	12.5	10.7	10.2	9.3
股利收益率(%)	1.6	2.9	3.1	3.4
净资产收益率(%)	17.2	16.5	16.6	17.0

* 归属股东税后净利润

报告分析师：
王佳卉

+86 61873821

Nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

孙伟凤

+86 61873875

weifengsun@yuanta.com

安徽海螺水泥股份 (914 HK)

2014年业绩低于预期，但仍是被低估的“一带一路”概念股

重申买入评级： 我们对海螺水泥依然持乐观看法，看好公司在国内外的产能扩张。公司也应是正在进行中的国企改革和“一带一路”战略的主要受益者。目前我们将目标价下调至33港元，系因我们将2015/16年每股收益预估下调8%/4%，以反映疲软的水泥价格。本中心最新目标价隐含19%的上涨空间，重申买入评级。

2014年业绩低于预期： 2014年每股收益为人民币2.07元，较本中心预估/市场预期分别低8.8%/8.0%。我们认为2014年4季度营收表现疲弱（较本中心预估值低10%）是造成盈利低于预期的主要原因。2014年4季度每股收益同比下滑29.4%至人民币0.53元。管理层预计每股现金股利为人民币0.65元，对应股利收益率2.9%。

稳健扩张： 通过并购以及启用新生产线，2014年海螺水泥的熟料/水泥产能分别增加2,450万/3,693万吨至2.12亿/2.64亿吨，同比增长11.3%/11.6%。整体产能增加6,140万吨，较本中心预估值高89.5%。截至2014年底海螺水泥拥有现金人民币120亿元（2013年为人民币60亿元），表明公司拥有充足的资本可用于未来并购。考虑到公司产能的持续增长，管理层认为较小规模的水泥生产商将被淘汰，因为1）政府集中关闭劣质水泥产能；2）环保标准更加严格。

“一带一路”战略的受益者： 2014年下半年海螺水泥位于印尼南加的生产线投产。除了已有的在印尼和缅甸扩大产能计划，管理层还寻求在南亚其他国家扩大产能的机会。近期中国银行（601988 CH；未评级）与海螺水泥签订协议，中国银行将提供至少50亿美元用于海螺水泥的海外扩张。海螺水泥是国内为数不多的拥有海外产能的水泥公司之一，我们认为公司将受益于南亚地区项目的需求，包括与“一带一路”相关的项目需求。

分析师声明及重要披露事项请参见附录A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

预估调整与估值

图 1：预估调整

	单位	调整前			调整后			差异		
		2014	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014	2015F	2016F
销量	百万吨	246	261	297	249	276	306	1.2%	5.7%	3.0%
营收	人民币十亿	62.4	73.3	85.9	60.7	69.3	80.7	(2.7%)	(5.5%)	(6.1%)
净利润	人民币十亿	12.0	12.5	13.1	10.5	11.5	12.6	(8.8%)	(8.0%)	(4.0%)
每股收益	人民币	2.27	2.37	2.47	2.07	2.18	2.39	(8.8%)	(8.0%)	(4.0%)

资料来源: Wind, 元大

我们上调 2015/16 年销量预估，主要为反映 2014 年海螺水泥产能扩张幅度超出本中心预估。我们将 2015/16 年平均售价假设下调 6.2%/5.8%，主要为反映 2014 年 4 季度水泥价格不及预期。

估值

本中心最新目标价为 33 港元，系基于现金流折现估值和市盈率估值平均计算得出。重申买入评级。

现金流折现估值目标价为 29.28 港元（前次为 30.57 港元）

本中心现金流折现目标价系基于加权平均资本成本 14.92% 及水泥销售终期增长率 7%。

图 2：海螺水泥现金流折现估值预估

加权平均资本成本假设	
无风险利率	4.3%
股票市场平均收益率	15.1%
贝塔值	153.0%
权益成本	20.82%
债务成本	6.4%
有效税率	22.5%
负债比率	37.3%
加权平均资本成本	14.92%
现金流折现估值（人民币 百万）	
公司自由现金流	145.232
加：非核心资产	0.76
减：净负债	0.58
净负债	(12.357)
合理价值	133.055
股份	5.299
股权价值（港元）	29.28

资料来源：公司资料，Wind，元大

市盈率目标价为 37.5 港元（前次为 40.07 港元）

海螺水泥 H 股目前对应 2015 年预期市盈率 10.2 倍。本中心目标市盈率倍数依然为 13.5 倍，较海螺水泥 H 股 5 年市盈率均值折让 16%。我们相应得出市盈率目标价为 37.5 港元。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金与短期投资	8,677	11,394	13,114	1,581	5,087
存货	4,039	3,693	3,693	3,693	3,693
应收帐款及票据	10,797	9,775	9,059	9,905	10,244
其他流动资产	109	115	77	81	88
流动资产	23,622	24,977	25,943	15,260	19,112
长期投资	5,729	4,943	7,033	6,506	6,506
固定资产	52,607	56,310	62,469	69,881	73,375
什项资产	5,566	6,865	7,480	11,409	15,077
其他资产	63,902	68,118	76,982	87,796	94,958
资产总额	87,524	93,095	102,925	103,056	114,070
应付帐款及票据	5,134	3,791	4,015	4,015	4,015
短期借款	2,716	2,935	2,329	2,935	2,935
什项负债	6,671	7,820	8,053	7,638	7,638
流动负债	14,521	14,545	14,397	14,588	14,588
长期借款	21,080	19,207	17,587	17,651	18,964
其他负债及准备	1,119	941	1,042	1,073	1,088
长期负债	22,199	20,147	18,629	18,724	20,053
负债总额	36,720	34,693	33,026	33,312	34,640
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	43,238	50,464	59,340	69,516	81,286
保留盈余	0	0	0	0	0
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	48,538	55,764	64,639	74,816	86,585

资料来源: 公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
本期净利润	6,331	9,389	10,517	11,543	12,666
折旧及摊提	3,276	3,574	3,860	4,130	4,399
本期营运资金变动	1,920	504	(952)	(1,407)	(1,022)
其他营业资产	(1,191)	488	488	488	488
营运活动之现金流量	10,336	13,955	13,913	14,755	16,531
资本支出	(6,815)	(7,562)	(11,000)	(9,000)	(9,500)
本期长期投资变动	(1,111)	(4,668)	(2,890)	(3,779)	(3,334)
其他资产变动	(543)	(246)	(153)	(228)	(270)
投资活动之现金流量	(8,470)	(12,476)	(14,043)	(13,007)	(13,105)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	953	(1,614)	(1,197)	958	4,159
其他调整数	(2,452)	(1,432)	(3,552)	(3,728)	(4,080)
融资活动之现金流量	(1,499)	(3,046)	(4,749)	(2,770)	79
本期产生现金流量	368	(1,567)	(4,879)	(1,022)	3,505
自由现金流量	7,528	10,182	8,229	11,660	14,432

资料来源: 公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	45,766	55,262	60,759	69,388	80,742
销货成本	(33,265)	(37,275)	(40,264)	(47,375)	(56,004)
营业毛利	12,502	17,987	20,494	22,013	24,738
营业费用	(4,458)	(5,247)	(5,624)	(6,107)	(7,026)
营业利润	9,147	13,665	16,321	17,936	20,555
利息收入	138	192	0	0	0
利息费用	(1,137)	(1,161)	(1,039)	(1,041)	(1,211)
利息收入净额	(999)	(969)	(1,039)	(1,041)	(1,211)
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	(23)	(26)	(820)	(1,246)	(2,002)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	8,126	12,671	14,463	15,649	17,342
所得税费用	(1,639)	(2,850)	(3,360)	(3,490)	(3,867)
税后净利润	6,331	9,389	10,517	11,543	12,666
税前息前折旧摊销前净利	12,423	17,240	20,181	22,066	24,954
每股收益 (RMB)	1.19	1.77	2.07	2.18	2.39
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.19	1.77	2.07	2.18	2.39

资料来源: 公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	(5.9)	20.7	9.9	14.2	16.4
营业利润	(43.9)	49.4	19.4	9.9	14.6
税前息前折旧摊销前净	(34.2)	38.8	17.1	9.3	13.1
税后净利润	(45.4)	48.3	12.0	9.8	9.7
每股收益	(45.36)	48.30	16.95	5.12	9.73
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	27.3	32.5	33.7	31.7	30.6
营业利润率	20.0	24.7	26.9	25.8	25.5
税前息前 折旧摊销前净利率	27.1	31.2	33.2	31.8	30.9
税后净利润率	13.8	17.0	17.3	16.6	15.7
资产报酬率	7.6	10.9	11.3	11.8	12.4
净资产收益率	13.0	17.2	16.5	16.6	17.0
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	46.8	37.9	28.7	29.5	27.6
净现金(负债)权益比(%)	16.0	11.2	3.0	1.6	5.8
利息保障倍数 (倍)	8.1	11.9	14.9	16.0	15.3
利息及短期债	2.4	3.4	4.6	4.2	4.5
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	9.1	12.0	13.4	14.2	13.6
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	2.7	3.4	4.1	3.7	4.0
流动比率 (倍)	1.6	1.7	1.8	1.0	1.3
速动比率 (倍)	1.3	1.5	1.5	0.8	1.1
净负债 (RMB 百万元)	15,119	10,747	6,802	19,004	16,813
每股净值 (RMB)	9.16	10.52	12.20	14.12	16.34
评价指标 (倍)					
市盈率	18.5	12.5	10.7	10.2	9.3
股价自由现金流量比	15.6	11.5	14.2	10.1	8.1
市净率	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4
股价税前息前折旧摊销 前净利比	9.4	6.8	5.8	5.3	4.7
股价营收比	2.6	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源: 公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

安徽海螺水泥股份 (914 HK) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2013/06/16	22.05	29.00	29.00	买入	王佳卉
2	2013/08/16	26.75	31.00	31.00	买入	王佳卉
3	2014/03/25	30.35	36.00	36.00	买入	王佳卉
4	2014/10/21	25.15	31.00	31.00	买入	王佳卉
5	2015/01/07	28.70	35.00	35.00	买入	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计:	411	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼