

安徽海螺 [0914.HK]

股价急升27%后股份吸引力下降;下调至持有评级

我们认为，安徽海螺股价在年初至今反弹27%后，股份的风险与回报的比较已不如之前般吸引，因此我们将评级从买入降至持有。由于低库存水平有助支撑水泥价格，我们将公司2017/2018年每股盈利预测上调6.6%/6.5%，但虽然如此，公司的2017年净资产收益率预测为13.7%，仍低于过去五年平均水平的14.1%。同时，公司现时的市净率已升至1.52倍，距离过去五年平均水平1.67倍已不远。因此，我们在提高盈利预测后，目标价从26.10港元（1.5倍2017年市净率）提高至29.00港元（1.65倍2017年市净率/12.7倍2017年市盈率），但将评级从买入下调至持有。然而，由于2017年上半年的盈利前景仍然良好，如果股份出现获利回吐，我们将考虑上调评级。

投资亮点

新年后水泥价格温和下降属预期之内，但跌幅应该有限。农历新年假期后，安徽海螺两个主要经营区域（华东和华中地区）的水泥价格下跌（图2及图3）。这属于预期之内，因为在长假期后，水泥需求需要时间恢复。由于库存水平较低（图4和图5），水泥价格的温和下跌应该不会构成很大问题，水泥价格应在3月稳定下来，并逐渐回升。事实上，今年初至今的价格走势优于我们的预期。在将吨毛利预测提高3元人民币每吨后，我们将2017年/2018年每股盈利预测上调了6.6%/6.5%。

但在股价反弹27%后，大部分利好因素已被反映。在上调盈利预测后，我们预计安徽海螺在2017年的净资产收益率为13.7%，仍低于其5年平均水平的14.1%。值得注意的是，我们最新的2017年盈利预测已较市场预测高至少10%。如果我们撇除2012年之前的时期（当时的表现受到4万亿经济刺激政策所支持），2012年至2016年期间公司的平均市净率为1.67倍，平均净资产收益率为14.1%（图9）。因此我们认为，在目前1.52倍市净率的情况下，进一步上行的空间有限。

2017年上半年正面的前景保持不变；等待再次进场的机会。由于2016年上半年的基数较低，以及今年初至今水泥价格回升，我们认为上半年的盈利前景保持不变。因此我们认为，若市净率跌至1.4倍（24.60港元）或以下，将是再次买入股份的良机。

水泥板块可能会在短期内稍作喘息。在今年初至今，我们所覆盖的四只水泥股（安徽海螺、华润水泥（1313.HK）、金隅股份（2009.HK）、中国建材（3323.HK））的平均涨幅为29%。从估值的角度来看，该板块的吸引力已下降，我们将很快审视其他水泥股的评级。

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	63,348
经常性净利润（百万元人民币）	9,504	10,951	6,073	8,824	11,059
净利润率（%）	17	18	12	16	17
每股经常性收益（人民币元）	1.79	2.07	1.15	1.67	2.09
百分比变动	51	15	(45)	45	25
市盈率（倍）	11.8	10.2	19.3	14.0	11.7
市净率（倍）	2.02	1.70	1.67	1.61	1.52
EV/EBITDA（倍）	7.6	6.8	10.0	7.7	6.4

来源：公司，中国银河国际证券研究部

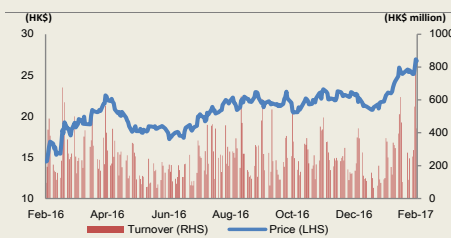
中国水泥业

持有 (此前为买入)

收盘价：26.75港元（2017年2月10日）

目标价：29.00港元（+8.4%）

股价表现



来源：彭博

市值	167.33亿美元
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	14.00-26.75港元
三个月日均成交量	3,257万港元
主要股东	安徽海螺集团有限责任公司 (36.78%)

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

lvylyu@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	28,709,401	34,638,888	60,758,501	50,976,036	55,423,182	63,348,289	65,834,650
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	9,301,734	12,083,171	20,198,409	13,709,044	18,058,302	21,384,905	22,446,250
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	6,156,354	8,171,410	14,574,157	7,419,499	11,428,120	14,327,764	15,075,390
其他收入及收益	689,651	570,883	491,397	534,651	401,932	484,944	991,763	1,260,534	1,026,048	886,876	790,016
EBIT	4,590,441	4,089,592	4,725,324	7,728,844	6,558,285	8,656,355	15,565,920	8,680,033	12,454,168	15,214,640	15,865,406
净融资成本	(246,654)	(263,739)	(255,004)	(184,001)	(164,093)	(87,391)	(618,937)	(510,393)	(439,005)	(251,483)	(27,793)
来自联系公司及合营之利润	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	6,384,193	8,616,964	14,927,042	10,085,520	12,068,569	15,001,157	15,925,613
收入所得税	(1,514,374)	(926,098)	(1,063,906)	(1,810,035)	(1,532,206)	(2,068,071)	(3,360,183)	(2,440,472)	(2,873,941)	(3,600,278)	(3,822,147)
少数股东权益	(35,638)	(70,710)	(104,303)	(171,953)	(145,560)	(196,467)	(585,942)	(106,348)	(276,256)	(342,026)	(363,104)
收入净额	4,714,488	2,824,212	3,358,547	5,559,825	4,706,427	6,352,426	10,980,917	7,538,700	8,918,372	11,058,853	11,740,362
经常性收入净额	3,299,024	2,774,132	3,265,524	5,558,347	4,706,427	6,352,426	10,951,264	6,073,156	8,823,871	11,058,853	11,740,362
每股收益(人民币)	0.890	0.533	0.634	1.049	0.888	1.199	2.072	1.423	1.683	2.087	2.215
经常性每股收益(人民币)	0.623	0.523	0.616	1.049	0.888	1.199	2.067	1.146	1.665	2.087	2.215
每股派息(港元)	-	0.430	-	0.505	-	0.626	0.650	0.430	0.505	0.626	0.665
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	9,003,626	11,483,781	19,334,211	13,099,911	17,186,447	20,487,407	21,481,613
水泥及熟料平均售价(人民币元/吨)	204.5	185.1	183.3	205.5	208.1	213.0	236.7	193.8	195.2	210.7	211.8
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	69	76	81.7	54.4	65.0	72.6	73.7
增长率:											
收入	-16%	-16%	-1%	18%	20%	10%	10%	-16%	9%	14%	4%
EBIT	-44%	-44%	3%	89%	39%	12%	13%	-44%	43%	22%	4%
EBITDA	-33%	-31%	3%	62%	29%	13%	11%	-32%	31%	19%	5%
核心净收入	-43%	-46%	-1%	100%	44%	14%	15%	-45%	45%	25%	7%
经常性每股收益	-43%	-46%	-1%	100%	44%	14%	15%	-45%	45%	25%	7%
利润率及财务比率:											
毛利润率	27.2%	26.6%	30.0%	34.6%	32.4%	34.9%	33.2%	26.9%	32.6%	33.8%	34.1%
净利润率	13.8%	10.6%	14.1%	18.2%	16.9%	18.9%	19.0%	12.1%	16.4%	18.0%	18.4%
EBIT利润率	19.0%	15.3%	19.7%	24.6%	22.8%	25.0%	25.6%	17.0%	22.5%	24.0%	24.1%
EBITDA利润率	28.1%	23.6%	29.2%	32.4%	31.4%	33.2%	31.8%	25.7%	31.0%	32.3%	32.6%
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: 季度业绩摘要

截至12月底止年度(千元人民币)	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016 E
收入	12,571,606	16,212,877	14,808,295	17,165,723	11,181,618	13,041,705	13,659,068	13,093,645	10,561,949	13,411,160	13,890,129	17,559,944
毛利润	4,439,897	5,745,593	4,364,936	5,647,983	3,240,900	3,347,362	3,172,171	3,948,611	2,596,368	4,586,310	4,665,984	6,209,639
利润率	35.3%	35.4%	29.5%	32.9%	29.0%	25.7%	23.2%	30.2%	24.6%	34.2%	33.6%	35.4%
经营利润	3,332,341	4,449,046	3,016,401	3,776,369	1,974,797	1,925,993	1,789,941	1,728,768	1,210,636	3,023,291	3,056,176	4,138,017
净利润	2,473,498	3,337,363	2,351,558	2,818,498	1,713,524	3,000,964	1,397,375	1,426,837	1,155,094	2,128,798	2,613,502	2,946,323
经调整净利润	2,476,458	3,337,363	2,347,664	2,791,090	1,662,015	1,637,009	1,462,193	1,311,939	1,108,801	2,051,060	2,611,532	2,946,815
同比变动	155%	50%	1%	-30%	-33%	-51%	-38%	-53%	-33%	25%	79%	125%
销量(千吨)	48,000	65,543	65,000	70,568	50,500	64,860	70,590	70,635	57,640	70,040	71,650	76,795
同比变动	3.7%	15.0%	10.9%	6.8%	5.2%	-1.0%	8.6%	0.1%	14.1%	8.0%	1.5%	8.7%
平均售价(人民币/吨)	250	240	221	236	215	195	188	180	178	186	188	222
同比变动	16.3%	5.0%	-2.6%	-10.3%	-14.0%	-18.7%	-15.1%	-23.7%	-17.3%	-4.8%	0.2%	23.4%
吨毛利	91	86	66	78	63	55	45	57	45	65	64	80

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

主要财务数据

安徽海螺(914, HK)
 资产负债表
 (千元人民币, 每股数据除外)

截至12月31日

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
存货	4,375,977	4,238,039	4,800,000	5,000,000	5,100,000
贸易应收款项	333,247	422,052	500,000	600,000	650,000
应收票据	3,885,568	4,465,734	5,000,000	5,600,000	6,000,000
其他	2,663,578	3,015,143	3,046,744	3,146,744	3,246,744
银行结余及现金	14,012,121	14,285,034	16,677,393	21,031,112	26,812,596
流动资产	25,270,491	26,426,002	30,024,137	35,377,856	41,809,340
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	118,299,957	125,541,234
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	1,219,112	1,274,580
流动负债总额	14,397,007	20,402,161	20,337,528	20,019,112	19,474,580
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	29,114,152	27,569,620
股东权益	65,849,976	70,147,570	76,787,241	85,170,583	93,593,289
少数股东权益	3,377,108	3,396,939	3,673,195	4,015,222	4,378,326

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	15,001,157	15,925,613
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)	(500,000)	(250,000)
其他/调整	(5,653,167)	(5,032,916)	(1,982,963)	(3,456,694)	(3,854,680)
营运现金流净额	16,524,808	8,943,919	14,355,990	16,029,230	17,099,140
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	(2,274,301)	(733,273)	(3,184,930)	(2,000,000)	(2,000,000)
股息	(1,854,756)	(3,444,547)	(2,278,700)	(2,675,512)	(3,317,656)
其他	(1,526,938)	(253,249)	-	-	-
净融资成本	(5,655,995)	(4,431,069)	(5,463,630)	(4,675,512)	(5,317,656)
现金增加/减少	2,871,289	272,913	2,392,359	4,353,718	5,781,484
现金净额/(负债净额)	(5,904,123)	(4,899,896)	677,393	7,031,112	14,812,596

估值

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	10.2	19.3	14.0	11.7	11.4
每股收益增长(%)	15	45	45	25	7
收益率(%)	3.1	1.9	2.2	2.6	2.6
市盈率增长(倍)	0.67	n.a.	0.31	0.46	1.69
EV/EBITDA(倍)	6.8	10.0	7.7	6.4	6.1
市净率(倍)	1.70	1.67	1.61	1.52	1.43

运营

收入增长(%)	10	16	9	14	4
毛利润率(%)	33.2	26.9	32.6	33.8	34.1
净利润率(%)	19.0	12.1	16.4	18.0	18.4
应收账款周转天数	35	33	34	34	36
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	2.1
速动比率(倍)	1.3	0.9	1.1	1.4	1.7
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	-8	-15
EBITDA利息覆盖倍数	31.2	25.7	39.1	81.5	772.9
核心净资产收益率(%)	18.0	8.9	12.0	13.7	13.1

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

图2: 华东水泥价格 (人民币每吨)

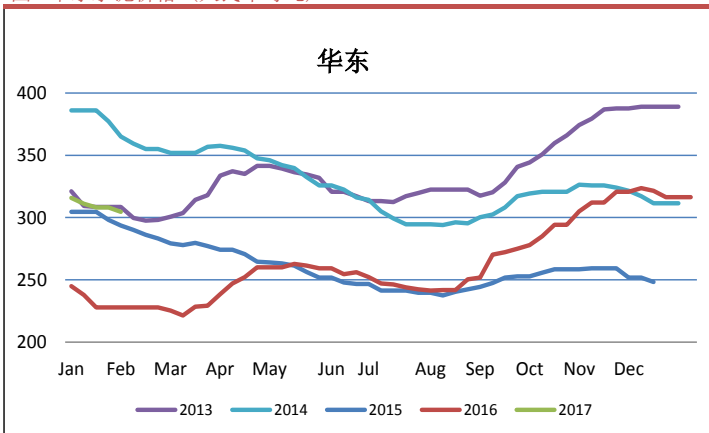
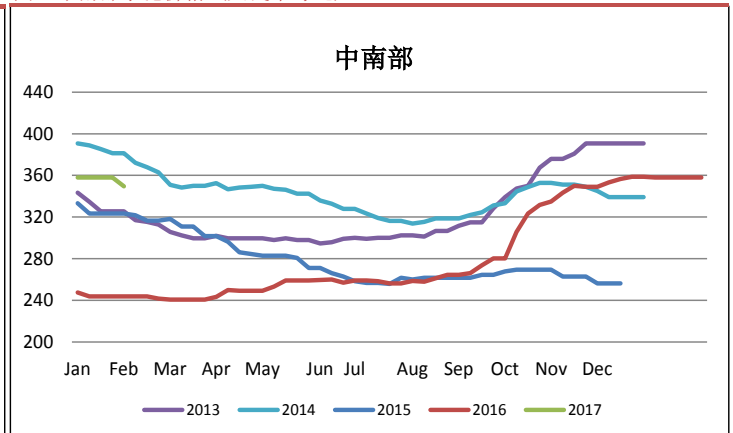


图3: 中南部水泥价格 (人民币每吨)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图4: 华东的水泥库存



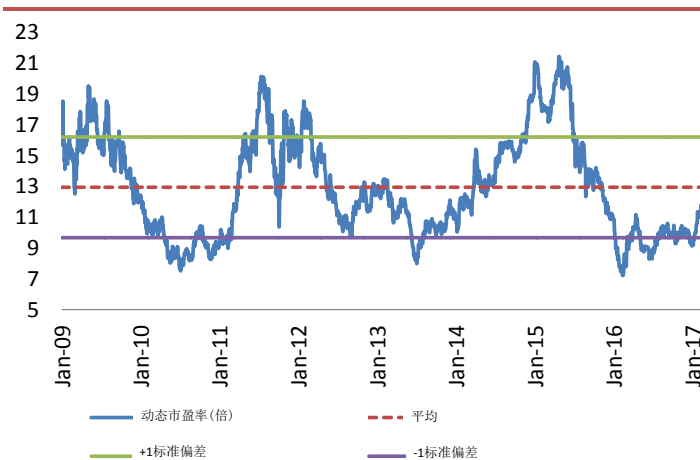
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图5: 中南部的水泥库存



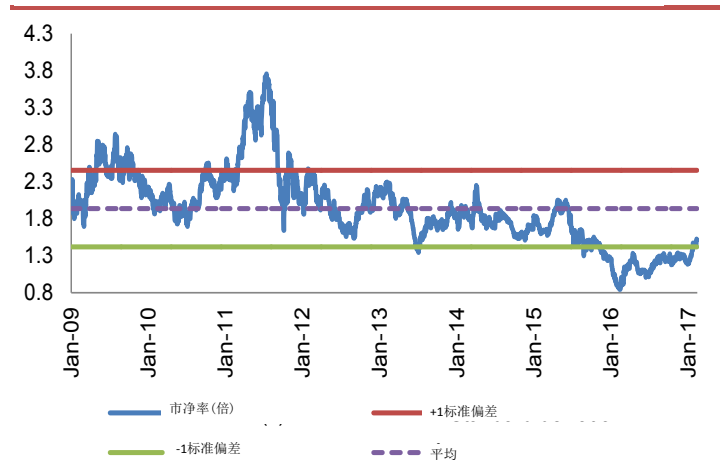
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图4: 动态市盈率区间



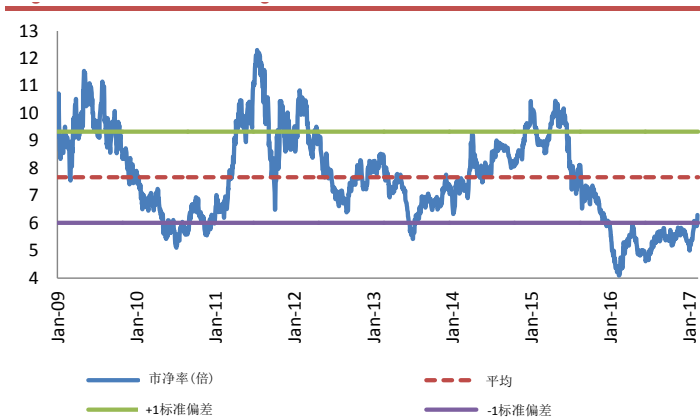
来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

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

图7: 煤价及水泥价格走势

图9: 安徽海螺过往净资产收益率表现

	平均动态市净率(倍)	净资产收益率
2001	0.64	10.4%
2002	0.79	10.3%
2003	1.45	19.8%
2004	2.38	19.9%
2005	1.53	7.4%
2006	2.21	24.0%
2007	3.93	27.7%
2008	2.79	14.8%
2009	2.32	13.3%
2010	2.03	19.6%
2011	2.71	29.1%
2012	1.97	13.5%
2013	1.84	18.2%
2014	1.77	18.0%
2015	1.62	8.9%
2016E	1.17	12.0%
平均 (2012-2016)	1.67	14.1%
平均 (2001-2016)	1.95	16.7%
目前的动态市净率	1.52	-
2017年预测	-	13.7%

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

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