

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

海螺水泥 (914 HK)

净利润同比增长85%符合预期，派息率提升

■ 公司2017年收入同比增长34.6%，净利润同比增长85.4%，基本符合我们的预期，略高于市场一致预期

■ 公司2017年水泥熟料销量同比增长6.5%，高于行业平均增速和之前的公司指引；水泥价格大幅提升带动吨毛利同比增长35.5%

■ 公司2018年指引：销量基本同比持平；暂维持公司盈利预测与47港元目标价（13倍2018年预测市盈率）

量价齐升带动盈利大幅增长；提升派息率至40%

公司2017年净利润同比增长85.4%，基本符合预期，公司盈利的大幅增长主要是：1) 受益于2017年全国水泥价格大幅攀升，公司2017年水泥熟料销售均价247元人民币/吨，同比增长26%；2) 公司水泥熟料销量同比增长6.5%，远高于行业增速(-0.2%)，也高于之前公司给出的指引，我们认为主要是由于去年下半年南方市场需求繁荣；3) 公司水泥熟料生产吨成本在煤炭价格上升的推动下同比增长21%，达到160元人民币/吨；但水泥价格的大幅增长带动了吨毛利同比增长36%，达到87元人民币/吨；4) 公司继续保持在费用控制上的优势，三项费用占收入比同比下降3.3个百分点至10.3%。此外，公司在手现金充裕，提升派息率至40%（2016年：30.9%）。

2018年行业展望：一季度业绩增长可期

就2018年一季度而言，全国水泥库存在3月中旬后开始下降，已降至60%以下，表明水泥下游需求正在稳步恢复中。目前全国水泥价格指数同比增长25%，水泥-煤炭价差同比增长25%，一季度行业盈利增长可期。此外，考虑到今年水泥价格的起点是去年四季度飙升至的高位，全年平均水泥价格表现预计超过去年平均水平，波动幅度则小于去年，行业利润有望进一步冲高超1,000亿元人民币，同比增长10-15%。

盈利预测正在审视中，暂维持目标价与买入评级

公司指引2018年水泥销量基本持平于去年，该指引与行业整体预测一致；资本支出68亿元人民币，预计熟料/水泥/骨料新增产能360/1,480/1,450万吨。公司目前股价对应11.1倍2018年预测市盈率，我们认为以公司的优质龙头地位、中长期受益于去产能的潜力，以及其布局海外市场给公司未来增长带来的预期，估值仍有提升空间。公司新的盈利预测正在审视中，我们暂维持公司47港元目标价，对应13倍2018年预测市盈率。

盈利预测及估值

百万元人民币	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业额	50,976	55,932	75,311	78,327	81,594
同比增长 (%)	-16.1%	9.7%	34.6%	4.0%	4.2%
净利润	7,539	8,574	15,899	16,451	16,941
同比增长 (%)	-31.3%	13.7%	85.4%	3.5%	3.0%
每股盈利 (元)	1.42	1.62	3.00	3.10	3.20
每股股息 (元)	0.43	0.50	1.20	0.93	0.96
市盈率 (x)	24.5	21.5	11.5	11.1	10.7
市净率 (x)	2.5	2.3	2.0	1.7	1.6
ROE (%)	10.4%	11.2%	18.0%	16.5%	15.3%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

魏芸

+86 755 8373 2985

weiyun@cmschina.com.cn

最新变动

n.a.

买入

前次评级	买入
股价	HK\$42.6
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$47 (+10%)
前次目标价:	HK\$47

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
914 HK	0.5	31.7	53.0
恒生指数	0.3	11.4	27.8

行业：建筑业

恒生指数	31071
国企指数	12428

重要数据

52周股价区间 (港元)	24.5-45.3
港股市值 (百万港元)	55363
日均成交量 (百万股)	10.83
每股净资产 (港元)	15.12

主要股东

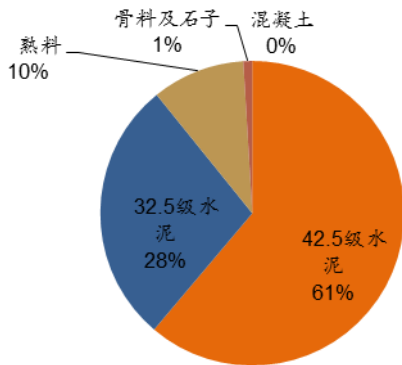
安徽海螺集团有限责任公司	36.4%
总股数 (百万股)	5,299

相关报告

海螺水泥 (914 HK)-业绩预增 70-90%，上调目标价，2018/01/08
水泥行业-周报：关注3月中下旬下游需求恢复，2018/3/13

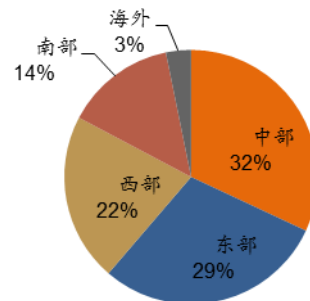
重点图表

图1：2017年分产品收入



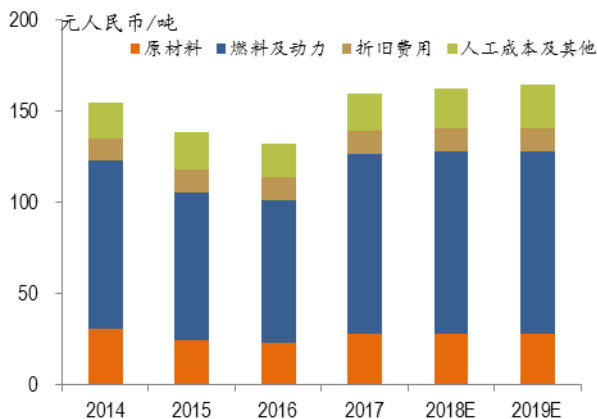
资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图2：2017年分地区收入



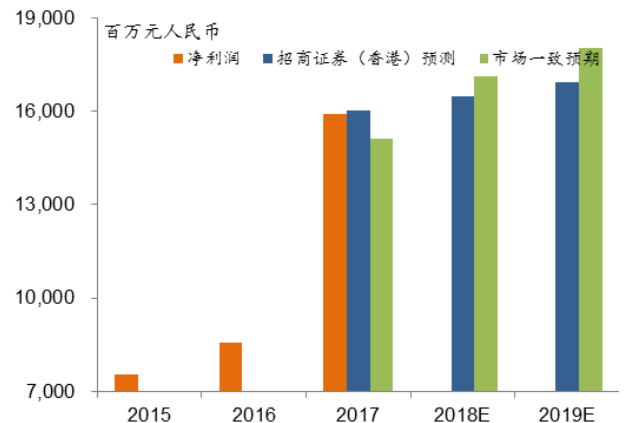
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图3：公司生产水泥吨成本



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图4：公司净利润及预期



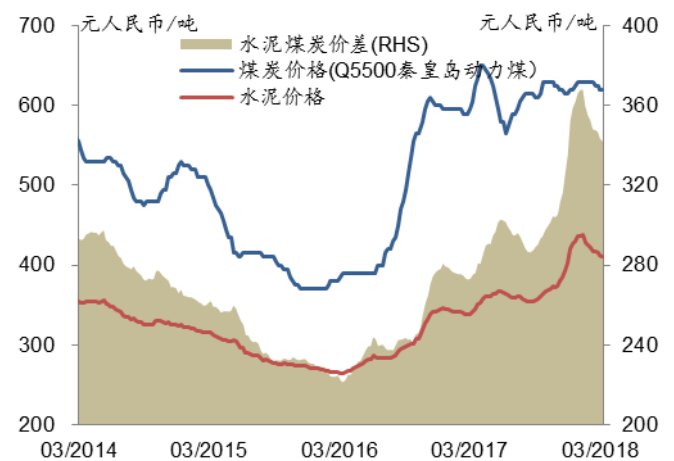
资料来源：公司资料、Bloomberg、招商证券（香港）

图5：近期全国及华东地区水泥库存出现回落



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图6：行业水泥-煤炭价差



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图7：2017年实际盈利与预测差异

百万元人民币	2016	2017	同比增长	预测		差异	
				招商证券(香港)	市场一致预期	招商证券(香港)	市场一致预期
收入	55,932	75,311	34.6%	75,367	72,646	0%	4%
毛利	17,536	25,522	45.5%	26,827	25,187	-5%	1%
归属母公司净利	8,574	15,899	85.4%	16,024	15,096	-1%	5%
每股盈利(元)	1.62	3.00	85.4%	3.02	2.81	-1%	7%
毛利率(%)	31.4%	33.9%	+2.5ppt	35.6%	34.7%	+1.7ppt	+0.8ppt
净利率(%)	15.3%	21.1%	+5.8ppt	21.3%	20.8%	+0.2ppt	-0.3ppt

资料来源：公司资料、Bloomberg、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2015	2016	2017	2018E	2019E
非流动资产合计	79,355	79,931	76,118	87,905	91,662
固定资产	68,637	69,509	68,235	74,990	78,318
无形资产及商誉	3,342	3,406	3,690	3,468	3,504
联/合营公司之权益	2,975	3,315	2,791	4,386	4,569
可供出售投资	3,250	2,935	461	3,916	4,080
其他	1,151	765	941	1,144	1,191
流动资产合计	26,426	29,583	46,024	44,059	50,897
存货	4,238	4,549	4,705	5,483	5,712
应收账款	4,888	7,145	12,180	10,230	10,657
定期存款	10,000	9,500	14,000	10,000	10,000
货币资金	4,285	5,800	10,429	14,482	20,328
其他	3,015	2,590	4,711	3,864	4,200
资产合计	105,781	109,514	122,143	131,964	142,559
流动负债合计	20,402	17,049	21,114	19,018	19,096
应付账款	3,873	4,363	4,967	5,874	6,120
短期借款	8,445	4,538	5,620	3,431	2,859
其他	8,084	8,149	10,527	9,712	10,118
非流动负债合计	11,835	12,487	9,339	8,374	7,272
长期借款	10,740	11,443	8,359	6,964	5,803
其他	1,095	1,044	980	1,410	1,469
股东权益合计	73,545	79,978	91,689	104,572	116,190
母公司股东权益	70,148	76,309	89,150	100,357	111,722
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	64,848	71,009	83,851	95,058	106,422
少数股东权益	3,397	3,669	2,539	4,215	4,469
权益及负债合计	105,781	109,514	122,143	131,964	142,559

现金流量表

百万元人民币	2015	2016	2017E*	2018E	2019E
除税前溢利	10,086	11,699	21,791	22,371	23,038
折旧与摊销	4,459	4,753	5,008	5,137	5,307
财务费用	963	792	554	468	390
营运资金变动	-172	-1,276	-1,448	-373	-136
其他	-6,392	-3,778	-8,727	-8,149	-8,215
经营活动现金流	8,944	12,191	17,179	19,454	20,384
资本支出	-5,167	-4,982	-7,373	-8,283	-8,653
其他	-7,552	429	0	0	0
投资活动现金流	-12,719	-4,552	-7,373	-8,283	-8,653
借款增加	-770	-3,538	-3,678	-1,907	-1,733
分配股利	-3,445	-2,279	-2,650	-4,807	-4,935
其他	-216	-327	-344	-625	-642
筹资活动现金流	-4,431	-6,145	-6,672	-7,340	-7,309
汇率变动对现金的影响	-21	21	0	0	0
现金流净增加额	-8,206	1,494	3,134	3,832	4,422
期末现金及现金等价物余额	4,285	5,800	8,933	12,765	17,187

利润表

百万元人民币	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	50,976	55,932	75,311	78,327	81,594
营业成本	-37,267	-38,396	-49,789	-50,083	-52,046
毛利	13,709	17,536	25,522	28,244	29,548
其他收入	1,791	1,187	1,616	1,175	979
其他利润净额	1,876	671	1,742	1,175	979
销售费用	-3,105	-3,276	-3,572	-3,838	-3,998
管理费用	-3,184	-3,530	-3,470	-3,838	-3,998
财务费用	-963	-792	-684	-468	-390
应占联/合营损益	-38	-97	120	-78	-82
除税前溢利	10,086	11,699	21,275	22,371	23,038
所得税	-2,440	-2,703	-4,800	-5,145	-5,299
净利润	7,645	8,997	16,475	17,226	17,739
归属母公司净利润	7,539	8,574	15,899	16,451	16,941
少数股东损益	106	423	576	775	798
EPS (元)	1.42	1.62	3.00	3.10	3.20

主要财务比率

	2015	2016	2017	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-16.1%	9.7%	34.6%	4.0%	4.2%
毛利润	-32.1%	27.9%	45.5%	10.7%	4.6%
净利润	-31.3%	13.7%	85.4%	3.5%	3.0%
获利能力					
毛利率	26.9%	31.4%	33.9%	36.1%	36.2%
净利率	14.8%	15.3%	21.1%	21.0%	20.8%
ROE	10.4%	11.2%	18.0%	16.5%	15.3%
ROA	7.2%	8.2%	13.5%	13.1%	12.4%

偿债能力

资产负债率	30.5%	27.0%	24.9%	20.8%	18.5%
净负债比率	20.3%	12.7%	3.9%	净现金	净现金
流动比率	1.30	1.74	2.18	2.32	2.67
速动比率	1.09	1.47	1.96	2.03	2.37
营运能力					
资产周转率	0.49	0.52	0.65	0.62	0.59
存货周转率	8.65	8.74	10.76	9.31	9.30
应收账款周转率	7.31	6.69	5.82	6.03	5.98
应付账款周转率	3.21	3.26	3.91	3.45	3.44

每股资料(元)

每股收益	1.42	1.62	3.00	3.10	3.20
每股经营现金	1.69	2.30	2.47	3.67	3.85
每股净资产	13.88	15.09	17.30	19.73	21.93
每股股利	0.43	0.50	1.20	0.93	0.96

估值比率

P/E	24.2	21.2	11.5	11.1	10.7
P/B	2.5	2.3	2.0	1.7	1.6

*公司2017年完整现金流量表还未公告

资料来源: 公司资料、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。

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。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