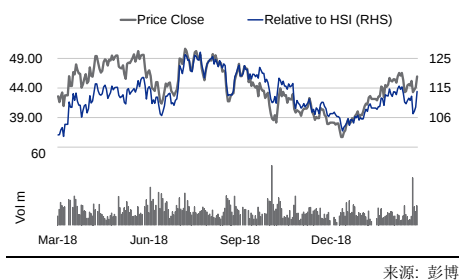


香港

买入

市场共识评级*: 买入 18 持有 6 沽出 2

前收盘价:	HK\$46.0
目标价:	HK\$54.0
前目标价:	HK\$52.0
上升/下跌空间:	17.5%
CGS-CIMB / 共识预测:	na
路透股票代码:	
彭博股票代码:	914 HK
市值:	US\$30,368m
	HK\$238,308m
平均每日成交额:	US\$46.5m
	HK\$364.9m
目前发行在外股数	5,299m
自由流通量	55.0%
*来源: 彭博	



股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	0.5	21.2	8.1
相对表现 (%)	-1	8.3	15.6

主要股东	持股百分比
安徽海螺集团有限责任公司	36.8

海螺水泥

四季度业绩强劲，惟派息比率令人失望

- 2018 年四季度经常性净利润同比增长 48%，与公司早前发出的盈喜指引相若。
- 吨毛利(不含贸易量)达到创纪录的 176 元人民币。
- 派息比率可能让投资者失望,因为该比率从 2017 年的 40%下调至 2018 年的 30%。
- 我们的盈利预测大致不变,目标市净率维持在 2019 年的 1.84 倍,目标价因为微调人民币汇率假设,从 52 港元上调至 54 港元。
- 基于公司的强劲业绩、市场领导地位和仍然较低的估值,维持买入评级。不过,低于预期的派息比率可能会导致短期股价波动

四季度净利润创历史新高

海螺水泥的经常性净利润为人民币 91.6 亿元，同比增长 48%，创下历史最高季度盈利纪录。以全年计，净利润为人民币 299 亿元，同比增长 106%，属于盈喜公告的指引范围的中间水平。与此同时，全年收入同比增长 70%至人民币 1,280 亿元。

2018 年平均售价强劲增长

2018 年水泥和熟料的综合平均售价(不含贸易量)为人民币 328 元/吨，高于 2017 年的人民币 247 元/吨。吨毛利(不含贸易量)从 2017 年的人民币 87.3 元上涨至 2018 年的人民币 156.8 元。2018 年四季度的吨毛利(不含贸易量)为人民币 175.8 元。水泥和熟料 2018 年销量(不含贸易量)为 2.98 亿吨，同比增长 2.7%。

贸易业务大幅增长

2018 年，公司的贸易业务销量达到 7,000 万吨，分部收入同比增长 17 倍至人民币 250 亿元。该业务占总利润的比例极低，经营该业务的主要目的是提升公司在其业务区域的市场影响力。

保守的派息率或令投资者失望

由于海螺水泥处于净现金状态，市场曾有看法认为公司的派息率会上升（2017 年为 40%）。然而，公司将 2018 年派息率降至 30%，令市场意外。基于每股派息人民币 1.69 元，股息收益率仅为 4.3%。这使得亚洲水泥（0743.HK;未评级）更值得留意，因为该股的 2018 年市盈率为 4.5 倍，市净率为 0.9 倍，股息收益率为 9%。

盈利预测大致不变

我们只微调了我们的预测，因为整体业绩大致符合盈喜公告。目前，我们假设 2019 年的派息率仅 35%，意味着股息收益率为 5%。我们将目标 2019 年市净率保持在 1.84 倍（自 2009 年以来的平均水平），但由于我们轻微上调了人民币汇率的预测，目标价从 52 港元上调至 54 港元。由于派息率令人失望，股价短期内或较为波动。然而，考虑到公司业绩强劲、估值不高（6.8 倍 2019 年市盈率），加上拥有行业龙头地位，我们维持「买入」评级。

分析员

王志文
 T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk
刘彦麟
 T (852) 3698 6393
 E marklau@chinastock.com.hk

主要财务指标	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
收入 (百万人民币)	55,932	75,311	128,403	150,871	151,704
核心净利润 (百万人民币)	8,408	14,471	29,882	30,952	28,901
净利润率 (%)	15	19	23	21	19
每股核心盈利 (人民币)	1.59	2.73	5.64	5.84	5.45
百分比变动	38	72	106	4	(7)
市盈率(倍)	25.2	14.3	6.9	6.8	7.3
市净率(倍)	2.8	2.3	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA (倍)	11.3	7.8	4.3	4.1	4.4

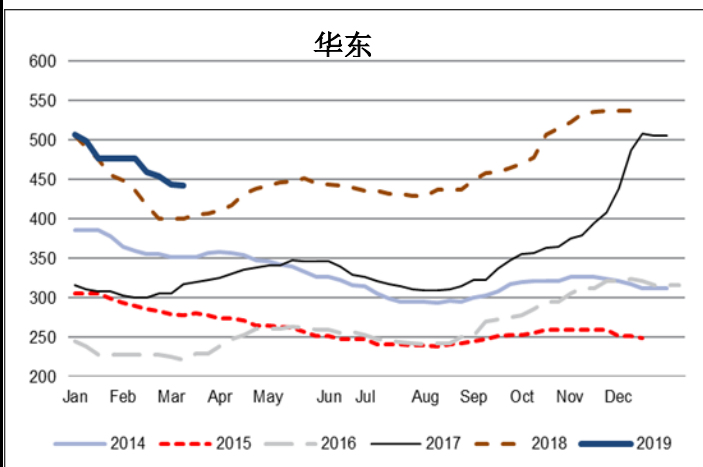
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图1: 季度业绩摘要

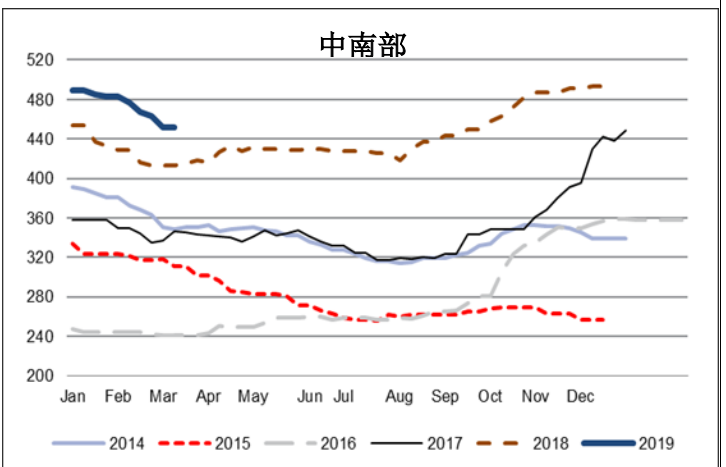
(千元人民币)

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
收入	13,402,628	18,505,288	17,927,022	25,475,882	18,455,318	27,286,929	31,712,589	50,947,789
毛利润	3,724,132	6,165,853	5,699,451	9,932,789	7,430,427	12,134,563	11,628,239	14,567,821
毛利率	27.8%	33.3%	31.8%	39.0%	40.3%	44.5%	36.7%	28.6%
经营利润	2,252,545	4,679,381	3,942,938	7,605,080	5,938,363	10,335,631	9,517,026	12,199,073
净利润	2,153,218	4,562,698	3,091,930	6,251,912	4,778,070	8,327,165	7,774,037	9,120,167
经调整净利润	1,643,014	3,694,272	3,110,643	6,198,352	4,761,067	8,224,253	7,737,335	9,159,926
同比变动	48%	71%	33%	121%	190%	123%	149%	48%
销量 (千吨)	59,260	74,336	76,620	84,721	57,170	79,830	76,900	81,400
同比变动	2.8%	6.1%	6.9%	9.0%	-3.5%	7.4%	0.4%	-3.9%
吨毛利	69	81	73	123	129	154	155	176

 来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博
 备注: 2018年销量和吨毛利数据不含贸易业务

图2: 华东水泥价格 (人民币/吨)


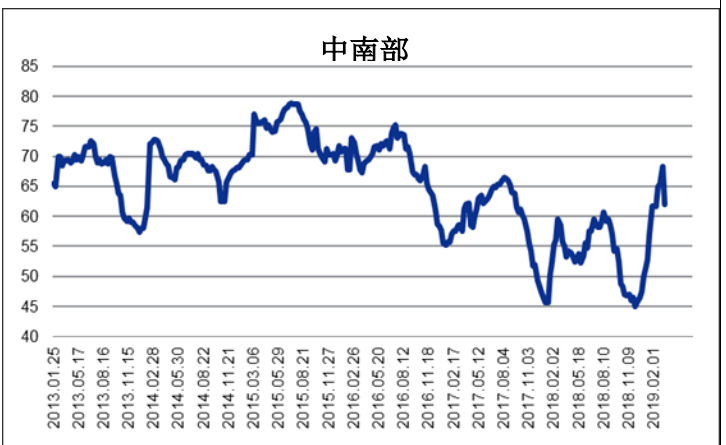
来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图3: 中南部水泥价格 (人民币/吨)


来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图3: 华东水泥库存水平


来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图4: 中南部水泥库存水平


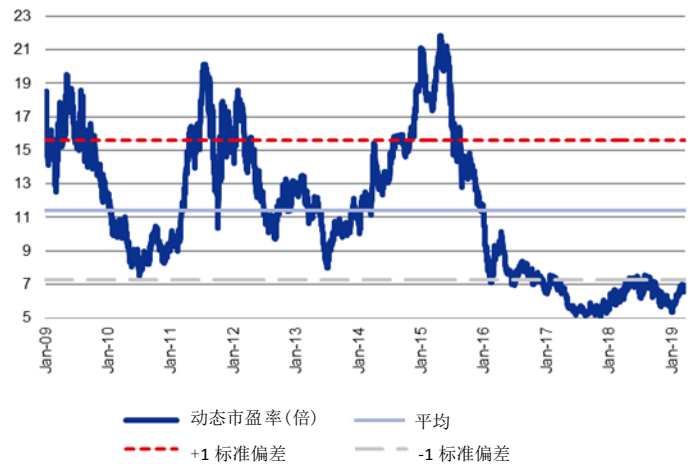
来源: 中国银河国际证券研究部, 数字水泥网

图5: 动态市净率



来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图6: 动态市盈率



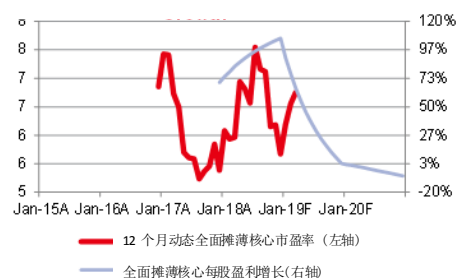
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据

动态市净率 vs 股本回报率



12 个月动态全面摊薄核心市盈率 vs 全面摊薄核心每股盈利增长



损益表

(百万人民币)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
收入净额	75,311	128,403	150,871	151,704
毛利润	25,522	45,761	46,699	44,155
经营EBITDA	23,312	42,942	43,270	40,493
折旧及摊销	(4,832)	(4,952)	(5,213)	(5,625)
经营EBIT	18,480	37,990	38,057	34,868
财务收入(支出)	(40)	593	1,098	1,566
应占联营公司的税前收入(损失)	120	460	475	440
非经营性收入(开支)	812	663	1,810	1,820
税前利润 (撇除一次性项目)	19,614	40,013	41,741	38,995
一次性项目	1,903	(31)	0	0
税前利润	21,275	39,675	41,441	38,695
所得税开支	(4,800)	(8,993)	(9,531)	(8,900)
一次性项目 - 税后				
税后利润	16,475	30,682	31,910	29,795
非控制性权益	(576)	(824)	(957)	(894)
优先股息				
汇兑收益(损失) - 税后				
其他调整 - 税后				
净利润	15,899	29,858	30,952	28,901
经常性净利润	14,613	30,119	31,183	29,132
全面摊薄经常性净利润	14,613	30,119	31,183	29,132

主要指标

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
每股盈利 (人民币)	1.618	3.000	5.634	5.841	5.454
每股核心盈利 (人民币)	1.587	2.731	5.639	5.841	5.454
每股派息 (人民币)	0.500	1.200	1.690	2.044	1.909
水泥和熟料平均售价 (人民币/吨)	198	247	328	333	325
水泥和熟料销量 (人民币/吨)	277,074	294,937	298,000	303,960	307,000
吨毛利 (人民币)	65.0	87.3	156.8	155.8	145.7
增长率:					
收入	10%	35%	70%	17%	1%
EBIT	38%	61%	100%	3%	-8%
EBITDA	27%	46%	82%	3%	-6%
核心净利润	38%	72%	106%	4%	-7%
经常性每股盈利	38%	72%	106%	4%	-7%
利润率及其他比率:					
毛利率	31%	34%	36%	31%	29%
净利率	16%	20%	24%	21%	20%
EBIT利润率	21%	26%	30%	26%	24%
EBITDA利润率	30%	32%	34%	30%	28%
有效税率	24%	25%	23%	23%	23%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据(续)

资产负债表

(百万人民币)

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
现金及等价物	24,429	37,361	43,934	59,223
应收账款	16,510	28,423	29,362	28,812
货物	4,705	6,023	6,500	6,500
其他流动资产	380	385	385	385
流动资产总额	46,024	72,192	80,181	94,920
固定资产	63,294	63,647	69,348	70,972
总投资	2,827	3,247	3,722	4,162
无形资产	3,690	3,965	3,965	3,965
其他非流动资产	6,308	6,237	6,237	6,237
非流动资产总额	76,118	77,096	83,272	85,337
短期负债	5,620	4,128	1,000	500
长债的短期部分	0	0	0	0
应付账款	13,588	14,556	14,773	13,773
其他流动负债		3,312	3,312	3,312
流动负债总额	19,208	21,996	19,085	17,585
长期负债总额	8,359	6,105	2,000	1,500
混合债务 - 债务组成				
其他非流动负债总额	614	635	635	635
非流动负债总额	8,973	6,740	2,635	2,135
拨备总额	2,273	4,622	2,849	2,691
负债总额	30,453	33,358	24,569	22,411
股东股本	89,150	112,477	134,473	152,541
非控制性权益	2,539	3,713	4,670	5,564
总股本	91,689	116,189	139,143	158,104

现金流

(千元人民币)

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
税前利润	11,699,329	21,274,880	39,675,319	41,441,044	38,694,580
折旧及摊销	4,537,954	4,597,210	4,675,607	4,912,800	5,325,499
运营资本变动	(2,026,069)	(5,663,292)	(12,275,005)	(1,198,152)	(450,000)
其他/调整	(2,020,355)	(3,541,068)	3,983,046	(12,393,625)	(9,447,675)
经营现金流净变动	12,190,859	16,667,730	36,058,967	32,762,067	34,122,404
资本开支	(4,581,167)	(3,599,113)	(4,748,521)	(10,000,000)	(7,000,000)
其他	28,916	(1,603,535)	(20,921,176)	-	-
投资现金流净变动	(4,552,251)	(5,202,648)	(25,669,697)	(10,000,000)	(7,000,000)
债务变动	(3,204,189)	(2,001,723)	(3,745,516)	(7,233,502)	(1,000,000)
股息	(2,278,700)	(2,649,652)	(6,359,164)	(8,955,822)	(10,833,310)
其他	(662,164)	(2,152,936)	(875,322)	-	-
财务现金流净变动	(6,145,053)	(6,804,310)	(10,980,002)	(16,189,324)	(11,833,310)
现金变动	1,014,532	9,129,366	12,932,337	6,572,743	15,289,093
净现金/(净负债)	(681,175)	10,449,914	27,127,767	40,934,012	57,223,105

主要比率

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
估值					
市盈率(倍)	25.73	14.57	7.02	6.99	7.49
每股盈利增长(%)	38.44	72.11	106.49	3.58	-6.63
收益率(%)	1.22	3.02	4.27	5.01	4.68
市盈增长率(倍)	0.67	0.20	0.07	1.95	-1.13
EV/EBITDA(倍)	11.58	7.96	4.38	4.24	4.51
市净率(倍)	2.84	2.37	1.87	1.61	1.42
经营比率					
收入增长(%)	9.72	34.65	70.50	17.50	0.55
毛利率(%)	31.35	33.89	35.64	30.95	29.11
净利润率(%)	15.79	19.98	23.91	21.15	19.64
应收账款天数	39.26	46.83	37.72	35.88	36.15
应付账款天数	39.14	34.20	24.97	22.50	21.21
库存天数	41.76	33.92	23.69	21.94	22.06
流动比率	1.74	2.18	2.76	3.73	4.79
速动比率	1.32	1.73	1.98	2.76	3.73
资产/股本(倍)	1.37	1.33	1.29	1.18	1.14
净负债/权益(%)	0.85	净现金	净现金	净现金	净现金
EBITDA利息支付倍数(倍)	38.81	603.70	n.a.	n.a.	n.a.
核心股本回报率(%)	11.48	17.49	29.64	25.07	20.14

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

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、其子公司及附属公司(“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; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及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，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低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。

银河国际证券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，银河国际证券可能在过去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。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

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)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888