

## 海螺水泥 [0914.HK]

### 三季度净利润再度超预期；评级维持买入

海螺水泥2018年三季度经常性净利润为人民币77亿元，同比增长149%。销量同比增长22.6%至9,390万吨，其中约1,700万吨来自贸易平台。综合平均售价（水泥和熟料）从2018年第二季度的人民币316元/吨上涨至第三季度的人民币328元/吨。根据2018年三季度净利润计算，我们的2018年四季度净利润预测约人民币73亿元，这似乎偏低，因为四季度通常是销量和价格的旺季。因此，我们将2018/2019年每股盈利预测上调5%/8.2%。重申买入评级，但将H股目标价从65港元（2.7倍2018年市净率）下调至57.50港元（2.37倍2018年市净率，较平均值高1个标准差），以反映近期大盘急挫后投资者风险偏好下降的影响。

### 投资亮点

**三季度销量比去年同期增长22.6%。**在三季度，公司销售了7,690万吨自家生产的水泥和熟料。由于贸易平台销量强劲，第三季度总销量达9,390万吨，比去年同期增长22.6%。2018年二季度平均售价从人民币316元/吨上涨至同年第三季度的人民币328元/吨，表现较预期理想，因三季度通常是淡季（由于天雨关系）。

**贸易业务拖累吨毛利下跌。**尽管平均售价按季上升，吨毛利从2018年第二季度的人民币147元下跌至同年第三季度的人民币127元。期内吨毛利下跌是受到贸易平台销量所影响，贸易平台占三季度总销量18%。总体而言，贸易平台表现仍然正面，带动三季度经常性净利润增长149%。此外，贸易平台还提升了公司在某些地区的定价能力。

**第四季度展望仍然乐观。**根据数字水泥网的最新价格和库存水平信息，中国华东和中南部的的水泥价格仍保持温和上涨趋势（图2及图3），库存水平仍然较低（图4及图5），对2018年第四季度表现来说应该是个好兆头。

**向上修订盈利预测。**根据2018年三季度净利润计算，我们对公司的2018年四季度净利润预测约为人民币73亿元（三季度：人民币77亿元），这看来偏低，因为四季度通常是销量和售价的高峰期。因此，我们将2018/2019年每股盈利预测上调5%/8.2%。最近公司受累整体市场疲软而股价调整后，海螺水泥H股的2018年市盈率为6.2倍，股息收益率为7.2%，考虑到公司处于净现金状态，这估值似乎过于悲观。

截至12月31日止年度	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入（百万元人民币）	50,976	55,932	75,311	111,960	124,284
经常性净利润（百万元人民币）	6,073	8,408	14,471	29,407	31,458
净利润率（%）	12	15	19	26	25
每股经常性收益（人民币元）	1.15	1.59	2.73	5.55	5.94
百分比变动	(45)	38	72	103	7
市盈率（倍）	28.6	21.7	12.3	6.2	5.8
市净率（倍）	2.48	2.39	2.00	1.63	1.40
EV/EBITDA（倍）	13.3	10.5	7.2	4.0	3.7

来源：公司，中国银河国际证券研究部

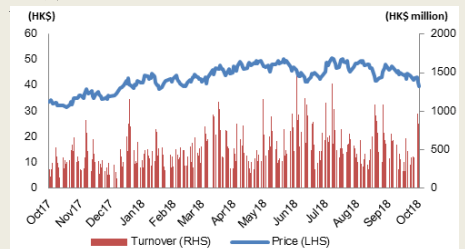
### 中国水泥行业

## 买入

收盘价：39.65港元（Oct 24, 2018）

目标价（H）：57.50港元（+45%）

### 股价表现



市值	254.04亿美元
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	31.50-51.55港元
三个月日均成交量	7,300万美元
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

刘彦麟—分析员

(852) 3698-6393

marklau@chinastock.com.hk

## 主要财务数据

### 海螺水泥 (914, HK)

损益表  
(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月底止年度

	2015		2016		2017		2015	2016	2017	2018E	2019E
	1H	2H	1H	2H	1H	2H					
收入	24,223,323	26,752,713	23,973,109	31,958,792	31,907,916	43,402,904	50,976,036	55,931,901	75,310,820	111,960,073	124,283,602
销货成本	(17,635,061)	(19,631,931)	(16,790,431)	(21,605,854)	(22,017,931)	(27,770,664)	(37,266,992)	(38,396,285)	(49,788,595)	(66,571,898)	(75,393,199)
毛利润	6,588,262	7,120,782	7,182,678	10,352,938	9,889,985	15,632,240	13,709,044	17,535,616	25,522,225	45,388,176	48,890,403
运营开支	(2,687,472)	(3,602,073)	(2,948,751)	(3,479,325)	(2,958,059)	(4,084,222)	(6,289,545)	(6,428,076)	(7,042,281)	(8,150,572)	(9,096,235)
运营利润	3,900,790	3,518,709	4,233,927	6,873,613	6,931,926	11,548,018	7,419,499	11,107,540	18,479,944	37,237,604	39,794,168
其他收入及收益	689,651	570,883	491,397	405,389	499,042	312,545	1,260,534	896,786	811,587	1,243,562	1,537,274
EBIT	4,590,441	4,089,592	4,725,324	7,279,002	7,430,968	11,860,563	8,680,033	12,004,326	19,291,531	38,481,166	41,331,442
净融资成本	(246,654)	(263,739)	(255,004)	(174,276)	(71,207)	31,049	(510,393)	(429,280)	(40,158)	421,804	1,071,859
来自联营公司及合营之利润	33,428	(71,607)	(67,595)	(29,315)	(759)	120,822	(38,179)	(96,910)	120,063	435,219	490,000
非经常性项目	1,887,285	66,774	124,031	97,162	1,868,597	34,847	1,954,059	221,193	1,903,444	8,408	-
税前收入	6,264,500	3,821,020	4,526,756	7,172,573	9,227,599	12,047,281	10,085,520	11,699,329	21,274,880	39,346,597	42,893,301
收入所得税	(1,514,374)	(926,098)	(1,063,906)	(1,638,657)	(2,147,010)	(2,653,012)	(2,440,472)	(2,702,563)	(4,800,022)	(8,967,487)	(10,294,392)
少数股东权益	(35,638)	(70,710)	(104,303)	(318,595)	(341,856)	(234,313)	(106,348)	(422,898)	(576,169)	(965,461)	(1,140,962)
收入净额	4,714,488	2,824,212	3,358,547	5,215,321	6,738,733	9,159,956	7,538,700	8,573,868	15,898,689	29,413,650	31,457,947
经常性收入净额	3,299,024	2,774,132	3,265,524	5,142,450	5,337,285	9,133,821	6,073,156	8,407,973	14,471,106	29,407,343	31,457,947
每股收益 (人民币)	0.890	0.533	0.634	0.984	1.272	1.729	1.423	1.618	3.000	5.550	5.936
经常性每股收益 (人民币)	0.623	0.523	0.616	0.970	1.007	1.724	1.146	1.587	2.731	5.549	5.936
每股派息 (港元)	-	0.430	-	0.500	-	1.200	0.430	0.500	1.200	2.498	2.968
折旧及摊销	2,175,521	2,282,536	2,331,110	2,420,555	2,368,699	2,463,032	4,458,057	4,751,665	4,831,731	5,232,982	5,232,982
EBITDA	6,799,390	6,300,521	6,988,839	9,670,242	9,798,908	14,444,417	13,099,911	16,659,081	24,243,325	44,149,367	47,054,424
水泥及熟料平均售价 (人民币元/吨)	204.5	185.1	182.1	209.0	229.8	261.5	193.8	197.9	247.1	323.2	330.5
水泥及熟料平均销量 (千吨)	115,360	141,225	127,680	149,394	133,596	161,341	256,585	277,074	294,937	334,813	362,060
每吨成本 (人民币元)	146	134	126	137	154	164	139.4	132.9	159.9	188.7	196.7
每吨毛利 (人民币元)	59	51	56	72	75	97	54.4	65.0	87.3	134.6	133.8
<b>增长率:</b>											
收入	-16%	-16%	-1%	19%	33%	36%	-16%	10%	35%	49%	11%
EBIT	-44%	-44%	3%	78%	57%	63%	-44%	38%	61%	99%	7%
EBITDA	-33%	-31%	3%	53%	40%	49%	-32%	27%	46%	82%	7%
核心净收入	-43%	-46%	-1%	85%	63%	78%	-45%	38%	72%	103%	7%
经常性每股收益	-43%	-46%	-1%	85%	63%	78%	-45%	38%	72%	103%	7%
<b>利润率及财务比率:</b>											
毛利润率	27.2%	26.6%	30.0%	32.4%	31.0%	36.0%	26.9%	31.4%	33.9%	40.5%	39.3%
净利润率	13.8%	10.6%	14.1%	17.1%	17.8%	21.6%	12.1%	15.8%	20.0%	27.1%	26.2%
EBIT利润率	19.0%	15.3%	19.7%	22.8%	23.3%	27.3%	17.0%	21.5%	25.6%	34.4%	33.3%
EBITDA利润率	28.1%	23.6%	29.2%	30.3%	30.7%	33.3%	25.7%	29.8%	32.2%	39.4%	37.9%
有效税率	24%	24%	24%	23%	29%	22%	24%	24%	25%	23%	24%

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

图2: 季度业绩摘要

截至12月底止年度 (千元人民币)	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
收入	1,181,618	1,304,170	1,365,068	1,309,645	1,056,949	1,341,160	1,389,129	1,806,663	1,340,628	1,850,288	1,792,022	2,547,882	1,845,318	2,286,929	3,172,589
毛利润	3,240,900	3,347,362	3,172,171	3,948,611	2,596,368	4,586,310	4,665,984	5,686,954	3,724,132	6,165,853	5,699,451	9,932,789	7,430,427	12,134,563	11,628,239
利润率	29.0%	25.7%	23.2%	30.2%	24.6%	34.2%	33.6%	31.5%	27.8%	33.3%	31.8%	39.0%	40.3%	44.5%	36.7%
经营利润	1,974,797	1,925,993	1,789,941	1,728,768	1,210,636	3,023,291	3,056,176	3,817,437	2,252,545	4,679,381	3,942,938	7,605,080	5,938,363	10,335,631	9,517,026
净利润	1,713,524	3,000,964	1,397,375	1,426,837	1,155,094	2,128,798	2,613,502	2,601,819	2,153,218	4,562,698	3,091,930	6,251,912	4,778,070	8,327,165	7,774,037
经调整净利润	1,662,015	1,637,009	1,462,193	1,311,939	1,108,801	2,156,723	2,334,773	2,807,677	1,643,014	3,694,272	3,110,643	6,198,352	4,761,067	8,224,253	7,737,335
同比变动	-33%	-51%	-38%	-53%	-33%	32%	60%	114%	48%	71%	33%	121%	190%	123%	149%
销量 (千吨)	50,500	64,860	70,590	70,635	57,640	70,040	71,650	77,744	59,260	74,336	76,620	84,721	59,710	83,781	93,900
同比变动	5.2%	-1.0%	8.6%	0.1%	14.1%	8.0%	1.5%	10.1%	2.8%	6.1%	6.9%	9.0%	0.8%	12.7%	22.6%
平均售价 (人民币/吨)	215	195	188	180	178	186	188	225	222	236	222	286	297	316	328
同比变动	-14.0%	-18.7%	-15.1%	-23.7%	-17.3%	-4.8%	0.2%	25.4%	24.9%	27.3%	18.2%	26.7%	33.7%	33.6%	47.4%
吨毛利	63	55	45	57	45	65	64	80	69	81	73	123	124	146	127

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

## 主要财务数据

安捷海關 (914, HK)

资产负债表

(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
存货	4,238,039	4,548,534	4,705,200	4,900,000	5,000,000
贸易应收款项	422,052	654,679	1,059,713	1,200,000	1,300,000
应收票据	4,465,734	6,490,614	11,120,045	13,000,000	14,000,000
其他	3,015,143	2,589,961	4,710,517	5,599,551	6,099,551
银行结余及现金	14,285,034	15,299,566	24,428,932	37,754,061	50,541,536
流动资产	26,426,002	29,583,354	46,024,407	62,453,612	76,941,087
物业、厂房及设备净额	64,107,776	64,660,953	63,293,696	65,114,355	66,131,373
预付土地租赁款	4,489,095	4,819,674	4,904,924	4,904,924	4,904,924
其他	10,758,519	10,450,140	7,919,558	8,354,777	8,844,777
非流动资产总额	79,355,390	79,930,767	76,118,178	78,374,056	79,881,074
资产总额	105,781,392	109,514,121	122,142,585	140,827,668	156,822,161
贸易应付款项	3,872,683	4,362,893	4,967,098	5,200,000	5,500,000
其他应付款项	7,506,032	7,293,525	8,423,956	9,000,000	9,500,000
银行贷款及其他借款	8,445,248	4,537,632	5,620,076	3,000,000	1,000,000
其他	578,198	855,175	2,103,173	2,438,381	2,770,107
流动负债总额	20,402,161	17,049,225	21,114,303	19,638,381	18,770,107
银行贷款及其他借款	10,739,682	11,443,109	8,358,942	4,500,000	2,000,000
其他	1,095,040	1,043,955	980,046	980,046	980,046
非流动负债总额	11,834,722	12,487,064	9,338,988	5,480,046	2,980,046
负债总额	32,236,883	29,536,289	30,453,291	25,118,427	21,750,153
股东权益	70,147,570	76,308,554	89,149,949	112,204,435	130,426,240
少数股东权益	3,396,939	3,669,278	2,539,345	3,504,806	4,645,768

现金流量表

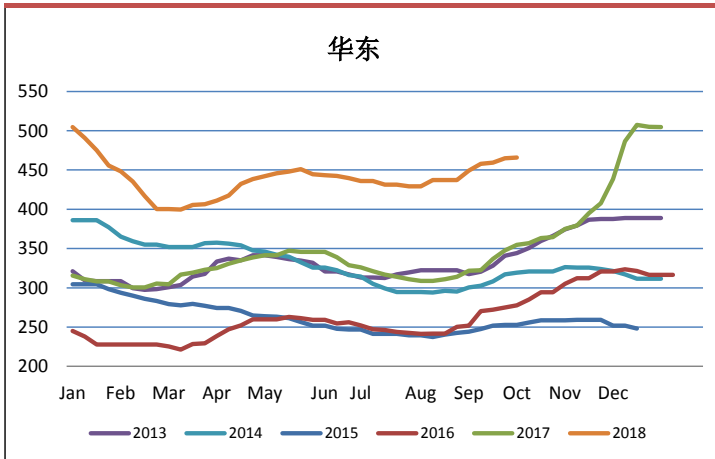
截至12月底止年度	2015	2016	2017	2018E	2019E
税前利润	10,085,520	11,699,329	21,274,880	39,346,597	42,893,301
折旧及摊销	4,297,129	4,507,467	4,712,972	4,982,982	4,982,982
营运资金变动	(371,713)	(2,026,069)	(5,663,292)	(2,295,130)	(900,000)
其他/调整	(5,067,017)	(1,989,868)	(2,961,534)	(9,371,139)	(10,452,666)
营运现金流净额	8,943,919	12,190,859	17,363,027	32,663,310	36,523,617
资本开支	(4,210,604)	(4,581,167)	(3,656,135)	(6,500,000)	(6,000,000)
其他	(8,508,663)	28,916	(1,546,512)	-	-
投资现金流	(12,719,267)	(4,552,251)	(5,202,647)	(6,500,000)	(6,000,000)
负债变动	(733,273)	(3,204,189)	(2,001,723)	(6,479,018)	(4,500,000)
股息	(3,444,547)	(2,278,700)	(2,649,652)	(6,359,164)	(13,236,142)
其他	(253,249)	(662,164)	(2,848,233)	-	-
净融资成本	(4,431,069)	(6,145,053)	(7,499,607)	(12,838,182)	(17,736,142)
现金增加/减少	272,913	1,014,532	9,129,366	13,325,128	12,787,475
现金净额/(负债净额)	(4,899,896)	(681,175)	10,449,914	30,254,061	47,541,536

财务比率

	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	28.6	21.7	12.3	6.2	5.8
每股收益增长(%)	45	38	72	103	7
收益率(%)	1.3	1.5	3.6	7.2	8.6
市盈率增长(倍)	n.a.	0.57	0.17	0.06	0.83
EV/EBITDA(倍)	13.3	10.5	7.2	4.0	3.7
市净率(倍)	2.48	2.39	2.00	1.63	1.40
<b>运营性</b>					
收入增长(%)	16	10	35	49	11
毛利润率(%)	26.9	31.4	33.9	40.5	39.3
净利润率(%)	12.1	15.8	20.0	27.1	26.2
应收账款周转天数	33	39	47	43	43
应付账款周转天数	39	39	34	28	26
存货周转天数	42	42	34	26	24
流动比率(倍)	1.3	1.7	2.2	3.2	4.1
速动比率(倍)	0.9	1.3	1.7	2.6	3.5
资产/净资产(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
净负债/净资产(%)	7	1	Net cash	Net cash	Net cash
EBITDA利息覆盖倍数	25.7	38.8	603.7	(104.7)	(43.9)
核心净资产收益率(%)	8.9	11.5	17.5	29.2	25.9

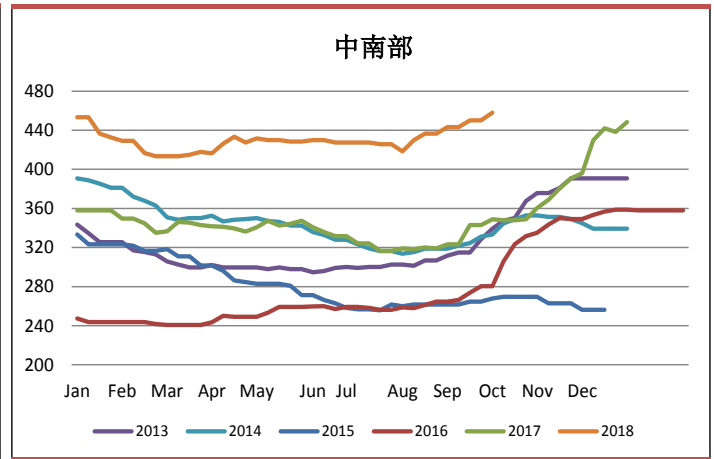
来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

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)



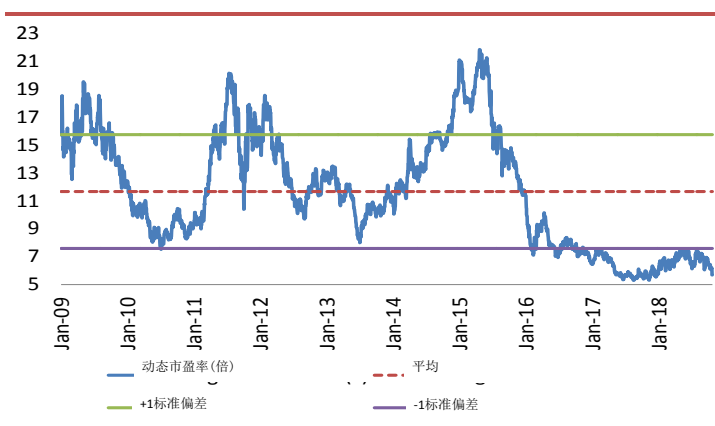
来源:数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图5:中南部水泥库存 (人民币每吨)



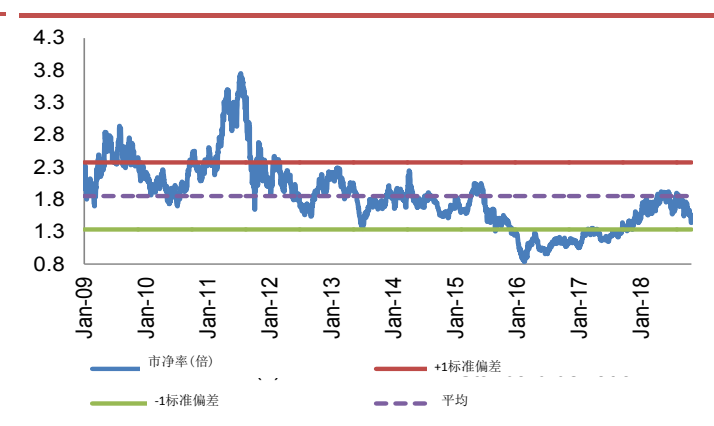
来源:数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

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7:动态市净率区间



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; 601881.CH)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

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

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