

證券業務部每周證券評論

安徽海螺水泥股份有限公司 (股份代號:00914)

Anhui Conch Cement Co., Ltd.

19 JUNE 2017

前日收市價 (16/06/2017)	\$25.60
-----------------------	---------

目標價	\$29.80
-----	---------

重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利	人民幣1.62元
全年每股股息	人民幣0.5元
市盈率(x)	11.66
市帳率(x)	1.31
派息比率	30.864%

資料來源:
彭博、安徽海螺水泥股份有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

公司簡介

安徽海螺水泥股份有限公司(以下稱“安徽海螺”或“集團”),於1997年9月1日成立,並於1997年10月21日於香港聯合交易所主板上市,創了中國水泥行業境外上市的先河。集團亦於上海證券交易所上市,股份代號:600585。集團主要從事水泥及商品熟料的生產和銷售,是世界上最大的單一品牌的水泥供應商。集團經過多年的快速發展,產能持續增長,工藝技術裝備水準不斷提升,發展區域不斷擴大,集團先後建成了銅陵、英德、池州、樅陽、蕪湖等5個千萬噸級特大型熟料基地,並在安徽蕪湖、銅陵興建了代表當今世界最先進技術水準的3條12000噸生產線。海螺旗下的生產線全採用先進的新型幹法水泥工藝技術,具有產量高、能耗低、自動化程度高、勞動生產率高、環境保護好等特點。截至2016年底止,集團熟料產能達2.44億噸,水泥產能達3.13億噸,骨料產能2490萬噸。其中,海外熟料產能480萬噸、水泥產能935萬噸。現時海螺水泥產品已銷售至全國,並遠銷海外;下屬100多家子公司,分佈在省內基地和12個區域,橫跨華東、華南和西部18個省、市、自治區和印尼。並同時將產品出口美國、歐洲、非洲、亞洲等20多個國家和地區。主要依靠完備的鐵路、公路及水路運輸系統,形成了專業化生產體系和龐大的市場行銷網絡。

業績回顧 (截至31/03/2017止)

按照中國會計準則,截至2017年3月31日止三個月,集團營業收入同比增長28.6%至136.39億元(人民幣;下同),股東應佔溢利同增長86.4%至21.53億元;每股基本盈利同比增長86.4%至0.40632元。於2017年3月31日,集團持有現金及現金等價物為87.35億元,較上期增加0.27%。

財務方面,截止2016年12月31日止,集團的資產總值為1095.14億元,較2015年12月31日的1057.81億元增長3.5%;負債總額為295.36億元,較2015年12月31日的322.37億元,下跌8.4%;集團持有銀行結餘及現金為58億元,較去年同期42.85億元,增加35.3%;而集團累計的銀行貸款為74.85億元;淨負債率[(有息負債-現金及現金等價物)/股東權益]為0.10,與去年同期的0.11下跌0.01;集團的流動比率為1.72x,較2015年12月31日的1.28x的流動比率提升了0.44x。

圖表一

業績	截至03月31日止3個月		
	2017	2016	變動%
人民幣			
營業收入	13,638,977,156	10,607,192,914	28.6%
股東應佔利潤	2,153,217,732	1,155,094,163	86.4%
每股基本盈利	0.40632	0.21797	86.4%
人民幣千元	2016年12月31日	2015年12月31日	變動%
總資產	109,514,121	105,781,392	3.5%
總負債	29,536,289	32,236,883	-8.4%
流動比率(x)	1.72	1.28	0.44
現金及現金等價物	5,799,566	4,285,034	35.3%
淨負債率(%)	0.10	0.11	-0.01

資料來源:安徽海螺水泥股份有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

分支收入及業績	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		
分服務及產品收入 (人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
銷售熟料及水泥製品	98.0%	54,830,637	97.6%	49,728,718	10.3%
銷售材料及其他產品	1.0%	555,191	1.4%	726,819	-23.6%
服務收入	1.0%	546,073	1.0%	520,499	4.9%
總計	100.0%	55,931,901	100.0%	50,976,036	9.7%
	截至12月31日止12個月				
分地區收入 (人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
中國東部	26.3%	14,705,007	27.5%	14,007,025	5.0%
中國中部	32.1%	17,939,532	30.9%	15,739,839	14.0%
中國南部	18.9%	10,597,502	19.6%	9,975,322	6.2%
中國西部	21.3%	11,887,347	21.2%	10,791,508	10.2%
海外	1.4%	802,513	0.9%	462,342	73.6%
總計	100.0%	55,931,901	100.0%	50,976,036	9.7%
	截至12月31日止12個月				
分地區溢利 (人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
中國東部	2.4%	1,352,427	1.5%	761,481	77.6%
中國中部	16.8%	9,383,547	20.6%	10,526,490	-10.9%
中國南部	4.6%	2,559,452	3.9%	1,997,839	28.1%
中國西部	3.0%	1,662,728	2.2%	1,110,409	49.7%
海外	0.2%	102,245	-0.4%	(212,044)	N/A
總計	26.9%	15,060,399	27.8%	14,184,175	6.2%
	截至12月31日止12個月				
產品毛利率 (%)	2016	2015			
	毛利率	毛利率	變動%		
42.5級水泥	32.11	27.14	4.97		
32.5級水泥	37.37	31.24	6.13		
熟料	23.90	22.24	1.66		
骨料及石子	46.12	45.95	0.17		
總計	32.85	28.09	4.76		

資料來源: 安徽海螺水泥股份有限公司 93.84 億元;

1. 分部表現及營運數據。集團去年收入同比增長 9.7%至 559.32 億元。集團的業務按產品及服務和地區分類去年的收入及營運如下(圖表二):

按集團的產品及服務的收入表現:

銷售熟料及水泥製品: 佔集團整體收入 98%的銷售熟料及水泥製品分部, 其去年的收入同比增長 10.3%至 548.31 億元;

銷售材料及其他產品: 佔集團整體收入 1%的銷售材料及其他產品分部, 其去年的收入同比下跌 23.6%至 5.55 億元;

服務收入: 佔集團整體收入 1%的服務收入分部, 其去年的收入同比增長 4.9%至 5.46 億元。

按集團的地區劃分的收入表現:

中國東部: 佔集團整體收入 26.3%的中國東部市場, 其去年的收入同比增長 5.0%至 147.05 億元, 分部溢利同比增長 77.6%至 13.52 億元;

中國中部: 佔集團整體收入 32.1%的中國中部市場, 其去年的收入同比增長 14.0%至 179.4 億元, 分部溢利同比下跌 10.9%至

中國南部: 佔集團整體收入 18.9%的中國南部市場, 其去年的收入同比增長 6.2%至 105.98 億元, 分部溢利同比增長 28.1%至 25.59 億元;

中國西部: 佔集團整體收入 21.3%的中國西部市場, 其去年的收入同比增長 10.2%至 118.87 億元, 分部溢利同比增長 49.7%至 16.63 億元;

海外: 佔集團整體收入 1.4%的海外市場, 其去年的收入同比大幅上升 73.6%至 8.03 億元, 分部扭虧為盈錄得 1.02 億元利潤。

去年集團各產品的毛利率均有不同程度的提升, 主要由於受益於產品價格上升及成本下降, 產品綜合毛利率為 32.85%, 較上年同期上升 4.76 個百分點。其中, 42.5 級水泥、32.5 級水泥和熟料毛利率分別同比上升 4.97 個百分點、6.13 個百分點、1.66 個百分點。

截至去年底止, 集團熟料產能達 2.44 億噸, 水泥產能達 3.13 億噸, 骨料產能 2490 萬噸。其中, 海外熟料產能 480 萬噸、水泥產能 935 萬噸。集團去年繼續穩步推進工程項目建設, 繼續做好國內項目建設和併購, 盈江允罕、弋陽海螺等 6 條熟料生產線、以及文山海螺、贛州海螺等 18 台水泥磨相繼建成投產, 全年新增熟料產能 920 萬噸、水泥產能 2,086 萬噸; 完成了原巢東股份的水泥資產交割, 增加熟料產能 540 萬噸、水泥產能 350 萬噸。並同時積極推進海外項目建設和發展, 南加海螺二期和西巴布亞公司的水泥熟料生產線、孔雀港粉磨站以及緬甸海螺水泥熟料生產線等項目順利建成投產, 北蘇海螺、柬埔寨馬德望、老撾琅勃拉邦等水泥項目相繼開工, 伏爾加海螺、緬甸曼德勒等項目前期工作正在有序推進。

2. 水泥行業的供給面與需求面。

需求面: 國內仍處於水泥產能過剩的時代, 但國內的經濟已止跌回穩, 令水泥市場需求有所回升, 水泥產銷量均呈正增長。據國家統計局的數據顯示, 去年全國水泥產量為 24 億噸, 同比增長 2.5%。產品價格持續回升, 行業盈利水平大幅增長, 較上年增長 55%。而踏入 2017 年, 從國家統計局的數據顯示, 2017 年 1-5 月份, 全國固定資產投資 (不含農戶) 203718 億元, 同比增長 8.6%。從環比速度看, 5 月份比 4 月份增長 0.72%。雖然 1 至 5 月份固投的增速較 1 至 4 月份有所回落。但與去年相比, 基礎設施投資 (不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業)

投資要點及利好因素

同比增長 20.9%。其中，水利管理業投資增長 14.7%；公共設施管理業投資增長 25.2%；道路運輸業投資增長 23.1%；鐵路運輸業投資增長 3.4%。從分地區看，東部地區投資同比增長 8.7%；中部地區投資增長 10.4%；西部地區投資增長 10.9%；東北地區投資下降 14.4%。各基礎設施及地區的投資較去年同期有較明顯的增長。今年 5 月份，全國水泥市場需求繼續好轉，單月水泥產量較上月小幅增長，但 1-5 月全國累計水泥產量增長幅度不大，與去年同期基本持平。現時水泥行業在面臨著房地產增速下降的風險，但隨著政府的工作報告中訂下，今年 GDP 增長目標 6.5%，國家資產投資增長目標 9%，交通運輸部已訂下全年鐵路固定資產計劃投資 8 千億元，公路、水運計劃投資 1.8 萬億元，高速公路、農村住房和鄉村道路的建設，會為未來 2-3 年水泥需求提供穩定的前景。雖然需求有所放緩，但在環保加壓、淘汰落後產能、推行錯峰生產的情況的調整下，整體供求關係已趨平穩，對集團經營的影響有限。

另外，今年的 4 月 1 日中共中央、國務院印發通知，決定設立河北雄安新區。而雄安新區規劃範圍涉及河北省雄縣、容城、安新 3 縣及周邊部分區域，地處北京、天津、保定腹地，區位優勢明顯、交通便捷通暢、生態環境優良、資源環境承載能力較強，現有開發程度較低，發展空間充裕，具備高起點高標準開發建設的基本條件。雄安新區規劃建設以特定區域為起步區先行開發，起步區面積約 100 平方公里，中期發展區面積約 200 平方公里，遠期控制區面積約 2000 平方公里。而在《中共中央、國務院關於設立河北雄安新區的通知》中提出規劃建設雄安新區要突出七個方面的重點任務：一是建設綠色智慧新城，建成國際一流、綠色、現代、智慧城市。二是打造優美生態環境，構建藍綠交織、清新明亮、水城共融的生態城市。三是發展高端高新產業，積極吸納和集聚創新要素資源，培育新動能。四是提供優質公共服務，建設優質公共設施，創建城市管理新樣板。而雄安新區的建設亦為對水泥帶來新一輪的需求。

除國內的基礎資產投資外，國家級戰略的“一帶一路”亦為過剩的水泥產能提供走出去的機遇。因基礎設施互聯互通是“一帶一路”建設的優先領域，沿線基礎設施建設也將為水泥市場需求提供支撐。集團早於 2011 年已開始部署“走出去”的戰略，佈局海外發展。現時集團已於印尼、緬甸、老撾、柬埔寨等東南亞國家作好部署。而去年集團的海外利潤已扭虧為盈，相信隨著各“一帶一路”沿線國家及地區的基礎工程開展，集團的收入及利潤將會進一步得到提升，成為集團的新增長動力。

供給面。從水泥價格看，由去年開始水泥的價格回復增長的勢頭。而目前，PO42.5 水泥價格從 2016 年的 244 元/噸低點，升至今年 5 月份的 354 元/噸，累計增長 45%，同比增長 33.58%，一直處於上升趨勢。水泥價格上升主要因為今年以來水泥行業庫存量較整體低於 60%，遠低於 2015 年的 75%和 2016 年的 70%。其中，京津冀、長三角、廣東地區更是維持在 50%以下，即水泥庫存量已進入較低存量的狀態，相信是拜積極淘汰落後產能所賜。現時已明顯見到國內的水泥產量已由高峰下降至正常的水平。

去除水泥過剩產能仍為中央今年重點工作的一部份，近日由中國水泥協會發布的《水泥工業“十三五”發展規劃》。在去產能調結構上，規劃提出要加快淘汰落後產能優化結構，推進企業聯合重組，化解產能過剩，實現壓減淘汰過剩熟料產能 4 億噸。並同時要著力推動兼併重組減少企業數量，推進形成一批大型集團企業。運用政策推動兼併重組，以改變水泥行業企業數量多、管理水準低、眾多企業效益差和行業集中度低、資源能源利用效率及勞動生產率低的局面。致力減少企業數量，“十三五”末在現有企業總數基礎上減少四分之一以上，增加區域市場和全國市場產業集中度，作為推動和調整行業組織結構的主要任務。“十三五”末，水泥產業生產集中度達到 80%。推進各主要產業一批骨幹企業的形成。致力於有利兼併重組的優惠、補貼政策的出臺與實施，創立基金補貼、碳交易、退出補貼等機制。用好用足淘汰落後產能的政策，鼓勵優勢企業帶頭兼併與收購企業。從總體上提升水泥行業的整體市場競爭力。

投資要點及利好因素

現時國內多個地區如京津冀、長三角、廣東地區的泥庫存量已維持在 50% 以下，即水泥庫存量已進入低存量的狀態。雖然第二季將會進行水泥行業的淡季，水泥價格有所下行，但在各水泥企業於產量上的協調，不會為水泥市場帶來再失衡的狀態。水泥行業經過多年的調整，最壞的時期已經過去，供需已漸趨平衡，水泥的價格應該不會再出現大幅下跌的情況，再加上國家加快推動新型城鎮化，國內區域上的發展，以及“一帶一路”的戰略，預計對水泥的需求會大幅增加，同時亦有助加速去除行業內的過剩產能，有利行業未來可健康發展。

股價走勢

集團於6月16日的收市價為\$25.6，股價按年升46.12%。走勢上，集團股價由去年底的20元回升至上周五收市25.6元的水平，回升的幅度達24.57%。現時14天相對強弱指數亦已回落至43.6330的水平，股價亦回落至10天及20天移動平均線以下。而MACD線及訊號線亦已攀升至近利好的區間內，短期相信集團的股價會有回升的力能，但亦要留意大市氣氛。去年內地的水泥價格已由低位回升，行業的利潤亦已見好轉，主要原因是國內的水泥供求失衡已漸趨平衡。現時中央亦繼續積極去除水泥的過剩產能，提升行業的集中度，在通過多種的行政手段令水泥行業加速整合。而集團今年第一季的業績有驚喜，集團一季度的水泥價量齊升，扣除非經常性損益後的淨利潤進一步增長86%達到21.5億元，創下近3年來最好的一季度業績。所以投資者可於24元附近的位置增持或吸納，相信集團今年的業績將會隨著國內的基建投資及動工加快而好轉。

資料來源: 彭博

估值預測

以6月18日的收市價\$25.6計算，其市盈率及市帳率分別為13.86及1.55倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中合理的水平。集團是現時國內水泥生產成本最低、地域報局最佳、管理能力較強、資產負債狀況最穩健的水泥/建材企業，在水泥行業正在進行整合下，加上下半年為基建工程開工的旺季，對水泥的需要回升，有助帶動集團的收入繼續好轉。在國際化方面集團早於2011年已開始向海外擴張，目前集團已在印尼、老撾、柬埔寨、緬甸、俄羅斯，總投資逾70億。僅在印尼就佈局了8個專案，總投資額達到57億元。此佈局正好迎合國家“一帶一路”的發展機遇，亦能有效消耗更多的水泥產能，提升集團產能的利用率。而根據“十三五規劃”，下一步集團會再在十幾個國家建廠。集團預計2017年全年將新增熟料產能約360萬噸，佔現有熟料產能的1.47%；新增水泥產能約2360萬噸(不含併購)，佔現有水泥產能的7.54%；集團同時計劃全年水泥和熟料淨銷售同比增長6%左右，預計噸產品成本有所上升，噸產品費用基本穩定。現時國內對水泥的需求已有所回升，在供給方面亦在國家主導去除過剩產能下而減少，水泥庫存已逐步下降，令水泥價格由去年第三季開始回升，帶動整個水泥行業於谷底中走出。而佔生產成本約六成的煤炭和電力的價格雖然已有所回升，但煤炭價格的升幅仍然受制於供給側改革之下，相信不會對集團的利潤造成很大的壓力。而同時預計踏入下半年水泥傳統旺季的日子，在需求持續回升下價格有望可回升，有助帶動收入繼續好轉。所以會將安徽海螺的目標價定在\$29.8即相當於12.474市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有16.41%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 水泥行業對建築及基建行業的依賴性較強，與固定投資的增速關聯度較高，而今年國內的房地產投資增速有下行的機會，還有國內房地產的政策存在較大的不確定性，這會對水泥的需求量和價格有影響，繼而影響集團的收入
- 水泥的生產過程中最主要的是能源消耗為煤炭和電力，約佔集團的生產成本 60%。所以若能源價格由於政策變動或市場供求等因素出現較大幅度的上漲的話，集團將面臨生產成本增加的壓力
- 隨著國家環保法規不斷完善，執法力度不斷加大，對水泥工業氫氧化物、二氧化硫及顆粒物等污染物的排放監管越來越嚴，水泥企業的運行成本有所增加，一定程度上加重集團在成本上的負擔。

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。