

证券业务部每周证券评论

安徽海螺水泥股份有限公司 (股份代号:00914)

Anhui Conch Cement Co., Ltd.

19 JUNE 2017

前日收市价 (16/06/2017)	\$25.60
目标价	\$29.80

公司简介

安徽海螺水泥股份有限公司(以下称“安徽海螺”或“集团”),于1997年9月1日成立,并于1997年10月21日于香港联合交易所主板上市,创了中国水泥行业境外上市的先河。集团亦于上海证券交易所上市,股份代号:600585。集团主要从事水泥及商品熟料的生产和销售,是世界上最大的单一品牌的水泥供货商。集团经过多年的快速发展,产能持续增长,工艺技术装备水平不断提升,发展区域不断扩大,集团先后建成了铜陵、英德、池州、枞阳、芜湖等5个千万吨级特大型熟料基地,并在安徽芜湖、铜陵兴建了代表当今世界最先进技术水准的3条12000吨生产线。海螺旗下的生产线全采用先进的新型干法水泥工艺技术,具有产量高、能耗低、自动化程度高、劳动生产率高、环境保护好等特点。截至2016年底止,集团熟料产能达2.44亿吨,水泥产能达3.13亿吨,骨料产能2490万吨。其中,海外熟料产能480万吨、水泥产能935万吨。现时海螺水泥产品已销售至全国,并远销海外:下属100多家子公司,分布在省内基地和12个区域,横跨华东、华南和西部18个省、市、自治区和印度尼西亚。并同时将产品出口美国、欧洲、非洲、亚洲等20多个国家和地区。主要依靠完备的铁路、公路及水路运输系统,形成了专业化生产体系和庞大的市场营销网络。

重点财务数据 (截至31/12/2016止)

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

数据源:
彭博、安徽海螺水泥股份有限公司

Kathy Wong(证券业务部分析员)
kathy.wong@icbcasia.com

业绩回顾 (截至31/03/2017止)

按照中国会计准则,截至2017年3月31日止三个月,集团营业收入同比增长28.6%至136.39亿元人民币(人民币;下同),股东应占溢利同比增长86.4%至21.53亿元;每股基本盈利同比增长86.4%至0.40632元。于2017年3月31日,集团持有现金及现金等价物为87.35亿元,较上期增加0.27%。

财务方面,截止2016年12月31日止,集团的资产总值为1095.14亿元,较2015年12月31日的1057.81亿元,增长3.5%;负债总额为295.36亿元,较2015年12月31日的322.37亿元,下跌8.4%;集团持有银行结余及现金为58亿元,较去年同期42.85亿元,增加35.3%;而集团累计的银行贷款为74.85亿元;净负债率[(有息负债-现金及现金等价物)/股东权益]为0.10,与去年同期的0.11下跌0.01;集团的流动比率为1.72x,较2015年12月31日的1.28x的流动比率提升了0.44x。

图表一

业绩	截至03月31日止3个月			
	人民币	2017	2016	变动%
营业收入		13,638,977,156	10,607,192,914	28.6%
股东应占利润		2,153,217,732	1,155,094,163	86.4%
每股基本盈利		0.40632	0.21797	86.4%
人民币千元	2016年12月31日	2015年12月31日	变动%	
总资产	109,514,121	105,781,392	3.5%	
总负债	29,536,289	32,236,883	-8.4%	
流动比率(x)	1.72	1.28	0.44	
现金及现金等价物	5,799,566	4,285,034	35.3%	
净负债率(%)	0.10	0.11	-0.01	

资料来源:安徽海螺水泥股份有限公司

图表二

投资要点及利好因素

分支收入及业绩		截至12月31日止12个月				
		2016		2015		
分服务及产品收入(人民币千元)	占比%	金额	占比%	金额	变动%	
销售熟料及水泥制品	98.0%	54,830,637	97.6%	49,728,718	10.3%	
销售材料及其他产品	1.0%	555,191	1.4%	726,819	-23.6%	
服务收入	1.0%	546,073	1.0%	520,499	4.9%	
总计	100.0%	55,931,901	100.0%	50,976,036	9.7%	
		2016		2015		
分地区收入(人民币千元)	占比%	金额	占比%	金额	变动%	
中国东部	26.3%	14,705,007	27.5%	14,007,025	5.0%	
中国中部	32.1%	17,939,532	30.9%	15,739,839	14.0%	
中国南部	18.9%	10,597,502	19.6%	9,975,322	6.2%	
中国西部	21.3%	11,887,347	21.2%	10,791,508	10.2%	
海外	1.4%	802,513	0.9%	462,342	73.6%	
总计	100.0%	55,931,901	100.0%	50,976,036	9.7%	
		2016		2015		
分地区溢利(人民币千元)	占比%	金额	占比%	金额	变动%	
中国东部	2.4%	1,352,427	1.5%	761,481	77.6%	
中国中部	16.8%	9,383,547	20.6%	10,526,490	-10.9%	
中国南部	4.6%	2,559,452	3.9%	1,997,839	28.1%	
中国西部	3.0%	1,662,728	2.2%	1,110,409	49.7%	
海外	0.2%	102,245	-0.4%	(212,044)	N/A	
总计	26.9%	15,060,399	27.8%	14,184,175	6.2%	
		2016		2015		
产品毛利率(%)	毛利率	毛利率	变动%			
42.5级水泥	32.11	27.14	4.97			
32.5级水泥	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			
总计	32.85	28.09	4.76			

数据来源：安徽海螺水泥股份有限公司

的收入同比增长 14.0%至 179.4 亿元，分部溢利同比下跌 10.9%至 93.84 亿元；

中国南部：占集团整体收入 18.9%的中国南部市场，其去年的收入同比增长 6.2%至 105.98 亿元，分部溢利同比增长 28.1%至 25.59 亿元；

中国西部：占集团整体收入 21.3%的中国西部市场，其去年的收入同比增长 10.2%至 118.87 亿元，分部溢利同比增长 49.7%至 16.63 亿元；

海外：占集团整体收入 1.4%的海外市场，其去年的收入同比大幅上升 73.6%至 8.03 亿元，分部扭亏为盈录得 1.02 亿元利润。

去年集团各产品的毛利率均有不同程度的提升，主要由于受益于产品价格上升及成本下降，产品综合毛利率为 32.85%，较上年同期上升 4.76 个百分点。其中，42.5 级水泥、32.5 级水泥和熟料毛利率分别同比上升 4.97 个百分点、6.13 个百分点、1.66 个百分点。

截至去年底止，集团熟料产能达 2.44 亿吨，水泥产能达 3.13 亿吨，骨料产能 2490 万吨。其中，海外熟料产能 480 万吨、水泥产能 935 万吨。集团去年继续稳步推进工程项目建设，继续做好国内项目建设和并购，盈江允罕、弋阳海螺等 6 条熟料生产线、以及文山海螺、赣州海螺等 18 台水泥磨相继建成投产，全年新增熟料产能 920 万吨、水泥产能 2,086 万吨；完成了原巢东股份的水泥资产交割，增加熟料产能 540 万吨、水泥产能 350 万吨。并同时积极推进海外项目建设和发展，南加海螺二期和西巴布亚公司的水泥熟料生产线、孔雀港粉磨站以及缅甸海螺水泥熟料生产线等项目顺利建成投产，北苏海螺、柬埔寨马德望、老挝琅勃拉邦等水泥项目相继开工，伏尔加海螺、缅甸曼德勒等项目前期工作正在有序推进。

2. 水泥行业的供给面与需求面。

需求面：国内仍处于水泥产能过剩的时代，但国内的经济已止跌回稳，令水泥市场需求有所回升，水泥产销量均呈正增长。据国家统计局的数据显示，去年全国水泥产量为 24 亿吨，同比增长 2.5%。产品价格持续回升，行业盈利水平大幅增长，较上年增长 55%。而踏入 2017 年，从国家统计局的数据显示，2017 年 1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）203718 亿元，同比增长 8.6%。从环比速度看，5 月份比 4 月份增长 0.72%。虽然 1 至 5 月份固投的增速较 1 至 4 月份有所回落。但与去年相比，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）

1. **分部表现及营运数据。**集团去年收入同比增长 9.7%至 559.32 亿元。集团的业务按产品及服务和地区分类去年的收入及营运如下(图表二)：

按集团的产品及服务的收入表现：

销售熟料及水泥制品：占集团整体收入 98%的销售熟料及水泥制品分部，其去年的收入同比增长 10.3%至 548.31 亿元；

销售材料及其他产品：占集团整体收入 1%的销售材料及其他产品分部，其去年的收入同比下跌 23.6%至 5.55 亿元；

服务收入：占集团整体收入 1%的服务收入分部，其去年的收入同比增长 4.9%至 5.46 亿元。

按集团的地区划分的收入表现：

中国东部：占集团整体收入 26.3%的中国东部市场，其去年的收入同比增长 5.0%至 147.05 亿元，分部溢利同比增长 77.6%至 13.52 亿元；

中国中部：占集团整体收入 32.1%的中国中部市场，其去年

同比增长 20.9%。其中，水利管理业投资增长 14.7%；公共设施管理业投资增长 25.2%；道路运输业投资增长 23.1%；铁路运输业投资增长 3.4%。从分地区看，东部地区投资同比增长 8.7%；中部地区投资增长 10.4%；西部地区投资增长 10.9%；东北地区投资下降 14.4%。各基础设施及地区的投资较去年同期有较明显的增长。今年 5 月份，全国水泥市场需求继续好转，单月水泥产量较上月小幅增长，但 1-5 月全国累计水泥产量增长幅度不大，与去年同期基本持平。现时水泥行业在面临着房地产增速下降的风险，但随着政府的工作报告中订下，今年 GDP 增长目标 6.5%，国家资产投资增长目标 9%，交通运输部已订下全年铁路固定资产投资计划投资 8 千亿元，公路、水运计划投资 1.8 万亿元，高速公路、农村住房和乡村道路的建设，会为未来 2-3 年水泥需求提供稳定的前景。虽然需求有所放缓，但在环保加压、淘汰落后产能、推行错峰生产的情况的调整下，整体供求关系已趋平稳，对集团经营的影响有限。

另外，今年的 4 月 1 日中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。而雄安新区规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，区位优势明显、交通便捷通畅、生态环境优良、资源环境承载能力较强，现有开发程度较低，发展空间充裕，具备高起点高标准开发建设的基本条件。雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。而在《中共中央、国务院关于设立河北雄安新区的通知》中提出规划建设雄安新区要突出七个方面的重点任务：一是建设绿色智慧新城，建成国际一流、绿色、现代、智慧城市。二是打造优美生态环境，构建蓝绿交织、清新明亮、水城共融的生态城市。三是发展高端高新产业，积极吸纳和集聚创新要素资源，培育新动能。四是提供优质公共服务，建设优质公共设施，创建城市管理新样板。而雄安新区的建设亦为对水泥带来新一轮的需求。

除国内的基建资产投资外，国家级战略的“一带一路”亦为过剩的水泥产能提供走出去的机遇。因基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域，沿线基础设施建设也将为水泥市场需求提供支撑。集团早于 2011 年已开始部署“走出去”的战略，布局海外发展。现时集团已于印度尼西亚、缅甸、老挝、柬埔寨等东南亚国家作好部署。而去年集团的海外利润已扭亏为盈，相信随着各“一带一路”沿线国家及地区的基础工程开展，集团的收入及利润将会进一步得到提升，成为集团的新增长动力。

供给面。从水泥价格看，由去年开始水泥的价格回复增长的势头。而目前，PO42.5 水泥价格从 2016 年的 244 元/吨低点，升至今年 5 月份的 354 元/吨，累计增长 45%，同比增长 33.58%，一直处于上升趋势。水泥价格上升主要因为今年以来水泥行业库存量较整体低于 60%，远低于 2015 年的 75%和 2016 年的 70%。其中，京津冀、长三角、广东地区更是维持在 50%以下，即水泥库存量已进入较低存量的状态，相信是拜积极淘汰落后产能所赐。现时已明显见到国内的水泥产量已由高峰下降至正常的水平。

去除水泥过剩产能仍为中央今年重点工作的一部份，近日由中国水泥协会发布的《水泥工业“十三五”发展规划》。在去产能调结构上，规划提出要加快淘汰落后产能优化结构，推进企业联合重组，化解产能过剩，实现压减淘汰过剩熟料产能 4 亿吨。并同时着力推动兼并重组减少企业数量，推进形成一批大型集团企业。运用政策推动兼并重组，以改变水泥行业企业数量多、管理水平低、众多企业效益差和行业集中度低、资源能源利用效率及劳动生产率低的局面。致力减少企业数量，“十三五”末在现有企业总数基础上减少四分之一以上，增加区域市场和全国市场产业集中度，作为推动和调整行业组织结构的主要任务。“十三五”末，水泥产业生产集中度达到 80%。推进各主要产业一批骨干企业的形成。致力于有利兼并重组的优惠、补贴政策出台与实施，创立基金补贴、碳交易、退出补贴等机制。用好用足淘汰落后产能的政策，鼓励优势企业带头兼并与收购企业。从总体上提升水泥行业的整体市场竞争力。

投资要点及利好因素

现时国内多个地区如京津冀、长三角、广东地区的泥库存量已维持在 50% 以下，即水泥库存量已进入低存量的状态。虽然第二季将会进行水泥行业的淡季，水泥价格有所下行，但在各水泥企业于产量上的协调，不会为水泥市场带来再失衡的状态。水泥行业经过多年的调整，最坏的时期已经过去，供需已渐趋平衡，水泥的价格应该不会再出现大幅下跌的情况，再加上国家加快推动新型城镇化，国内区域上的发展，以及“一带一路”的战略，预计对水泥的需求会大幅增加，同时亦有助加速去除行业内的过剩产能，有利行业未来可健康发展。

股价走势

集团于6月16日的收市价为\$25.6，股价按年升46.12%。走势上，集团股价由去年底的20元回升至上周五收市25.6元的水平，回升的幅度达24.57%。现时14天相对强弱指数亦已回落至43.6330的水平，股价亦回落至10天及20天移动均线以下。而MACD线及讯号线亦已攀升至近利好的区间内，短期相信集团的股价会有回升的力能，但亦要留意大市气氛。去年内地的水泥价格已由低位回升，行业的利润亦已见好转，主要原因是国内的水泥供求失衡已渐趋平衡。现时中央亦继续积极去除水泥的过剩产能，提升行业的集中度，在通过多种的行政手段令水泥行业加速整合。而集团今年第一季度的业绩有惊喜，集团一季度的水泥价量齐升，扣除非经常性损益后的净利润进一步增长86%达到21.5亿元，创下近3年来最好的一季度业绩。所以投资者可于24元附近的位置增持或吸纳，相信集团今年的业绩将会随着国内的基建投资及动工加快而好转。

数据源：彭博

估值预测

以6月18日的收市价\$25.6计算，其市盈率及市帐率分别为13.86及1.55倍的位置，集团的市盈率及市帐率处于同行及行业中合理的水平。集团是现时国内水泥生产成本最低、地域布局最佳、管理能力较强、资产负债状况最稳健的水泥/建材企业，在水泥行业正在进行整合下，加上下半年为基建工程开工的旺季，对水泥的需要回升，有助带动集团的收入继续好转。在国际化方面集团早于2011年已开始向海外扩张，目前集团已在印度尼西亚、老挝、柬埔寨、缅甸、俄罗斯，总投资逾70亿。仅在印度尼西亚就布局了8个项目，总投资额达到57亿元。此布局正好迎合国家“一带一路”的发展机遇，亦能有效消耗更多的水泥产能，提升集团产能的利用率。而根据“十三五规划”，下一步集团会再在十几个国家建厂。集团预计2017年全年将新增熟料产能约360万吨，占现有熟料产能的1.47%；新增水泥产能约2360万吨（不含并购），占现有水泥产能的7.54%；集团同时计划全年水泥和熟料净销售同比增长6%左右，预计吨产品成本有所上升、吨产品费用基本稳定。现时国内对水泥的需求已有所回升，在供给方面亦在国家主导去除过剩产能下而减少，水泥库存已逐步下降，令水泥价格由去年第三季开始回升，带动整个水泥行业于谷底中走出。而占生产成本约六成的煤炭和电力的价格虽然已有所回升，但煤炭价格的升幅仍然受制于供给侧改革之下，相信不会对集团的利润造成很大的压力。而同时预计踏入下半年水泥传统旺季的日子，在需求持续回升下价格有望可回升，有助带动收入继续好转。所以会将安徽海螺的目标价定在\$29.8即相当于12.474市盈率的位置，目标价与现价相比预计会有16.41%的潜在升幅。

数据源：彭博

风险因素

- 水泥行业对建筑及基建行业的依赖性较强，与固定投资的增速关联度较高，而今年国内的房地产投资增速有下行的机会，还有国内房地产的政策存在较大的不确定性，这会对水泥的需求量和价格有影响，继而影响集团的收入
- 水泥的生产过程中最主要的是能源消耗为煤炭和电力，约占集团的生产成本 60%。所以若能源价格由于政策变动或市场供求等因素出现较大幅度的上涨的话，集团将面临生产成本增加的压力
- 随着国家环保法规不断完善，执法力度不断加大，对水泥工业氮氧化物、二氧化硫及颗粒物等污染物的排放监管越来越严，水泥企业的运行成本有所增加，一定程度上加重集团在成本上的负担。

利益披露及免责声明

利益披露：

本文的作者为香港证监会持牌人，分析员本人或其联系人并未涉及任何与该报告中所评论的上市公司的金钱利益或担任该上市公司的任何职务，而在编制的过程中分析员会根据预先订立的程序及政策，去避免因研究工作可能会引起利益冲突情况。

免责声明：

本文的预测及意见只作为一般的市场或个别股份的评论，仅供参考之用，在未经中国工商银行(亚洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式复制、分发或本文的全部或部分的内容，本行不会对利用本文内的数据而构成直接或间接的任何损失负责。

文中所刊载的资料是根据本行认为可靠的数据源编制而成，惟该等资料的来源未有经独立核证，本行并无就文中所载的任何资料、预测及/或意见的公平性、准确性、完整性、时限性或正确性，以及文中该等预测及/或意见所采用的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺，本行亦不会就使用及/或依赖文中所载任何该等资料、预测及/或意见所引致之损失负上或承担任何责任。而文中的预测及意见乃本行分析员于本文刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。若派发或使用本文所刊载的数据违反任何司法管辖区或国家的法律或规例，则本文所刊载的资料不得为任何人或实体在该司法管辖区或国家派发或使用。

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。