

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.

17 FEB 2020

前日收市價 (17/02/2020)	\$57.40
目標價	\$63.05

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2019年6月30日止，集團熟料產能2.52億噸，水泥產能3.55億噸，骨料產能4,070萬噸，商品混凝土產能120萬立方米。現時海螺水泥產品已銷售至全國，並遠銷海外：下屬140多家子公司，分佈在省內基地和十四個區域，橫跨華東、華南和西部18個省、市、自治區和印尼、緬甸、老撾、柬埔寨等國，形成了集團化管理和國際化、區域化運作的經營管理新格局。同時，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。

股份資料 (截止 17/02/2020)

52周高位:	HK\$61.10
52周低位:	HK\$41.30
市值:	HK\$312,309.7 (百萬)
已發行股數:	1,299.6(百萬)
買賣單位:	500股

重點財務數據

(截至31/12/2018止)

每股基本盈利	人民幣5.63元
全年每股股息	人民幣1.69元
市盈率(x)	5.93
市帳率(x)	1.57
派息比率	30.018%

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

業績回顧 (截至30/09/2018止)

按照中國會計準則，截至2019年9月30日止9個月，集團收入同比增長42.4%至1,107.56億元(人民幣；下同)，股東應佔溢利同增長15.0%至238.16億元；每股基本盈利同比增長15.0%至4.4941元。於2019年9月30日，集團持有貨幣資金為445.49億元，較2018年12月31日的376.19億元增長18.4%。

財務方面，截止2019年6月30日止，集團的資產總值為1,521.23億元，較2018年12月31日的1,495.47億元增長1.7%；負債總額為291.16億元，較2018年12月31日的333.58億元減少12.7%；集團持有的現金及現金等價物為157.7億元，較2018年12月31日的95.58億元，增加60%；而集團累計的銀行貸款為65.98億元；集團的流動比率為3.56x，較2018年12月31日的2.76x的流動比率提升了0.80x。

圖表一

業績	截至9月30日止9個月		
	2019	2018	變動%
人民幣千元			
收入	110,756,383	77,792,052	42.4%
股東應佔利潤	23,815,648	20,716,126	15.0%
每股基本盈利(人民幣元)	4.4941	3.9092	15.0%
業績	截至6月30日止6個月		
	2019	2018	變動%
人民幣千元			
收入	71,643,826	45,742,247	56.6%
毛利	22,598,826	19,564,990	15.5%
毛利率(%)	31.5%	42.8%	-11.2%
股東應佔利潤	23,815,648	20,716,126	15.0%
每股基本盈利(人民幣元)	4.4941	3.9092	15.0%
人民幣千元	2019年6月30日	2018年12月31日	變動
總資產	152,122,622	149,547,352	1.7%
總負債	29,115,796	33,358,169	-12.7%
流動比率(x)	3.56	2.76	0.80

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6月30日止6個月				
	2019		2018		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
分服務及產品收入 (人民幣千元)					
銷售熟料、水泥製品及其他材料	68.1%	48,815,974	94.8%	43,356,087	12.6%
熟料、水泥製品及其他材料的貿易收入	31.7%	22,730,914	5.0%	2,299,202	888.6%
服務收入	0.1%	96,938	0.2%	86,958	11.5%
總計	100.0%	71,643,826	100.0%	45,742,247	56.6%
	截至6月30日止6個月				
	2019		2018		
分地區收入 (人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
中國東部	30.5%	21,836,641	27.6%	12,636,464	72.8%
中國中部	34.5%	24,699,932	32.5%	14,854,833	66.3%
中國南部	13.6%	9,754,065	16.3%	7,467,917	30.6%
中國西部	20.0%	14,351,718	22.4%	10,227,259	40.3%
海外	1.4%	1,001,470	1.2%	555,774	80.2%
總計	100.0%	71,643,826	100.0%	45,742,247	56.6%
	截至6月30日止6個月				
	2019		2018		
分地區溢利 (人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
中國東部	11.7%	2,512,592	9.6%	2,112,264	19.0%
中國中部	58.7%	12,606,948	60.9%	13,453,849	-6.3%
中國南部	13.4%	2,878,369	13.3%	2,927,076	-1.7%
中國西部	15.2%	3,269,877	16.6%	3,654,345	-10.5%
海外	0.9%	193,487	-0.3%	(72,449)	-367.1%
總計	100.0%	21,461,273	100.0%	22,075,085	-2.8%

資料來源: 安徽海螺水泥股份有限公司

圖表三

主營業務分產品情況

分品種	營業收入 (千元)	營業成本 (千元)	毛利率 (%)	營業收入比	營業成本比	毛利率比
				上年增減 (%)	上年增減 (%)	上年增減 (%)
建材行業(自產品銷售) - 42.5級水泥 ²¹	32,792,159	17,461,067	46.75	18.57	17.31	上升0.57個百分點
建材行業(自產品銷售) - 32.5R級水泥	10,775,366	5,453,565	49.39	-5.82	-5.97	上升0.08個百分點
建材行業(自產品銷售) - 熟料	4,620,116	2,638,418	42.89	29.65	22.62	上升3.28個百分點
建材行業(自產品銷售) - 骨料及石子	460,715	144,527	68.63	33.45	45.08	下降2.52個百分點
建材行業(自產品銷售) - 商品混凝土	16,677	13,930	16.47	-60.43	-56.72	下降7.16個百分點
建材行業(貿易業務)	19,735,291	19,703,895	0.16	1,027	1,029	下降0.15個百分點

主營業務分地區情況

分地區	營業收入 (千元)	營業成本 (千元)	毛利率 (%)	營業收入比	營業成本比	毛利率比
				上年增減 (%)	上年增減 (%)	上年增減 (%)
建材行業(自產品銷售) - 東部區域 ²²	13,608,334	6,838,204	49.75	11.26	5.64	上升2.67個百分點
建材行業(自產品銷售) - 中部區域 ²³	15,323,553	7,868,028	48.65	18.92	17.76	上升0.51個百分點
建材行業(自產品銷售) - 南部區域 ²⁴	7,976,579	4,014,393	49.67	18.91	18.89	上升0.01個百分點
建材行業(自產品銷售) - 西部區域 ²⁵	10,497,365	6,129,354	41.61	6.06	12.0	下降3.1個百分點
建材行業(自產品銷售)-出口	366,378	267,706	26.93	-56.58	-56.63	上升0.09個百分點
建材行業(自產品銷售)-海外	892,824	593,822	33.49	85.32	71.19	上升5.49個百分點
建材行業(貿易業務)	19,735,291	19,703,895	0.16	1,027	1,029	下降0.15個百分點

1. 分部表現及營運數據。2019年上半年，集團的收入同比增長56.6%至716.44億元。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、水泥製品及其他材料：佔集團整體收入68.1%的銷售熟料、水泥製品及其他材料分部，其2019年上半年的收入同比增長12.6%至488.16億元；

熟料、水泥製品及其他材料的貿易：佔集團整體收入31.7%的熟料、水泥製品及其他材料的貿易收入分部，其2019年上半年的收入同比增長8.89倍至227.31億元；

服務收入：佔集團整體收入0.1%的服務收入分部，其2019年上半年的收入同比增長11.5%至9693.8萬元。

按集團的地區劃分的收入表現：

中國東部：佔集團整體收入30.5%的中國東部市場，其2019年上半年的收入同比增長72.8%至218.37億元，分部溢利同比增長19.0%至25.13億元；

中國中部：佔集團整體收入34.5%的中國中部市場，其2019年上半年的收入同比增長66.3%至247億元，分部溢利同比下跌6.3%至126.07億元；

中國南部：佔集團整體收入13.6%的中國南部市場，其2019年上半年的收入同比增長30.6%至97.54億元，分部溢利同比下跌1.7%至28.78億元；

中國西部：佔集團整體收入20%的中國西部市場，其2019年上半年的收入同比增長40.3%至143.52億元，分部溢利同比下跌10.5%至32.7億元；

海外：佔集團整體收入1.4%的海外市場，其2019年上半年的收入同比增長80.2%至10.04億元，分部由虧轉盈錄得1.93億元利潤。

2019年上半年集團的毛利率同比下跌11.2個百分點，主要毛利率較低的熟料、水泥製品及其他材料的貿易收入佔比較去年的5%提升至31.7%，大大拖低了集團整體毛利率。而集團主營業務分部產品及分地區的毛利率表現下(圖表三)：

截至2019年6月30日止，集團熟料產能2.52億噸，水泥產能3.55億噸，骨料產能4,070萬噸，商品混凝土產能120萬立方米。

股價走勢(圖表三)



資料來源: AASStock

集團於2月17日的收市價為\$57.40，股價按年升28.99%。走勢上，集團股價由今年1月60元以上的高位回落，2月初因受新冠狀肺炎疫情的影響曾跌至48.4元的水平，現時已由低位回升至本周一收市57.4元的位置。現時9天相對強弱指數已由低位回升至68.506的水平，股價亦升至20天、50天及250天移動平均線以上。而MACD線及訊號線亦已升至近利好的區間內，短期相信集團的股價會有上升的力能，但亦要留意大市氣氛。雖然1-2月內地春運及疫情令基建處於暫時停工的狀態，而發改委及交通部現已要求有序地復工，加上穩增長政策有望加碼，以及逆週期調節力度有望進一步加大，前期已批復項目的加快建設在回復開工後有望帶來水泥需求回補，在水泥庫存較低的情況下，水泥價格會維持在較高的水平，建議投資可於55元附近的位置增持或吸納，相信集團的業績會繼續隨著國內的基建投資及動工加快而增長加快。

估值預測

以 2 月 17 日的收市價\$57.40 計算，其市盈率及市帳率分別為 8.31 及 2.14 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高的水平。水泥行業的供給面與需求面。

需求面：現時國內的水泥行業仍處於供給側結構性改革當中，水泥供應經過過去五年的調整，產量過剩的情況已見回落，供求處於平衡的狀態。集團的主營業務為水泥、商品熟料及骨料的生產、銷售。根據市場需求，集團的水泥品種主要包括 32.5R 級水泥、42.5 級水泥及 52.5 級水泥，產品廣泛應用於鐵路、公路、機場、水利工程等國家大型基礎設施建設項目，以及城市房地產開發、水泥製品和農村市場等。

國內市場方面，2019 年“六穩”取得了明顯的成效，全年 GDP 增長 6.1%。當中政府加大基建投資，不單可以加快城鎮化的進程，同時亦穩經濟增長，這將有效帶動水泥需求。

2019 年 12 月中召開的中央經濟工作會議明確，要著眼國家長遠發展，加強戰略性、網絡型基礎設施建設，推進川藏鐵路等重大項目建設，穩步推進通信網絡建設，加快自然災害防治重大工程實施，加強市政管網、城市停車場、冷鏈物流等建設，加快農村公路、信息、水利等設施建設。要加快落實區域發展戰略，完善區域政策和空間佈局，發揮各地比較優勢，構建全國高質量發展的新動力源，推進京津冀協同發展、長三角一體化發展、粵港澳大灣區建設，打造世界級創新平台和增長。要紮實推進雄安新區建設，落實長江經濟帶共抓大保護措施，推動黃河流域生態保護和高質量發展。

中國交通部在 12 月底召開的 2020 年全國交通運輸工作會議提出，2020 年的交通運輸將完成鐵路投資人民幣 8000 億元，公路水路投資 1.8 萬元，民航投資人民幣 900 億元。

而內地的全國固定資產投資及基建投資的增速由去年第四季度開始加快。從國家統計局的數據顯示。2019 年 1-12 月份固定資產投資（不含農戶）增長 5.4%，比 1-11 月份加快 0.2 個百分點。從環比速度看，12 月份固定資產投資（不含農戶）增長 0.44%。去年 12 月份國內的固定投資從全年的低位回升，顯示出由 2019 年底開始，政府持續增加基建補短板力度，截止至 2019 年 12 月中旬，發改委共批覆基建相關項目 6,400 多個，較 2018 年全年提升 24.2%。而 2019 年 12 月份，中國國家發改委集中批覆了一批基建項目，涉及資金超過人民幣 2,700 億元，較多集中在軌道交通、高鐵、機場等領域。從數據上看，2019 年第四季國內的房地產投資的回升和去年基建投資延續項目，水泥的總體需求回升，加上水泥供應在環保加壓、淘汰落後產能、推行錯峰生產的情況下，水泥價格向上對集團收入有利。

而財政部還提前下發 2020 年專項債額度 1 萬億，截止 2019 年 10 月份，發改委批復的交通基礎設施專案總額在人民幣 1.13 萬億，其中城市軌道交通占比達到 49.1%，單單下半年以來，批復含 18 條鐵路項目及多個城市地鐵項目在內的幾十個基建項目，投資額接近人民幣 5000 億元。隨著資金的逐步到位，後續的基建工程將有望集中開工釋放需求。而到 12 月更進一步加快基建項目的審批速度。

另外，中國人民銀行於 2020 年 1 月 1 日宣佈，將於 2020 年 1 月 6 日下調金融機構存款準備金率 0.5 個百分點（不含財務公司、金融租賃公司和汽車金融公司）。人行有關負責人表示，此次降準是全面降準，體現了逆週期調節，釋放長期資金人民幣 8000 多億元，有效增加金融機構支持實體經濟的穩定資金來源，降低金融機構支持實體經濟的資金成本，直接支持實體經濟。

人行開年放水，內地春運的開始及疫情的爆發至今，國內已全面停工近 1 個月，預期數據會在第一二季反映出來。為刺激經濟 2 月 11 日內地財政部宣布 提前下達今年新增地方債額度人民幣 8480 億。加上早前提前下達的專項債務人民幣 1 萬億元，即 2020 年新增地方政府債務額度為 1.85 萬億元。而中央政治局於 2 月 12 日的會議上提出，要加快推動建設一批重大項目，能帶動水泥的需要增加。

為穩增長，近年國家亦積極推動以區域為單位的發展，如長江經濟帶、京滬冀、雄安新區、大灣區等的區域，該等區域的基建項目將會增加對水泥的需求。另外，除國內的基建資產投資外，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。而集團早於 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部署好。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，以及產量的提升，集團的收入及利潤會增加，並有望成為集團的新增長動力。

估值預測

供給面：根據國家統計局公佈的資料顯示，2019年全年全國水泥產量23.3億噸，同比增長6.1%，增速環比1至11月持平，需求保持穩健增長。而在“錯峰生產”、“環保限產”的多項限產措施下，2019年12月全國的水泥庫存水平已降至50%以下，降至近8年的低位。

從水泥價格看，去年底國內多個地方的建設進入了開工的高峰期，截至2020年1月3日，全國高標水泥平均價為人民幣471元/噸，較去年同期增長1.51%，環比升0.75%。而2019年第四季，中國大部分地區的水泥升勢明顯，特別是華東的地區，截至2019年12月30日止，華東的42.5水泥的平均價格為人民幣598.4元/噸，較去年同期增長3.53%，創12年的高位。

最新，截至2月7日，全國水泥高標平均價位人民幣464元/噸，較去年12月跌1.49%，但同比增長4.22%，仍然保持在歷史同期的高位水平。1月份水泥價格稍為回落主要受到季節性因素所影響，春運的開始，水泥需求減弱，加上疫情影響而延後開工日期，相信1至2月的水泥需求會受影響，但隨著發改委、交通部等近期強調要求穩妥有序地推進復工復產。而人行新年時的降準放水，以及2月11日內地財政部宣布，提前下達今年新增地方債額度人民幣8480億元，即合計有新增地方政府債務額度人民幣1.85萬億元。再加上2月12日中央政治局於會議上提出，要加快推動建設一批重大項目，下游基建的投入將會持續增加，相信踏入今年第二季度水泥需求將會回復正常的水平。

另外，集團亦積極響應國家「一帶一路」戰略。截至2019年底，集團已在海外投資共計125億元，水泥板塊已在9個國家地區建成20多個公司，2019年集團的產量增長超過40%以上。現時水泥供求已趨平衡，相信在穩增長基建固投加快投入下，水泥需求及價格可望維持逐步向上的趨勢，同時可帶動集團的收入繼續穩定地增長。所以會將安徽海螺的目標價定在\$63.05即相當於6.2325市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有9.84%的潛在升幅。

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，對水泥工業氮氧化物、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，分析員本人及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。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

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。

本文件由中國工商銀行(亞洲)有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。