

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

海螺水泥 (914 HK)

三季报符合预期, 四季度更值得期待

■ 三季报业绩符合预期: 前三季度净利润同比增长64%; 煤炭成本上涨影响第三季度淡季毛利表现

■ 看好四季度华东、中南市场表现, 上调公司2017年盈利预测3%, 预计全年净利润同比增长53%

■ 略微上调目标价至36.4港元(12.5倍2017年预测市盈率); 短期催化剂: 新一轮水泥价格上涨, 华东南地区环保、降能耗限产

业绩基本符合预期, 第三季度毛利率同比微降

公司前三季度收入500.4亿元, 同比增长31.9%, 毛利润162.3亿元, 同比增长34.9%, 归属母公司净利润98.1亿元, 同比增长64.3%, 占我们和市场一致预期的77%/74%, 基本符合预期。其中第三季度收入181.3亿元, 同比增长29.7%, 净利润30.9亿元, 同比增长18.3%。前三季度的毛利率同比上升0.7个百分点, 而第三季度毛利率同比下降了1.4个百分点, 我们认为主要原因是今年煤炭成本的上升, 且三季度是水泥销售淡季, 煤炭成本的上涨难以全部转化为售价上涨, 从而影响了三季度的毛利表现。

四季度将是盈利高点

上周全国水泥价格指数环比微涨0.3%, 其中华东和中南地区分别上涨0.2%/1.7%, 其他地区则保持平稳或略有下跌。华东和中南地区是公司的主要产销市场, 我们持续看好华东南地区在四季度的表现: 1) 华东地区熟料库存目前维持低位(库容比60%以下); 2) 生产时间长至农历春节前, 而今年春节时间晚(2月中旬), 明年一季度业绩可期; 3) 受益北方地区限产, 有可能将水泥销往华北地区; 4) 需求稳定, 足以支撑价格的上涨和落实。此外, 华东地区有可能出于环保和降能耗的需求, 在冬季出台新的限产措施, 按照历史经验, 这很有可能大幅拉高华东地区水泥价格(2010年华东四季度限电, 水泥价格上涨了近150元/吨)。我们预计四季度将是公司今年盈利高点, 水泥吨毛利将达到90元/吨。

小幅上调盈利预测与目标价

我们上调了2017-18年公司盈利预测3%/4%。公司目前股价对应11.3倍2017年预测市盈率, 我们认为以公司的优质龙头地位、中长期受益于去产能的潜力, 估值仍有提升空间。我们基于2017-18年EPS增长预期, 以及2014年相似盈利增长对应的估值, 以12.5倍2017年预测市盈率计算出公司目标价36.4港元, 维持买入评级。

盈利预测及估值

| 人民币百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 50,976 | 55,932 | 71,586 | 74,076 | 76,851 |
| 同比增长 (%) | -16.1% | 9.7% | 28.0% | 3.5% | 3.7% |
| 净利润 | 7,539 | 8,574 | 13,148 | 13,544 | 14,092 |
| 同比增长 (%) | -31.3% | 13.7% | 53.3% | 3.0% | 4.1% |
| 每股盈利 (元) | 1.42 | 1.62 | 2.48 | 2.56 | 2.66 |
| 每股股息 (元) | 0.43 | 0.50 | 0.74 | 0.77 | 0.80 |
| 市盈率 (x) | 19.80 | 17.36 | 11.33 | 11.00 | 10.58 |
| 市净率 (x) | 2.03 | 1.86 | 1.65 | 1.50 | 1.36 |
| ROE (%) | 10.4% | 11.2% | 15.2% | 14.2% | 13.5% |

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

魏芸

+86 755 83732985

weiyun@cmschina.com.cn

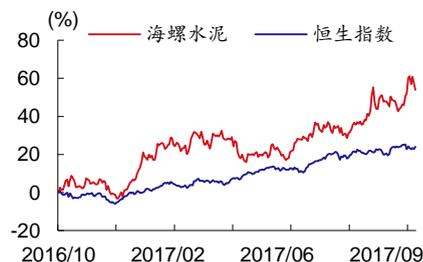
最新变动

上调盈利预测与目标价

买入

| | |
|-------------------|-----------------|
| 前次评级 | 买入 |
| 股价 | HK\$33.0 |
| 12个月目标价 (上涨空间) | HK\$36.4 (+10%) |
| 前次目标价: | HK\$35.0 |

股价表现



资料来源: 贝格数据

| % | 1m | 6m | 12m |
|--------|-----|------|------|
| 914 HK | 3.9 | 19.1 | 49.7 |
| 恒生指数 | 2.9 | 15.1 | 22.9 |

行业: 建筑业

| | |
|------|-------|
| 恒生指数 | 28439 |
| 国企指数 | 11644 |

重要数据

| | |
|-------------|-------------|
| 52周股价区间(港元) | 20.55-34.95 |
| 港股市值(百万港元) | 42887 |
| 日均成交量(百万股) | 11.01 |
| 每股净资产(港元) | 15.12 |

主要股东

| | |
|--------------|--------|
| 安徽海螺集团有限责任公司 | 36.78% |
| 安徽海螺创业控股有限公司 | 5.00% |
| 总股数(百万股) | 1300 |

相关报告

海螺水泥(914 HK)-继续看好下半年水泥行情, 受益去产能主旋律, 2017/8/24

重点图表

图1：全国水泥进入旺季涨价



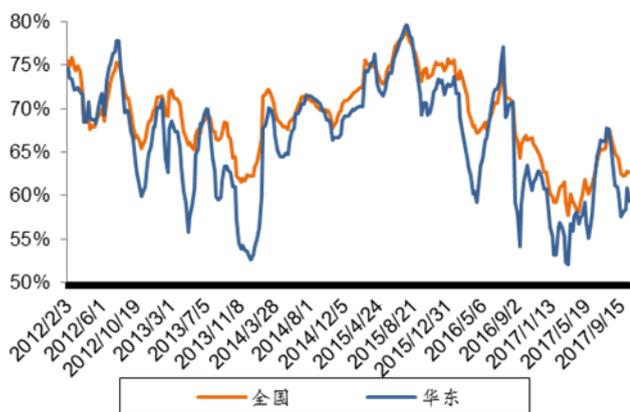
资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图2：水泥价格指数：长江地区领涨全国



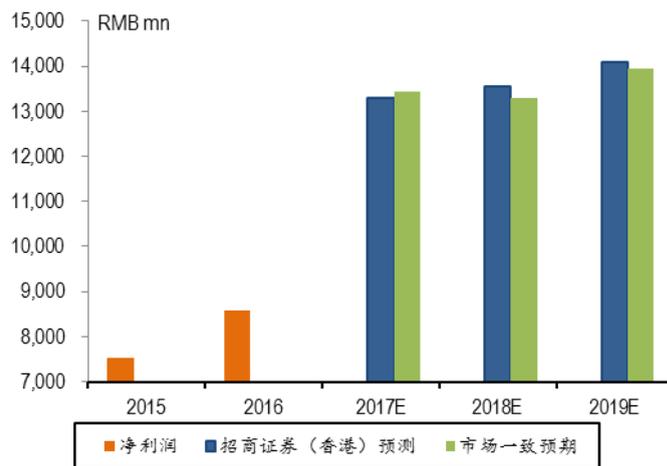
资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图3：熟料库容比：华东地区维持低库存



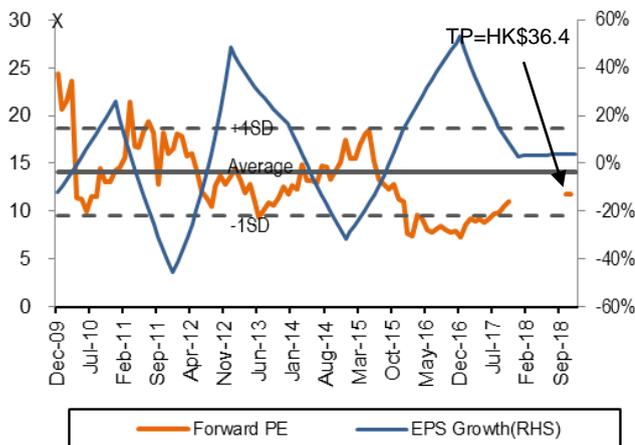
资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图4：招商证券（香港）预测与市场一致预期



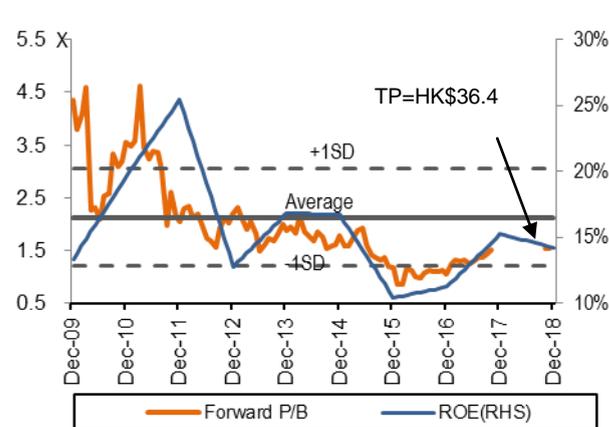
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图5：前瞻P/E与EPS同比增长



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图6：前瞻P/B与ROE



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图7: 调整盈利预测

| | 新盈利预测和假设 | | | 原始预测和假设 | | 变动幅度 | |
|-------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2017E | 2018E |
| 水泥销量 (百万吨) | 291 | 295 | 300 | 293 | 297 | -1% | -1% |
| 平均价格 (元/吨) | 242 | 244 | 247 | 228 | 230 | 6% | 6% |
| 吨毛利 (元/吨) | 80 | 82 | 84 | 78 | 80 | 3% | 3% |
| 其他利润表假设 (百万元人民币) | | | | | | | |
| 营业收入 | 71,586 | 74,076 | 76,851 | 67,419 | 69,460 | 6% | 7% |
| 营业成本 | -47,658 | -48,694 | -50,097 | -44,230 | -45,033 | 8% | 8% |
| 毛利 | 23,928 | 25,382 | 26,754 | 23,189 | 24,426 | 3% | 4% |
| 其他收入 | 1,074 | 1,111 | 922 | 1,011 | 1,042 | 6% | 7% |
| 其他利润净额 | 2,000 | 1,111 | 922 | 1,900 | 1,042 | 5% | 7% |
| 销售费用 | -4,050 | -4,117 | -4,271 | -3,882 | -3,930 | 4% | 5% |
| 管理费用 | -4,446 | -4,526 | -4,696 | -4,187 | -4,244 | 6% | 7% |
| 财务费用 | -554 | -468 | -390 | -554 | -468 | 0% | 0% |
| 应占联/合营损益 | -72 | -74 | -77 | -135 | -139 | -47% | -47% |
| 除税前溢利 | 17,880 | 18,418 | 19,164 | 17,342 | 17,728 | 3% | 4% |
| 所得税 | -4,112 | -4,236 | -4,408 | -3,989 | -4,078 | 3% | 4% |
| 净利润 | 13,768 | 14,182 | 14,756 | 13,354 | 13,651 | 3% | 4% |
| 归属母公司净利润 | 13,148 | 13,544 | 14,092 | 12,753 | 13,037 | 3% | 4% |
| 少数股东损益 | 620 | 638 | 664 | 601 | 614 | 3% | 4% |
| EPS (元) | 2.48 | 2.56 | 2.66 | 2.41 | 2.46 | 3% | 4% |

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

| 人民币百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 非流动资产合计 | 79,355 | 79,931 | 83,929 | 87,392 | 91,090 |
| 固定资产 | 68,637 | 69,509 | 71,860 | 74,990 | 78,318 |
| 无形资产及商誉 | 3,342 | 3,406 | 3,436 | 3,468 | 3,504 |
| 联/合营公司之权益 | 2,975 | 3,315 | 4,009 | 4,148 | 4,304 |
| 可供出售投资 | 3,250 | 2,935 | 3,579 | 3,704 | 3,843 |
| 其他 | 1,151 | 765 | 1,045 | 1,082 | 1,122 |
| 流动资产合计 | 26,426 | 29,583 | 34,261 | 38,639 | 43,501 |
| 存货 | 4,238 | 4,549 | 5,011 | 5,185 | 5,380 |
| 应收账款 | 4,888 | 7,145 | 9,183 | 9,675 | 10,037 |
| 定期存款 | 10,000 | 9,500 | 10,000 | 10,000 | 10,000 |
| 货币资金 | 4,285 | 5,800 | 6,846 | 10,286 | 14,346 |
| 其他 | 3,015 | 2,590 | 3,220 | 3,494 | 3,739 |
| 资产合计 | 105,781 | 109,514 | 118,190 | 126,032 | 134,591 |
| 流动负债合计 | 20,402 | 17,049 | 18,191 | 18,172 | 18,153 |
| 应付账款 | 3,873 | 4,363 | 5,369 | 5,556 | 5,764 |
| 短期借款 | 8,445 | 4,538 | 3,946 | 3,431 | 2,859 |
| 其他 | 8,084 | 8,149 | 8,877 | 9,185 | 9,529 |
| 非流动负债合计 | 11,835 | 12,487 | 9,646 | 8,298 | 7,187 |
| 长期借款 | 10,740 | 11,443 | 8,357 | 6,964 | 5,803 |
| 其他 | 1,095 | 1,044 | 1,289 | 1,333 | 1,383 |
| 股东权益合计 | 73,545 | 79,978 | 90,353 | 99,562 | 109,252 |
| 母公司股东权益 | 70,148 | 76,309 | 86,462 | 95,549 | 105,050 |
| 股本 | 5,299 | 5,299 | 5,299 | 5,299 | 5,299 |
| 储备 | 64,848 | 71,009 | 81,163 | 90,250 | 99,751 |
| 少数股东权益 | 3,397 | 3,669 | 3,891 | 4,013 | 4,202 |
| 权益及负债合计 | 105,781 | 109,514 | 118,190 | 126,032 | 134,591 |

现金流量表

| 人民币百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 除税前溢利 | 10,086 | 11,699 | 17,880 | 18,418 | 19,164 |
| 折旧与摊销 | 4,459 | 4,753 | 5,008 | 5,137 | 5,307 |
| 财务费用 | 963 | 792 | 554 | 468 | 390 |
| 营运资金变动 | -172 | -1,276 | -1,302 | -341 | -116 |
| 其他 | -6,392 | -3,778 | -7,561 | -6,858 | -6,918 |
| 经营活动现金流 | 8,944 | 12,191 | 14,579 | 16,824 | 17,827 |
| 资本支出 | -5,167 | -4,982 | -7,373 | -8,283 | -8,653 |
| 其他 | -7,552 | 429 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -12,719 | -4,552 | -7,373 | -8,283 | -8,653 |
| 借款增加 | -770 | -3,538 | -3,678 | -1,907 | -1,733 |
| 分配股利 | -3,445 | -2,279 | -2,650 | -3,944 | -4,063 |
| 其他 | -216 | -327 | -344 | -513 | -528 |
| 筹资活动现金流 | -4,431 | -6,145 | -6,672 | -6,365 | -6,324 |
| 汇率变动对现金的影响 | -21 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 现金流净增加额 | -8,206 | 1,494 | 534 | 2,176 | 2,851 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 4,285 | 5,800 | 6,334 | 8,510 | 11,360 |

利润表

| 人民币百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 50,976 | 55,932 | 71,586 | 74,076 | 76,851 |
| 营业成本 | -37,267 | -38,396 | -47,658 | -48,694 | -50,097 |
| 毛利 | 13,709 | 17,536 | 23,928 | 25,382 | 26,754 |
| 其他收入 | 1,791 | 1,187 | 1,074 | 1,111 | 922 |
| 其他利润净额 | 1,876 | 671 | 2,000 | 1,111 | 922 |
| 销售费用 | -3,105 | -3,276 | -4,050 | -4,117 | -4,271 |
| 管理费用 | -3,184 | -3,530 | -4,446 | -4,526 | -4,696 |
| 财务费用 | -963 | -792 | -554 | -468 | -390 |
| 应占联/合营损益 | -38 | -97 | -72 | -74 | -77 |
| 除税前溢利 | 10,086 | 11,699 | 17,880 | 18,418 | 19,164 |
| 所得税 | -2,440 | -2,703 | -4,112 | -4,236 | -4,408 |
| 净利润 | 7,645 | 8,997 | 13,768 | 14,182 | 14,756 |
| 归属母公司净利润 | 7,539 | 8,574 | 13,148 | 13,544 | 14,092 |
| 少数股东损益 | 106 | 423 | 620 | 638 | 664 |
| EPS (元) | 1.42 | 1.62 | 2.48 | 2.56 | 2.66 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -16.1% | 9.7% | 28.0% | 3.5% | 3.7% |
| 毛利润 | -32.1% | 27.9% | 36.5% | 6.1% | 5.4% |
| 净利润 | -31.3% | 13.7% | 53.3% | 3.0% | 4.1% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.9% | 31.4% | 33.4% | 34.3% | 34.8% |
| 净利率 | 14.8% | 15.3% | 18.4% | 18.3% | 18.3% |
| ROE | 10.4% | 11.2% | 15.2% | 14.2% | 13.5% |
| ROA | 7.2% | 8.2% | 11.6% | 11.3% | 11.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 30.5% | 27.0% | 23.6% | 21.0% | 18.8% |
| 净负债比率 | 20.3% | 12.7% | 6.0% | 0.1% | 净现金 |
| 流动比率 | 1.30 | 1.74 | 1.88 | 2.13 | 2.40 |
| 速动比率 | 1.09 | 1.47 | 1.61 | 1.84 | 2.10 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.49 | 0.52 | 0.63 | 0.61 | 0.59 |
| 存货周转率 | 8.65 | 8.74 | 9.97 | 9.55 | 9.48 |
| 应收账款周转率 | 7.31 | 6.69 | 6.71 | 6.02 | 5.97 |
| 应付账款周转率 | 3.21 | 3.26 | 3.75 | 3.54 | 3.51 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.42 | 1.62 | 2.48 | 2.56 | 2.66 |
| 每股经营现金 | 1.69 | 2.30 | 2.75 | 3.17 | 3.36 |
| 每股净资产 | 13.88 | 15.09 | 17.05 | 18.79 | 20.62 |
| 每股股利 | 0.43 | 0.50 | 0.74 | 0.77 | 0.80 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 19.80 | 17.36 | 11.33 | 11.00 | 10.58 |
| P/B | 2.03 | 1.86 | 1.65 | 1.50 | 1.36 |

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义 |
|--------|----------------------|
| 推荐 | 预期行业整体表现在未来12个月优于市场 |
| 中性 | 预期行业整体表现在未来12个月与市场一致 |
| 回避 | 预期行业整体表现在未来12个月逊于市场 |

| 公司投资评级 | 定义 |
|--------|------------------------|
| 买入 | 预期股价在未来12个月上升10%以上 |
| 中性 | 预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内 |
| 卖出 | 预期股价在未来12个月下跌10%以上 |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828