

行业报告

水泥行业

行业盈利改善，供给侧改革初见成效

- 水泥需求趋稳，预计2017-19年全国水泥年需求维持在24亿吨
- 错峰生产等行业政策有助于短期内缓解供需矛盾，伴随行业整合效应，预计2017年水泥均价上涨30元/吨，2017年全国水泥行业利润同比增长23%达640亿元，2018-19年继续稳定增长13-15%
- 重点关注盈利能力可见、受益于行业整合和去产能主题的优质龙头企业，同时关注区域市场机会；首次覆盖，推荐优质行业龙头安徽海螺水泥(914 HK)给予买入评级，另给予中国建材(3323 HK)中性评级

水泥需求趋稳，基建投资仍是水泥需求增长主力

我们预计2017-19年水泥需求维持在24亿吨，与2016年持平。一方面房地产投资增速放缓，我们预计2017-19年房地产投资增速分别为6%/0%/0%，水泥需求将见顶回落；另一方面在宏观经济增速放缓的大背景下，基建投资成为政府刺激经济的必要手段，预计2017-19年基建投资增速分别为20%/15%/15%。我们认为基建投资的增长是2016-17年水泥需求增长的主要来源，占水泥需求的41-43%。

短中期行业盈利能力恢复：行政手段驱动的供给侧改革

在需求稳定的情况下，水泥行业在近几年内的主旋律是供给侧改革。2016年全国水泥熟料新增产能已连续第六年下降，但总产能仍在扩张，截至2016年底中国熟料产能18亿吨，同比增长1.5%。2016年下半年以来的水泥行情改善，是在需求增长的支撑下，一是煤炭价格上涨，二是错峰生产等行业政策调整了生产节奏。预计2017年全国煤价同比增长30%，水泥均价同比上涨30元/吨，吨毛利平均上涨10-15元/吨，水泥全行业利润同比增长23%达到640亿元；而在行业整合和企业协同进一步加强的背景下，我们预计2018-19年水泥价格和毛利能够进一步稳定增长，行业利润增长13-15%。

推荐优质行业龙头安徽海螺水泥

目前行业平均前瞻市净率徘徊在历史平均低点0.8倍，而2017年ROE预测已恢复至2014年上半年平均水平8%，对应当时1.0-1.1倍前瞻市净率。我们认为水泥行业估值偏低，仍有恢复空间。我们综合考虑，推荐行业龙头安徽海螺。安徽海螺成本控制能力强，产品毛利水平高，区位优势明显，熟料生产地资源丰富、水运成本低廉，且面向的市场需求丰富、行业集中度高；受益于行业去产能，公司销量同比增长持续高于行业水平，且在手现金充足。中国建材目前估值合理，净利率恢复慢于同业，大规模兼并重组式扩张给公司资产负债和现金流情况带来一定不利影响，我们给予中性评级。

重点公司主要财务指标

公司	股票代码	评级	目标价(港元)	股价(港元)	上涨空间	EPS		P/E (x)		P/B(x)		ROE (%)	
						FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
安徽海螺	914 HK	买入	31.5	27.5	15%	2.11	2.22	11.3	10.8	1.4	13.3%	12.8%	
中国建材	3323HK	中性	4.8	4.6	4%	0.30	0.32	13.2	12.7	0.5	4.3%	4.2%	

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

魏芸

+86 755 83732985

weiyun@cmschina.com.cn

首次覆盖

推荐

恒生指数 25389

国企指数 10306

行业表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.9	17.7	21.4
相对表现	4.4	1.3	(2.6)

投资主题

2016年下半年以来水泥行情好转，2017-19年需求与去年基本持平

2016年下半年以来至今年一季度，国内水泥行情在煤价上涨带动价格提升、供给与需求两端的共同刺激下走高。2016年水泥全行业利润518亿元，同比增长55%。2016年得益于国家在基础设施方面的强力投入和房地产市场的火爆行情，水泥行业进入复苏期，水泥产量有较大幅度提升，水泥价格较15年底有近29%的增长。

2017年根据政府颁布的各项经济措施文件，基础设施建设投入将延续2016年的势头，我们预计同比增长20%；房地产市场投资则因一线城市限购、三四线城市去库存压力，其投资增速维持在个位数。我们预计2017-19年全国水泥需求维持在24亿吨。

煤电燃料成本最大，占整个水泥生产成本的60%左右。就煤价来看，在煤炭行业坚决去产能的背景下，以及政府对于煤炭价格的适当管控，我们预计2017-19年煤价维持在550-600元/吨的合理范围。在煤价的支撑和需求稳定假设下，我们估算2017-19年全国水泥均价同比增长30/10/10元/吨，2017年全国水泥行业利润同比增长23%达640亿元，2018-19年稳定增长13-15%。

就地区市场，2017年前五个月，华东和西南地区贡献了主要的水泥增量。受北方错峰生产、施工开工早以及市场需求情况良好的影响，全国水泥库存比一路降至60%左右，远低于2015年的75%和2016年的70%，京津冀、长三角、广东地区更是维持在50%以下。我们认为今年华东南、京津冀地区是我们较为看好的水泥市场。此外，东北市场虽然价格涨幅较大，但销量太低；西南部的云贵市场较好，主要是持续受益于当地基建项目，而川渝地区由于水泥行业集中度不高，企业没能形成有效的行业协同以维持价格。

短期内行政手段缓解了供需矛盾，中长期看企业协同能力和行业整合进度

在煤炭价格增长趋稳、需求端没有大的增长的情况下，行业增利的主要对策是供给侧改革。从2009年出台的38号文到2016年的34号文，政府对行业产能限制做出一系列严格指导规定。2016年全国新投产新型干法熟料产线20条，水泥熟料新增产能已连续第六年下降，但总产能仍在扩张，截至2016年底中国熟料产能18亿吨，同比增长1.5%。

我们认为行业去产能才刚刚开始。目前有效的措施以行政命令主导，包括错峰生产、部分地区废除低标号水泥等等，其中错峰生产有效地助推了今年前两季度的水泥价格上涨。但这些措施的作用是短期的，而且并没有真正做到去产能，而只是调节产量避开淡季。我们认为去产能的真正效果要靠企业协同和行业整合。就产业集中度看，截至2016年，全国前十大水泥企业市场集中度为42%，距离2020年60%的目标还有一定距离；但从地区市场来看，全国水泥产量最大的华中南地区的产业集中度已经达到高水平（江西、安徽、广西等地前五大企业集中度超过80%，江苏、浙江、湖南超70%，福建超60%），伴随着企业间并购已经从小企业上升为大企业间合并（如中国建材与中材股份合并），我们对于未来3-5年行业集中度的提升有信心。

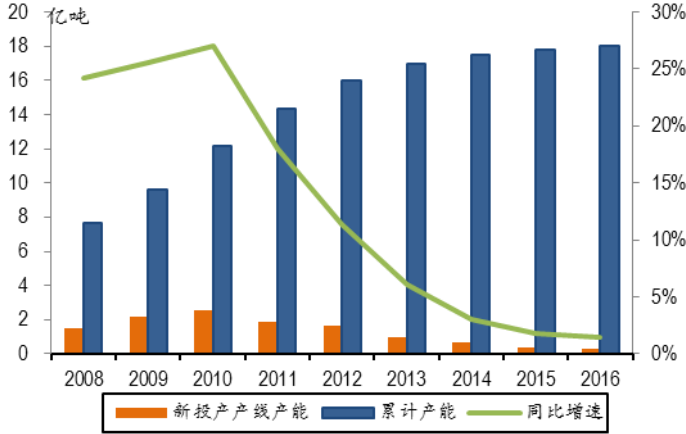
优质龙头受益行业整合，推荐安徽海螺水泥（914 HK）

安徽海螺水泥作为优质的行业龙头，有三个亮点：1）由于成本控制和市场区位优势，长期保持行业较高的毛利水平，我们预计2017-18年公司毛利率在33-35%，净利率保持在17-18%，面对行业周期盈利较稳定；2）代表行业最高技术水平，其熟料生产线多是自己拥有的大生产线，且执行较高的环保标准，2,500t/d以下的小生产线产能不足10%，这样的企业将受益于去产能和行业整合的趋势；3）海外业务发展良好，预计到2020年海外投产产能5,000万吨。我们预计2017-19年公司净利润同比增长30%/5%/6%，ROE保持在13%左右，高于行业平均8%。

公司目前股价对应11.3倍2017年预测市盈率，我们认为公司估值偏低。我们根据对2017-18年EPS增长预期，以及历史上（2014年）相似盈利增长对应的估值，得到13倍2017年预测市盈率计算出公司目标价31.5港元，给予买入评级。中国建材目前估值合理，以历史平均预测市净率低一个标准差的0.52倍为2017年预测市净率，得到公司目标价4.8港元，给予中性评级。

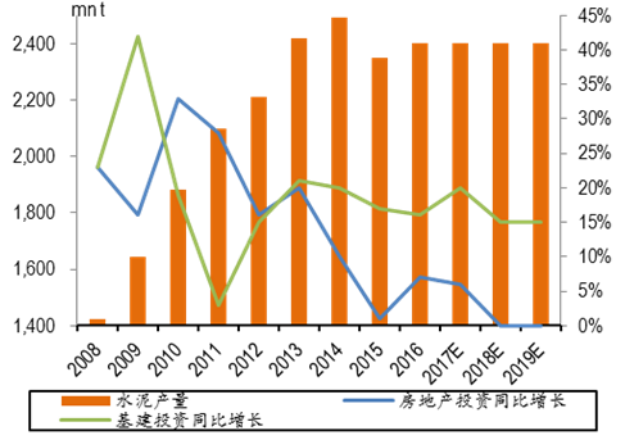
重点图表

图1: 全国新投产新型干法熟料的产能情况



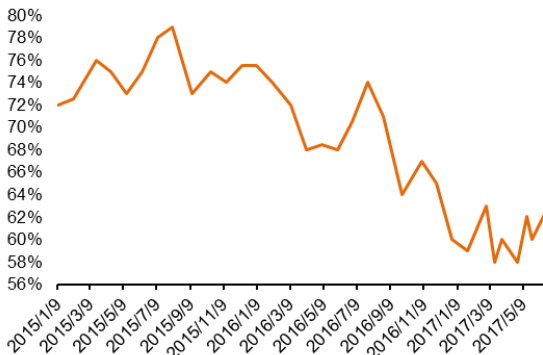
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图2: 全国水泥产量与基建、房地产投资增速



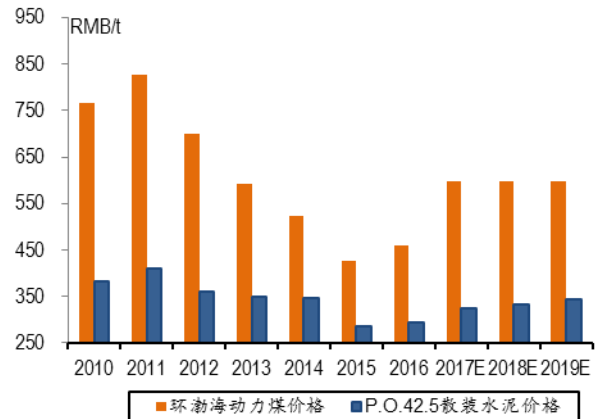
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港) 预测

图3: 全国平均库存比



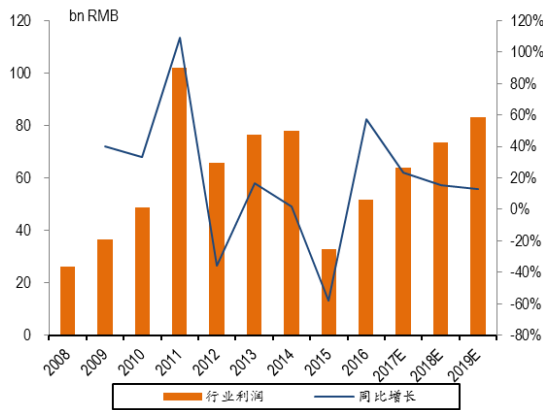
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图4: 全国水泥均价与煤炭价格



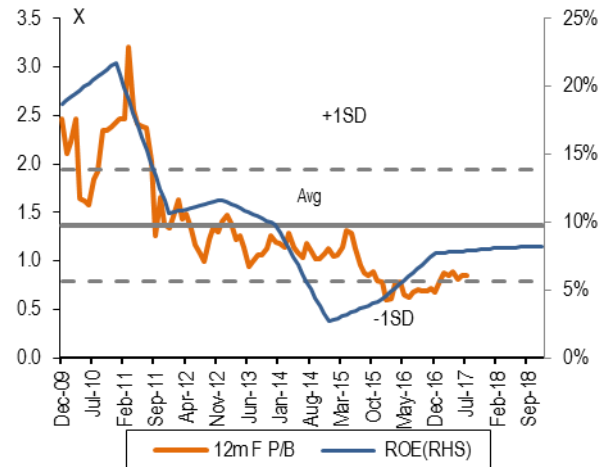
资料来源: 中国水泥网、国家统计局、招商证券(香港) 预测

图5: 2008-2019E水泥行业利润及预测



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港) 预测

图6: 行业平均市净率徘徊在历史平均低位



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港) 预测

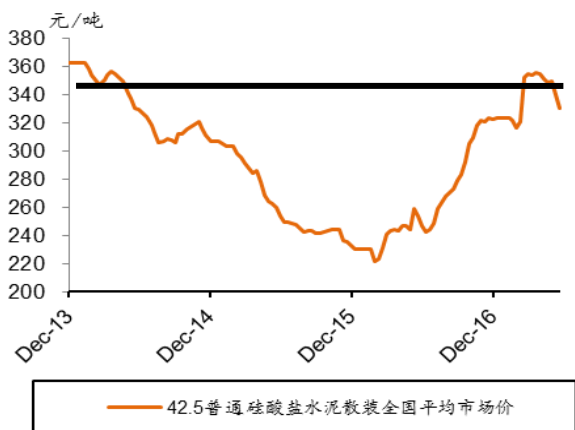
目录

投资主题.....	2
重点图表.....	3
全国水泥需求趋稳，维持在约 24 亿吨.....	5
行政手段推动短期行业盈利恢复，长期去产能要看行业整合.....	6
2017 年行业利润有望增长达 23%，2018-19 年稳步增长.....	9
主要区域与企业分析.....	10
行业历史估值比较.....	13
安徽海螺.....	14
中国建材.....	26

全国水泥需求趋稳，维持在约24亿吨

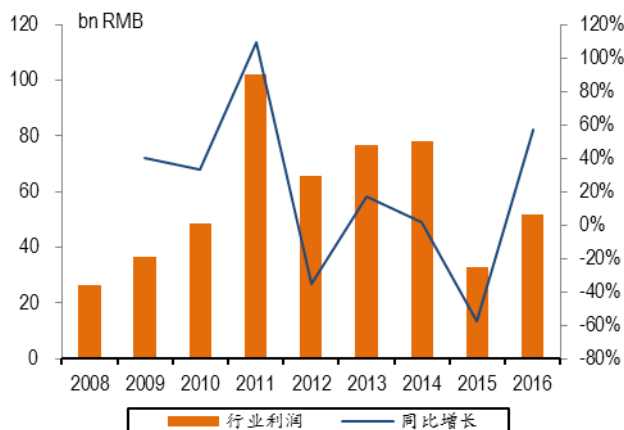
2016年下半年来至今年一季度，国内水泥行情在煤价上涨、供给与需求两端的共同刺激下走高。2016年水泥全行业利润518亿元，同比增长55%。以行政指令为主、龙头企业自发协同为辅的供给侧改革，有助于短中期内改善行业整体盈利能力；以基础设施建设、农村需求以及房地产为主的需求端则是这种改善的支撑。我们认为目前水泥行业的复苏将有利于提高2017年的行业盈利；未来3-5年，在全国水泥需求没有大的增长、煤炭价格趋稳的情况下，水泥行业将受益于产业集中度的提高和企业协同的增强。

图7：全国水泥平均价格已回升至2014年上半年水平



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图8：2016年全行业利润同比增长55%

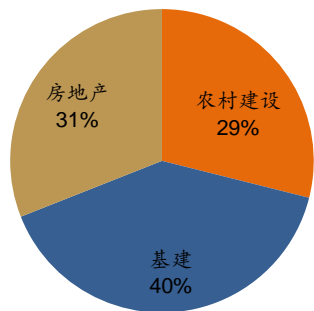


资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

水泥价格的变动有两个主要线索，一个是市场供需关系变化，另一个是作为水泥生产成本主要变量的煤炭价格。在一定需求的支撑下，煤价的上涨可以被生产企业转移到水泥价格上；而水泥行业的整体景气度取决于国内市场的供需关系变化。就需求端来看，中国国内水泥需求主要来自三大板块：基础设施建设需求、农村需求、房地产需求。其中农村需求相对稳定，而基建和房地产需求的变动对水泥市场行情影响更大。

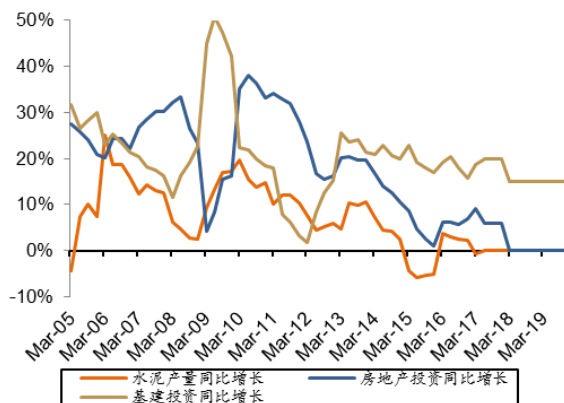
就房地产投资来说，在一线城市限购、三四线城市去库存压力的情况下，2015年以来全国房地产投资增速维持在10%以下；2017年一季度全国销售商品房面积同比增长19.5%，房屋新开工面积同比增长11.6%，均略低于去年同期增速。我们预计2017年全年房地产投资同比增长6%，2018-19年房地产投资不会有增长。在中国宏观经济增长放缓的大背景下，基建投资成为政府刺激经济的一大手段。2017年一季度中国基建投资累计同比增长18.7%，维持在了相对高增长的位置。根据各地出台的2017年重大项目投资计划和行业预测，我们预计2017年全国基建投资额同比增长20%，略高于去年；2018-19年也将延续15%以上的相对高速增长，这是由宏观经济刺激需要决定的。我们认为基建投资的增长是2017-19年水泥需求增长的主要来源。

图9：2017E水泥需求三大板块分布预测



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图10：基建、房地产投资与水泥产量同比增长



资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

2016年中国水泥产量24亿吨，同比增长2.3%，较大幅度的增长主要是由于2015年的低基数，以及2016年下半年以来的各地基建项目上马。我们认为中国的水泥需求已经趋稳。我们预测2017-19年中国水泥产量总体保持稳定在24亿吨。但如果发生基建投资或房地产投资增速大幅下滑的情况，那么水泥需求也会应声下跌。

图11: 全国水泥产量预测假设

百万吨	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
基建需求	658	730	792	749	819	916	911	949	963	1,009	1,033
房地产需求	475	576	634	674	744	733	701	733	745	721	697
农村需求	511	576	673	787	856	843	736	721	695	673	673
水泥产量	1,644	1,882	2,099	2,210	2,419	2,492	2,348	2,403	2,403	2,403	2,403
同比增长 (%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
基建需求增长		11%	9%	-5%	9%	12%	-1%	4%	1%	5%	2%
房地产需求增长		21%	10%	6%	10%	-2%	-4%	5%	2%	-3%	-3%
农村需求增长		13%	17%	17%	9%	-2%	-13%	-2%	-4%	-3%	0%
水泥产量增长	15%	14%	12%	5%	9%	3%	-6%	2%	0%	0%	0%

资料来源: 中国水泥网、国家统计局、招商证券(香港)预测

行政手段推动短期行业盈利恢复, 长期去产能要看行业整合

在需求稳定的情况下, 水泥行业在近几年内的主旋律是供给侧改革, 也就是应对过去十年来疯狂扩张导致的过剩产能, 恢复行业盈利能力。之所以要去产能, 是由于水泥行业目前存在的几大主要问题: 产能利用率低(2016年全国水泥产能利用率68.7%), 市场集中度低(2016年中国前十大水泥企业产能集中度41.7%), 导致行业整体盈利能力受损, 以及近年越来越得到重视的环境污染问题。由于水泥行业的市场集中度低, 因此行业内自行调整的效率不高, 政策推动成为供给侧改革的最重要着力点。从2009年出台的38号文到2016年的34号文, 政府对行业产能限制做出一系列严格指导规定, 并伴随有推广错峰生产、取消32.5等级复合硅酸盐水泥等具体举措。

图12: 主要行业政策

时间	相关政策法规	内容
2009	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》([2009]38号文)	严格控制新增水泥产能
2013	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》(国发[2013]41号)	遏制产能盲目扩张; 尽快取消32.5复合水泥产品标准, 逐步降低32.5复合水泥使用比重
2016	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发[2016]34号)	严禁新增产能; 全面推行错峰生产; 至2020年水泥熟料排名前10家企业的生产集中度达60%左右; 停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥

资料来源: 招商证券(香港)

图13: 各省市水泥去产能目标

省市	去产能标准与目标
北京	淘汰水泥生产(有水泥窑协同处置危险废物除外)
河北	到2020年, 再压减一批水泥产能, 使产能利用率趋于合理
山西	有序引导2,000t/d以下小型熟料生产线退出; 2017-20年, 压减水泥熟料产能1,000万吨以上
内蒙古	2016-17年, 淘汰水泥落后产能459万吨
辽宁	到2020年, 再压减一批水泥产能2,000万吨
吉林	2016-18年压减熟料产能800万吨
江苏	2017-18年压减水泥产能600万吨
浙江	2017-20年压减水泥熟料产能1,000万吨以上; 鼓励2,000t/d以下小型熟料生产线退出
江西	2017-20年在现有基础上压减5%水泥熟料产能
河南	2014-17年压缩水泥粉磨产能3,000万吨以上
广西	2014-16年共计淘汰水泥1,835万吨
重庆	到2020年水泥行业在压减一批熟料产能, 关停都市功能核心区 and 拓展区内3,000t/d以下水泥熟料生产线
云南	2018年底前淘汰窑径3.5米以下熟料新型干法生产线
宁夏	2017-20年化解水泥产能400万吨; 逐步淘汰1,500t/d以下的水泥熟料生产线
新疆	2017年退出产能500万吨; 2017-20年通过错峰生产压减产能3,000万吨

资料来源: 招商证券(香港)

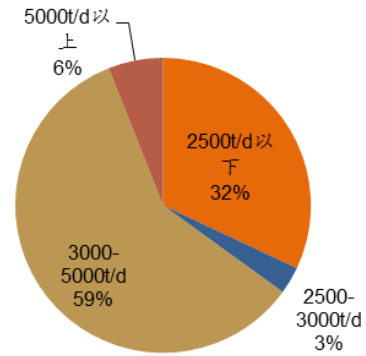
2016年全国新投产新型干法熟料产线20条，水泥熟料新增产能已连续第六年下降，但总产能仍在扩张，截至2016年底中国熟料产能18亿吨，同比增长1.5%。所谓淘汰落后产能，即指淘汰相对而言落后的2,500t/d以下小生产线，目前该类生产线占全国熟料产能的32%。短时间内要淘汰这么多产能是不现实的，不仅因为各地广泛存在的小企业，且企业在淘汰小生产线的同时会置换为大生产线，总产能本身的减少仍然是长期工作。

图14：全国新投产新型干法熟料的产能情况



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

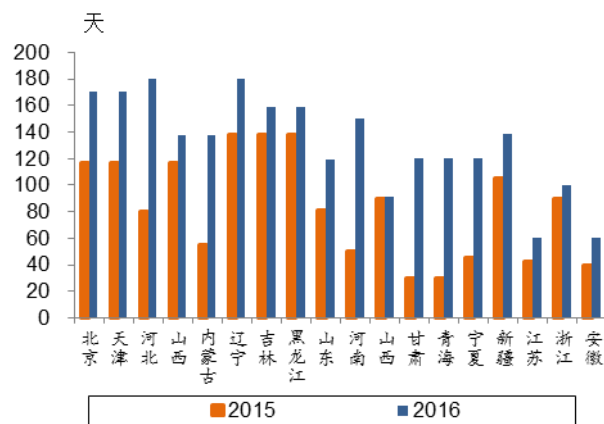
图15：2,500t/d以下小生产线占总熟料产能32%



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

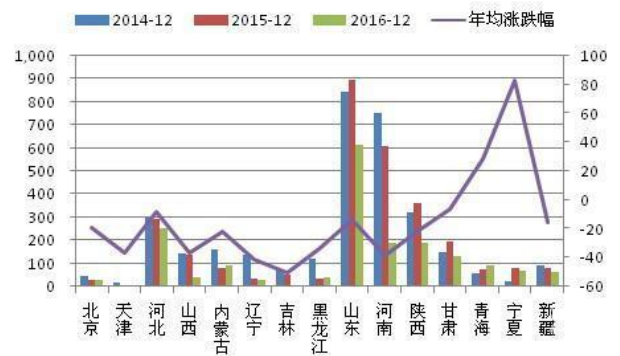
在此背景下，供给侧行业改革需要政策倒逼，错峰生产是一个重要举措。“34号文”中明确提出，“采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产”。根据中国水泥网的统计，错峰停产涉及的北方15个省市自治区，共有742条新型干法水泥熟料生产线，占全国总数的42%左右，水泥熟料产能7.17亿吨，约占全国总量的40%。眼下这轮水泥行情改善，2016-17年大规模实行的北方地区错峰生产是一个重要因素。2016-17年冬季，全国水泥行业错峰生产迎来有史以来的最大规模。除北方十五省以外，两湖、四川、重庆、江苏也加入错峰生产行列，加上福建、广东、广西、浙江等南方各省的冬季停窑计划，本轮错峰生产基本涵盖了国内主要水泥生产区域。在北方地区实行错峰生产166天，对调节水泥供给、从而提升行业利润有一定效果，帮助2017年一季度水泥价格维持在了相对高位。而且考虑到对环境保护的重视，错峰生产作为产业政策接下来将在全国范围内推行实施。

图16：各省市停窑天数大幅增长



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图17：北方15省12月熟料产能和产能发挥率



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

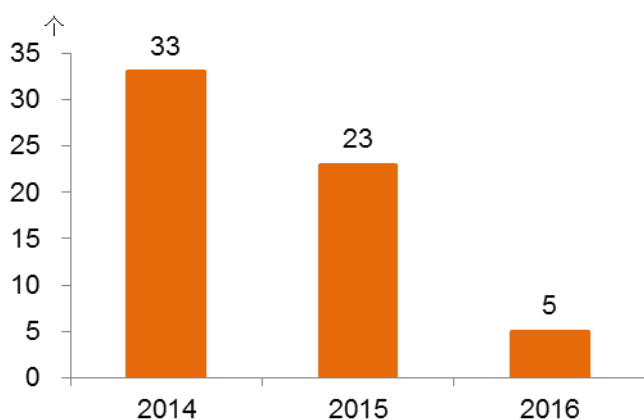
值得注意的是，错峰生产压减的主要是水泥产量，对淘汰落后产能却没有明显作用。虽然错峰生产确实能有效控制市场供给，调整供需平衡，减少了恶性竞争，但是：1) 目前实行的错峰生产很大程度上是避开淡季需求低谷、保障水泥价格的举动；2) 从宏观层面来看，错峰生产无法优化产业结构，阻碍了市场作用淘汰落后和竞争力较低的企业，反而使得受益于水泥价格上涨的落后小企业得以保存，并不利于企业的优化和兼并重组，如果在长期的停窑过程中能够淘汰部分产能，才能够在真正意义上去除过剩产能。

除了错峰生产，2016年发布的34号文明确提出停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥，这同样是出自淘汰落后产能和环境

保护的目。目前协会还在起草具体规定，预计年底出台。2016年新疆政府办公厅下发统治规定于2017年5月1日起取消全部32.5等级硅酸盐水泥。但考虑到：是否需要全国全面取消32.5等级水泥仍在行业内有一定争议，以及相关规定的出台到落实仍需时日，短期内该项举措对行业限制不大。此外，该项政策可能遇到的问题不在于标准，而在于具体执行，比如说要取消低标准水泥，就要用高标水泥去置换产能，这可能会变相带来企业借此扩张产能。

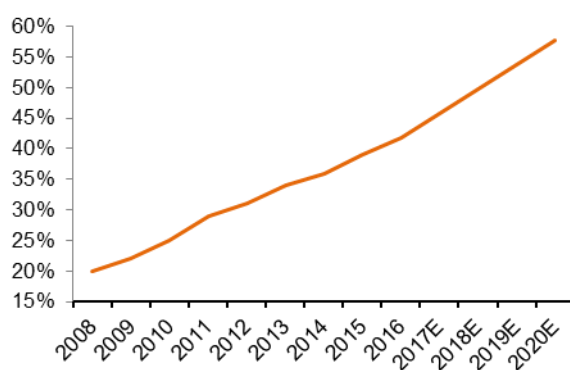
总的来说，政策和行政手段虽然在中短期内有利于行业调整生产节奏，在淡季控制产量，从而得以维持水泥价格在一个稳定的水平，然而长期来看，水泥行业能否真正提高产能利用水平、提高行业盈利，则要看市场行为，即行业内部整合程度。就行业内部而言，目前企业间的并购重组逐步升级，从大量地方小企业被并购过渡到较大企业之间的并购。相对于历年频繁的并购重组情况，2016实际发生的并购重组只有5起，远不及前几年发生的并购案例数量，而且并购重组的企业并不涉及小企业，基本都是大企业之间的联合重组并购。其中并购涉及的企业中一半都是2015年熟料产能排名前十的企业，中国建材和中材的重组，金隅冀东重组30余家子公司归于冀东水泥旗下，华新和拉法基中国合并，海螺收购巢东水泥，中泰化学收购天山股份旗下2家水泥企业。强强联合有利于提高产业的集中度，利用大企业的优势，稳定市场供给和价格，采用新技术在不扩能的情况下改造生产线。截至2016年，全国前十大水泥企业市场集中度42%，距离2020年60%的目标还有一定距离；但从地区市场来看，全国水泥产量最大的华中南地区的产业集中度已经达到高水平（江西、安徽、广西等地前五大企业集中度超过80%，江苏、浙江、湖南超70%，福建超60%）。我们对于行业集中度的提升有信心。

图18：企业并购案例数量



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图19：全国前十大水泥企业市场集中度

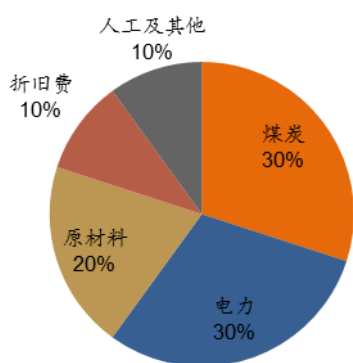


资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

2017年行业利润有望增长达23%，2018-19年稳步增长

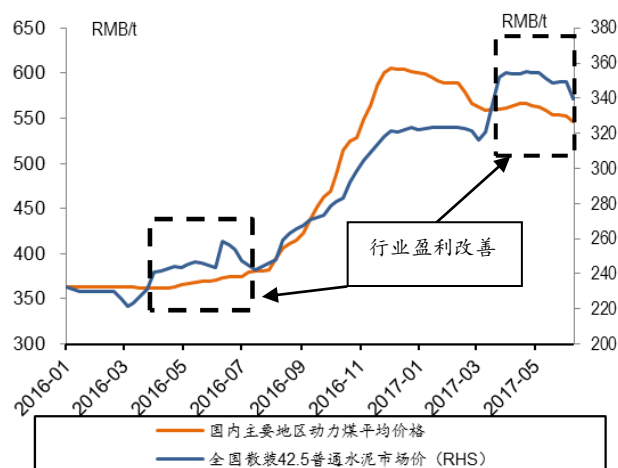
在水泥的生产成本中，煤电燃料成本最大，占整个生产成本的60%左右，其中煤炭成本占总成本的30-40%；而在煤电中，由于电力价格由政府管控，波动不大，因此煤炭价格波动对水泥价格的影响是最大的，两者基本上同步。煤炭价格的变动往往被直接转移到水泥价格上。煤炭去产能导致2016下半年至2017上半年煤炭回暖，价格急剧抬升。截止2015年底，煤炭产能36.9亿吨，全国2016年去产能目标2.5亿吨，实际去除产能2.9亿吨，达成目标116%，生产时间从330个工作日调整到276个工作日。根据国务院规划，2017年全国煤炭淘汰落后产能要达到1.5亿吨以上，我们预计2017-19E年煤炭行业去产能仍将继续实施，但2017年下半年后煤炭价格增长将趋于稳定，不会大幅度增长，同时在去产能的背景下，煤炭价格短期内也不会再跌回2016年最低点水平，这对水泥价格起到了支撑作用。2017年一季度煤炭价格同比增长超60%，考虑到下半年煤炭价格将有所回落，以及去年下半年煤炭价格涨幅较大，我们预计2017全年煤炭价格均价同比增长30%，2017-18年维持稳定，煤价将维持在550-600元/吨的合理区间内。

图20：一般情况水泥生产成本主要组成



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图21：水泥价格与煤炭价格指数变化



资料来源：Wind、招商证券（香港）

我们预计2017年全国水泥价格比2016年平均上涨30元/吨，吨成本上涨15-20元/吨（主要是煤炭价格上涨），吨毛利上涨10-15元/吨。根据水泥行业平均利润率，计算吨利润平均上涨5元/吨，结合我们水泥需求预测，**2017年全国水泥行业利润有望达到640亿元，同比增长23%**。如果行业整合、去产能效果显现，且市场需求稳定，行业盈利水平持续提升，我们预计2018-19年行业利润有望维持13-15%左右的增长。

图22：全国水泥行业利润预测假设

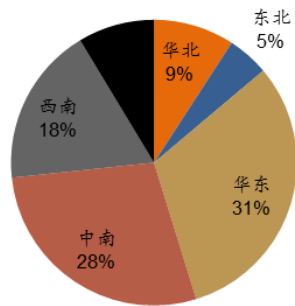
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
煤价变动	4%	14%	8%	-15%	-15%	-12%	-18%	8%	30%	0%	0%
煤炭价格（元/吨）	672	767	828	701	592	524	427	459	597	597	597
水泥吨价格（元/吨）		382	411	359	350	347	286	293	323	333	343
水泥产量（百万吨）	1,644	1,882	2,099	2,210	2,419	2,492	2,348	2,403	2,403	2,403	2,403
水泥吨利润（元/吨）	23	26	49	30	32	31	14	22	27	31	35
行业利润（十亿元）	37	49	102	66	77	78	33	52	64	73	83
行业利润同比增长	40%	33%	109%	-36%	17%	2%	-58%	57%	23%	15%	13%

资料来源：中国水泥网、国家统计局、招商证券（香港）预测

主要区域与企业分析

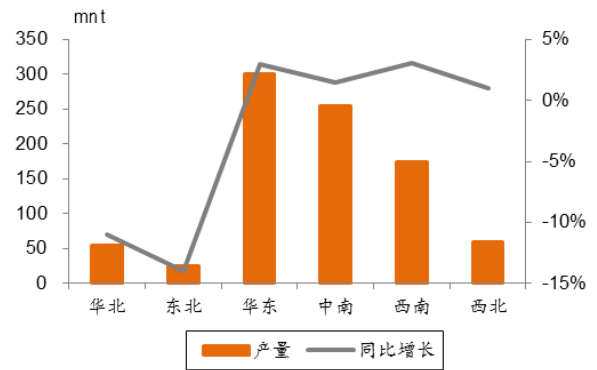
水泥是区域性相当强的产品。由于水泥不可库存且货值不高，销售半径不大，一般陆运200公里，水运500公里，因此水泥生产企业的分布相当分散。在分析不同企业的业绩表现时，区域市场的表现对当地水泥生产企业的影响是巨大的。华东和中南地区是全国水泥产量最高的地区，占全国水泥产量近60%，一方面是因为该地区经济发达，水泥需求大，另一方面也是南方地区受气候影响比三北地区小，全年开工时间较长。就六大区域对全国水泥产量增速贡献看，去年受基建大投资影响，西南、华北地区都表现不错，而华东、中南也维持了稳定的增速；今年1-5月，华东和西南地区贡献了主要的水泥增量。

图23：2016年六大区域水泥产量占比



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图24：2017年1-5年全国各主要地区水泥产量

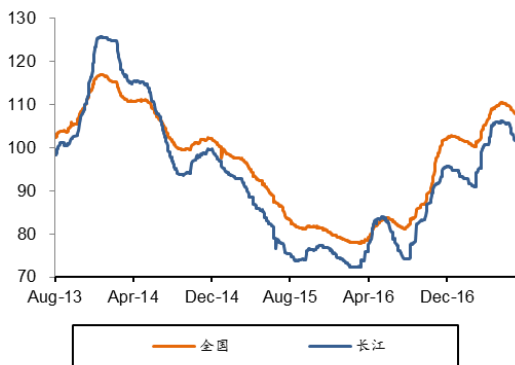


资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

水泥价格是水泥供需变化的直接信号，而长三角地区由于其巨大的水泥需求成为全国水泥市场价格变动的晴雨表。就长江和全国水泥价格指数来看，长江地区的价格变动幅度往往大于全国平均水平，且价格拐点也略早于全国水平。今年2月底3月初长三角地区42.5级普通散装水泥价格开始第一轮回涨，截止5月已经有3轮上调，期间其他各品种和袋装水泥价格也相继跟进涨价。

由于受水泥易潮湿的产品特性限制，水泥一般被认为是不可库存的产品，不过一般生产企业有1个月左右的库容量，熟料的可库存时间稍长。各企业的产品库容比不同，一定程度上反映了短期（1个月内）该企业面对的水泥涨价/跌价压力。2017年前五个月，受北方错峰生产、施工开工早以及市场需求情况良好的影响，全国水泥库存比一路降至60%左右，远低于2015年的75%和2016年的70%，京津冀、长三角、广东地区更是维持在50%以下。结合以上的价格趋势，我们认为今年华东南、京津冀地区是我们较为看好的水泥市场。此外，东北市场虽然价格涨幅较大，但销量比不上南方地区；西南部的云贵市场较好，主要是持续受益于当地基建项目，而川渝地区由于水泥行业集中度不高，企业没能形成有效的行业协同以维持价格。

图 25：长江与全国水泥价格指数



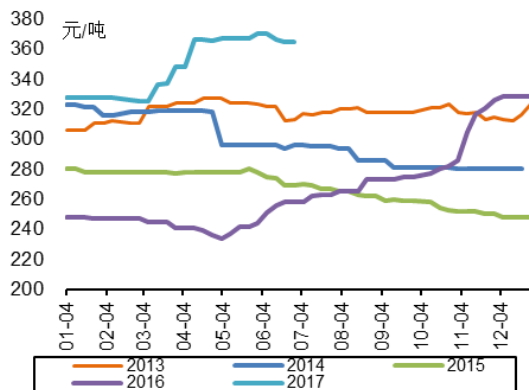
资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图 26：全国平均水泥库存比



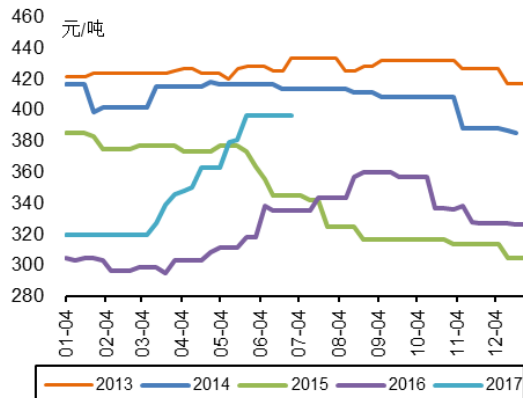
资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图27: 华北地区P.O.42.5散装水泥平均价格



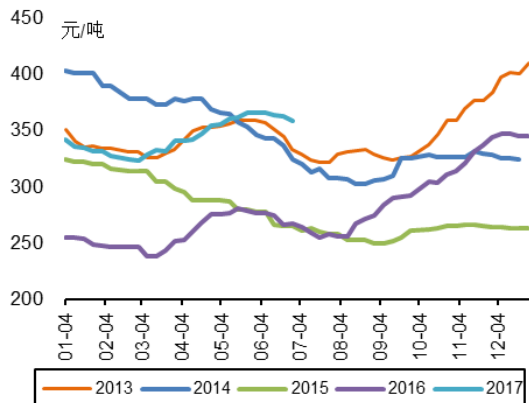
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图28: 东北地区P.O.42.5散装水泥平均价格



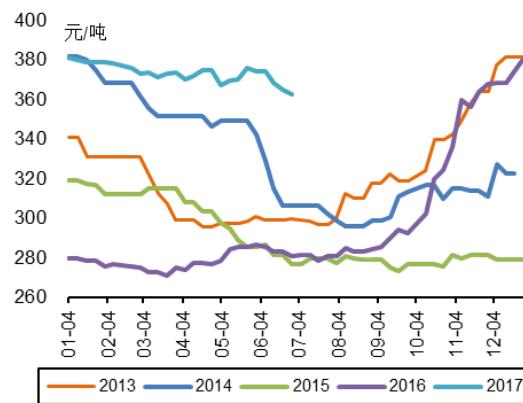
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图29: 华东地区P.O.42.5散装水泥平均价格



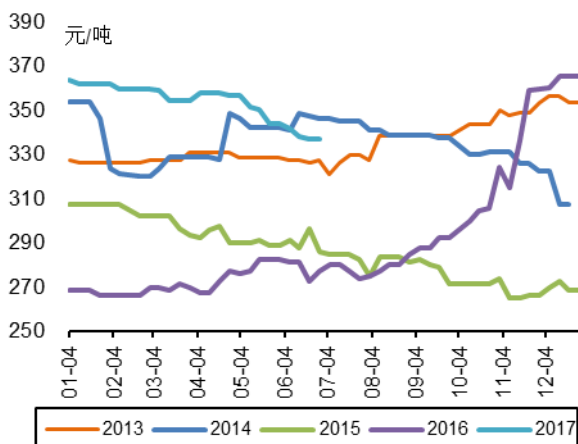
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图30: 中南地区P.O.42.5散装水泥平均价格



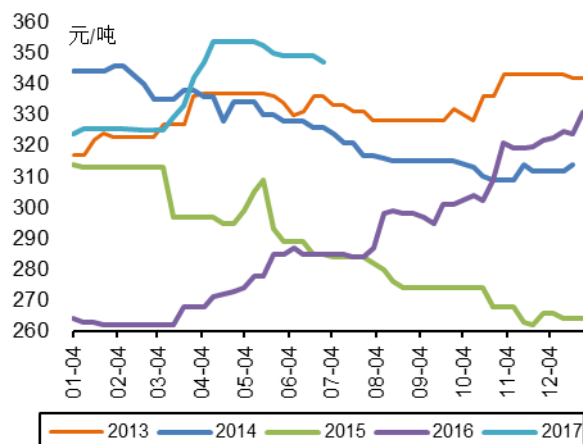
资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图31: 西南地区P.O.42.5散装水泥平均价格



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图32: 西北地区P.O.42.5散装水泥平均价格

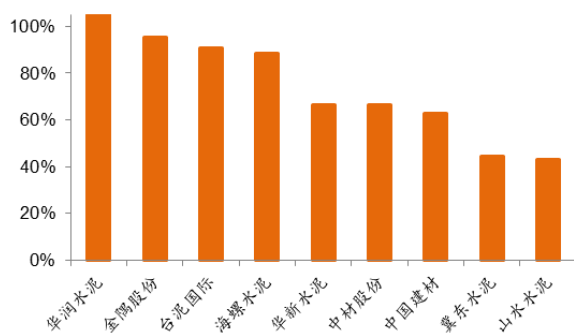


资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

这种区域差异在不同区域企业的产能利用率上也能体现出来。考虑到淡旺季，一般而言水泥的产能利用率全年在85%以上就属于满产，在90%以上就非常高了。就2016年前九大水泥企业（以产能规模计）的产能利用率来看，目前中国水泥产能利用率南高北低：位于华南地区的华润水泥产能利用率超过100%，而位于华北、东北地区的冀东水泥和山东水泥产能利用率不足50%，全国布局的中国建材内部各分公司也呈现了地域差异；布局在华北地区的金隅股份是个例外，产能利用率高达95%，主要是由于其布局在京津冀高需求地区，及公司拥有下游混凝土和房地产业务。产能利用率的地域差异，一个是不同地区的水泥市场需求，还有一个就是上文分析过的北方冬歇时间长。

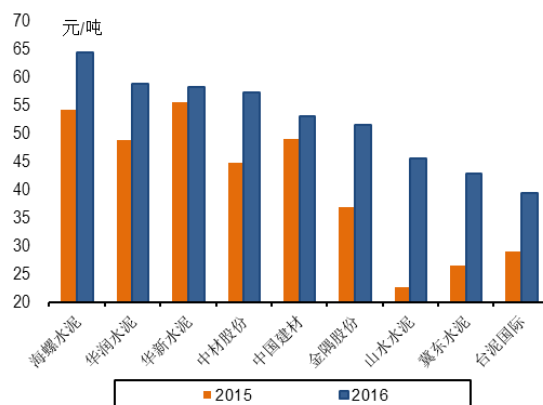
不同水泥企业的吨毛利水平有比较大的差异。如下图所示，主要水泥企业的吨毛利在2016年跨越了40-64元/吨不等，这种差异有两个主要原因：1) 区域差异导致的原材料成本和运输成本差异。比如行业龙头安徽海螺水泥，其熟料生产线位于原材料石灰石丰富的长江中下游沿岸，面对的市场中需求旺盛的华东、华中市场占大头，方便使用长江水路运输，其成本相比同业要低不少。2) 其他生产成本控制能力。以全国产能前两位的安徽海螺水泥和中国建材相对比，前几年两家企业采用了不同的产能扩张模式，中国建材以多次收并购生产线为主，而安徽海螺水泥则是自己投产新线，且多为大生产线，这样安徽海螺水泥在成本控制方面就更加可控，采用的新技术也更好施行。

图 33：2016 年主要水泥企业产能利用率



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

图 34：主要水泥企业吨毛利



资料来源：中国水泥网、招商证券（香港）

综合以上行业、市场和企业的分析，谁能从目前大背景中获益，我们认为取决于哪些企业能够具备这些要素：1) 少要有被淘汰的落后产能，顺应去产能的主旋律；2) 面对的市场需求良好，尤其是区域市场的重要性；3) 成本控制能力强，盈利能力有保障；4) 在可预见的未来 3-5 年内发生的行业整合中受益。

行业历史估值比较

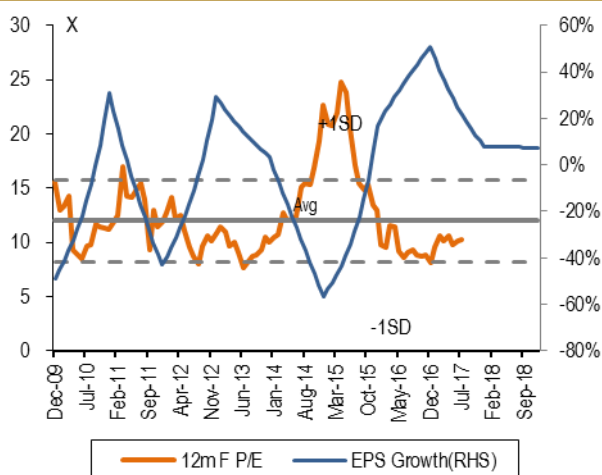
我们以H股上市的主要水泥企业的算术平均数作为行业平均进行了分析。目前同业平均每吨产能企业价值为444元/吨（金隅股份由于其房地产业务占比较大，吨企业价值远高于同业）。由于水泥行业属周期性行业，我们就市净率看，目前行业已达0.8倍市净率，虽然较2016年已有所回暖，但仍然在历史平均低点徘徊；与此同时，行业2017 ROE预测已恢复至2014年上半年水平8%，对应1.0-1.1倍市净率。我们认为随着供给侧改革的深化、行业盈利能力的恢复，目前的水泥行业估值属于偏低水平，仍有恢复空间。

图35：同业比较

		2017E	2018E	2017E	2018E	2017-19E	2017E	2017E	2017E	2017E	2017E
		P/E	P/E	P/B	P/B	EPS CAGR	毛利率	净利率	ROE	ROA	资产负债率
海螺水泥	914 HK	11.3	10.8	1.43	1.31	5.7%	33.4%	17.0%	13.3%	10.0%	25.0%
中国建材	3323 HK	13.2	12.7	0.50	0.48	4.5%	26.6%	1.5%	4.3%	0.9%	77.7%
金隅股份	2009 HK	11.6	9.0	0.82	0.75	15.7%	25.5%	5.4%	7.5%	2.0%	69.8%
西部水泥	2233 HK	13.3	11.0	0.92	0.86	19.7%	23.8%	10.2%	7.5%	4.1%	47.1%
中材股份	1893 HK	7.1	6.4	0.43	0.40	11.3%	21.1%	1.9%	6.1%	1.1%	65.2%
亚洲水泥	743 HK	7.9	7.5	0.33	0.31	16.1%	20.8%	5.6%	4.3%	2.2%	39.4%
行业平均		10.5	9.4	0.77	0.72	11.0%	26.0%	7.4%	7.7%	3.7%	53.4%

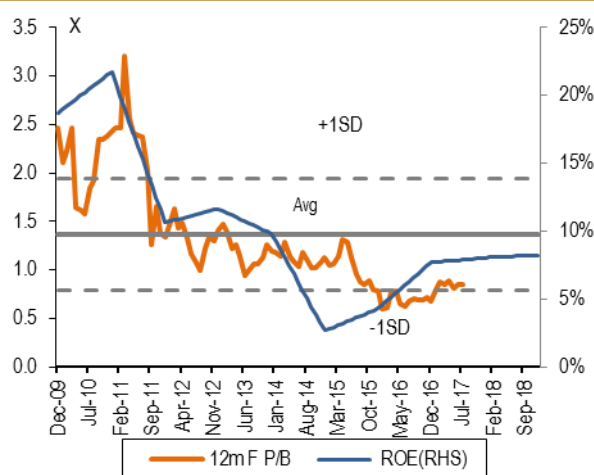
资料来源：Bloomberg、招商证券（香港）预测

图36：行业前瞻市盈率与盈利增长比较



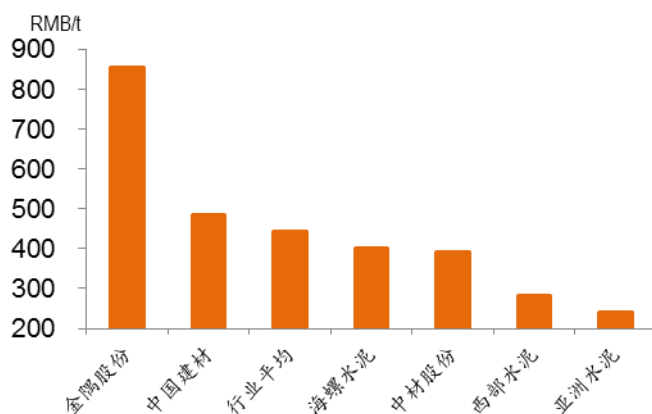
资料来源：Bloomberg、公司资料、招商证券（香港）整理

图37：行业前瞻市净率与ROE比较



资料来源：Bloomberg、公司资料、招商证券（香港）整理

图38：同业吨产能企业价值（基于2017年7月4日收盘价与2017Q1资产负债表、公司产能）



资料来源：Bloomberg、公司资料、招商证券（香港）整理

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

安徽海螺水泥 (914 HK)

受益去产能, 盈利稳定的行业龙头

■ 公司成本控制能力强, 面对的区域市场需求稳定, 行业去产能受益; 预计公司2017-19年毛利率维持在33-35%左右, 公司净利率维持在17-18%

■ 2017年水泥量价齐升、毛利改善, 2018-19年随全国行情回归平稳, 预计2017-19年公司净利润同比增长30%/5%/6%, 略高于市场一致预期

■ 首次覆盖给予买入评级, 目标价31.5港元(13倍2017年预测市盈率)

盈利稳定的优质行业龙头

公司作为优质的行业龙头, 有这样的优势: 1) 公司成本控制能力强, 产品毛利水平高, 盈利能力稳定(我们预计公司2017-19年毛利率维持在33-35%左右, 公司净利率维持在17-18%); 2) 公司区位优势明显, 熟料生产地资源丰富、水运成本低廉, 且面向的市场需求丰富、行业集中度高; 3) 落后产能少, 受益于行业去产能, 今年预计公司销量同比增长6%持续高于行业水平(0-1%); 4) 公司在手现金充足, 除了进行海外投资生产, 未来有大概率进行并购或提升派息率(目前派息率为30%)。

量价齐升, 全年预计净利增长30%

2017年一季度公司水泥销量同比增长3%, 吨毛利同比增长51%; 公司总收入同比增长29%, 净利润同比增长86%。据我们了解, 二季度(旺季)公司水泥销售量价均优, 尤其是华东市场表现良好, 库容比低于50%。我们预计2017年全年公司水泥平均价格将高于去年, 水泥吨毛利74元/吨, 同比增长10元/吨; 公司指引年销售量同比增长6%, 远高于全国水泥销量预期(0%)。我们预计下半年后至未来两年水泥市场需求增长放缓, 公司的利润增长主要仰赖较高的利润率, 我们预计2017-19年公司净利润分别同比增长30%/5%/6%, 略高于市场一致预期1%/3%/4%。

目标价31.5港元, 首次覆盖给予“买入”

公司目前股价对应11.3倍2017年预测市盈率, 考虑到: 1) 公司作为优质的龙头企业, 具有超过行业平均的、稳定的利润率, 健康的资产负债表和充足的现金, 对行情变动防御性较强; 2) 未来3-5年的去产能改革有利于公司, 我们认为公司估值偏低。我们根据对2017-18年EPS增长预期, 以及2014年相似盈利增长对应的估值, 得到13倍2017年预测市盈率计算出公司目标价31.5港元, 首次覆盖给予买入评级。

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	66,164	67,810	69,498
同比增长 (%)	-16.1%	9.7%	18.3%	2.5%	2.5%
净利润	7,539	8,574	11,182	11,749	12,486
同比增长 (%)	-31.3%	13.7%	30.4%	5.1%	6.3%
每股盈利 (元)	1.42	1.62	2.11	2.22	2.36
每股股息 (元)	0.43	0.50	0.63	0.67	0.71
市盈率 (x)	16.82	14.74	11.32	10.77	10.14
市净率 (x)	1.72	1.58	1.43	1.31	1.21
ROE (%)	10.4%	11.2%	13.3%	12.8%	12.5%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

魏芸

+86 755 83732985

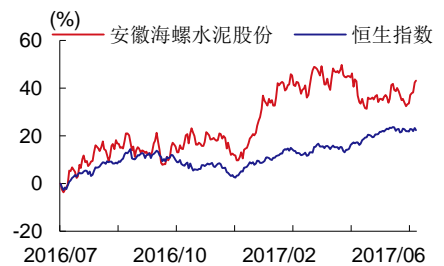
weiyun@cmschina.com.cn

首次覆盖

买入

股价	HK\$27.45
12个月目标价(上涨空间)	HK\$31.5(+15%)

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
914 HK	5.8	30.3	51.6
恒生指数	(0.5)	16.4	24.0

行业: 建筑业

恒生指数	25389
国企指数	10306

重要数据

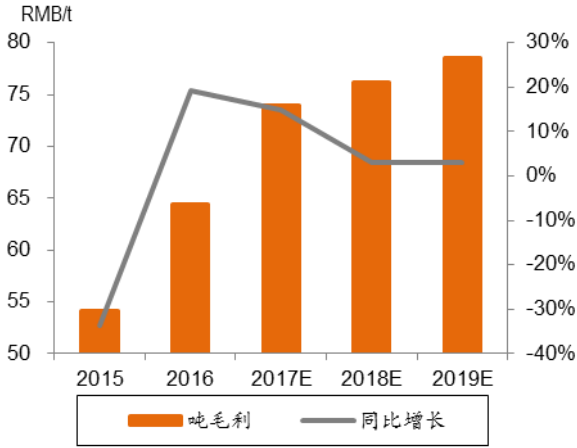
52周股价区间 (港元)	18.08-28.85
港股市值 (百万港元)	35674
日均成交量 (百万股)	11.73
每股净资产 (港元)	14.4

主要股东

安徽海螺集团有限责任公司	36.78%
总股数 (百万股)	5299
自由流通量	91%

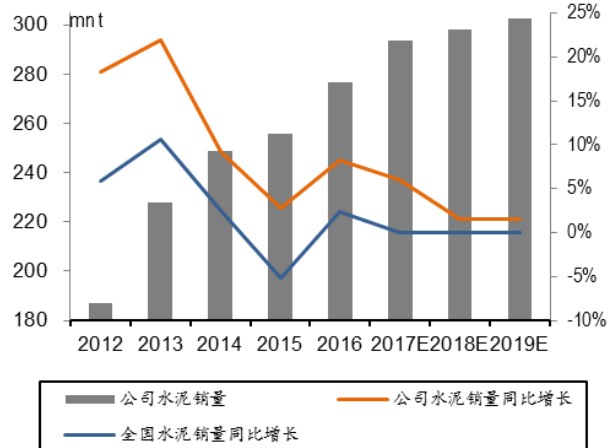
重点图表

图 39: 公司吨毛利稳步提升



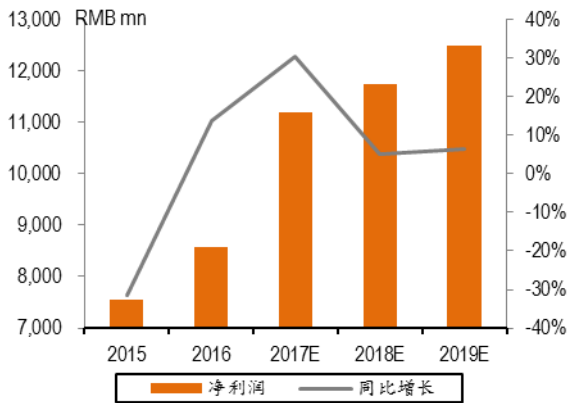
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 40: 2017-19E 年水泥销量增长趋稳



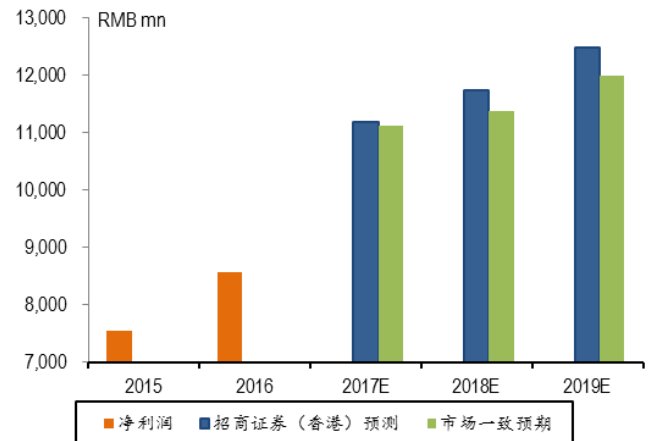
资料来源: 公司资料、wind、招商证券 (香港)

图 41: 2015-2019E 公司净利润增长情况



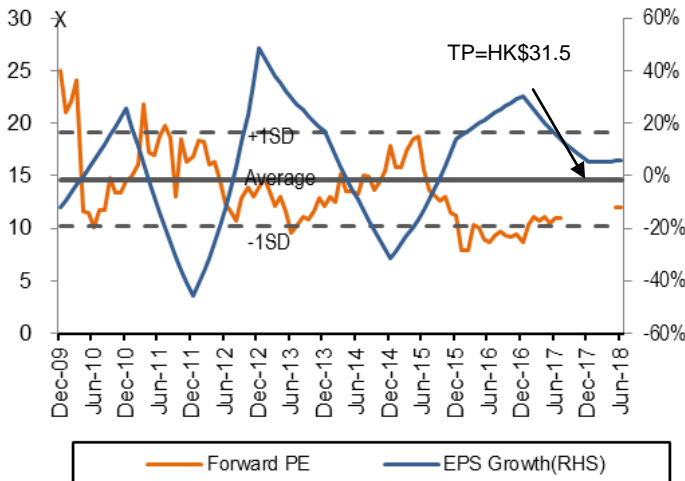
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 42: 招商证券 (香港) 与市场一致预期



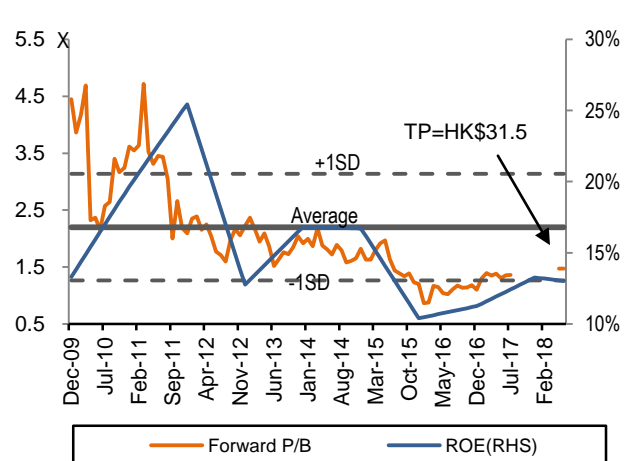
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 43: 前瞻 P/E 与 EPS 同比增长



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 44: 前瞻 P/B 与 ROE

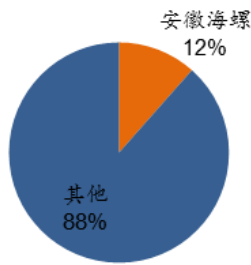


资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

优质行业龙头：盈利能力稳定，受益去产能

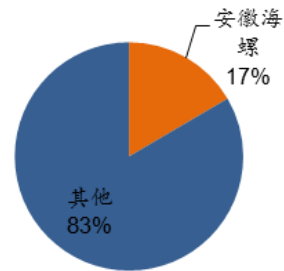
安徽海螺水泥是世界上最大的单一水泥品牌供应商，水泥产能位居全国第二，代表当今世界最先进的水泥生产技术水平。公司主营水泥和熟料销售，其收入占公司总收入的97%。公司目前水泥产能3.1亿吨，位居全国第二；以2016年水泥（包括熟料）销量计，公司全国市场占有率12%；而以同年净利润计，公司占全国行业总利润的17%。

图 45：以销量计公司市场占有率（2016）



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

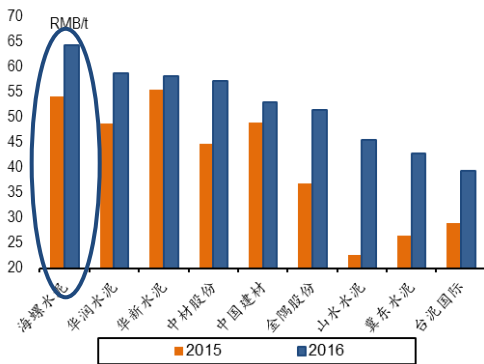
图 46：以利润计公司市场占有率（2016）



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

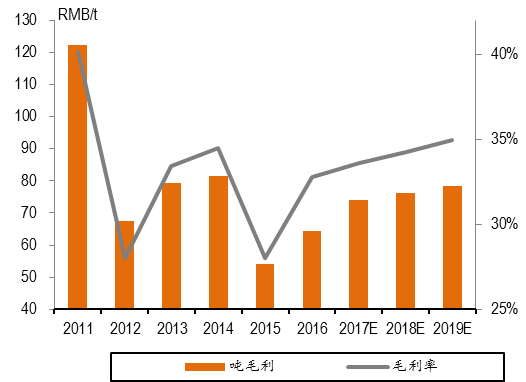
公司盈利能力强首先是由于其处于行业高水平的产品毛利。一方面由于公司没有采取大肆收购地方小生产线的扩张方式，基本上是自己新建拥有的大生产线，这有助于公司有效地采取新设备、新技术，提高煤炭、电力等的利用效率，控制生产成本。因此煤炭价格的波动可以转移到产品价格上，而不会对公司毛利水平造成明显影响。第二，由于公司的熟料生产基地基本建在石灰石储备丰富的长江中下游沿岸，然后将熟料以长江水路运输的方式配送至华东等地市场，而长江水运的廉价有效节省了公司运输成本。在行业去产能的背景下，我们认为公司的高毛利水平将伴随着市场集中度的提高而得到保障，我们预计2017-19年公司毛利率维持在33-35%之间。

图 47：公司吨毛利一直维持在行业高水平



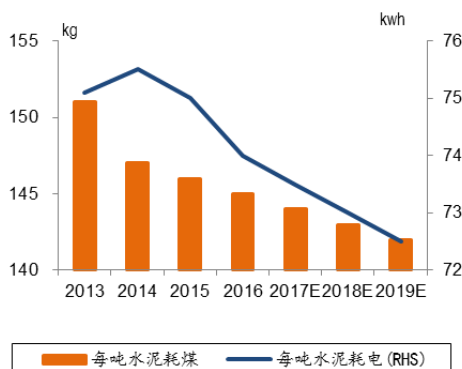
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图 48：公司水泥毛利改善



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

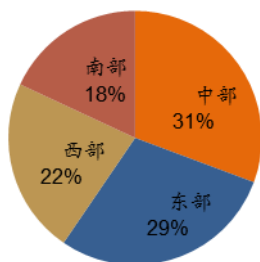
图 49：公司生产能耗不断降低



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

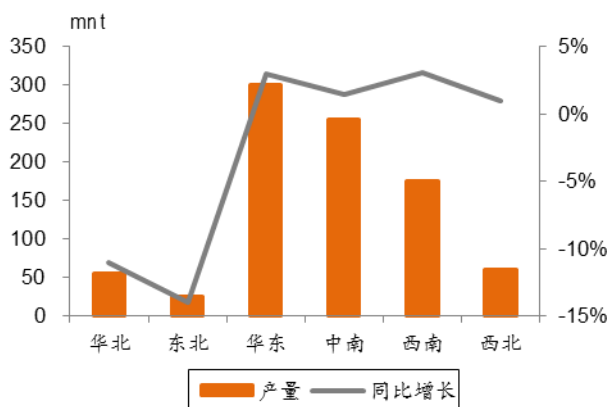
公司销售产品面对的是全国水泥需求最大的华东南、华中等地区，且这些地区近年来行业集中度得到提升。以2016年计，华东、中南地区水泥需求占全国总需求的60%，这些地域的需求增长也维持在一个稳定的水平。此外，华东、中南地区的行业集中度在过去几年得到增强，其中江西、安徽、广西等省产能前五的企业市场占比超过80%，江苏、浙江等超过70%，福建超过60%，高行业集中度有利于当地主要企业协同生产，更好地维持当地市场水泥价格。据我们了解，公司二季度水泥库容比在50-55%左右，华东地区更低，在50%以下，低于全国60%的平均水平，表明了该地区旺盛的需求。此外，由于公司生产线集中在南方地区，相对于北方较长的冬歇期，公司产能发挥率比较高，维持在了85%以上的水平。

图 50: 2016 年公司中国大陆各地区业务收入分布



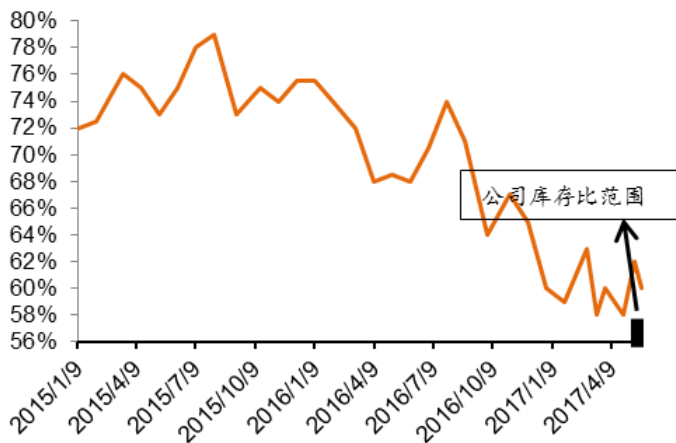
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 51: 2017 年 1-5 年全国各主要地区水泥产量



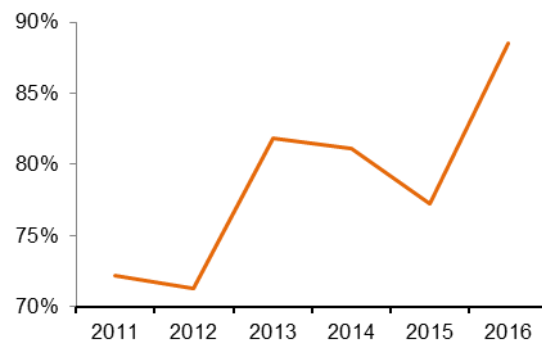
资料来源: 中国水泥网、招商证券 (香港)

图 52: 全国水泥库存比



资料来源: 中国水泥网、招商证券 (香港)

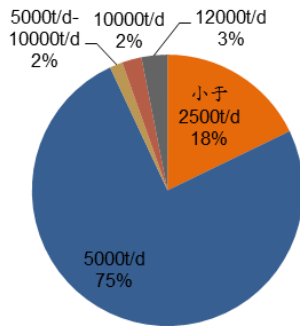
图 53: 公司历年水泥产能利用率



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

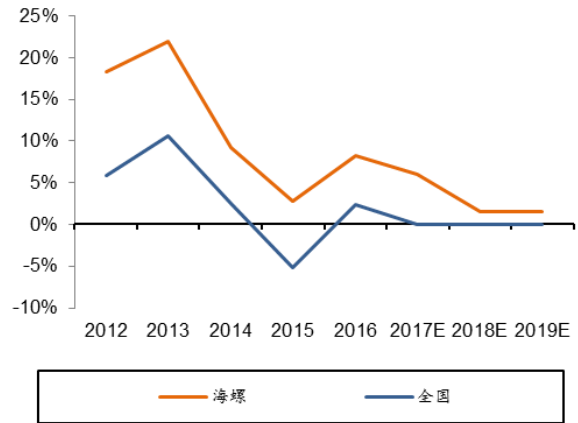
公司是行业去产能的受益者。2016 全年和 2017 年一季度，公司水泥销售量分别同比增长 8%/3%，而行业增速分别为 2%/-1%，我们认为这是公司的行业龙头地位、区位优势以及落后产能少等优势共同决定的。在接下来继续推进的行业去产能过程中，由于公司落后产能较少，2,500t/d(包括 2,500t/d)以下熟料生产线只有 23 条，而先进产能 12,000t/d 熟料生产线有 4 条，且公司的生产线基本为自己所有，能够有效推行更严格的环保标准，我们认为公司相比同业能较少的受到去产能的负面影响。我们预计公司 2017-19E 年水泥销量分别同比增长 6%/2%/2%，均高于行业水平近乎 0%的增长率。

图 54: 公司熟料生产线数量分布



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

图 55: 公司与全国水泥销量同比增长



资料来源: 中国水泥网、招商证券(香港)

公司海外业务有望成为公司新的业务增长点。公司在海外的业务拓展同样以自己投产新建生产线为主，目前公司的新增产能都是国外业务的新增产能，今年印度尼西亚和柬埔寨的两条新线预计投产。2016 年公司海外收入同比增长 17%，占公司总收入的 4%，如缅甸、印尼等地的业务都是盈利状态，毛利水平也高于国内业务（印尼 140 元/吨，缅甸 100 元/吨），但由于折旧等费用，净利水平不一定高于国内。截至 2016 年底，公司海外水泥产能 935 万吨，占公司总水泥产能的 3%；公司目标是 2020 年海外投产生产规模达到 5,000 万吨，相当于目前公司国内水泥产能的 16%；海外产能年均复合增长超过 50%。

盈利预测与假设

2017年一季度,公司销售水泥5,926万吨,同比增长3%;单位售价230元/吨,同比增长25%,毛利润65元/吨,同比增长51%;公司总收入同比增长29%,净利润同比增长86%。公司净利润的大幅增长,除去2016年一季度基数低、公司卖出持有股票获得投资性收益以外,水泥销售的量价齐升是主要推动力。就全年来看,公司二季度的库容比显示市场需求仍然稳定,尤其是华东市场表现良好,二季度的价格维持在高位;而随着三季度进入淡季,以及我们预计下半年需求会走向平稳,价格会有所回落;我们预计全年水泥平均价格将维持在高于去年的水平。在销售量方面,公司指引年销售量同比增长6%。我们预计下半年水泥销售情况回归平稳,在煤炭价格不太可能大幅走高的假设下,公司的吨毛利有望持续提升(一季度虽毛利较低但由于是淡季,单位固定生产成本较高,销量较少,涨价空间也不大)。2018-19年预计收入增长速度降低至行业平均水平,但公司良好的毛利水平将推动公司利润增长。

图56: 水泥销售假设

	假设					同比增长		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
水泥销量(百万吨)	256	277	294	298	302	6%	2%	2%
平均价格(元/吨)	193	197	220	222	225	12%	1%	1%
吨毛利(元/吨)	54	64	74	76	79	15%	3%	3%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

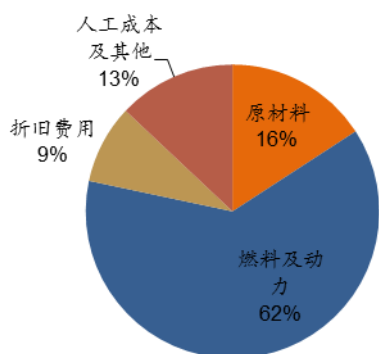
图57: 公司各板块收入预测

人民币百万元	收入					增速		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
水泥+熟料	49,471	54,468	64,682	66,309	67,977	19%	3%	3%
骨料及石子	258	363	381	400	420	5%	5%	5%
其他业务	1,247	1,101	1,101	1,101	1,101	0%	0%	0%
总收入	50,976	55,932	66,164	67,810	69,498	18%	2%	2%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

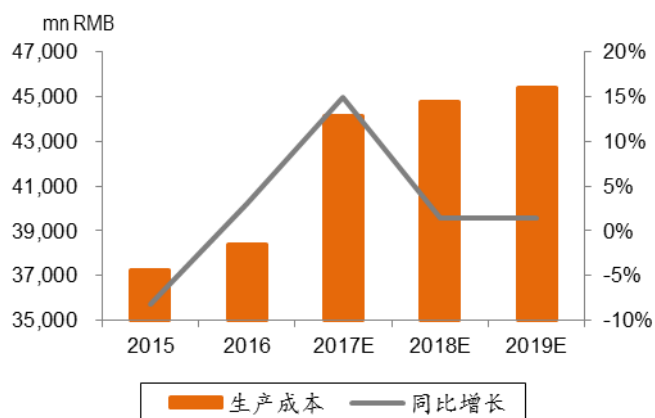
公司的水泥生产成本包括燃料与动力、原材料、人工成本和折旧等,其中燃料中的煤炭是生产成本主要变动因素。煤炭价格的上升提高了公司今年整体水泥生产成本,但我们预计今年下半年起煤炭价格难以维持高速增长;公司有足够能力将煤炭价格的上涨转移至水泥售价,对公司毛利不太可能有负面影响,相反公司毛利在公司良好的成本控制和行业整合的背景下会有所提升。我们预计2017年水泥生产吨成本为146元/吨,同比增长11%,主要是由于煤炭价格上涨的推动,2018-19年保持稳定。公司2017-19年毛利率维持在33-35%之间。

图58: 2017E公司水泥营业成本组成



资料来源: 招商证券(香港)预测

图59: 2015-19E公司生产成本



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

就费用看,我们预计由于公司良好的成本控制,费用率会有一定程度的下降,但开拓海外市场会对此有一定抵消,总体保持稳定。随着公司有息贷款减少,财务费用率得以降低。

图60: 各项费用及占收入比率情况及预测

人民币百万元	费用金额					占收入比例		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
销售费用	-3,105	-3,276	-3,876	-3,938	-4,002	-5.9%	-5.8%	-5.8%
管理费用	-3,184	-3,530	-4,168	-4,272	-4,378	-6.3%	-6.3%	-6.3%
财务费用	-963	-792	-638	-538	-448	-1.0%	-0.8%	-0.6%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

受政府补贴大幅下降影响, 公司其他收入将会有所下降; 但2017年股票出售收入对利润将有所弥补。

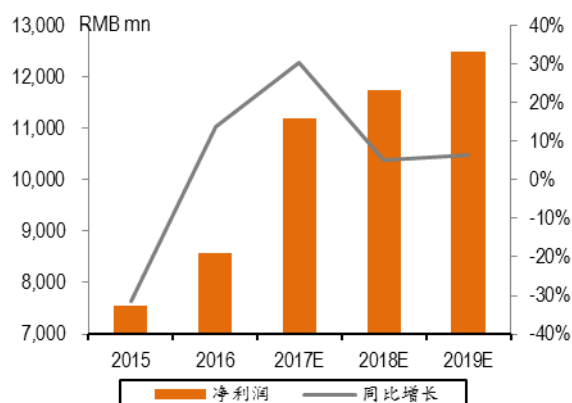
整合上述多重因素, 我们预计公司2017-19E年收入增速为18%/3%/3%, 同期净利润增速为30%/5%/6%。

图61: 利润表及盈利预测

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	50,976	55,932	66,164	67,810	69,498
营业成本	-37,267	-38,396	-44,109	-44,758	-45,405
毛利	13,709	17,536	22,055	23,052	24,093
其他收入	1,791	1,187	992	1,017	1,042
其他利润净额	1,876	671	992	814	834
销售费用	-3,105	-3,276	-3,876	-3,938	-4,002
管理费用	-3,184	-3,530	-4,168	-4,272	-4,378
财务费用	-963	-792	-638	-538	-448
应占联/合营损益	-38	-97	-132	-136	-139
除税前溢利	10,086	11,699	15,226	15,998	17,002
所得税	-2,440	-2,703	-3,517	-3,696	-3,928
净利润	7,645	8,997	11,709	12,303	13,075
归属母公司净利润	7,539	8,574	11,182	11,749	12,486
少数股东损益	106	423	527	554	588

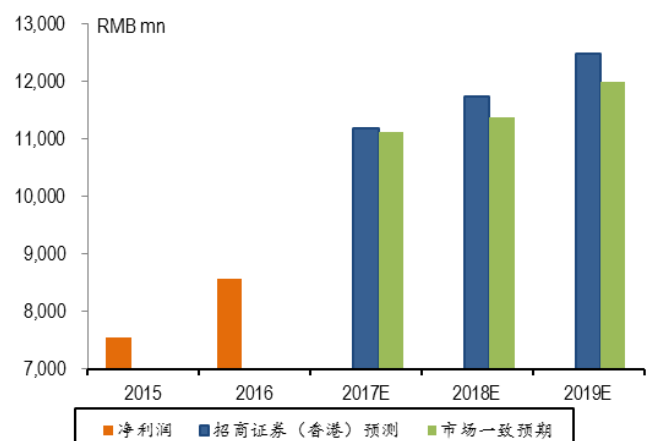
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图62: 2015-2019E公司净利润增长情况



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图63: 招商证券(香港)与市场一致预期



资料来源: 公司资料、Bloomberg、招商证券(香港)预测

公司资产负债情况健康、稳定, 目前公司资产负债率27%, 远低于行业平均(53%); 我们预计公司的资产负债率将随着有息借贷减少而进一步降低至20-25%。公司在手现金充足, 我们预计公司将维持90亿元左右的资本性开支, 主要用于投产海外新线, 以及为未来三年内行业大企业间的并购做准备。我们预计公司将维持目前的30%的派息率。

图64: 资产负债表及假设

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产合计	79,355	79,931	84,327	88,150	92,180
固定资产	68,637	69,509	72,856	76,392	80,125
无形资产及商誉	3,342	3,406	3,492	3,580	3,673
联/合营公司之权益	2,975	3,315	3,705	3,797	3,892
可供出售投资	3,250	2,935	3,308	3,391	3,475
其他	1,151	765	966	990	1,015
流动资产合计	26,426	29,583	33,337	34,848	37,853
存货	4,238	4,549	4,632	4,747	4,865
应收账款	4,888	7,145	8,487	8,855	9,076
定期存款	10,000	9,500	10,000	10,000	10,000
货币资金	4,285	5,800	7,182	8,041	10,560
其他	3,015	2,590	3,036	3,204	3,351
资产合计	105,781	109,514	117,663	122,998	130,032
流动负债合计	20,402	17,049	17,957	16,925	16,689
应付账款	3,873	4,363	4,962	5,086	5,212
短期借款	8,445	4,538	4,459	3,431	2,859
其他	8,084	8,149	8,535	8,408	8,618
非流动负债合计	11,835	12,487	11,408	9,735	8,346
长期借款	10,740	11,443	10,217	8,514	7,095
其他	1,095	1,044	1,191	1,221	1,251
股东权益合计	73,545	79,978	88,299	96,338	104,997
母公司股东权益	70,148	76,309	84,496	92,455	100,958
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	64,848	71,009	79,197	87,156	95,659
少数股东权益	3,397	3,669	3,802	3,883	4,038
权益及负债合计	105,781	109,514	117,663	122,998	130,032

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图65: 主要资产质量指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	30.5%	27.0%	25.0%	21.7%	19.3%
净负债比率	20.3%	12.7%	8.5%	4.1%	净现金
流动比率	1.30	1.74	1.86	2.06	2.27
速动比率	1.09	1.47	1.60	1.78	1.98
存货周转率	8.65	8.74	9.61	9.55	9.45
应收账款周转率	7.31	6.69	6.48	5.99	5.93
应付账款周转率	3.21	3.26	3.57	3.49	3.50

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图66: 现金流量表情况及主要假设

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
除税前溢利	10,086	11,699	15,226	15,998	17,002
折旧与摊销	4,459	4,753	5,022	5,246	5,486
财务费用	963	792	638	538	448
营运资金变动	-172	-1,276	-763	-619	-70
其他	-6,392	-3,778	-5,490	-5,564	-5,904
经营活动现金流	8,944	12,191	14,633	15,600	16,962

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资本支出	-5,167	-4,982	-8,438	-8,855	-9,294
其他	-7,552	429	0	0	0
投资活动现金流	-12,719	-4,552	-8,438	-8,855	-9,294
借款增加	-770	-3,538	-1,818	-2,218	-1,991
分配股利	-3,445	-2,279	-2,650	-3,355	-3,525
其他	-216	-327	-344	-436	-458
筹资活动现金流	-4,431	-6,145	-4,812	-6,008	-5,974
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	1,382	737	1,694

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

同业比较及估值

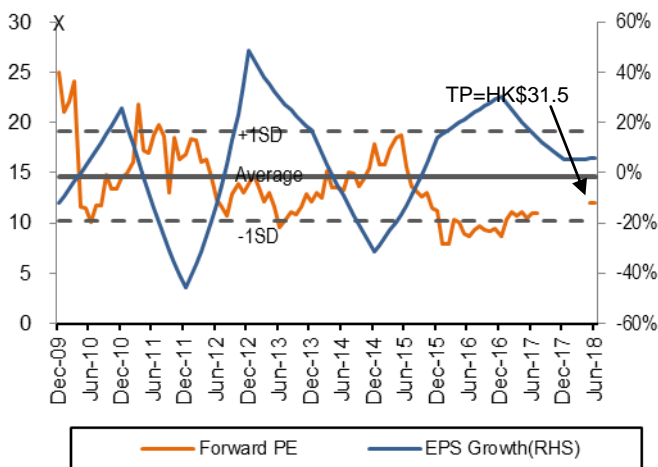
公司目前股价对应11.3倍2017年预测市盈率和1.4倍2017年预测市净率。考虑到公司：1) 龙头地位，受益于未来3-5年内的行业整合和去产能；2) 毛利率、净利率以及ROE水平均超行业平均水平，且能保持稳定，虽然处于周期性行业，但相比同业抗风险性较强；3) 资本负债表健康，同时经营现金流充足，我们认为公司目前的股价仍被低估。我们根据对2017-18年EPS增长预期，以及历史上相似盈利增长对应的估值（2014年），得到13倍2017年预测市盈率计算出公司目标价31.5港元，首次覆盖给予买入评级。

图67：同业比较

		2017E	2018E	2017E	2018E	2017-19E	2017E	2017E	2017E	2017E	2017E
		P/E	P/E	P/B	P/B	EPS CAGR	毛利率	净利率	ROE	ROA	资产负债率
海螺水泥	914 HK	11.3	10.8	1.43	1.31	5.7%	33.4%	17.0%	13.3%	10.0%	25.0%
中国建材	3323 HK	13.2	12.7	0.50	0.48	4.5%	26.6%	1.5%	4.3%	0.9%	77.7%
金隅股份	2009 HK	11.6	9.0	0.82	0.75	15.7%	25.5%	5.4%	7.5%	2.0%	69.8%
西部水泥	2233 HK	13.3	11.0	0.92	0.86	19.7%	23.8%	10.2%	7.5%	4.1%	47.1%
中材股份	1893 HK	7.1	6.4	0.43	0.40	11.3%	21.1%	1.9%	6.1%	1.1%	65.2%
亚洲水泥	743 HK	7.9	7.5	0.33	0.31	16.1%	20.8%	5.6%	4.3%	2.2%	39.4%
行业平均		10.5	9.4	0.77	0.72	11.0%	26.0%	7.4%	7.7%	3.7%	53.4%

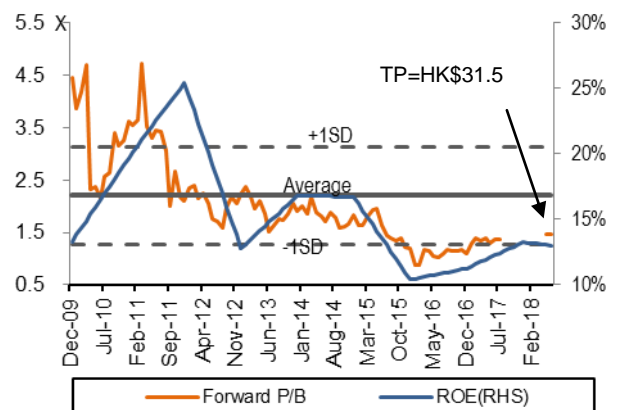
资料来源：Bloomberg、招商证券（香港）预测

图68：公司前瞻P/E与前瞻EPS同比增长



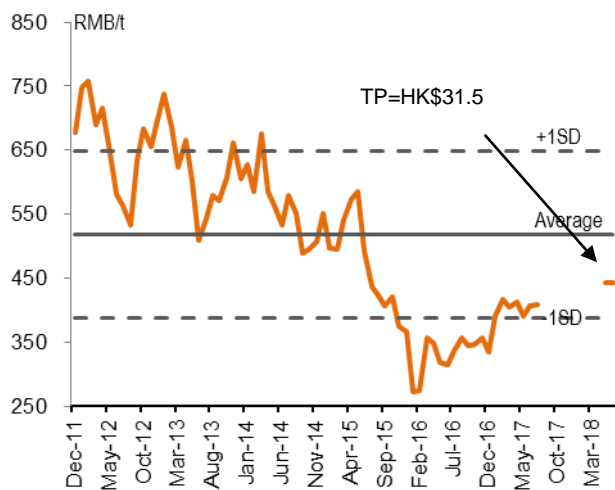
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图69：前瞻P/B与ROE



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图70: 前瞻EV/Capacity



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	84,327	88,150	92,180
固定资产	68,637	69,509	72,856	76,392	80,125
无形资产及商誉	3,342	3,406	3,492	3,580	3,673
联/合营公司之权益	2,975	3,315	3,705	3,797	3,892
可供出售投资	3,250	2,935	3,308	3,391	3,475
其他	1,151	765	966	990	1,015
流动资产合计	26,426	29,583	33,337	34,848	37,853
存货	4,238	4,549	4,632	4,747	4,865
应收账款	4,888	7,145	8,487	8,855	9,076
定期存款	10,000	9,500	10,000	10,000	10,000
货币资金	4,285	5,800	7,182	8,041	10,560
其他	3,015	2,590	3,036	3,204	3,351
资产合计	105,781	109,514	117,663	122,998	130,032
流动负债合计	20,402	17,049	17,957	16,925	16,689
应付账款	3,873	4,363	4,962	5,086	5,212
短期借款	8,445	4,538	4,459	3,431	2,859
其他	8,084	8,149	8,535	8,408	8,618
非流动负债合计	11,835	12,487	11,408	9,735	8,346
长期借款	10,740	11,443	10,217	8,514	7,095
其他	1,095	1,044	1,191	1,221	1,251
股东权益合计	73,545	79,978	88,299	96,338	104,997
母公司股东权益	70,148	76,309	84,496	92,455	100,958
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	64,848	71,009	79,197	87,156	95,659
少数股东权益	3,397	3,669	3,802	3,883	4,038
权益及负债合计	105,781	109,514	117,663	122,998	130,032

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	15,226	15,998	17,002
折旧与摊销	4,459	4,753	5,022	5,246	5,486
财务费用	963	792	638	538	448
营运资金变动	-172	-1,276	-763	-619	-70
其他	-6,392	-3,778	-5,490	-5,564	-5,904
经营活动现金流	8,944	12,191	14,633	15,600	16,962
资本支出	-5,167	-4,982	-8,438	-8,855	-9,294
其他	-7,552	429	0	0	0
投资活动现金流	-12,719	-4,552	-8,438	-8,855	-9,294
借款增加	-770	-3,538	-1,818	-2,218	-1,991
分配股利	-3,445	-2,279	-2,650	-3,355	-3,525
其他	-216	-327	-344	-436	-458
筹资活动现金流	-4,431	-6,145	-4,812	-6,008	-5,974
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	1,382	737	1,694
期末现金及现金等价物余额	4,285	5,800	7,182	7,919	9,613

利润表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	50,976	55,932	66,164	67,810	69,498
营业成本	-37,267	-38,396	-44,109	-44,758	-45,405
毛利	13,709	17,536	22,055	23,052	24,093
其他收入	1,791	1,187	992	1,017	1,042
其他利润净额	1,876	671	992	814	834
销售费用	-3,105	-3,276	-3,876	-3,938	-4,002
管理费用	-3,184	-3,530	-4,168	-4,272	-4,378
财务费用	-963	-792	-638	-538	-448
应占联/合营损益	-38	-97	-132	-136	-139
除税前溢利	10,086	11,699	15,226	15,998	17,002
所得税	-2,440	-2,703	-3,517	-3,696	-3,928
净利润	7,645	8,997	11,709	12,303	13,075
归属母公司净利润	7,539	8,574	11,182	11,749	12,486
少数股东损益	106	423	527	554	588
EPS (元)	1.42	1.62	2.11	2.22	2.36

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-16.1%	9.7%	18.3%	2.5%	2.5%
毛利	-32.1%	27.9%	25.8%	4.5%	4.5%
净利润	-31.3%	13.7%	30.4%	5.1%	6.3%
获利能力					
毛利率	26.9%	31.4%	33.3%	34.0%	34.7%
净利率	14.8%	15.3%	16.9%	17.3%	18.0%
ROE	10.4%	11.2%	13.3%	12.8%	12.5%
ROA	7.2%	8.2%	10.0%	10.0%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	30.5%	27.0%	25.0%	21.7%	19.3%
净负债比率	20.3%	12.7%	8.5%	4.1%	净现金
流动比率	1.30	1.74	1.86	2.06	2.27
速动比率	1.09	1.47	1.60	1.78	1.98
营运能力					
资产周转率	0.49	0.52	0.58	0.56	0.55
存货周转率	8.65	8.74	9.61	9.55	9.45
应收账款周转率	7.31	6.69	6.48	5.99	5.93
应付账款周转率	3.21	3.26	3.57	3.49	3.50
每股资料(元)					
每股收益	1.42	1.62	2.11	2.22	2.36
每股经营现金	1.69	2.30	2.76	2.94	3.20
每股净资产	13.88	15.09	16.66	18.18	19.81
每股股利	0.43	0.50	0.63	0.67	0.71
估值比率					
P/E	16.82	14.74	11.32	10.77	10.14
P/B	1.72	1.58	1.43	1.31	1.21
EV/Capacity	488	437	406	390	371

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国建材 (3323 HK)

净利率恢复缓慢

■ 受益行情转暖, 预计2017-19年公司净利润同比增长55%/4%/5%, 净利率维持在1.5%, 净利率恢复慢于同业; 我们对2017-18年净利润的预测低于市场一致预期19%/16%

■ 大规模兼并重组式扩张给公司资产负债和现金流情况带来一定不利影响

■ 目前估值合理, 以历史平均预测市净率低一个标准差的0.52倍为2017年预测市净率, 得到公司目标价4.8港元, 给予中性评级

受益行情转暖, 但净利率改善幅度不大

我们认为公司将受益于从去年下半年开始的行情转暖, 但考虑到: 1) 公司产能利用率较低(63%), 水泥吨毛利的增长难以完全抵消煤炭价格上涨; 2) 公司成本控制能力短期内无法增强, 且销售/管理/财务三项费用占收入比居高不下(26%); 3) 政府补贴减少, 而政府补贴占公司营业利润的20%(2016年)。我们认为公司受水泥下半年至明后两年行情影响, 盈利的不确定性较多。我们预计2017-19年公司水泥销量分别同比增长2%/1%/1%, 公司总收入分别同比增长9%/2%/2%, 净利润分别同比增长55%/4%/5%; 公司毛利率略升至27%左右, 净利率维持在1.5%。

潜在风险: 巨额债务、商誉减值、落后产能

公司在过去十年的发展扩大主要是以兼并重组为主, 兼并重组的大量中小地方企业虽然扩大了公司产能和经营范围, 但也带来了一些问题: 1) 公司的高资本开支使现金流转负; 2) 公司目前有超过1,800亿的有息贷款, 资产负债率达到78%, 加重了公司的财务负担; 3) 公司426亿元的商誉有减值风险; 2) 收购来的各地分布的小生产线限制了公司控制成本的能力, 而且公司目前的317条熟料生产线中有204条2,500t/d以下的小生产线, 属于未来3-5年需要淘汰的落后产能。

高运营/财务杠杆=高贝塔(β), 更受市场影响

公司相比同业安徽海螺, 更易受市场和行情影响, 公司业绩也有更大的不确定性。公司目前股价对应0.50倍2017年预测市净率, 我们认为这个估值已经反映了去年下半年以来水泥行情的好转。根据2017年4.3%的ROE预测, 以历史平均预测市净率低一个标准差的0.52倍为2017年预测市净率, 得到公司目标价4.8港元, 给予中性评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	100,362	101,547	111,137	113,774	116,484
同比增长 (%)	-17.7%	1.2%	9.4%	2.4%	2.4%
净利润	1,019	1,058	1,643	1,707	1,793
同比增长 (%)	-82.8%	3.8%	55.2%	3.9%	5.0%
每股盈利 (元)	0.19	0.20	0.30	0.32	0.33
每股股息 (元)	0.04	0.04	0.06	0.06	0.07
市盈率 (x)	21.06	20.42	13.15	12.66	12.05
市净率 (x)	0.52	0.52	0.50	0.48	0.47
ROE (%)	3.8%	3.7%	4.3%	4.2%	4.3%

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

首次覆盖

中性

股价 HK\$4.6

12个月目标价(上涨空间) HK\$4.8 (+4%)

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3323 HK	7.9	23.6	39.1
恒生指数	(0.5)	16.4	24.0

行业: 建筑业

恒生指数	25389
国企指数	10306

重要数据

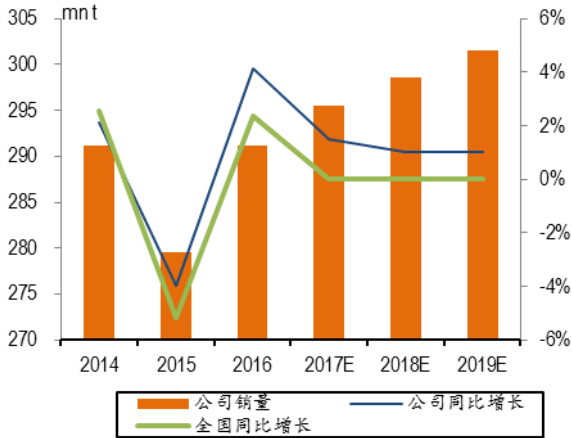
52周股价区间 (港元)	3.32-5.94
港股市值 (百万港元)	13244
日均成交量 (百万股)	29.59
每股净资产 (港元)	9.97

主要股东

北新集团建材股份有限公司	27.52%
中国建筑材料集团公司	12.35%
总股数 (百万股)	5399
自由流通量	100%

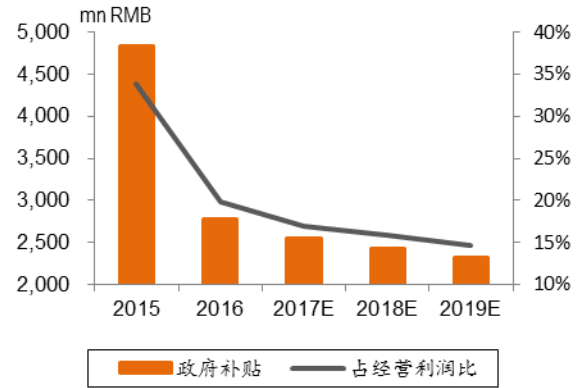
重点图表

图 71: 水泥销量预测



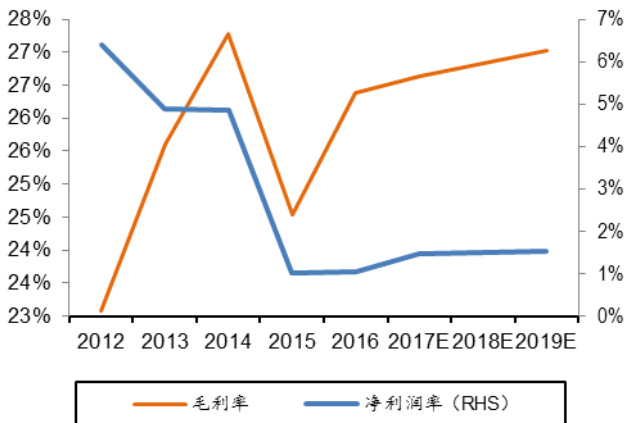
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 72: 公司接受政府补贴减少



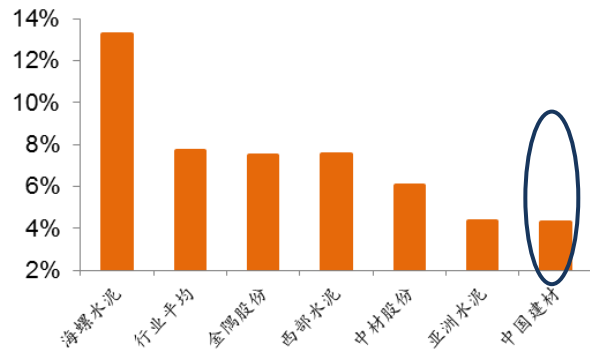
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 73: 公司净利率改善缓慢



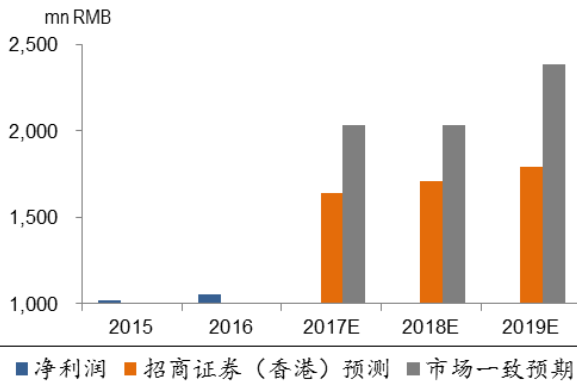
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 74: 公司与同业 ROE 比较



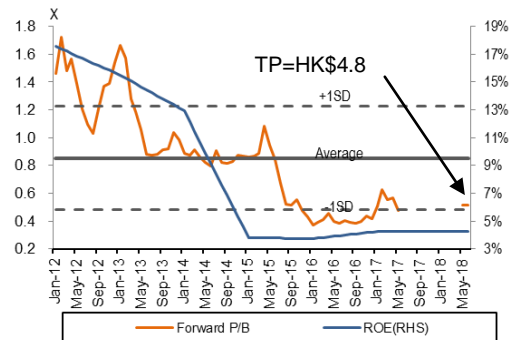
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 75: 招商证券(香港)与市场一致预期



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图 76: 前瞻市净率 VS ROE

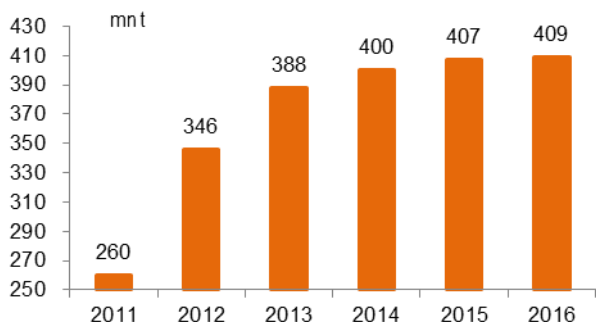


资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

净利率改善缓慢：易受市场影响

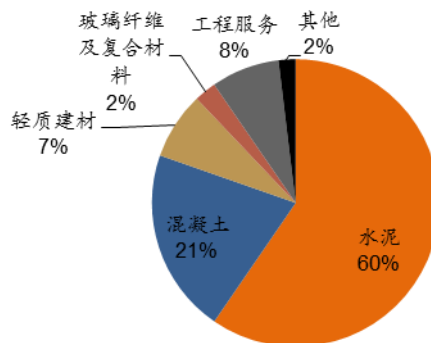
中国建材是中国产能第一的水泥生产企业，同时从事混凝土、轻质建材、玻璃纤维及复合材料、工程服务和其他业务。公司在过去十年里兼并重组了大量地方中小企业，公司目前水泥产能达到4亿吨，超过位居第二的安徽海螺30%。我们认为公司与同行一样将受益于2017年上半年水泥行业的景气，水泥毛利得以回升，但考虑到公司本身较低的利润率，以及公司一系列大规模并购重组导致的后续问题，使得公司难以获得超过行业平均的表现。

图 77：公司水泥产能的扩张



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

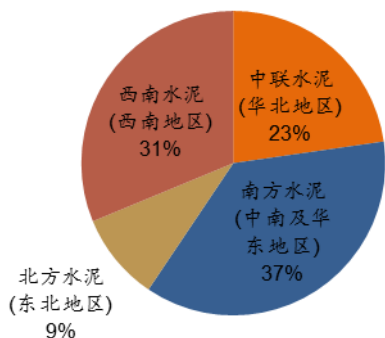
图 78：公司业务构成（2016 年计）



资料来源：公司资料、wind、招商证券（香港）

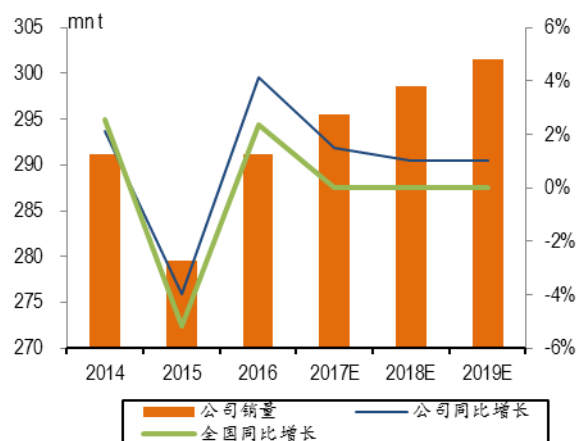
2017年一季度公司表现不如人意。一季度公司水泥销售5,210万吨，同比下降5%，而全国水泥销量只同比微降了0.6%；公司水泥销售价格231元/吨，同比上涨37元/吨，而毛利43元/吨，同比仅上涨了6元/吨；公司一季度净利润同比增长18%，远低于安徽海螺等同业的利润增速。我们认为公司一季度水泥销售无论是销量、价格还是毛利的表现都不尽如人意：1）整个东北、华北地区水泥销量同比大幅下滑（分别-15%/-28%），原因包括今年北方大规模的冬季限产、北方施工冬歇期长等，而华北和东北的市场占公司总收入的32%；2）煤炭价格上涨以及在淡季水泥生产单位固定成本要更高，导致生产成本同比/环比都分别上涨了31/16元/吨，然而一季度整体市场的相对冷淡导致公司无法将成本的上漲完全转移到价格上来；3）公司一季度水泥毛利的增长没有完全抵消掉销量的下滑和成本的增长，尽管据我们了解，公司二季度毛利情况有所提高（65元/吨），但考虑到我们预测下半年水泥市场行情趋稳，以及公司水泥销量增长微弱，公司全年水泥吨毛利预计达不到公司的指引（同比增长至少10元/吨）。

图 79：2016 年公司各子公司收入分布



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

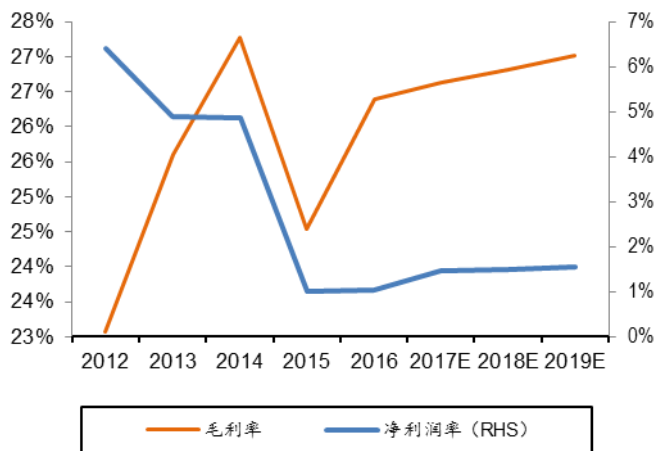
图 80：公司水泥销量预测



资料来源：公司资料、中国水泥网、招商证券（香港）

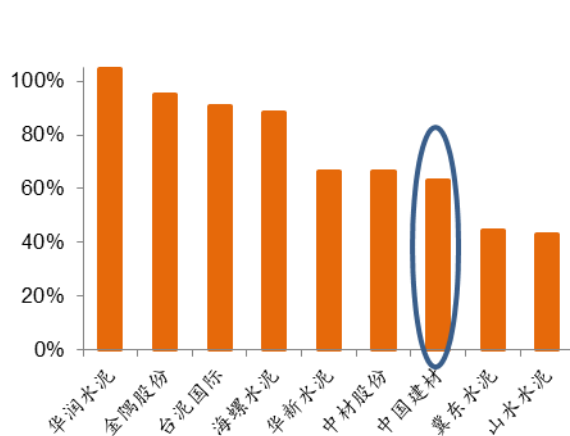
公司净利率恢复缓慢。过去五年，公司净利率一直在个位数低位徘徊，2015-16 年则只有 1% 的净利率，公司的盈利能力恢复有多重挑战。第一是公司是以大规模并购重组的方式扩张产能的，而在过去十年并购重组的对象主要为地方性中小企业，拥有较多的小生产线，这限制了公司控制成本的能力。此外，由于公司生产线的地域分布问题，相比于安徽海螺和华润水泥这样主要位于南部的企业，公司的产能利用率一直不高，徘徊在 60% 左右的水平，这在一定程度上抵消了毛利改善对净利润的积极作用。

图 81: 公司净利率改善缓慢



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

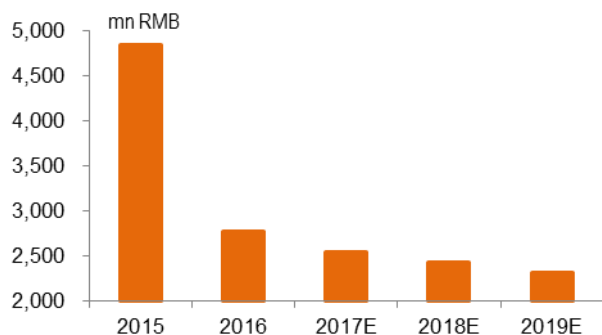
图 82: 2016 年公司产能利用率 63%



资料来源: 中国水泥网, 招商证券 (香港)

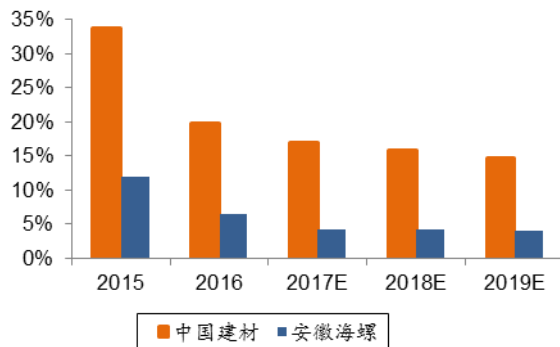
另外, 政府补贴是公司重要的利润来源, 2016 年公司的政府补贴同比下降 43%, 且预期未来 3 年不会恢复到之前的高水平。2016 年政府补贴占公司营业利润 20%, 相比行业标杆的安徽海螺 (2016 年政府补贴占营业利润 7%), 政府补贴收入的长期下降对公司盈利能力影响更大。

图 83: 公司接受政府补贴减少



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

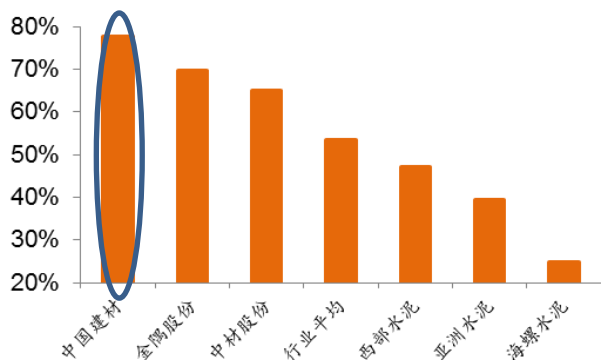
图 84: 政府补贴占公司营业利润比例



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

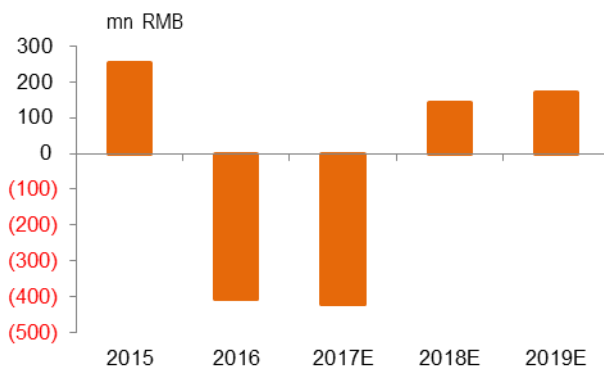
公司巨额债务问题依然没有解决, 财务负担加重, 现金流转负。公司在收购扩张期间积累了大量银行借贷, 近三年公司资产负债率维持在 78% 的高水平, 净负债比率达到 230%; 与此同时公司保持了超过 120 亿元的资本性支出, 公司现金流在 2016 年转负, 且由于我们预计公司在未来三年将继续保持目前的资本开支水平, 我们认为公司的财务费用将持续承压, 维持在 10 亿元左右。

图 85: 公司资产负债率远高于行业平均 (2017E)



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

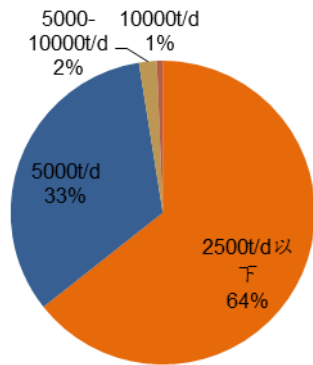
图 86: 公司现金净增加额



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

公司落后产能较多，中长期看，在去产能的行业主旋律下有受到负面影响可能。中国建材兼并重组了大量中小民企，特点就是小生产线多，目前公司总共有 317 条熟料生产线，而 2,500t/d 以下的熟料生产线有 204 条，这部分属于原则上需要被淘汰的落后过剩产能。

图 87：公司拥有较多的落后产能生产线（2016 年）



资料来源：公司资料、招商证券（香港）

2016 年 8 月，公司的母公司中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团有限公司重组为中国建材集团有限公司，重组后的新集团成为中国最大的综合性建材产业集团，水泥熟料产能达 5.3 亿吨，占全国超过 25%。从区域市场看，根据中国水泥网的统计，此次重组能让 5 个省份产能占比有 4%-8%的提升，主要在南方水泥市场。因此，从企业内部来看，此次重组更多的是市场面扩大，部分区域市场集中度有提升。目前两家公司正在进行市场和业务的整合，效果如何要在下半年至明年才真正显现。

盈利预测与假设

我们以略高于全国水泥销售增速的水平，预计公司2017年全年水泥销量同比增长1.5%达到2.96亿吨，2018-19年维持在1%的同比增速；伴随着煤炭价格增长趋稳，以及今年水泥行情总体改善，公司水泥销售毛利在今年的旺季将达到65元/吨的水平，结合一季度较低的毛利和较少的销量，我们预计公司2017年全年水泥吨毛利达到61元/吨，2018-19年有些许提升。

图88：水泥销售假设

	假设					增速		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
水泥销量(百万吨)	280	291	296	299	302	2%	1%	1%
平均价格(元/吨)	211	206	230	232	234	12%	1%	1%
吨毛利(元/吨)	49	53	61	62	63	15%	2%	2%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

公司混凝土业务在一季度的表现亦无惊喜，混凝土销售价格294元/立方米，同比增加人民币19元/立方米；毛利71元/立方米，同比均减少9元/立方米。随着水泥价格今年整体高于去年以及较好的下游需求，混凝土价格也会水涨船高，但毛利在成本上升的压缩下不会有大的提升。我们预计2017-19年混凝土业务总体保持稳定。

根据公司指引，公司对于轻质建材、复合材料、工程服务等业务在2017年的增长较有信心，我们预计它们2017-19年收入分别同比增长10%/5%/5%。

图89：混凝土销售假设

	假设					增速		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
混凝土销量(百万立方米)	71	74	75	76	77	1%	1%	1%
平均价格(元/立方米)	301	283	290	292	294	2%	1%	1%
吨毛利(元/立方米)	86	80	81	82	82	2%	1%	1%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

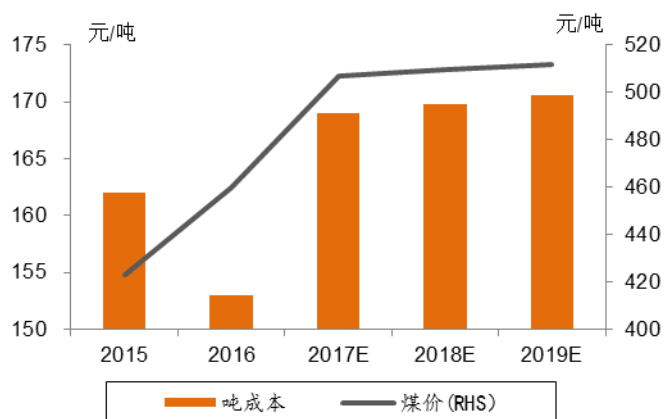
图90：公司各板块收入预测

人民币百万元	收入					增速		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
水泥	59,097	60,504	67,981	69,257	70,553	12%	2%	2%
混凝土	21,462	21,100	21,803	22,173	22,549	3%	2%	2%
轻质建材	7,085	7,677	8,445	8,867	9,311	10%	5%	5%
玻璃纤维及复合材料	3,261	2,513	2,765	2,903	3,048	10%	5%	5%
工程服务	7,186	7,806	8,587	9,016	9,467	10%	5%	5%
其他	2,273	1,946	1,557	1,557	1,557	-20%	0%	0%
合计	100,362	101,547	111,137	113,774	116,484	9%	2%	2%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

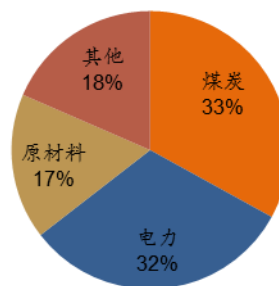
水泥生产的主要成本有煤炭、电力、原材料以及人力、折旧等其他成本。2017年公司营业成本同比增长9%，营业成本的上升主要是由于水泥销售增加、煤炭成本的上升等原因；在煤炭价格增长稳定的假设下，2018-19年公司营业成本同比微增2%。水泥毛利改善，公司毛利水平略有提升，2017-19年维持在27%左右。

图91: 公司水泥吨成本上升



资料来源: 招商证券(香港)预测

图92: 2017E公司生产水泥成本组成



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

就费用看, 我们预计受高借贷影响, 公司财务费用仍然较高, 占总收比维持在9%, 安徽海螺则仅为1%; 公司的销售费用和管理费用维持在稳定水平。

图93: 各项费用及占收入比率情况及预测

人民币百万元	费用金额					占收入比例		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
销售费用	-7,110	-7,239	-7,780	-7,964	-8,154	-7%	-7%	-7%
管理费用	-9,499	-10,599	-11,600	-11,875	-12,158	-10%	-10%	-10%
财务费用	-10,532	-9,294	-9,616	-9,761	-9,854	-9%	-9%	-8%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

受政府补贴大幅下降影响, 公司其他收入将会有所下降。

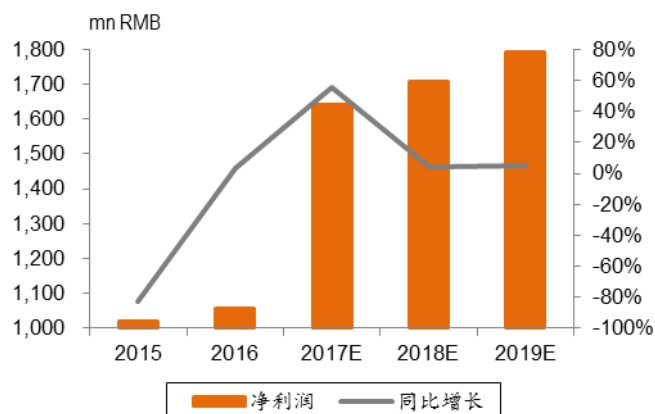
整合上述多重因素, 我们预计公司2017-19年收入增速为9%/2%/2%, 同期净利润增速为55%/4%/5%, 公司净利润率维持在1.5%, 2017年净利润大幅增长主要是由于去年的低基数, 高运营杠杆以及2017年整体行情改善。我们的2017-19年净利润预测分别低于市场一致预期19%/16%/25%, 主要是我们对公司净利率改善的预期较低。

图94: 利润表及盈利预测

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,362	101,547	111,137	113,774	116,484
营业成本	-75,743	-74,755	-81,542	-83,258	-85,015
毛利	24,620	26,792	29,595	30,516	31,469
其他收入及收益	6,296	3,637	3,334	3,186	3,029
销售费用	-7,110	-7,239	-7,780	-7,964	-8,154
管理费用	-9,499	-10,599	-11,600	-11,875	-12,158
其他开支	0	0	0	0	0
财务费用	-10,532	-9,294	-9,616	-9,761	-9,854
应占联/合营损益	331	763	889	910	932
除税前溢利	4,105	4,060	4,823	5,012	5,264
所得税	-1,313	-1,238	-1,471	-1,528	-1,605
净利润	2,793	2,822	3,352	3,484	3,659
归属母公司净利润	1,019	1,058	1,643	1,707	1,793
少数股东净利润	1,773	1,764	1,710	1,777	1,866

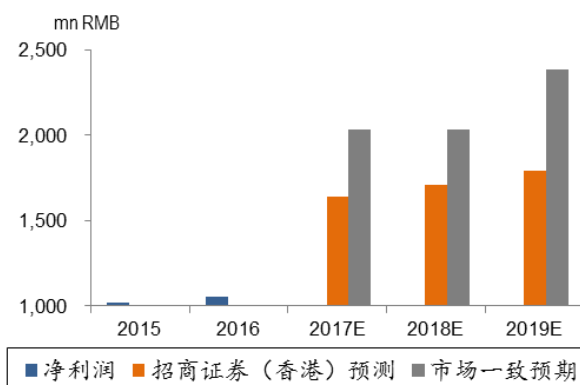
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图95: 2015-2019E公司净利润增长情况



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图96: 招商证券(香港)与市场一致预期



资料来源: 公司资料、Bloomberg、招商证券(香港)预测

我们认为过去的大规模业务扩张对公司的资产负债和现金流情况造成一定压力。我们预计公司资本开支维持110-120亿的水平，主要用于在建新线和之前的补全款，给公司现金流带来一定压力，我们认为短期内公司现金流不太可能大幅度好转。与此同时，在应收账款方面，公司在2016年财报中大幅提升了坏账准备至12亿元（同比增长110%）。我们预计公司将维持目前的高借贷水平，净负债比率在210%以上。另外，公司目前商誉有426亿元，商誉减值风险依然存在。我们预计2017-19年派息率维持在20%左右。

图97: 资产负债表及假设

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产合计	212,718	216,083	220,209	223,259	226,470
固定资产	126,225	129,088	130,943	132,930	135,046
预付租赁款项	14,513	14,661	14,822	14,986	15,151
商誉及无形资产	49,749	49,864	50,184	50,518	50,867
其他	22,231	22,470	24,261	24,826	25,407
流动资产合计	117,100	124,671	133,472	138,088	141,835
货币资金	10,584	10,251	9,869	10,821	11,583
贸易应收账款及票据	69,694	76,577	84,020	86,468	88,528
存货	15,165	15,205	16,641	17,036	17,441
其他	21,658	22,639	22,943	23,763	24,283
资产合计	329,819	340,754	353,681	361,348	368,305
流动负债合计	204,443	203,404	209,268	212,426	214,797
短期借款	144,426	140,802	141,751	143,877	145,316
应付账款及应付票据	46,292	49,354	52,790	53,246	53,583
其他	13,725	13,248	14,727	15,303	15,899
非流动负债合计	51,884	61,783	65,670	66,769	67,704
长期借款	30,501	44,492	47,250	47,959	48,439
其他	21,383	17,291	18,420	18,811	19,266
股东权益合计	73,492	75,568	78,743	82,152	85,804
母公司股东权益	41,916	41,850	43,260	44,639	46,090
股本	5,399	5,399	5,399	5,399	5,399
储备	36,517	36,451	37,861	39,240	40,691
少数股东权益	21,582	21,714	22,279	22,989	23,736
永久资本工具持有人	9,995	12,004	13,204	14,524	15,977
负债与权益合计	329,819	340,754	353,681	361,348	368,305

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图98: 主要资产质量指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	77.7%	77.8%	77.7%	77.3%	76.7%
净负债比率	223.6%	231.6%	227.5%	220.3%	212.3%
流动比率	0.57	0.61	0.64	0.65	0.66
速动比率	0.50	0.54	0.56	0.57	0.58
存货周转率	0.31	0.30	0.32	0.32	0.32
应收账款周转率	4.76	4.92	5.12	4.94	4.93
应付账款周转率	1.30	1.19	1.20	1.15	1.15

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图99: 现金流量表情况及主要假设

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
除税前溢利	4,105	4,060	4,823	5,012	5,264
折旧与摊销	7,452	7,615	7,173	7,187	7,212
财务费用	11,086	9,959	10,206	10,359	10,463
营运资金变动	-12,004	-5,139	-5,799	-2,937	-2,351
其他	-2,337	-1,106	-1,752	-1,583	-1,376
经营活动现金流	8,303	15,389	14,651	18,039	19,211
资本支出	-9,355	-11,474	-9,353	-9,515	-9,683
其他	-3,359	-887	-1,102	-1,942	-1,976
投资活动现金流	-12,713	-12,361	-10,455	-11,456	-11,659
借款增加	-1,045	11,089	3,706	2,835	1,918
分配股利	-891	-200	-232	-329	-341
其他	6,598	-14,325	-8,090	-8,948	-8,958
筹资活动现金流	4,662	-3,436	-4,616	-6,442	-7,381
汇率变动对现金的影响	38	74	0	0	0
现金流净增加额	252	-408	-420	140	171

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

同业比较及估值

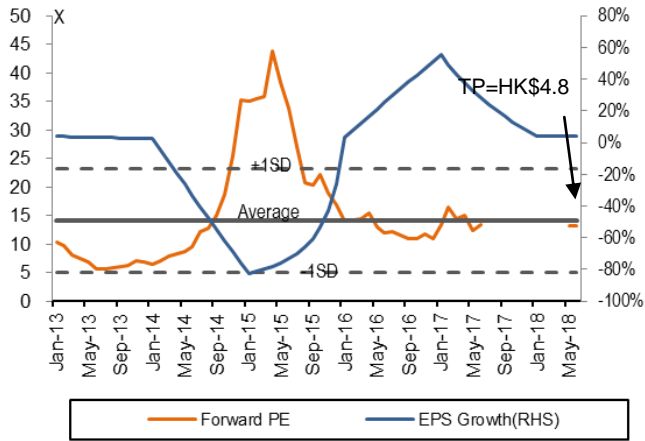
公司目前股价对应13.2倍2017年预测市盈率和0.50倍2017年预测市净率, 分别高于H股同业平均25%/低于行业平均34%。考虑到: 1) 公司盈利可见度低, 净利润率恢复缓慢, 低于行业平均的ROE水平; 2) 潜在的巨额债务风险和商誉减值风险, 短期内不见好转的现金流情况; 3) 公司在去产能期间将有较多落后产能等待整改; 我们认为公司难有超过行业平均的表现, 公司目前股价已经反映了去年下半年以来水泥行情的好转。根据我们对2017年4.3%的ROE预测, 以历史平均预测市净率低一个标准差的0.52倍为2017年预测市净率, 得到公司目标价4.8港元, 给予中性评级。

图100: 同业比较

	2017E	2018E	2017E	2018E	2017-19E	2017E	2017E	2017E	2017E	2017E	资
	P/E	P/E	P/B	P/B	EPS CAGR	毛利率	净利率	ROE	ROA	ROA	产
											负
											债
											率
海螺水泥 914 HK	11.3	10.8	1.43	1.31	5.7%	33.4%	17.0%	13.3%	10.0%	10.0%	25.0%
中国建材 3323 HK	13.2	12.7	0.50	0.48	4.5%	26.6%	1.5%	4.3%	0.9%	0.9%	77.7%
金隅股份 2009 HK	11.6	9.0	0.82	0.75	15.7%	25.5%	5.4%	7.5%	2.0%	2.0%	69.8%
西部水泥 2233 HK	13.3	11.0	0.92	0.86	19.7%	23.8%	10.2%	7.5%	4.1%	4.1%	47.1%
中材股份 1893 HK	7.1	6.4	0.43	0.40	11.3%	21.1%	1.9%	6.1%	1.1%	1.1%	65.2%
亚洲水泥 743 HK	7.9	7.5	0.33	0.31	16.1%	20.8%	5.6%	4.3%	2.2%	2.2%	39.4%
行业平均	10.5	9.4	0.77	0.72	11.0%	26.0%	7.4%	7.7%	3.7%	3.7%	53.4%

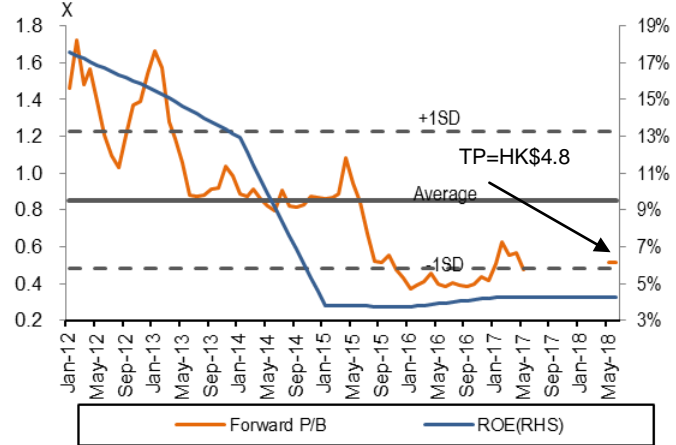
资料来源: Bloomberg、招商证券(香港)预测

图101: 公司前瞻P/E与前瞻EPS同比增长



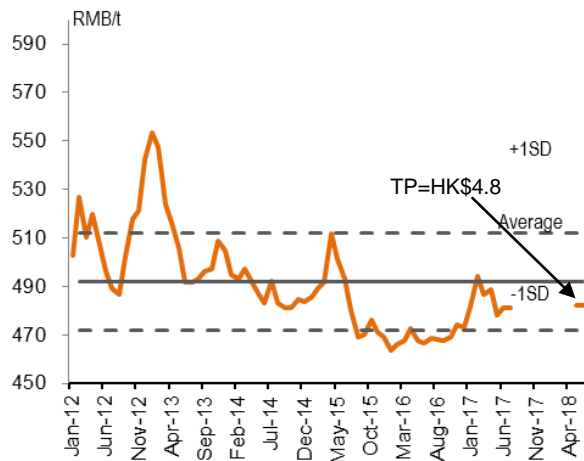
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图102: 前瞻P/B与ROE



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图103: 前瞻EV/Capacity



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	212,718	216,083	220,209	223,259	226,470
固定资产	126,225	129,088	130,943	132,930	135,046
预付租赁款项	14,513	14,661	14,822	14,986	15,151
商誉及无形资产	49,749	49,864	50,184	50,518	50,867
其他	22,231	22,470	24,261	24,826	25,407
流动资产合计	117,100	124,671	133,472	138,088	141,835
货币资金	10,584	10,251	9,869	10,821	11,583
贸易应收账款及票据	69,694	76,577	84,020	86,468	88,528
存货	15,165	15,205	16,641	17,036	17,441
其他	21,658	22,639	22,943	23,763	24,283
资产合计	329,819	340,754	353,681	361,348	368,305
流动负债合计	204,443	203,404	209,268	212,426	214,797
短期借款	144,426	140,802	141,751	143,877	145,316
应付账款及应付票据	46,292	49,354	52,790	53,246	53,583
其他	13,725	13,248	14,727	15,303	15,899
非流动负债合计	51,884	61,783	65,670	66,769	67,704
长期借款	30,501	44,492	47,250	47,959	48,439
其他	21,383	17,291	18,420	18,811	19,266
股东权益合计	73,492	75,568	78,743	82,152	85,804
母公司股东权益	41,916	41,850	43,260	44,639	46,090
股本	5,399	5,399	5,399	5,399	5,399
储备	36,517	36,451	37,861	39,240	40,691
少数股东权益	21,582	21,714	22,279	22,989	23,736
永久资本工具持有人	9,995	12,004	13,204	14,524	15,977
负债与权益合计	329,819	340,754	353,681	361,348	368,305

现金流量表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
除税前溢利	4,105	4,060	4,823	5,012	5,264
折旧与摊销	7,452	7,615	7,173	7,187	7,212
财务费用	11,086	9,959	10,206	10,359	10,463
营运资金变动	-12,004	-5,139	-5,799	-2,937	-2,351
其他	-2,337	-1,106	-1,752	-1,583	-1,376
经营活动现金流	8,303	15,389	14,651	18,039	19,211
资本支出	-9,355	-11,474	-9,353	-9,515	-9,683
其他	-3,359	-887	-1,102	-1,942	-1,976
投资活动现金流	-12,713	-12,361	-10,455	-11,456	-11,659
借款增加	-1,045	11,089	3,706	2,835	1,918
分配股利	-891	-200	-232	-329	-341
其他	6,598	-14,325	-8,090	-8,948	-8,958
筹资活动现金流	4,662	-3,436	-4,616	-6,442	-7,381
汇率变动对现金的影响	38	74	0	0	0
现金流净增加额	252	-408	-420	140	171

利润表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100,362	101,547	111,137	113,774	116,484
营业成本	-75,743	-74,755	-81,542	-83,258	-85,015
毛利	24,620	26,792	29,595	30,516	31,469
其他收入及收益	6,296	3,637	3,334	3,186	3,029
销售费用	-7,110	-7,239	-7,780	-7,964	-8,154
管理费用	-9,499	-10,599	-11,600	-11,875	-12,158
其他开支	0	0	0	0	0
财务费用	-10,532	-9,294	-9,616	-9,761	-9,854
应占联/合营损益	331	763	889	910	932
除税前溢利	4,105	4,060	4,823	5,012	5,264
所得税	-1,313	-1,238	-1,471	-1,528	-1,605
净利润	2,793	2,822	3,352	3,484	3,659
归属母公司净利润	1,019	1,058	1,643	1,707	1,793
少数股东净利润	1,773	1,764	1,710	1,777	1,866
每股收益(元)	0.19	0.20	0.30	0.32	0.33

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-17.7%	1.2%	9.4%	2.4%	2.4%
毛利润	-26.0%	8.8%	10.5%	3.1%	3.1%
净利润	-82.8%	3.8%	55.2%	3.9%	5.0%
获利能力					
毛利率	24.5%	26.4%	26.6%	26.8%	27.0%
净利率	1.0%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
ROE	3.8%	3.7%	4.3%	4.2%	4.3%
ROA	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%
偿债能力					
资产负债率	77.7%	77.8%	77.7%	77.3%	76.7%
净负债比率	223.6%	231.6%	227.5%	220.3%	212.3%
流动比率	0.57	0.61	0.64	0.65	0.66
速动比率	0.50	0.54	0.56	0.57	0.58
营运能力					
资产周转率	0.31	0.30	0.32	0.32	0.32
存货周转率	4.76	4.92	5.12	4.94	4.93
应收账款周转率	1.30	1.19	1.20	1.15	1.15
应付账款周转率	1.42	1.37	1.42	1.39	1.41
每股资料(元)					
每股收益	0.19	0.20	0.30	0.32	0.33
每股经营现金	1.54	2.85	2.71	3.34	3.56
每股净资产	7.76	7.75	8.01	8.27	8.54
每股股利	0.04	0.04	0.06	0.06	0.07
估值比率					
P/E	21.06	20.42	13.15	12.66	12.05
P/B	0.52	0.52	0.50	0.48	0.47

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/cmshk/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。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