

中国水泥业

公司	股票代码	前收盘价 (港元)	业绩前目标价 (港元)	业绩后目标价 (港元)	评级
安徽海螺	914	21.75	23.2	25.00	买入
中国建材	3323	3.48	4.22	3.75	持有
华润水泥	1313	3.05	2.72	3.37	买入
金隅水泥	2009	3.05	3.58	3.80	买入

来源：中国银河国际证券研究部

2016年中期业绩总结：成本控制得宜；水泥价格将在下半年继续回升；安徽海螺为行业首选

我们覆盖的水泥股的第二季度业绩优于我们和市场的预期（除了中国建材（3323.HK）之外），主要由于它们控制成本得宜（成本同比下降11%-16%）。总体而言，在多家公司公布业绩后，我们将它们的2016年每股盈利预测上调约6%。最近，全国范围的平均水泥价格已同比上涨7.6%，2015上半年的高基数效应已不再构成忧虑。所以下半年的盈利上调幅度将更大，因此我们对行业前景维持正面看法。我们的首选股为安徽海螺（0914.HK），主要由于其严格成本控制，以及最近几个星期华东的水泥价格势头强劲。

安徽海螺是首家录得经常性净利润同比增长的公司。安徽海螺业绩继续反映其在同业中有最大的成本优势，2016年第二季经常性净利润同比增长25%，该公司是第一家同比表现回升的水泥公司。虽然金隅股份（2009.HK）第二季的经常性净利润同比增长116%，但这主要是受到房地产开发业务带动。

第二季业绩优于预期，主要由于控制成本得宜。如图2所示，我们覆盖的水泥股的每吨成本同比下跌11%-16%。安徽海螺仍然是表现最好的公司，每吨成本仅为120元人民币。成本的管理改善是由于上半年煤炭和电力成本同时下降所致，而直供电试点计划扩大，让水泥生产商可与发电企业直接协商电价，节约成本。例如，华润水泥（1313.HK）的每吨电力成本从2015上半年的32.6元人民币下降到2016上半年的29.3元人民币。

除了中国建材之外，其他水泥企业的均价在第二季回升。由于农历新年的关系，第一季通常是淡季，我们覆盖的水泥股的均价普遍在第二季回升（除了中国建材）。特别是金隅股份的均价大幅环比急升13.5%，主要由于公司公布了有机会与冀东水泥进行重组并有可能有紧密的协调。在另一方面，我们相信中国建材较受到强降雨的影响，其附属公司中国联合水泥和南方水泥的均价出现环比下降。

7月的行业数据预示着2016年下半年行业复苏。根据国家统计局上周公布的数据，水泥行业7月利润为41亿元人民币，同比增长189%。此外，全国范围的平均水泥价格已同比上升7.6%，这应足以抵消煤炭成本上升带来的影响。我们预期我们覆盖的水泥股2016下半年的净利润上升70%-100%（注：我们预计金隅股份下半年的净利润上升40%，但这受到了房地产业务所扭曲。若单计水泥业务，我们预计其毛利润从2016上半年的3.10亿元人民币大幅上升至下半年的10亿元人民币）。

安徽海螺：行业首选。华东近日的水泥价格已同比上涨8%。若考虑到安徽海螺在成本上的领先地位，我们相信公司下半年的盈利增长将很有保证，而且还可能有上行风险。虽然华北水泥价格的上涨势头更强，但房地产行业的紧缩政策或限制金隅股份的股份表现。与此同时，广东、广西的水泥价格逐渐回升，但目前为止并不如华东和华北般强劲。至于中国建材，政府减少补贴和高有效税率使该公司的盈利可预见性相对低于其他三家公司。

王志文—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

吕宇—研究助理

(852) 3698-6393

livlyu@chinastock.com.hk

估值表

公司	股票代码	评级	股价(港元)	市值 (百万美元)	市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA(倍)			净债务股本比(%) 2016E
					2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	
安徽海螺	914 HK Equity	买入	21.75	13,813	16.2	11.6	10.9	1.46	1.33	1.22	8.4	6.4	5.9	(1)
中国建材	3323 HK Equity	持有	3.48	2,409	27.6	8.9	7.6	0.42	0.41	0.39	9.9	9.9	9.5	218
金隅股份	2009 HK Equity	买入	3.05	6,151	13.6	9.2	8.6	0.67	0.66	0.63	9.4	7.9	7.4	63
华润水泥	1313 HK Equity	买入	3.05	2,555	10.0	14.2	11.0	0.78	0.75	0.72	8.6	7.4	6.8	62
简单平均					16.9	11.0	9.6	0.83	0.79	0.74	9.1	7.9	7.4	86
加权平均					16.0	11.0	10.1	1.09	1.02	0.94	8.8	7.2	6.7	43

公司	股票代码	每股收益增长(%)		2015-2017E 年均复合增长率(%)	市盈增长比率(倍)		净资产收益率(%)		股息收益率(%)		
		2016E	2017E		2016E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
安徽海螺	914 HK Equity	45.1	11.0	26.9	0.4	8.93	12.00	12.17	2.3	2.6	2.7
中国建材	3323 HK Equity	223.0	22.4	98.8	0.1	1.49	4.67	5.48	1.2	1.4	2.0
金隅股份	1313 HK Equity	(29.2)	28.6	(4.6)	(2.0)	7.51	5.39	6.66	2.5	1.6	2.0
华润水泥	2009 HK Equity	56.0	11.1	31.7	0.4	5.41	7.42	7.70	1.5	1.3	1.3
简单平均		73.7	18.3	38.2	(0.3)	5.84	7.37	8.00	1.9	1.7	2.0
加权平均		57.4	13.9	31.8	0.2	7.20	9.48	9.86	2.0	2.1	2.2

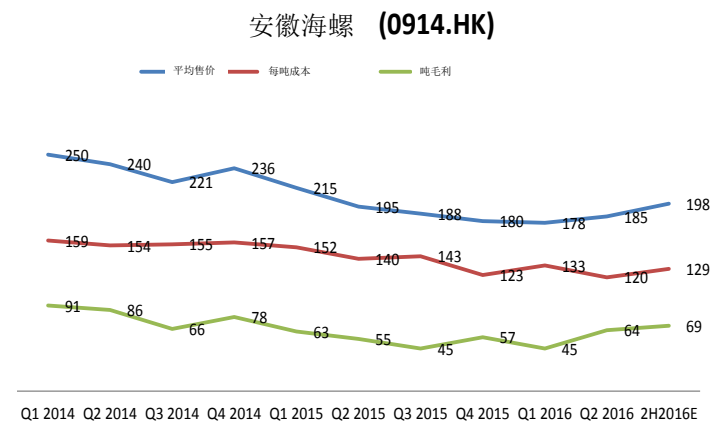
来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部预测

图2: 第二季业绩摘要

股票代码	安徽海螺 914	中国建材 3323	华润水泥 1313	金隅股份 2009
2016第二季收入(百万元人民币)	13,411	25,247	5,552	15,358
同比变动	2.8%	-7.8%	-3.7%	57.2%
环比变动	27.0%	33.9%	39.8%	113.4%
2016第二季经常性净利润(百万元人民币)	2,051	43	370	1,511
同比变动	25.3%	n.a.	-42.4%	115.6%
环比变动	85.0%	-89.0%	n.a.	898.1%
销量(水泥及熟料)(千吨)	70,430	80,730	22,310	13,380
同比变动	8.6%	2.7%	5.8%	9.5%
环比变动	22.3%	47.1%	33.1%	93.4%
平均售价(水泥及熟料)(人民币)	185	186	201	166
同比变动	-5.3%	-13.3%	-9.2%	-13.1%
环比变动	3.8%	-14.3%	4.2%	13.5%
每吨成本(水泥及熟料)(人民币)	120	135	151	138
同比变动	-14.0%	-15.8%	-11.4%	-14.8%
环比变动	-9.4%	-14.3%	-3.9%	-10.1%
每吨毛利润(水泥及熟料)(人民币)	64	51	50	27
同比变动	16.7%	-6.1%	-1.9%	-4.4%
环比变动	42.7%	38.2%	39.8%	n.a.

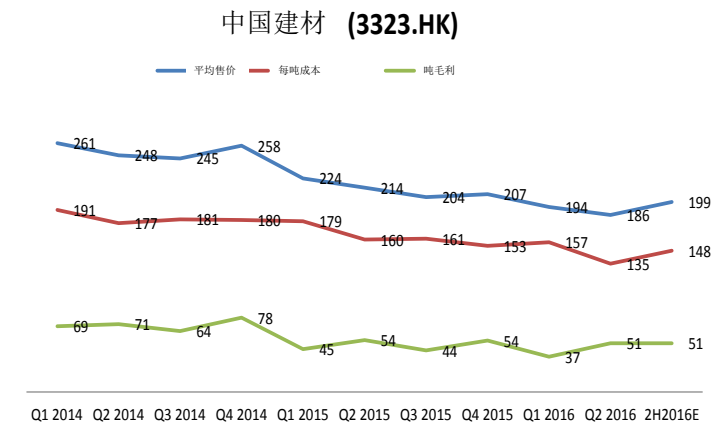
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

图3: 安徽海螺的主要指标 (单位:人民币)



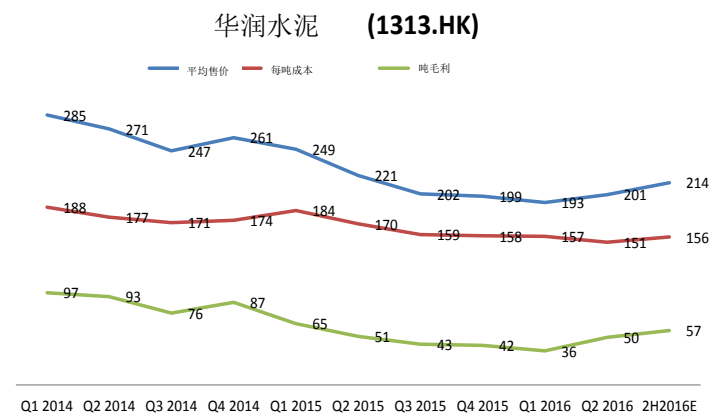
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

图4: 中国建材的主要指标 (单位:人民币)



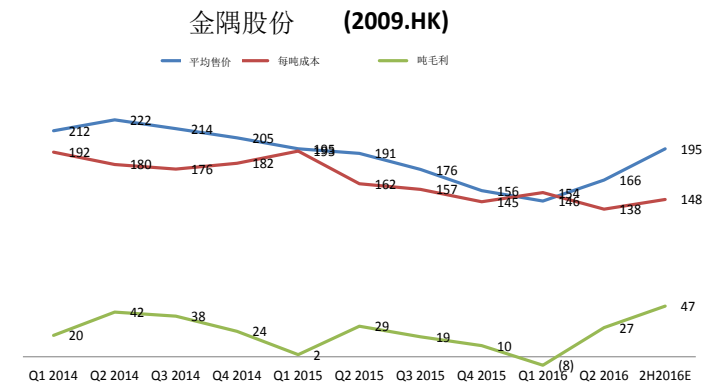
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

图5: 华润水泥的主要指标 (单位:人民币)



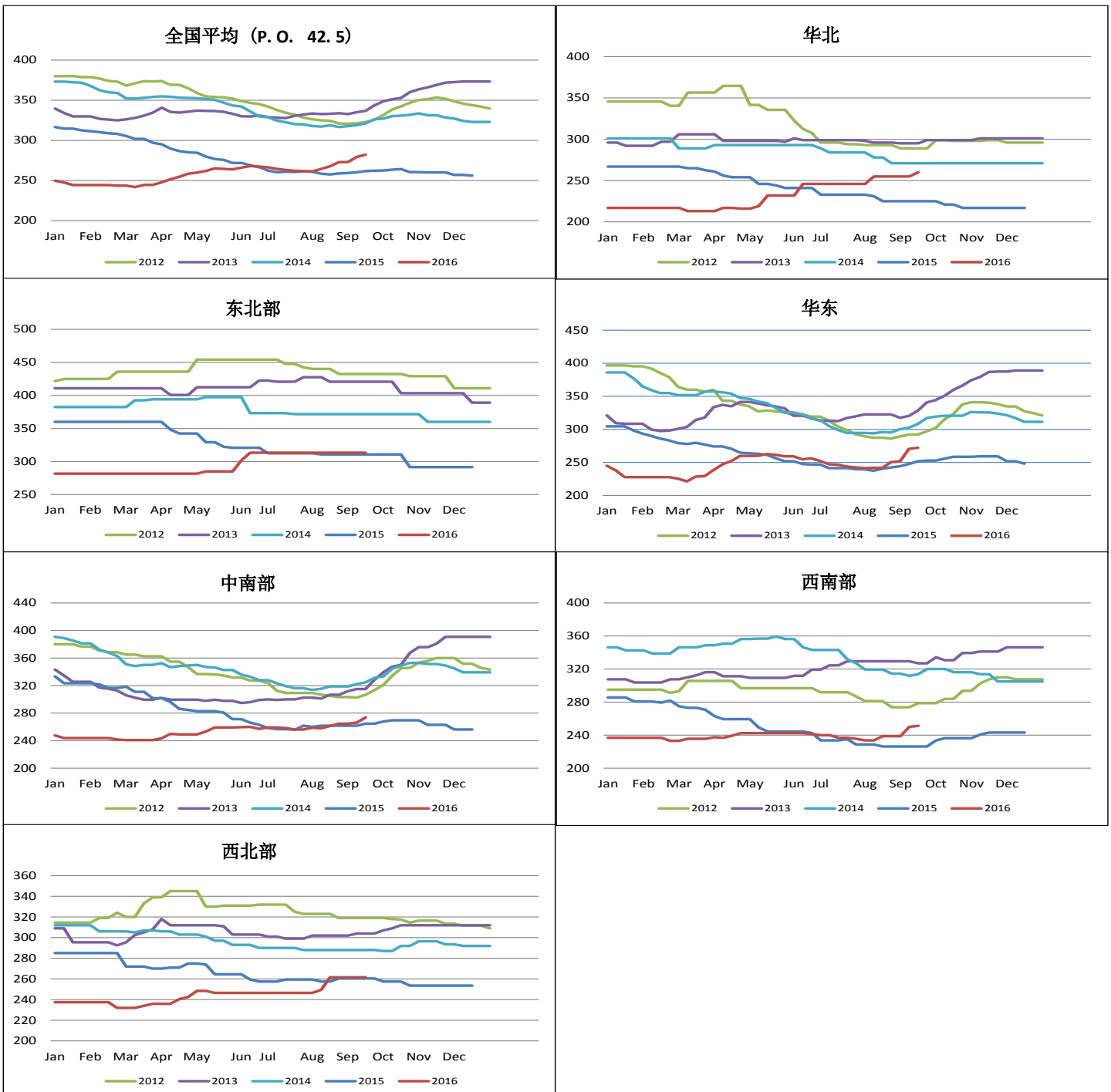
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

图6: 金隅股份的主要指标 (单位:人民币)



来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

图1: 不同区域的水泥价格



来源: 数字水泥网, 中国银河国际研究部

主要财务数据

安徽海螺 (914.HK)

损益表

(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月底止年度	2014		2015		2016E		2013	2014	2015	2016E	2017E
	1H	2H	1H	2H	1H(A)	2H					
收入	28,784,483	31,974,018	24,223,323	26,752,713	23,973,109	32,176,378	55,261,677	60,758,501	50,976,036	56,149,487	61,164,939
销货成本	(18,598,993)	(21,961,099)	(17,635,061)	(19,631,931)	(16,790,431)	(21,203,183)	(37,274,968)	(40,560,092)	(37,266,992)	(37,993,614)	(41,323,120)
毛利润	10,185,490	10,012,919	6,588,262	7,120,782	7,182,678	10,973,195	17,986,709	20,198,409	13,709,044	18,155,873	19,841,819
运营开支	(2,404,103)	(3,220,149)	(2,687,472)	(3,602,073)	(2,948,751)	(3,843,668)	(5,086,634)	(5,624,252)	(6,289,545)	(6,792,419)	(7,162,981)
运营利润	7,781,387	6,792,770	3,900,790	3,518,709	4,233,927	7,129,528	12,900,075	14,574,157	7,419,499	11,363,455	12,678,838
其他收入及收益	484,954	506,809	689,651	570,883	491,397	546,998	918,542	991,763	1,260,534	1,038,395	856,309
EBIT	8,266,341	7,299,579	4,590,441	4,089,592	4,725,324	7,676,526	13,818,617	15,565,920	8,680,033	12,401,850	13,535,147
净融资成本	(371,008)	(247,929)	(246,654)	(263,739)	(255,004)	(225,424)	(968,619)	(618,937)	(510,393)	(480,428)	(382,958)
来自联营公司及合营之利润	(26,652)	(32,826)	33,428	(71,607)	(67,595)	(5,000)	(25,682)	(59,478)	(38,179)	(72,595)	38,000
非经常性项目	(2,199)	41,736	1,887,285	66,774	124,031	-	(153,147)	39,537	1,954,059	124,031	-
税前收入	7,866,482	7,060,560	6,264,500	3,821,020	4,526,756	7,446,102	12,671,169	14,927,042	10,085,520	11,972,858	13,190,189
收入所得税	(1,741,894)	(1,618,289)	(1,514,374)	(926,098)	(1,063,906)	(1,787,064)	(2,850,165)	(3,360,183)	(2,440,472)	(2,850,970)	(3,165,645)
少数股东权益	(313,727)	(272,215)	(35,638)	(70,710)	(104,303)	(169,771)	(431,706)	(585,942)	(106,348)	(274,074)	(300,736)
收入净额	5,810,861	5,170,056	4,714,488	2,824,212	3,358,547	5,489,266	9,389,298	10,980,917	7,538,700	8,847,813	9,723,808
经常性收入净额	5,812,510	5,138,754	3,299,024	2,774,132	3,265,524	5,489,266	9,504,159	10,951,264	6,073,156	8,754,790	9,723,808
每股收益 (人民币)	1.097	0.976	0.890	0.533	0.634	1.036	1.772	2.072	1.423	1.670	1.835
经常性每股收益 (人民币)	1.097	0.970	0.623	0.523	0.616	1.036	1.793	2.067	1.146	1.652	1.835
每股派息 (港币)	-	0.650	-	0.430	-	0.501	0.350	0.650	0.430	0.501	0.550
折旧及摊销	1,897,808	1,929,961	2,175,521	2,282,536	2,331,110	2,483,844	3,574,053	3,827,769	4,458,057	4,814,954	5,251,696
EBITDA	10,137,497	9,196,714	6,799,390	6,300,521	6,988,839	10,155,370	17,366,988	19,334,211	13,099,911	17,144,209	18,824,843
水泥及熟料平均售价 (人民币元/吨)	246.3	228.6	204.5	185.1	182.8	198.1	237.8	236.7	193.8	191.3	198.8
水泥及熟料平均销量 (千吨)	113,543	135,568	115,360	141,225	128,000	157,527	227,936	249,112	256,585	285,527	298,478
每吨成本 (人民币元)	156	154	146	134	127	129	158.3	155.0	139.4	128.1	132.9
每吨毛利润 (人民币元)	91	74	59	51	56	69	79.5	81.7	54.4	63.2	65.9
增长率:											
收入	22%	1%	-16%	-16%	-1%	20%	21%	10%	-16%	10%	9%
EBIT	72%	-19%	-44%	-44%	3%	88%	52%	13%	-44%	43%	9%
EBITDA	56%	-15%	-33%	-31%	3%	61%	41%	11%	-32%	31%	10%
核心净收入	84%	-19%	-43%	-46%	-1%	98%	51%	15%	-45%	44%	11%
经常性每股收益	84%	-19%	-43%	-46%	-1%	98%	51%	15%	-45%	44%	11%
利润率及财务比率:											
毛利率	35.4%	31.3%	27.2%	26.6%	30.0%	34.1%	32.5%	33.2%	26.9%	32.3%	32.4%
净利润率	21.3%	16.9%	13.8%	10.6%	14.1%	17.6%	18.0%	19.0%	12.1%	16.1%	16.4%
EBIT利润率	28.7%	22.8%	19.0%	15.3%	19.7%	23.9%	25.0%	25.6%	17.0%	22.1%	22.1%
EBITDA利润率	35.2%	28.8%	28.1%	23.6%	29.2%	31.6%	31.4%	31.8%	25.7%	30.5%	30.8%
有效税率	22%	23%	24%	24%	24%	24%	22%	23%	24%	24%	24%

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

主要财务数据

安徽海螺(914.HK)

资产负债表

(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月31日	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
存货	4,038,538	3,692,690	4,375,977	4,238,039	4,800,000	5,000,000
贸易应收款项	230,370	358,861	333,247	422,052	500,000	600,000
应收票据	8,158,709	7,166,484	3,885,568	4,465,734	5,000,000	5,600,000
其他	3,068,984	2,618,126	2,663,578	3,015,143	3,046,744	3,146,744
银行结余及现金	8,124,974	11,140,832	14,012,121	14,285,034	16,664,654	18,567,815
流动资产	23,621,575	24,976,993	25,270,491	26,426,002	30,011,398	32,914,559
物业、厂房及设备净额	52,607,328	56,276,368	62,469,127	64,107,776	66,139,396	70,187,106
预付土地租赁款	3,291,595	3,655,950	4,043,759	4,489,095	4,489,095	4,489,095
其他	8,003,025	8,185,169	10,469,720	10,758,519	10,240,377	10,278,377
非流动资产总额	63,901,948	68,117,487	76,982,606	79,355,390	80,868,868	84,954,578
资产总额	87,523,523	93,094,480	102,253,097	105,781,392	110,880,266	117,869,137
贸易应付款项	5,133,852	3,791,010	4,014,855	3,872,683	4,500,000	4,800,000
其他应付款项	5,705,945	6,391,519	7,188,773	7,506,032	7,800,000	8,000,000
银行贷款及其他借款	2,658,427	2,934,811	2,329,168	8,445,248	7,000,000	7,000,000
其他	1,023,099	1,427,981	864,211	578,198	1,036,596	1,115,031
流动负债总额	14,521,323	14,545,321	14,397,007	20,402,161	20,336,596	20,915,031
银行贷款及其他借款	21,079,634	19,206,557	17,587,076	10,739,682	9,000,000	8,000,000
其他	1,119,445	940,843	1,041,930	1,095,040	1,095,040	1,095,040
非流动负债总额	22,199,079	20,147,400	18,629,006	11,834,722	10,095,040	9,095,040
负债总额	36,720,402	34,692,721	33,026,013	32,236,883	30,431,636	30,010,071
股东权益	48,537,540	55,763,501	65,849,976	70,147,570	76,775,789	83,883,750
少数股东权益	2,265,581	2,638,258	3,377,108	3,396,939	3,672,841	3,975,316

现金流量表

截至12月底止年度

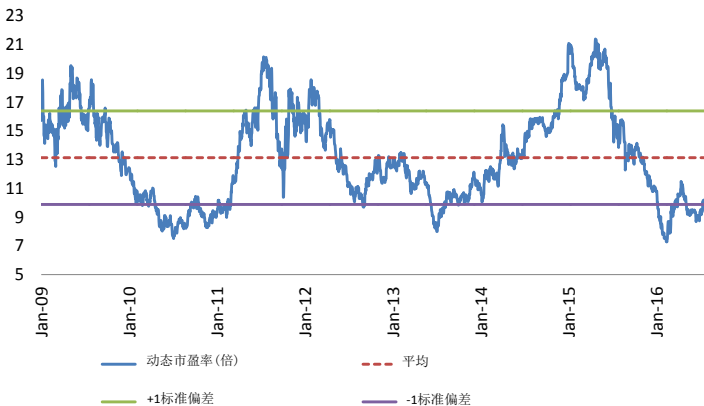
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
税前利润	8,125,697	12,671,169	14,927,042	10,085,520	12,053,034	13,266,463
折旧及摊销	3,105,016	3,429,022	3,783,908	4,263,028	4,554,874	4,952,290
营运资金变动	2,179,477	811,633	3,467,025	(371,713)	(284,491)	(500,000)
其他/调整	(3,073,899)	(2,956,694)	(5,653,167)	(5,032,916)	(1,980,167)	(3,143,517)
营运现金流净额	10,336,291	13,955,130	16,524,808	8,943,919	14,343,251	14,575,237
资本开支	(6,157,233)	(6,425,753)	(6,222,740)	(8,726,158)	(6,500,000)	(9,000,000)
其他	(2,312,428)	(6,050,574)	1,371,626	(3,993,109)	-	-
投资现金流	(8,469,661)	(12,476,327)	(4,851,114)	(12,719,267)	(6,500,000)	(9,000,000)
负债变动	1,301,207	(1,599,709)	(2,274,301)	(733,273)	(3,184,930)	(1,000,000)
股息	(1,854,760)	(1,324,826)	(1,854,756)	(3,444,547)	(2,278,700)	(2,672,076)
其他	(945,022)	(121,415)	(1,526,938)	(253,249)	-	-
净融资成本	(1,498,575)	(3,045,950)	(5,655,995)	(4,431,069)	(5,463,630)	(3,672,076)
现金增加/减少	156,162	3,015,858	2,871,289	272,913	2,379,620	1,903,161
现金净额/(负债净额)	(15,613,087)	(11,000,536)	(5,904,123)	(4,899,896)	664,654	3,567,815

估值

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
市盈率(倍)	14.9	9.6	8.3	15.7	11.3	10.6
每股收益增长(%)	45	51	15	45	45	11
收益率(%)	1.4	2.0	3.8	2.4	2.7	2.8
市盈率增长(倍)	n.a.	0.19	0.54	n.a.	0.25	0.97
EV/EBITDA(倍)	8.7	6.2	5.6	8.2	6.3	5.7
市净率(倍)	2.05	1.78	1.51	1.42	1.29	1.18
收入增长(%)						
毛利率(%)	6	21	10	16	10	9
净利率(%)	27.3	32.5	33.2	26.9	32.4	32.4
	14.1	18.0	19.0	12.1	16.2	16.5
应收账款周转天数	77	53	35	33	34	35
应付账款周转天数	56	44	35	39	40	41
存货周转天数	46	38	36	42	43	43
流动比率(倍)						
速动比率(倍)	1.6	1.7	1.8	1.3	1.5	1.6
资产/净资产(倍)	1.1	1.3	1.3	0.9	1.1	1.2
净负债/净资产(%)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
EBITDA利息覆盖倍数	31	19	9	7	-1	-4
核心净资产收益率(%)	12.4	17.9	31.2	25.7	39.1	61.2
	13.5	18.2	18.0	8.9	12.0	12.2

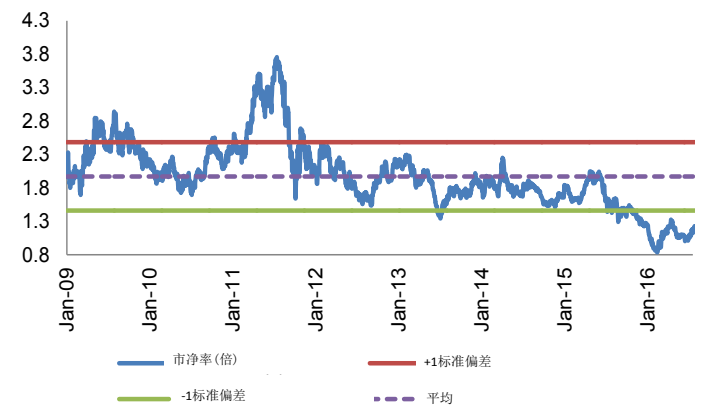
来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

图8: 安徽海螺市盈率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图9: 安徽海螺市净率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

主要财务数据

中国建材(914.HK)

损益表

(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月底止年度	2014		2015		2016E		2013	2014	2015	2016E	2017E
	1H	2H	1H	2H	1H (A)	2H					
水泥、熟料及混凝土	47,626,281	54,520,085	39,344,773	41,214,092	35,450,502	41,455,234	103,489,423	102,146,366	80,558,865	76,905,736	80,385,985
轻质建材	3,544,916	4,127,961	3,393,047	3,691,918	3,419,734	3,767,526	6,981,573	7,672,877	7,084,965	7,187,260	7,216,354
复合材料	1,046,221	1,555,571	1,504,198	1,756,321	986,170	1,247,279	2,277,150	2,601,792	3,260,519	2,233,449	2,345,121
工程服务收入	2,062,626	3,771,868	2,386,778	4,728,185	3,467,286	6,619,459	5,787,304	5,834,494	7,114,963	10,086,745	12,104,094
其他	1,500,622	2,255,071	1,710,331	561,944	780,033	622,457	(847,610)	3,755,693	2,272,275	1,402,490	1,348,820
收入	55,780,666	66,230,556	48,339,127	51,952,460	44,103,725	53,711,954	117,687,840	122,011,222	100,291,587	97,815,679	103,400,374
销货成本	(40,882,926)	(47,849,302)	(36,450,611)	(39,221,912)	(32,814,211)	(39,617,247)	(87,549,843)	(88,732,228)	(75,672,523)	(72,431,458)	(76,498,787)
毛利润	14,897,740	18,381,254	11,888,516	12,730,548	11,289,514	14,094,707	30,137,997	33,278,994	24,619,064	25,384,221	26,901,587
运营开支	(7,433,116)	(9,376,603)	(7,876,762)	(8,731,534)	(7,255,515)	(8,701,337)	(15,063,139)	(16,809,719)	(16,608,296)	(15,956,852)	(16,699,177)
其他收入及收益	7,464,624	9,004,651	4,011,754	3,999,014	4,033,999	5,393,371	15,074,858	16,469,275	8,010,768	9,427,370	10,202,410
EBIT	14,778,848	18,010,952	11,023,502	12,008,028	11,068,008	14,786,741	4,222,143	4,400,834	5,757,949	4,371,182	3,900,000
净融资成本	(5,396,957)	(5,459,681)	(5,251,922)	(5,280,263)	(4,147,899)	(4,215,240)	(9,306,502)	(10,856,638)	(10,532,185)	(8,363,139)	(8,180,560)
来自联营公司及合营之利润	332,339	653,087	95,714	235,515	238,483	346,726	630,536	985,426	331,229	585,209	829,126
非经常性项目	174,460	379,654	1,463,054	(925,538)	(429,867)	-	(18,010)	554,114	537,516	(429,867)	-
税前收入	4,052,614	7,500,397	2,549,667	1,555,610	1,265,898	4,324,858	10,603,025	11,553,011	4,105,277	5,590,756	6,750,976
收入所得税	(1,174,161)	(1,707,203)	(982,443)	(330,179)	(567,335)	(1,297,457)	(2,291,155)	(2,881,364)	(1,312,622)	(1,864,792)	(1,921,295)
少数股东权益	(1,080,620)	(1,671,486)	(775,620)	(997,674)	(588,750)	(1,469,210)	(2,550,016)	(2,752,106)	(1,773,294)	(2,057,960)	(2,394,085)
收入净额	1,797,833	4,121,708	791,604	227,757	109,813	1,558,190	5,761,854	5,919,541	1,019,361	1,668,003	2,435,596
经常性收入净额	1,666,988	3,814,188	(305,687)	921,911	432,213	1,558,190	5,769,376	5,481,176	616,224	1,990,403	2,435,596
每股收益(人民币)	0.333	0.763	0.147	0.042	0.020	0.289	1.067	1.096	0.189	0.309	0.451
经常性每股收益(人民币)	0.309	0.706	(0.057)	0.171	0.080	0.289	1.069	1.015	0.114	0.369	0.451
每股派息(港元)	-	0.165	-	0.037	-	0.046	0.160	0.165	0.037	0.046	0.068
折旧及摊销	3,255,371	3,518,047	3,622,273	3,770,448	3,740,252	3,512,490	5,715,238	6,773,418	7,392,721	7,252,742	7,650,992
EBITDA	12,530,482	16,098,471	9,960,808	11,531,859	9,583,916	12,052,587	25,642,775	28,628,953	21,492,667	21,636,503	22,582,528
水泥及熟料平均售价(人民币元/吨)	253	252	218	206	189	199	253	252	212	194	199
水泥及熟料平均销量(千吨)	133,208	156,250	131,407	146,513	135,610	152,328	283,084	289,458	277,920	287,938	295,632
水泥及熟料销货成本(人民币元/吨)	183	181	168	157	144	148	188	182	162	146	149
水泥及熟料毛利(人民币元/吨)	70	71	51	48	45	51	64	71	49	48	50
混凝土平均售价(人民币元/每立方米)	324	335	314	289	277	283	312	330	301	280	286
混凝土销量(千立方米)	41,410	45,640	33,600	37,600	34,453	38,666	85,134	87,050	71,200	73,119	74,447
混凝土毛利(人民币元/每吨)	85	108	92	83	78	86	88	97	86	82	87
增长率:											
收入	10%	-1%	-13%	-22%	-9%	3%	35%	4%	-18%	-2%	6%
EBIT	26%	-2%	-30%	-37%	-10%	9%	22%	8%	-34%	0%	2%
EBITDA	24%	4%	-21%	-28%	-4%	5%	26%	12%	-25%	1%	4%
核心净收入	18%	-13%	n.a.	-76%	n.a.	69%	7%	-5%	-89%	223%	22%
经常性每股收益	18%	-13%	n.a.	-76%	n.a.	69%	7%	-5%	-89%	223%	22%
利润率及财务比率:											
毛利润率	26.7%	27.8%	24.6%	24.5%	25.6%	26.2%	25.6%	27.3%	24.5%	26.0%	26.0%
净利润率	4.9%	8.3%	1.0%	3.7%	2.3%	5.6%	7.1%	6.7%	2.4%	4.1%	4.7%
EBIT利润率	16.0%	18.0%	12.9%	14.5%	12.7%	15.3%	12.8%	13.5%	8.0%	9.6%	9.9%
EBITDA利润率	22.5%	24.3%	20.6%	22.2%	21.7%	22.4%	21.8%	23.5%	21.4%	22.1%	21.8%
有效税率	29%	23%	39%	21%	45%	30%	22%	25%	32%	33%	28%

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

主要财务数据

中国建材(914.HK)

资产负债表

(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月底止年度

	2013	2014	2015	2016E	2017E
存货	14,721,004	16,663,437	15,164,523	16,000,000	17,000,000
贸易应收款项	23,256,628	27,306,027	29,718,076	29,611,693	31,174,700
应收票据	6,111,533	7,718,472	5,680,291	6,100,000	6,200,000
其他	34,187,674	44,721,179	55,910,458	55,777,978	55,777,978
银行结余及现金	8,979,909	10,290,653	10,579,535	16,287,938	16,126,277
总流动资产	87,256,748	106,699,768	117,052,883	123,777,608	126,278,955
物业、厂房及设备净额	123,486,020	126,019,321	126,225,417	130,810,350	131,959,358
预付土地租赁款	13,612,734	14,107,910	14,512,689	15,512,689	16,512,689
其他	67,275,673	69,654,827	71,996,945	74,068,976	75,598,103
非流动资产总额	204,374,427	209,782,058	212,735,051	220,392,016	224,070,150
总资产	291,631,175	316,481,826	329,787,934	344,169,624	350,349,105
贸易应付款项	19,426,875	18,676,856	18,906,676	19,500,000	20,000,000
其他应付款项	28,900,190	32,594,925	27,385,179	28,000,000	29,000,000
银行贷款及其他借款	113,341,816	139,292,634	144,425,583	149,149,218	150,149,218
其他	7,726,221	8,559,539	13,725,071	13,908,543	14,008,543
流动负债总额	169,395,102	199,123,954	204,442,509	210,557,761	213,157,761
银行贷款及其他借款	56,866,432	37,731,114	30,501,188	35,000,000	34,000,000
其他	11,793,742	12,649,527	21,382,960	21,624,387	21,624,387
非流动负债总额	68,660,174	50,380,641	51,884,146	56,624,387	55,624,387
负债总额	238,055,276	249,504,595	256,326,657	267,182,148	268,782,148
股东权益	35,378,423	40,572,901	41,898,475	43,366,714	45,552,110
少数股东权益	18,197,476	26,404,330	31,562,802	33,620,762	36,014,847

现金流量表

截至12月底止年度

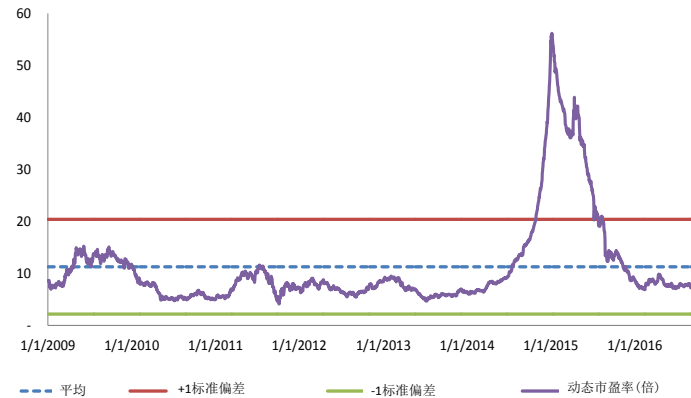
	2013	2014	2015	2016E	2017E
税前利润	10,603,025	11,553,011	4,105,277	5,590,756	6,750,976
折旧及摊销	5,769,492	6,233,686	6,569,242	6,942,742	7,340,992
营运资金变动	(8,022,314)	(7,759,007)	(12,201,941)	59,342	(1,163,007)
其他/调整	3,306,247	5,141,391	9,829,456	4,856,602	5,998,741
营运现金流净额	11,656,450	15,169,081	8,302,034	17,449,442	18,927,702
资本开支	(9,409,805)	(8,567,325)	(7,000,000)	(7,000,000)	(6,000,000)
其他	(19,077,056)	(8,330,315)	(5,713,250)	(4,786,822)	(4,000,000)
投资现金流	(28,486,861)	(16,897,640)	(12,713,250)	(11,786,822)	(10,000,000)
负债变动	27,591,731	6,815,500	(2,096,977)	9,222,447	-
股息	(836,849)	(863,845)	(890,840)	(199,764)	(250,200)
其他	(11,116,482)	(2,834,778)	7,649,895	(8,976,900)	(8,839,162)
净融资成本	15,638,400	3,116,877	4,662,078	45,783	(9,089,363)
现金增加/减少	(1,242,147)	1,310,744	288,882	5,708,403	(161,661)
现金净额/(负债净额)	(161,228,339)	(166,733,095)	(164,347,236)	(167,861,280)	(168,022,941)

财务比率

	2013	2014	2015	2016E	2017E
估值					
市盈率(倍)	2.6	2.7	25.2	8.1	6.9
每股收益增长(%)	7	-5	-89	223	22
收益率(%)	5.8	6.0	1.3	1.5	2.2
市盈率增长率(倍)	0.39	n.a.	n.a.	0.04	0.31
EV/EBITDA(倍)	8.3	7.4	9.9	9.8	9.4
市净率(倍)	0.46	0.40	0.39	0.37	0.36
经营性					
收入增长(%)	35	4	-18	2	6
毛利润率(%)	25.6	27.3	24.5	26.0	26.0
净利润率(%)	7.1	6.7	2.4	4.1	4.7
应收账款周转天数	86	96	128	133	129
应付账款周转天数	77	78	91	97	94
存货周转天数	56	65	77	79	79
流动性比率(倍)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
资产/净资产(倍)	5.4	4.7	4.5	4.5	4.3
净负债/净资产(%)	301	249	224	218	206
EBITDA利息覆盖倍数	2.8	2.6	2.0	2.6	2.8
核心净资产收益率(%)	17.5	14.4	1.5	4.7	5.5

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

图10:中国建材的市盈率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图10:中国建材的市净率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

主要财务数据

华润水泥 (1313.HK)

损益表

(千港元, 每股数据除外)

截至12月底止年度	2014		2015		2016E		2013	2014	2015	2016E	2017E
	1H	2H	1H	2H	1H (A)	2H					
水泥	11,110,857	13,248,646	10,300,429	10,406,383	8,824,670	10,931,712	21,571,667	24,359,503	20,706,812	19,756,382	20,017,023
熟料	968,830	611,625	607,389	333,671	342,133	355,498	1,925,810	1,580,455	941,060	697,631	729,121
混凝土	3,081,335	3,647,617	2,496,390	2,634,409	2,148,805	2,592,252	5,843,142	6,728,952	5,130,799	4,741,057	4,897,756
收入	15,161,022	17,507,888	13,404,208	13,374,463	11,315,608	13,879,463	29,340,619	32,668,910	26,778,671	25,195,071	25,643,900
销货成本	(10,329,772)	(12,113,997)	(10,050,659)	(10,310,745)	(8,618,553)	(10,078,187)	(20,980,867)	(22,443,769)	(20,361,404)	(18,694,804)	(18,858,855)
毛利润	4,831,250	5,393,891	3,353,549	3,063,718	2,697,055	3,801,276	8,359,752	10,225,141	6,417,267	6,500,267	6,785,045
运营开支	(1,722,174)	(2,573,792)	(1,741,438)	(2,313,147)	(1,647,255)	(2,179,076)	(4,007,400)	(4,295,966)	(4,054,585)	(3,826,331)	(3,797,123)
运营利润	3,109,076	2,820,099	1,612,111	750,571	1,049,800	1,622,200	4,352,352	5,929,175	2,362,682	2,673,936	2,987,921
其他收入及收益	151,309	225,936	139,665	270,696	111,993	249,830	330,193	377,245	410,361	361,823	329,338
EBIT	3,260,385	3,046,035	1,751,776	1,021,267	1,161,793	1,872,030	4,682,545	6,306,420	2,773,043	3,035,760	3,317,259
净融资成本	(331,824)	(264,649)	(246,603)	(257,317)	(336,784)	(349,740)	(639,086)	(596,473)	(503,920)	(686,524)	(706,249)
应占联营公司/合营之利润	5,155	110,716	(126,551)	(117,650)	(153,061)	(68,769)	197,999	115,871	(244,201)	(221,830)	(73,153)
非经常性项目	(145,575)	73,853	8,920	(1,049,443)	(163,141)	(140,000)	73,019	(71,722)	(1,040,523)	(303,141)	(200,000)
税前收入	2,788,141	2,965,955	1,387,542	(403,143)	508,807	1,313,521	4,314,477	5,754,096	984,399	1,824,265	2,337,857
收入所得税	(753,725)	(877,052)	102,311	(149,821)	(286,728)	(456,687)	(1,035,808)	(1,630,777)	(47,510)	(743,415)	(731,083)
少数股东权益	21,551	61,523	40,370	37,710	35,448	38,204	59,704	83,074	78,080	73,652	65,379
收入净额	2,055,967	2,150,426	1,530,223	(515,254)	257,527	895,039	3,338,373	4,206,393	1,014,969	1,152,566	1,672,153
经常性收入净额	2,201,542	2,095,036	1,521,303	534,189	420,668	1,035,039	3,265,354	4,296,578	2,055,492	1,455,707	1,872,153
每股收益 (港元)	0.315	0.329	0.234	(0.079)	0.039	0.137	0.512	0.644	0.155	0.176	0.256
经常性每股收益 (港元)	0.337	0.321	0.233	0.082	0.064	0.158	0.501	0.658	0.315	0.223	0.287
每股派息 (港元)	0.070	0.100	0.060	0.020	0.015	0.034	0.105	0.170	0.080	0.049	0.064
折旧及摊销	899,538	939,699	945,611	940,078	899,226	1,422,250	1,760,229	1,839,237	1,885,689	2,321,476	2,321,476
EBITDA	4,165,078	4,096,450	2,570,836	1,843,695	1,907,958	3,225,512	6,640,773	8,261,528	4,414,531	5,135,406	5,565,582
水泥及熟料平均售价 (港元)	348	321	291	245	235	248	314	333	266	242	238
水泥及熟料平均销量 (千吨)	34,704	43,235	37,470	43,883	39,070	45,527	74,917	77,939	81,353	84,597	87,261
水泥及熟料毛利润 (港元/吨)	119	103	71	52	52	67	93	110	61	60	62
混凝土平均售价 (港元/吨)	418	427	435	401	374	377	384	423	417	376	379
混凝土平均销量 (千立方米)	7,372	8,548	5,734	6,577	5,740	6,876	15,205	15,920	12,311	12,616	12,934
混凝土毛利润 (港元/千立方米)	94	110	120	120	114	111	92	102	120	112	108
增长率:											
收入	18%	6%	-12%	-24%	-16%	4%	16%	11%	-18%	-6%	2%
EBIT	114%	-4%	-46%	-66%	-34%	83%	36%	35%	-56%	9%	9%
EBITDA	75%	-4%	-38%	-55%	-26%	75%	26%	24%	-47%	16%	8%
核心净收入	139%	-11%	-31%	-75%	-72%	94%	40%	32%	-52%	-29%	29%
经常性每股收益	138%	-11%	-31%	-75%	-72%	94%	40%	31%	-52%	-29%	29%
利润率及财务比率:											
毛利润率	31.9%	30.8%	25.0%	22.9%	23.8%	27.4%	28.5%	31.3%	24.0%	25.8%	26.5%
净利润率	14.4%	11.6%	11.0%	3.7%	3.4%	7.2%	10.9%	12.9%	7.4%	5.5%	7.0%
EBIT利润率	21.5%	17.4%	13.1%	7.6%	10.3%	13.5%	16.0%	19.3%	10.4%	12.0%	12.9%
EBITDA利润率	27.5%	23.4%	19.2%	13.8%	16.9%	23.2%	22.6%	25.3%	16.5%	20.4%	21.7%
有效税率	25.7%	30.3%	-7.4%	23.2%	42.7%	31.4%	24.4%	28.0%	2.3%	42.7%	28.8%

来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

主要财务数据

华润水泥(1313.HK)
 损益表
 (千港元, 每股数据除外)

截至12月底止年度	2013	2014	2015	2016E	2017E
存货	2,131,961	2,162,359	1,564,912	1,650,000	1,700,000
贸易及其他应收款项	3,191,885	2,837,619	2,194,070	2,250,000	2,300,000
其他	1,952,331	2,779,059	1,674,932	1,771,491	1,821,491
银行结余及现金	2,821,782	4,147,804	1,937,708	2,753,668	3,620,876
流动资产	10,097,959	11,926,841	7,371,622	8,425,159	9,442,367
物业、厂房及设备净额	32,526,564	33,271,505	31,596,192	32,981,522	32,576,547
预付土地租赁款	2,752,320	2,787,164	2,905,451	3,005,451	3,105,451
其他	8,802,827	9,551,577	12,343,485	12,181,655	12,168,503
非流动资产总额	44,081,711	45,610,246	46,845,128	48,168,629	47,850,500
总资产	54,179,670	57,537,087	54,216,750	56,593,788	57,292,868
贸易应付款项	3,246,173	2,800,119	3,089,768	3,200,000	3,300,000
其他应付款项	4,365,452	4,670,708	4,855,226	4,900,000	5,000,000
银行贷款及其他借款	6,171,482	4,728,905	5,226,642	5,000,000	4,500,000
其他	614,997	930,763	230,468	426,664	215,602
流动负债总额	14,398,104	13,130,495	13,402,104	13,526,664	13,015,602
银行贷款及其他借款	11,169,690	12,452,307	10,597,782	12,000,000	12,000,000
其他	3,250,125	3,239,137	3,231,187	3,231,187	3,231,187
非流动负债总额	14,419,815	15,691,444	13,828,969	15,231,187	15,231,187
负债总额	28,817,919	28,821,939	27,231,073	28,757,851	28,246,789
股东权益	24,820,854	28,179,873	26,556,891	27,480,804	28,756,323
少数股东权益	540,897	535,275	428,786	355,134	289,755

现金流量表

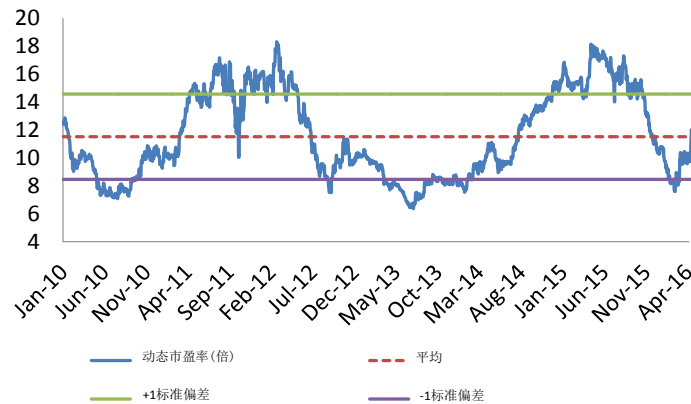
截至12月底止年度	2013	2014	2015	2016E	2017E
税前利润	4,314,477	5,754,096	984,399	1,824,265	2,337,857
折旧及摊销	1,827,176	2,020,732	2,181,313	2,321,476	2,321,476
其他/调整	(606,791)	(1,235,464)	(231,947)	1,561,772	(623,044)
营运现金流净额	5,121,087	6,858,842	4,833,639	5,624,942	4,086,289
资本开支	(2,900,435)	(3,206,491)	(5,640,000)	(3,516,400)	(1,926,500)
其他	(416,484)	(1,350,709)	998,119	(160,000)	(160,000)
投资现金流	(3,316,919)	(4,557,200)	(4,641,881)	(3,676,400)	(2,086,500)
负债变动	(1,766,881)	(159,960)	(1,356,788)	1,175,576	(500,000)
股息	(456,348)	(684,522)	(1,110,599)	(522,635)	(321,754)
其他	(419,272)	(127,163)	222,277	(1,785,522)	(310,827)
净融资成本	(2,642,501)	(971,645)	(2,245,110)	(1,132,581)	(1,132,581)
现金增加/减少	(740,081)	1,326,022	(2,210,096)	815,960	867,208
现金净额/(负债净额)	(17,621,230)	(16,136,072)	(16,987,100)	(17,346,716)	(15,979,508)

财务比率

	2013	2014	2015	2016E	2017E
估值					
市盈率(倍)	6.1	4.6	9.7	13.7	10.6
每股收益增长(%)	40.2	31.3	(52.2)	(29.2)	28.6
收益率(%)	3.4	5.6	2.6	1.6	2.1
市盈率增长率(倍)	0.15	0.15	-0.19	-0.47	0.37
EV/EBITDA(倍)	5.6	4.5	8.5	7.3	6.7
市净率(倍)	0.80	0.71	0.75	0.73	0.69
营运					
收入增长(%)	16	11	18	6	2
毛利率(%)	28.5	31.3	24.0	25.8	26.5
净利润率(%)	10.9	12.9	7.4	5.5	7.0
应收账款周转天数	35	34	34	32	32
应付账款周转天数	58	49	53	61	63
存货周转天数	39	35	33	31	32
流动比率(倍)	0.7	0.9	0.6	0.6	0.7
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5
资产/净资产(倍)	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
净负债/净资产(%)	69	56	63	62	55
EBITDA利息覆盖倍数	10.4	13.9	8.8	7.5	7.9
核心净资产收益率(%)	14.1	16.2	7.5	5.4	6.7

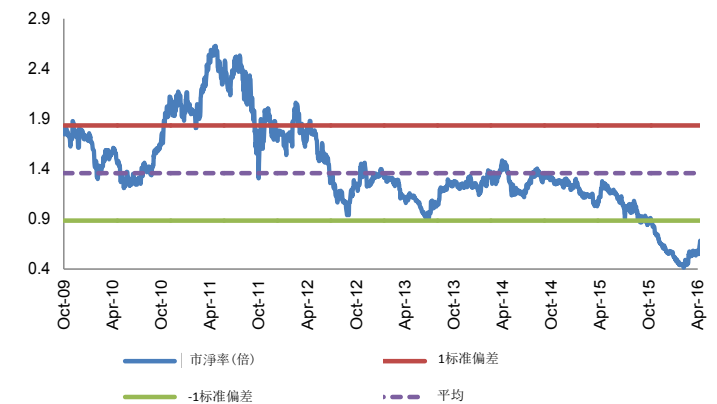
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部预测

图12: 华润水泥的市盈率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图13: 华润水泥的市净率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

主要财务数据

安徽海螺 (914.HK)

损益表

(千元人民币, 每股数据除外)

截至12月底止年度	2014		2015		2016E		2013	2014	2015	2016E	2017E
	1H	2H	1H	2H	1H (A)	2H					
收入											
销货成本	19,819,694	19,632,371	17,050,142	21,696,757	22,554,974	19,050,521	43,203,573	39,452,065	38,746,899	41,605,495	46,664,989
毛利润	(15,481,691)	(15,791,129)	(13,107,106)	(17,418,935)	(17,621,384)	(14,693,021)	(34,799,884)	(31,272,820)	(30,526,041)	(32,314,405)	(35,826,627)
运营开支	4,338,003	3,841,241	3,943,036	4,277,822	4,933,589	4,357,500	8,403,690	8,179,244	8,220,858	9,291,089	10,838,361
运营利润	(2,140,412)	(2,267,761)	(2,169,871)	(2,350,098)	(2,246,389)	(2,190,810)	(4,377,555)	(4,408,173)	(4,519,969)	(4,437,199)	(5,177,796)
其他收入及收益	2,197,591	1,573,481	1,773,165	1,927,724	2,687,200	2,166,690	4,026,135	3,771,071	3,700,889	4,853,890	5,660,565
EBIT	296,382	415,257	213,541	454,720	182,002	333,384	662,209	711,639	668,260	515,386	444,061
净融资成本	2,493,973	1,988,737	1,986,706	2,382,444	2,869,202	2,500,074	4,688,344	4,482,710	4,369,150	5,369,276	6,104,626
来自联营公司及合营之利润	(593,340)	(616,097)	(684,185)	(651,361)	(708,012)	(644,743)	(1,017,497)	(1,209,437)	(1,335,546)	(1,352,755)	(1,327,876)
非经常性项目	1,781	(30,231)	(12,637)	(5,057)	(11,768)	(5,000)	(34,334)	(28,450)	(17,694)	(16,768)	4,000
税前收入	184,248	374,274	234,813	(68,068)	211,999	-	357,240	558,522	166,745	211,999	-
收入所得税	2,086,662	1,716,683	1,524,697	1,657,957	2,361,422	1,850,331	3,993,753	3,803,345	3,182,654	4,211,753	4,780,750
少数股东权益	(569,862)	(524,511)	(503,095)	(728,492)	(760,138)	(555,099)	(750,566)	(1,094,373)	(1,231,587)	(1,315,238)	(1,382,156)
收入净额	(136,151)	(150,999)	26,142	40,244	219,862	129,523	(27,974)	(286,250)	66,386	349,385	33,986
经常性收入净额	1,380,649	1,042,073	1,047,743	969,710	1,821,146	1,424,755	3,215,213	2,422,722	2,017,453	3,245,901	3,432,580
	1,180,300	761,367	852,300	1,020,761	1,662,146	1,424,755	2,953,706	1,941,667	1,873,061	3,086,901	3,432,580
每股收益(人民币)	0.144	0.109	0.109	0.091	0.171	0.133	0.375	0.253	0.189	0.304	0.321
经常性每股收益(人民币)	0.123	0.080	0.089	0.096	0.156	0.133	0.345	0.203	0.175	0.289	0.321
每股派息(港元)	-	0.064	-	0.036	-	0.035	0.098	0.064	0.036	0.035	0.036
折旧及摊销	606,028	607,618	737,556	658,330	767,192	735,736	1,100,637	1,213,646	1,395,886	1,502,927	1,604,141
EBITDA	3,100,001	2,596,355	2,724,262	3,040,774	3,636,394	3,235,810	5,788,981	5,696,356	5,765,035	6,872,204	7,708,767
水泥及熟料平均售价(人民币元/吨)	219	210	192	167	159	195	234	214	178	178	190
水泥及熟料平均销量(千吨)	18,350	22,200	17,100	22,160	20,300	21,570	38,900	40,550	39,260	41,870	44,759
每吨毛利(人民币元)	35	31	21	15	15	47	42	33	18	32	40
预售总面积(千平方米)	782	715	398	865	728	472	1,177	1,497	1,263	1,200	1,400
收入明细: #											
水泥	5,790,500	6,931,500	5,144,100	5,684,600	5,096,300	6,015,866	13,122,000	12,722,000	10,828,700	11,112,166	12,110,926
现代建材	5,807,000	4,716,000	5,125,000	5,246,700	5,160,500	5,243,790	14,644,500	10,523,000	10,371,700	10,404,290	10,842,315
房地产投资	1,103,700	1,088,700	1,264,000	1,428,400	1,408,300	1,560,125	1,945,000	2,192,400	2,692,400	2,968,425	3,067,800
房地产开发	7,937,900	7,598,700	6,493,900	10,427,500	11,726,600	7,233,400	14,953,000	15,536,600	16,921,400	18,960,000	23,100,000
增长率:											
收入	1%	-17%	-14%	11%	32%	-12%	33%	-9%	-2%	7%	12%
EBIT	34%	-30%	-20%	20%	44%	5%	21%	-4%	-3%	23%	14%
EBITDA	30%	-24%	-12%	17%	33%	6%	19%	-2%	1%	19%	12%
核心净收入	12%	-60%	-28%	34%	95%	40%	38%	-34%	-4%	65%	11%
经常性每股收益	0%	-64%	-28%	20%	75%	40%	38%	-41%	-14%	65%	11%
利润率及财务比率:											
毛利润率	21.9%	19.6%	23.1%	19.7%	21.9%	22.9%	19.5%	20.7%	21.2%	22.3%	23.2%
净利润率	6.6%	4.6%	4.8%	4.5%	6.4%	6.8%	6.9%	5.6%	4.7%	6.6%	7.3%
EBIT利润率	11.1%	8.0%	10.4%	8.9%	11.9%	11.4%	9.3%	9.6%	9.6%	11.7%	12.1%
EBITDA利润率	15.6%	13.2%	16.0%	14.0%	16.1%	17.0%	13.4%	14.4%	14.9%	16.5%	16.5%
有效税率	27%	31%	33%	44%	32%	30%	19%	29%	39%	31%	29%

由于披露形式变动, 商业统计及自2012年以来的数据

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

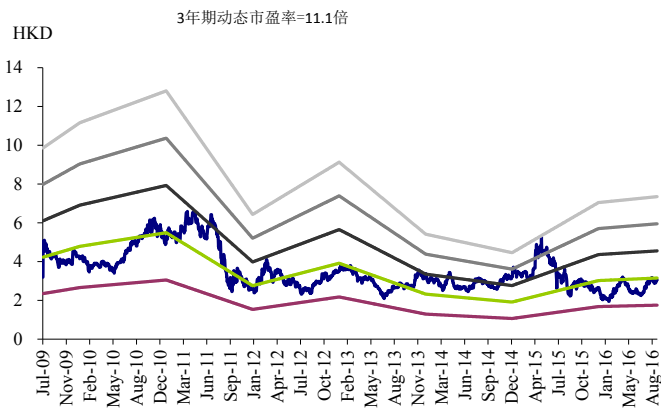
主要财务数据

安徽海螺 (914, HK)
 资产负债表
 (千元人民币, 每股数据除外)

12月31日	2013	2014	2015	2016E	2017E
存货	37,602,014	48,853,159	54,007,187	60,000,000	65,000,000
贸易应收款项	5,337,443	5,785,423	7,387,536	8,600,000	10,000,000
应收票据	1,373,660	2,651,028	2,197,924	2,300,000	2,400,000
其他	7,248,598	6,749,024	7,373,104	7,424,233	7,449,233
银行结余及现金	8,595,510	10,980,172	18,369,881	13,335,385	12,735,215
流动资产	60,157,225	75,018,806	89,335,633	91,659,618	97,584,447
物业、厂房及设备净额	18,633,539	18,856,086	19,390,359	20,030,474	20,226,333
预付土地租赁款	-	-	-	-	-
其他	20,048,785	21,810,079	22,020,713	22,951,632	23,391,279
非流动资产总额	38,682,323	40,666,165	41,411,072	42,982,106	43,617,612
总资产	98,839,549	115,684,971	130,746,704	134,641,724	141,202,060
贸易应付款项	9,022,805	9,534,764	9,062,191	9,500,000	9,800,000
其他应付款项	3,154,941	3,696,216	3,626,299	3,700,000	3,800,000
银行贷款及其他借款	13,516,500	11,635,636	16,805,996	17,000,000	18,000,000
其他	26,365,726	34,647,039	35,692,087	39,198,268	41,303,268
流动负债总额	52,059,971	59,513,656	65,186,574	69,398,268	72,903,268
银行贷款及其他借款	6,879,920	6,779,500	6,888,600	4,000,000	4,000,000
其他	9,874,344	13,144,427	16,489,656	16,489,656	16,489,656
非流动负债总额	16,754,264	19,923,927	23,378,256	20,489,656	20,489,656
负债总额	68,814,236	79,437,583	88,564,830	89,887,924	93,392,924
股东权益	26,280,140	31,107,268	38,082,973	41,004,284	44,093,606
少数股东权益	3,745,173	5,140,120	4,098,901	3,749,516	3,715,530

来源: 公司, 中国银河国际研究部预测

图14: 金隅股份市盈率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

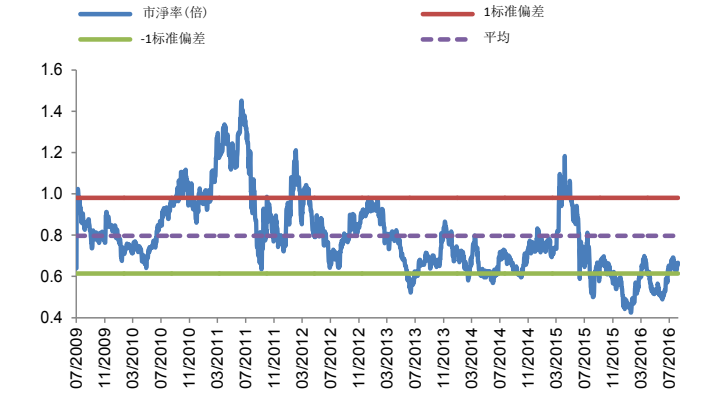
现金流量表

截至12月底年度	2013	2014	2015	2016E	2017E
税前利润	3,993,753	3,803,345	3,182,654	4,211,753	4,780,750
折旧及摊销	1,169,655	1,291,784	1,395,886	1,502,927	1,604,141
营运资金变动	(3,791,176)	(7,521,294)	(8,477,792)	(6,886,503)	(6,200,000)
其他/调整	(1,932,069)	(1,201,652)	(846,452)	1,151,788	553,197
营运现金流净额	(559,837)	(3,627,817)	(4,745,703)	(20,035)	738,088
资本开支	(3,437,698)	(3,473,151)	(680,623)	(2,000,000)	(2,000,000)
其他	(280,583)	(127,391)	1,169,447	-	-
投资现金流	(3,718,281)	(3,600,542)	488,824	(2,000,000)	(2,000,000)
负债变动	4,253,226	(1,970,954)	5,279,212	(2,689,871)	1,005,000
股息	(668,263)	(478,464)	(320,333)	(324,590)	(343,258)
其他	3,002,653	26,774,080	3,591,993	-	-
净融资成本	6,587,616	24,324,662	8,550,872	(3,014,461)	661,742
现金增加/减少	2,689,412	2,384,661	7,389,709	(5,034,496)	(600,170)
现金净额/(负债净额)	(21,106,510)	(23,104,876)	(23,324,716)	(27,664,615)	(29,264,785)

财务比率

估值	2013	2014	2015	2016E	2017E
市盈率(倍)	7.0	11.8	14.4	9.1	8.5
每股收益增长(%)	38	41	14	65	11
收益率(%)	4.1	2.6	1.4	1.3	1.3
市盈率增长率(倍)	0.18	-0.29	-1.06	0.14	0.76
EV/EBITDA(倍)	9.6	9.7	9.6	8.1	7.2
市净率(倍)	0.98	0.82	0.71	0.68	0.65
经营性					
收入增长(%)	33	9	2	7	12
毛利率(%)	19.5	20.7	21.2	22.3	23.2
净利润率(%)	6.9	5.6	4.7	6.6	7.3
应收账款周转天数	41	51	62	70	73
应付账款周转天数	84	108	111	105	98
存货周转天数	367	505	615	644	637
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
资产/净资产(倍)	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0
净负债/净资产(%)	70	64	55	62	61
EBITDA利息覆盖倍数	5.7	4.7	4.3	5.1	5.8
核心净资产收益率(%)	12.0	6.8	5.4	7.8	8.1

图14: 金隅股份市净率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.hk)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等或高于该目标公司的市场资本值的1%；

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入：股价于12个月内将上升 >20%

沽出：股价于12个月内将下跌 >20%

持有：没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888