

中国水泥行业

进入淡季后期, 水泥价格开始趋稳; 中材股份或将有进场机会

全国水泥价格逐步趋稳。上周平均水泥价格按周下跌0.05%至320.16元人民币/吨。在广西的部分地区, 水泥价格仍下跌10-20元人民币/吨; 但在河北、河南、四川的一些地区, 由于区内主要水泥生产商之间加强协调, 水泥平均价格的涨幅高达30-50元人民币/吨。在8月初, 随着气温下降和降雨量增加, 下游需求小幅回升。平均库存水平(全国性)轻微下跌至66.56%。

煤价过去三周持稳。上周, 环渤海地区发热量5500大卡动力煤的综合平均价格指数持稳于每吨583元人民币, 较去年同期高30%。

关注中材股份的进场机会。中材股份[1893.HK;未评级]在过去两个交易日下跌8.6%, 主要由于有投资者对地缘政治风险升温感到忧虑, 并出售股份获利。公司股价在过去两个月已飙升约30%, 我们认为其表现强劲是由两个因素驱动: (i) 中国西北部的水泥价格走势保持强劲(图1), 该地区是中材股份的主要经营区域; (ii) 市场有更多关于国企改革的消息, 这或使该股份吸引了更多关注。中材股份的估值仍然不昂贵, 2017年预测市盈率为8.4倍, 2017年预测市净率为0.53倍。由于中国西北部的水泥价格保持坚挺, 加上我们仍认为中材股份有私有化的潜力, 因此我们相信若公司股价进一步调整, 将带来买入的良机。

我们覆盖的水泥股上周平均上涨0.3%, 表现最好的是中国建材[3323.HK;沽出], 股价上涨4.3%; 华润水泥[1313.HK;买入]的表现相对最弱, 股价下跌1.9%。

估值表

王志文—研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

吕宇—研究助理

(852) 3698-6393

livylyu@chinastock.com.hk

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(%) 2017E
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
安徽海螺	914 HK Equity	持有	28.20	18,932	16.0	12.4	12.6	1.77	1.66	1.56	8.6	6.8	6.7	(5)
中国建材	3323 HK Equity	沽出	4.88	3,378	23.6	11.3	10.9	0.53	0.53	0.52	10.5	9.0	8.9	219
金隅股份	2009 HK Equity	持有	4.01	9,835	16.3	13.9	11.2	0.85	0.83	0.82	15.7	10.4	9.1	71
华润水泥	1313 HK Equity	买入	4.60	3,853	16.3	8.7	9.1	1.18	1.08	1.02	9.3	6.6	6.8	43
简单平均					18.1	11.6	11.0	1.08	1.02	0.98	11.0	8.2	7.9	82
加权平均					16.8	12.3	11.7	1.34	1.26	1.20	10.8	8.0	7.5	42

公司	股票代码	每股收益增长(%)		2016-2018E CAGR (%)	市盈增长比率(倍)		净资产收益率(%)		股息收益率(%)		
		2017E	2018E		2017E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
安徽海螺	914 HK Equity	35.7	1.8	17.6	0.7	11.48	14.11	12.98	2.0	2.5	2.4
中国建材	3323 HK Equity	119.6	7.3	53.5	0.2	2.22	4.76	4.89	1.1	2.0	1.8
金隅股份	1313 HK Equity	86.8	(4.2)	33.8	0.4	7.14	12.89	11.48	1.9	5.4	4.8
华润水泥	2009 HK Equity	23.7	27.4	25.5	0.3	5.64	6.31	7.55	1.5	1.2	1.4
简单平均		66.5	8.1	32.6	0.4	6.62	9.52	9.23	1.6	2.8	2.6
加权平均		45.8	8.7	24.8	0.5	8.55	10.97	10.58	1.7	2.4	2.3

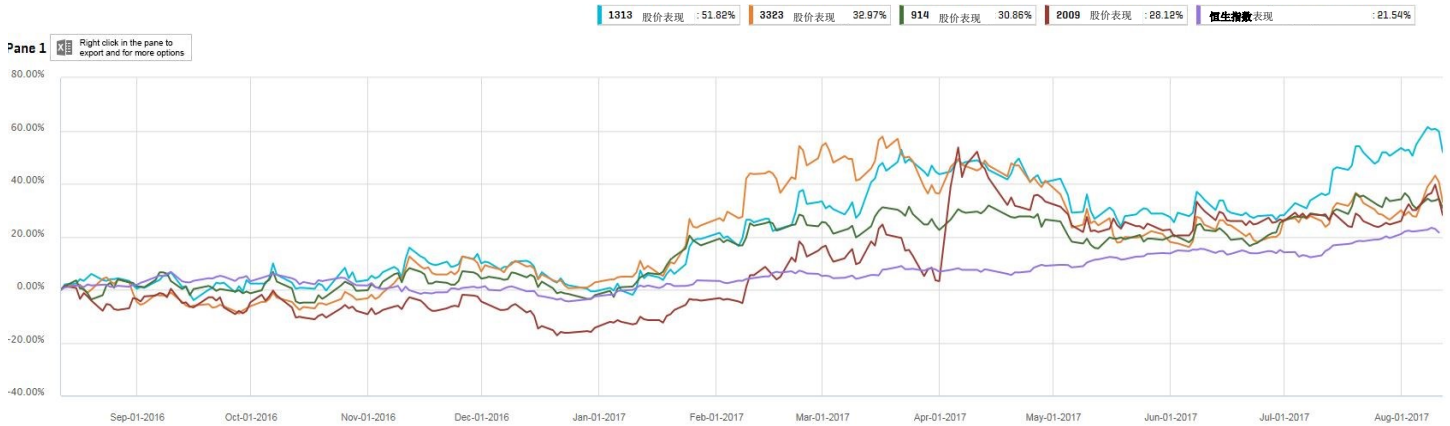
来源: 公司, 彭博, 中国银河国际证券研究部预测

同业比较

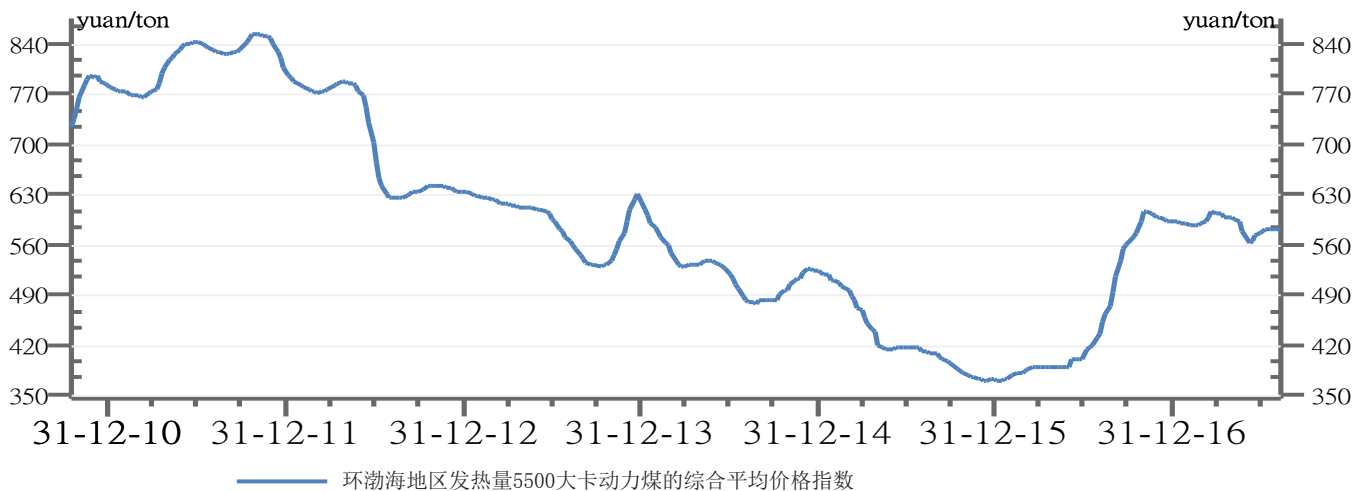
公司	股票代码	评级	股价(当地货币)	市值(百万美元)	市盈率(倍)			市净率(倍)		EV/EBITDA(x)			
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
安徽海螺	914 HK Equity	持有	28.20	18,932	16.0	12.4	12.6	1.77	1.66	1.56	8.6	6.8	6.7
中国建材	3323 HK Equity	沽出	4.88	3,378	23.6	11.3	10.9	0.53	0.53	0.52	10.5	9.0	8.9
金隅股份	2009 HK Equity	持有	4.01	9,835	16.3	13.9	11.2	0.85	0.83	0.82	15.7	10.4	9.1
华润水泥	1313 HK Equity	买入	4.60	3,853	16.3	8.7	9.1	1.18	1.08	1.02	9.3	6.6	6.8
台泥国际	1136 HK Equity	未评级	3.56	2,256	23.9	21.6	20.3	0.95	0.90	0.84	11.5	10.0	10.0
中材股份	1893 HK Equity	未评级	3.09	1,415	16.1	8.4	7.5	0.57	0.53	0.47	7.4	5.3	5.0
亚洲水泥	743 HK Equity	未评级	2.6	522	12.4	11.7	10.1	0.37	0.36	0.34	5.7	5.5	5.5
西部水泥	2233 HK Equity	未评级	1.12	779	518.4	11.5	9.7	0.88	0.83	0.78	6.1	4.7	4.5
天瑞水泥	1252 HK Equity	未评级	2.39	900	17.1	n.a.	n.a.	0.63	n.a.	n.a.	9.1	n.a.	n.a.
简单平均					117.6	12.4	11.4	0.68	0.84	0.79	8.0	7.3	7.0
加权平均					26.5	12.4	11.7	1.26	1.17	1.12	10.5	7.7	7.3

来源: 彭博, 中国银河国际研究部

一年相对表现

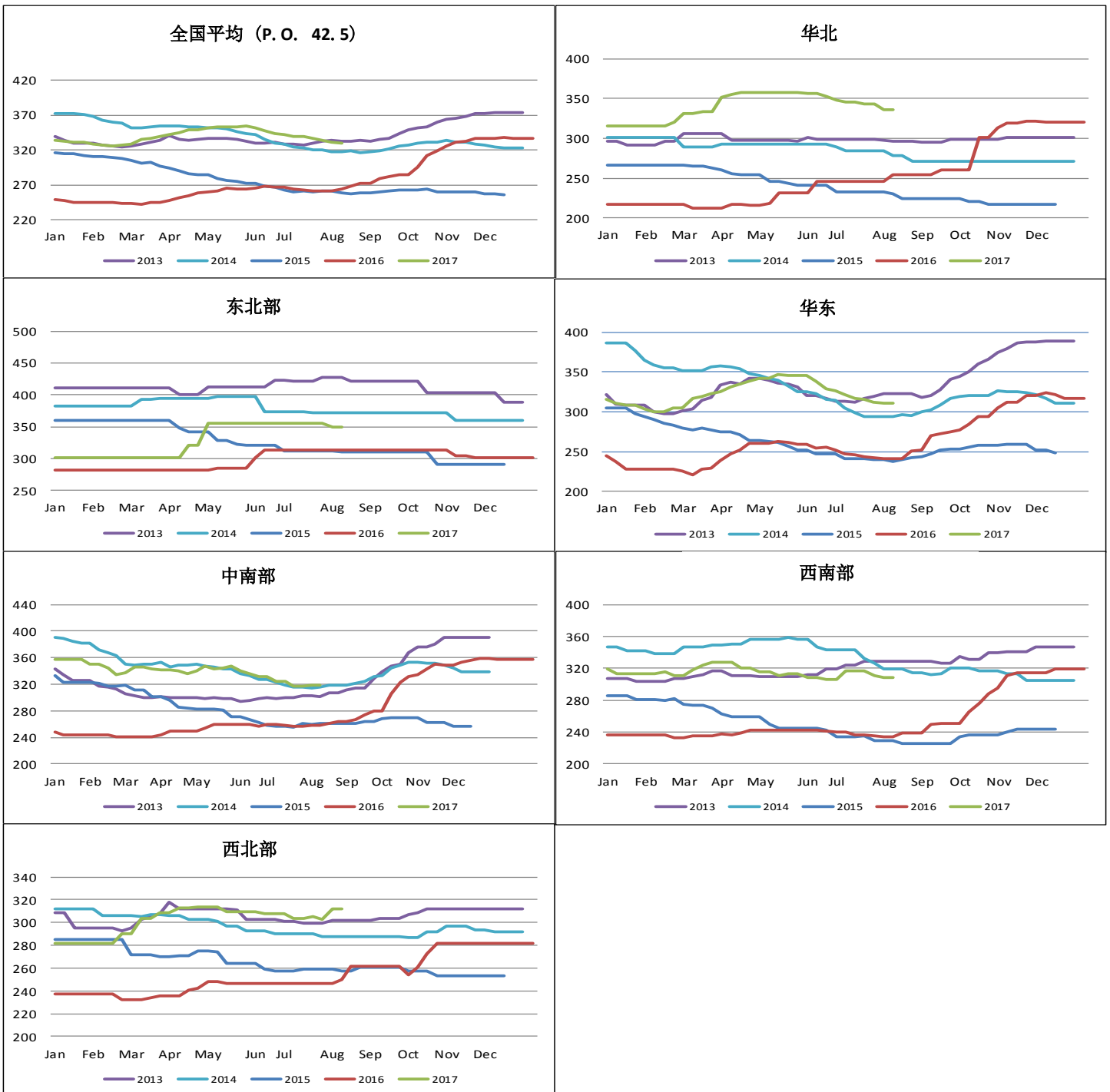


来源: 彭博, 中国银河国际研究部



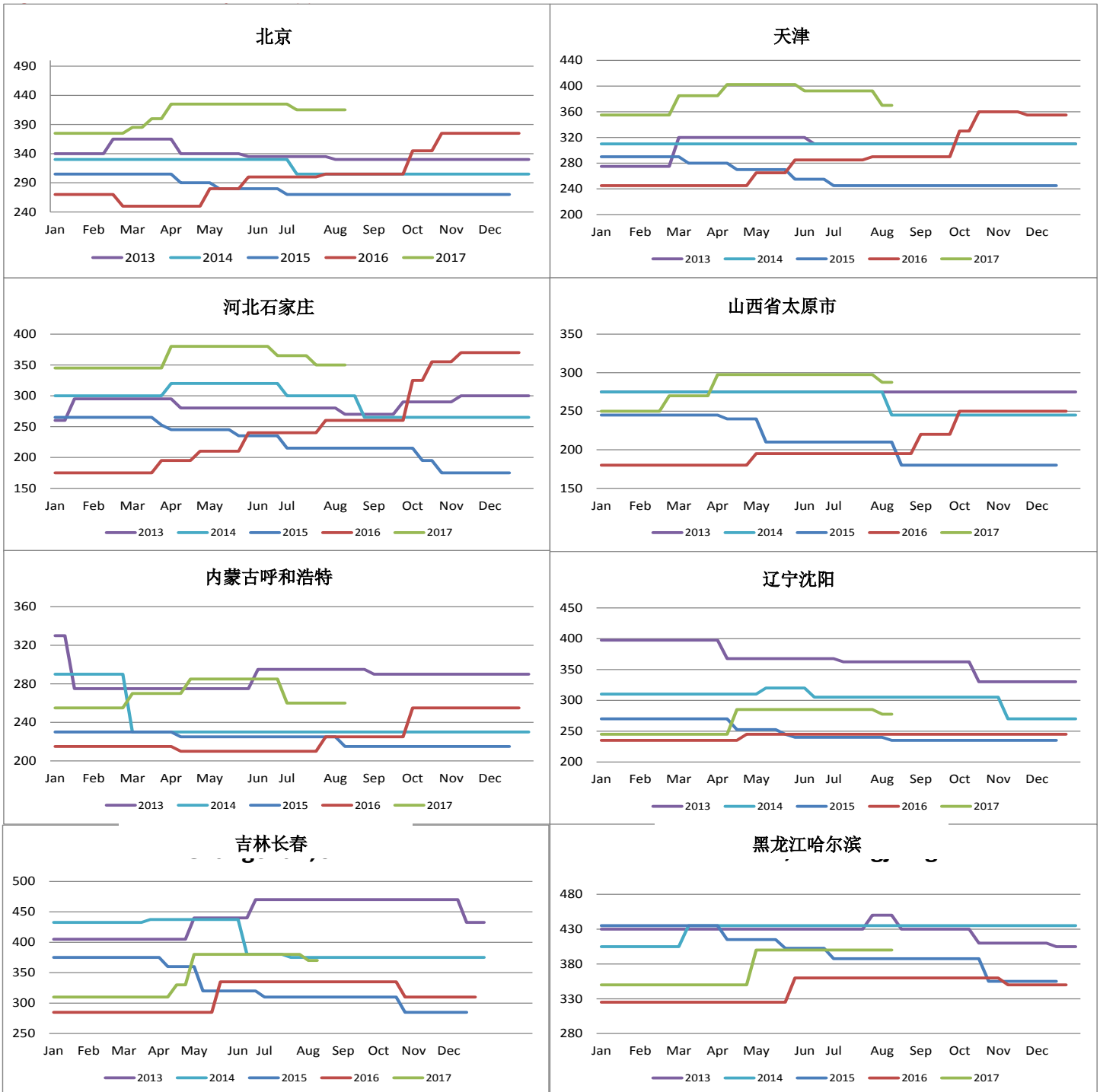
资料: WIND资讯

图1: 不同区域的水泥价格



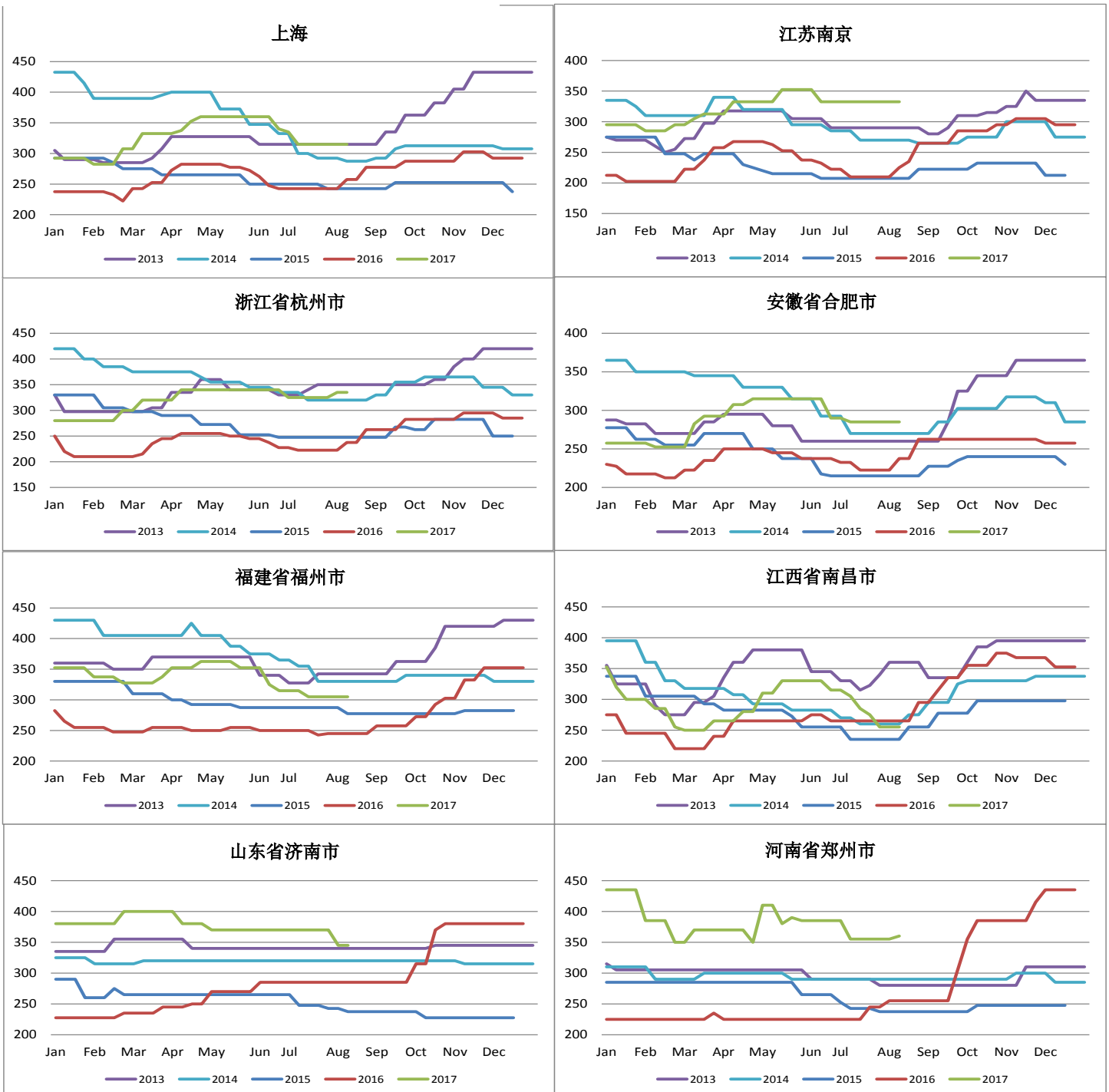
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图2: 主要城市水泥价格 (1)



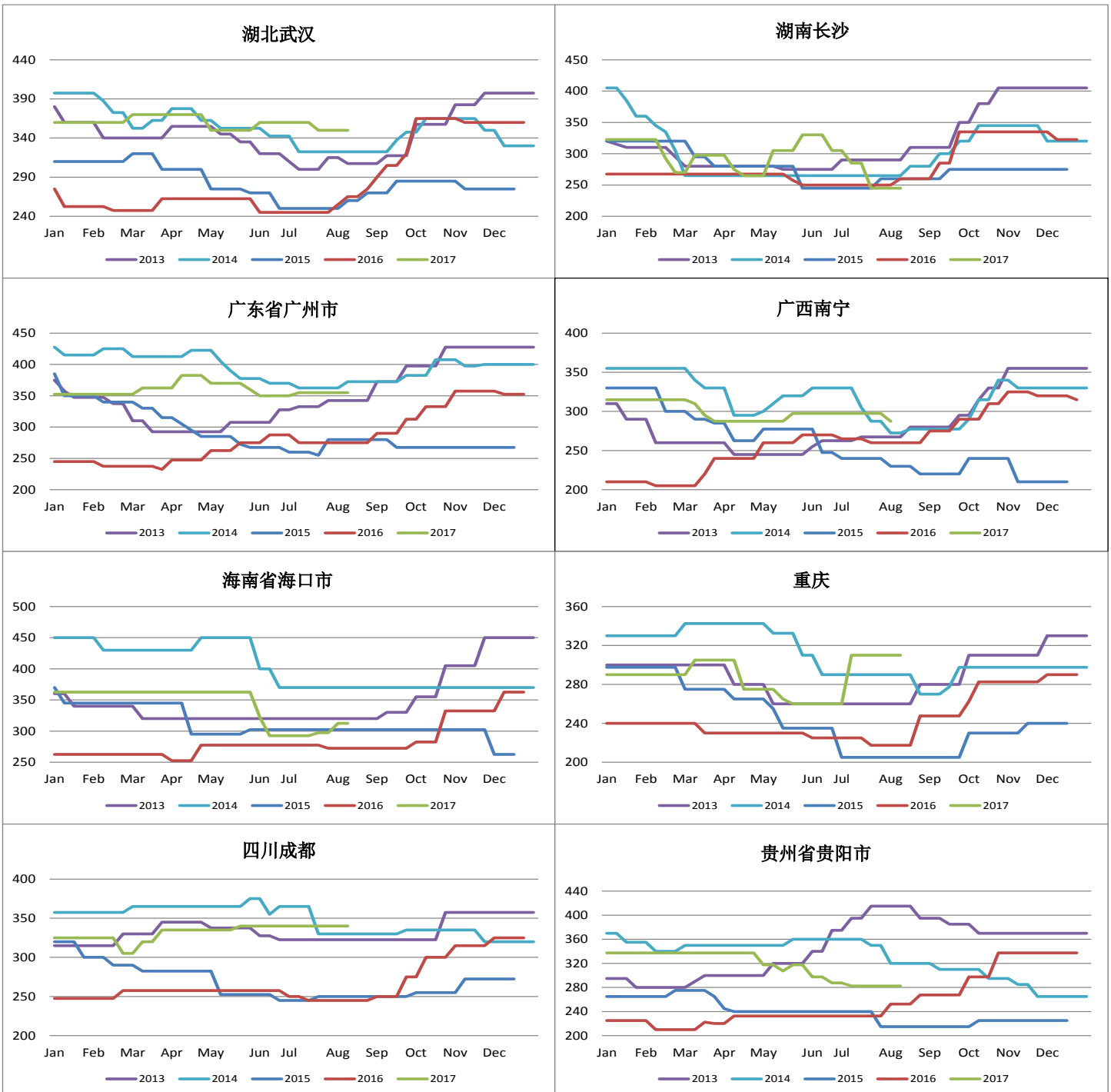
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图3: 主要城市水泥价格 (2)



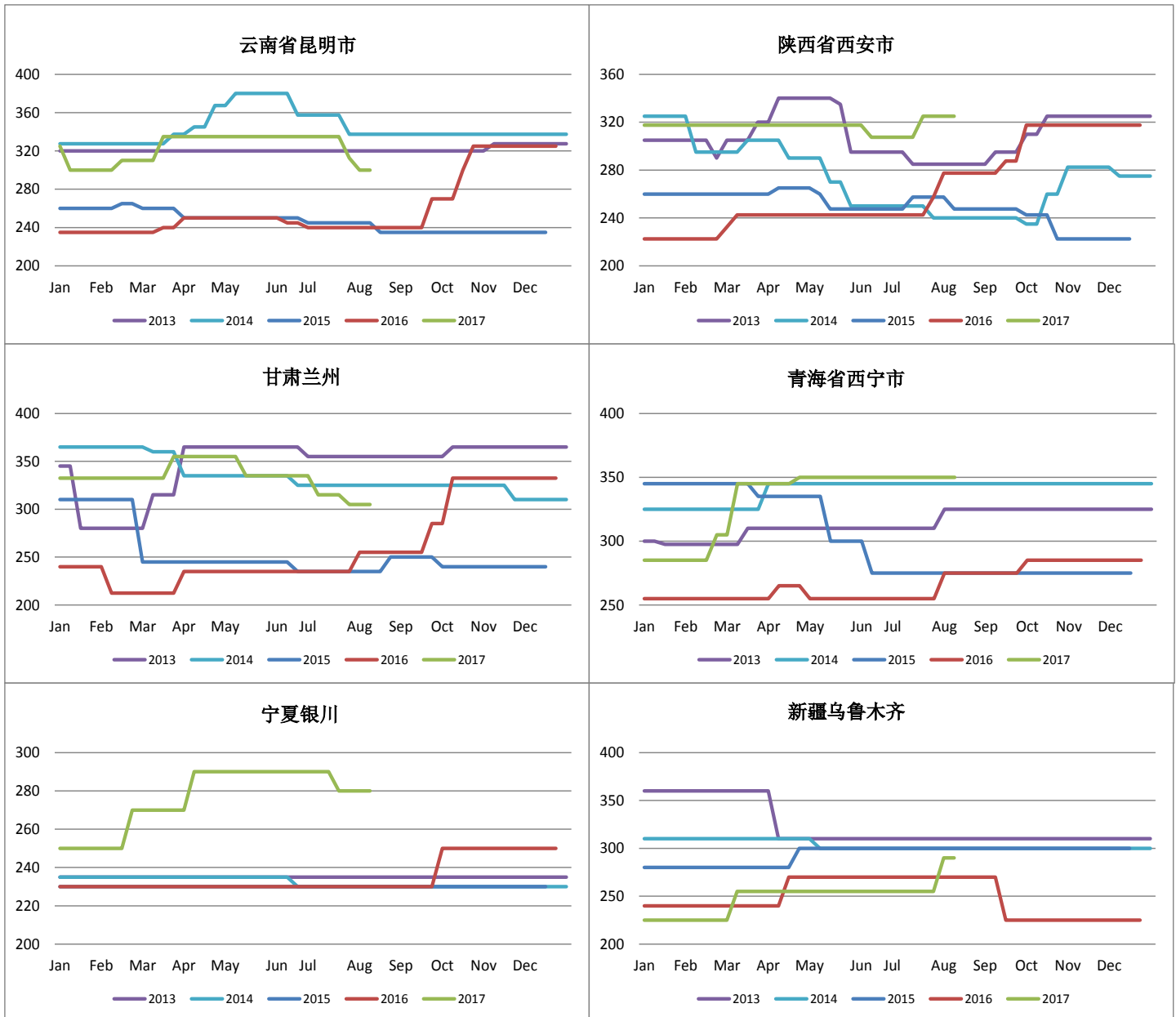
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图4: 主要城市水泥价格 (3)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图5: 主要城市水泥价格 (4)



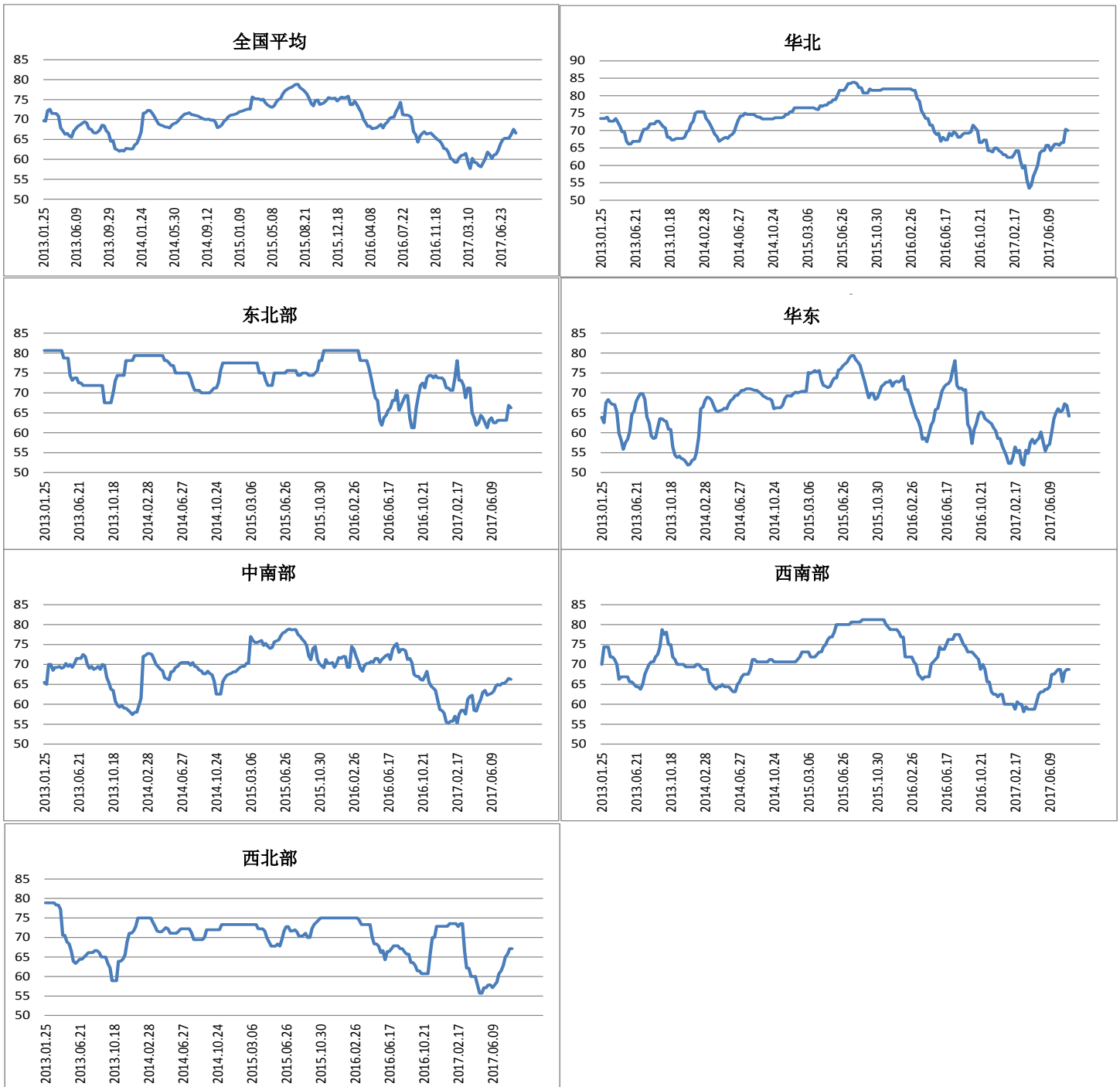
来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图6: 水泥价格 (7月底) (人民币/吨)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图7: 水泥库存水平(%)



来源: 数字水泥网, 中国银河国际证券研究部

图8: 各地区的熟料产能明细(2016)

	安徽海螺 0914.HK	中国建材 3323.HK	华润水泥 1313.HK	山水水泥 0691.HK	金隅股份 2009.HK	台泥国际 1136.HK	亚洲水泥 0743.HK	西部水泥 2233.HK	华新水泥	中材集团
华东										
安徽	36.8%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%
福建	0.0%	0.5%	10.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
江苏	1.9%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%
江西	3.8%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.0%	0.0%	0.0%	2.6%
山东	0.8%	12.0%	0.0%	51.7%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
浙江	1.6%	11.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
上海	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
共计	44.9%	40.2%	10.9%	51.7%	2.2%	8.7%	42.0%	0.0%	0.0%	13.9%
中南部										
广东	7.5%	0.0%	29.1%	0.0%	0.0%	26.6%	0.0%	0.0%	2.4%	7.8%
广西	8.2%	2.1%	39.1%	0.0%	0.0%	16.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
海南	0.0%	0.0%	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
湖南	10.7%	7.5%	0.0%	0.0%	1.5%	5.9%	0.0%	0.0%	11.2%	4.3%
湖北	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.1%	0.0%	38.0%	0.0%
河南	0.0%	5.8%	0.0%	2.6%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%
共计	26.5%	15.4%	73.3%	2.6%	3.1%	48.9%	25.1%	0.0%	53.9%	12.1%
华北										
北京	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天津	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
河北	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	48.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
山西	0.0%	0.8%	7.3%	14.2%	10.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
内蒙古	0.0%	3.4%	0.0%	9.0%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%
共计	0.0%	5.2%	7.3%	23.1%	70.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%
东北部										
黑龙江	0.0%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
吉林	0.0%	2.2%	0.0%	2.1%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
辽宁	0.0%	0.8%	0.0%	17.8%	2.0%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
共计	0.0%	7.3%	0.0%	19.9%	6.6%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
西南部										
重庆	3.2%	3.3%	0.0%	0.0%	5.1%	6.8%	0.0%	0.0%	10.1%	0.0%
四川	4.4%	13.1%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	32.9%	0.0%	12.6%	0.0%
贵州	9.6%	9.2%	2.4%	0.0%	0.0%	12.5%	0.0%	5.1%	4.4%	0.0%
云南	3.0%	6.3%	6.1%	0.0%	0.0%	9.5%	0.0%	0.0%	16.6%	0.0%
西藏	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%
共计	20.2%	32.0%	8.5%	0.0%	5.1%	39.1%	32.9%	5.1%	46.1%	0.0%
西北部										
甘肃	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.7%
陕西	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	0.0%	0.0%	80.3%	0.0%	1.7%
青海	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%
宁夏	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%
新疆	0.4%	0.0%	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	14.6%	0.0%	28.8%
共计	8.4%	0.0%	0.0%	2.6%	12.8%	0.0%	0.0%	94.9%	0.0%	68.8%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

备注: 各公司产能较高的地区以暗红色方格标示。

来源: 数字水泥网, 中国水泥协会, 中国银河国际研究部

图9: 熟料产能份额 (2016)

	安徽海螺 0914.HK	中国建材 3323.HK	华润水泥 1313.HK	山水水泥 0691.HK	金隅股份 2009.HK	台泥国际 1136.HK	亚洲水泥 0743.HK	西部水泥 2233.HK	华新水泥	中材集团
华东										
安徽	53.2%	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%
福建	0.0%	3.0%	13.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
江苏	5.6%	26.5%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%
江西	12.2%	22.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.7%	0.0%	0.0%	3.8%
山东	1.3%	29.1%	0.0%	25.3%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
浙江	4.9%	55.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
上海	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
共计	17.6%	23.8%	1.4%	6.2%	0.4%	0.8%	1.8%	0.0%	0.0%	2.5%
中南部										
广东	15.1%	0.0%	19.1%	0.0%	0.0%	12.4%	0.0%	0.0%	1.6%	7.2%
广西	21.6%	8.4%	33.8%	0.0%	0.0%	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
海南	0.0%	0.0%	23.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
湖南	26.2%	27.6%	0.0%	0.0%	1.9%	3.4%	0.0%	0.0%	9.1%	4.9%
湖北	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	0.0%	37.3%	0.0%
河南	0.0%	16.0%	0.0%	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	0.0%
共计	11.8%	10.3%	10.7%	0.4%	0.7%	5.1%	1.2%	0.0%	8.0%	2.5%
华北										
北京	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天津	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
河北	0.0%	2.8%	0.0%	0.0%	48.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
山西	0.0%	3.7%	7.3%	13.3%	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
内蒙古	0.0%	14.3%	0.0%	7.5%	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%
共计	0.0%	6.3%	1.9%	5.7%	29.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%
东北部										
黑龙江	0.0%	57.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
吉林	0.0%	23.5%	0.0%	4.6%	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
辽宁	0.0%	4.5%	0.0%	19.4%	3.7%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
共计	0.0%	20.7%	0.0%	11.5%	6.5%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
西南部										
重庆	11.2%	17.8%	0.0%	0.0%	9.2%	5.6%	0.0%	0.0%	11.9%	0.0%
四川	7.5%	33.8%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	6.1%	0.0%	7.2%	0.0%
贵州	21.4%	30.7%	1.8%	0.0%	0.0%	6.4%	0.0%	1.1%	3.2%	0.0%
云南	6.5%	20.5%	4.3%	0.0%	0.0%	4.8%	0.0%	0.0%	11.9%	0.0%
西藏	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.5%	0.0%
共计	11.2%	26.7%	1.5%	0.0%	1.4%	5.0%	2.0%	0.3%	8.5%	0.0%
西北部										
甘肃	13.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.3%
陕西	16.2%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	0.0%	0.0%	25.3%	0.0%	2.5%
青海	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.8%
宁夏	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	41.9%
新疆	1.0%	0.0%	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	0.0%	32.1%
共计	7.5%	0.0%	0.0%	0.7%	5.8%	0.0%	0.0%	8.4%	0.0%	28.0%
总额	10.5%	15.9%	3.5%	3.2%	5.4%	2.5%	1.1%	1.1%	3.5%	4.8%

备注: 各省份产能占比最大的公司以较暗的红色方格标示。各地区产能占比最大的公司以红色文字标示。

来源: 数字水泥网, 中国水泥协会, 中国银河国际研究部

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; 601881.CH)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