

海外市场扩张加快 国内整合为主

买入 维持

目标价格：9元

投资要点：

- 前三季度公司营业收入 113 亿元，同比增长 7%；归属上市公司股东净利润 8.1 亿元，同比增长 46%；EPS0.54 元。
- 其中第三季度营业收入 40.6 亿元，同比增长 2%；归属上市公司股东净利润 3.1 亿元，同比增长 54%；EPS0.20 元。

报告摘要：

- 市场结构变化带来盈利提升。**三季度水泥销量预计 1300 万吨左右，与去年同期相比略微增长，水泥整体销售均价变化也不大，营业收入也略微增长，但净利润却增长 54%，主要是海外和鄂东市场盈利大幅提升，但原先盈利较高的西藏受制于电力供应盈利有所下滑。
- 水泥扩张海外为主，国内市场整合为主。**公司未来扩张以海外为主，基建落后竞争较少的中亚地区将是优先考虑对象。塔吉克斯坦水泥生产线投产后效益不错，上半年净利润超亿元，第二条 3000t/d 生产线已经开工建设，预计 2016 年投产。此外上半年收购柬埔寨 CCC 公司 40% 股权成为第一大股东，该生产线 8 月已经点火，预计盈利将高于国内平均水平。而在国内新建水泥生产线难度加大，主要依靠并购为主，近年来区域市场收购频繁，去年又收购了大冶两家水泥企业，进一步提升行业集中度，区域盈利能力提升。
- 其他业务环保和骨料增长较快。**公司近年来业务拓展面较广，其中环保和骨料业务增长较快，但环保业务的推广低于公司规划和预期，主要原因在于垃圾发电对政府资源的争夺，业务推广仍然有待于政府政策推进。而骨料业务处于上升期，上半年同比增加 50%。
- 盈利预测及投资建议。**预计 14-16 年公司净利润分别 14.1、15.5 和 16.9 亿元，EPS 分别为 0.94、1.03 和 1.13 元，维持买入评级。

主要经营指标	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入(百万)	12520.53	15984.36	17,453	18,501	19,613
增长率(%)	-0.93	27.67	9.18	6.01	6.01
归母净利润(百万)	555.66	1180.60	1414	1545	1694
增长率(%)	-48.32	112.47	19.76	9.28	9.61
每股收益	0.59	1.26	0.94	1.03	1.13
市盈率	63.71	29.99	8.01	7.33	6.69

建材研究组

分析师：

王钦(S1180514050004)

电话：021-65051130

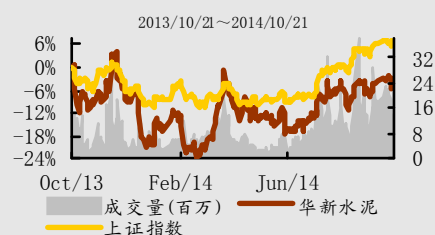
Email: wangqin3@hysec.com

顾益辉(S1180514060001)

电话：021-65051157

Email: guyihui@hysec.com

市场表现



相关研究

《海螺水泥：三季度盈利回落 四季度依然有弹性》

2014/10/21

《铁路投资加码，需求或超预期》

2014/10/20

《供给收缩助涨价 预计仍将上涨》

2014/10/13

《新疆景气望回升 华东如期大涨价》

2014/9/29

《建材需求弱增长 水泥玻璃齐涨价》

2014/9/15

《供给收缩推涨价 需求平稳搭平台》

2014/9/9

《水泥价格初上涨 五朵金花齐绽放》

2014/9/1

《冀东水泥：东北西北盈利回落 华北亏损收窄》

2014/8/26

《水泥运行趋稳，玻璃价格迎来反弹》

利润表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	15,984	17,453	18,501	19,613
减：营业成本	11,520	12,444	13,114	13,822
营业税金及附加	221	237	253	268
销售费用	1,107	1,155	1,245	1,319
管理费用	933	981	1,058	1,119
财务费用	603	571	557	576
资产减值损失	13	20	20	20
加：投资收益	10	0	0	0
二、营业利润	1,597	2,044	2,253	2,488
加：营业外收支净额	188	200	200	200
三、利润总额	1,785	2,244	2,453	2,688
减：所得税费用	390	539	589	645
四、净利润	1,395	1,706	1,864	2,043
归属于母公司的利润	1,181	1,414	1,545	1,694
五、基本每股收益（元）	1.26	0.94	1.03	1.13

主要财务指标

项目	2013	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	5.7	5.2	4.8	4.3
成长能力：				
营业收入同比	27.7%	9.2%	6.0%	6.0%
营业利润同比	120.8%	28.0%	10.2%	10.5%
净利润同比	112.5%	19.8%	9.3%	9.6%
营运能力：				
应收账款周转率	18.2	17.8	17.3	17.2
应付账款周转率	4.1	3.9	3.8	3.8
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
盈利能力与收益质量：				
毛利率	27.9%	28.7%	29.1%	29.5%
净利率	7.4%	8.1%	8.4%	8.6%
ROE (%)	13.5%	14.2%	13.4%	12.8%
ROIC (%)	9.6%	10.5%	10.8%	11.4%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.2
资产负债率	61.6%	59.3%	56.9%	54.5%
净负债比率 (%)	41.8%	44.2%	45.4%	46.6%
每股指标（元）				
每股收益	0.79	0.94	1.03	1.13
每股经营现金流量	2.01	2.20	2.55	2.76
每股净资产	5.84	6.66	7.69	8.83

资产负债表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,215	3,637	5,294	7,242
应收票据	8,169	9,709	10,986	12,113
应收账款	908	1,010	1,084	1,139
预付账款	228	184	207	223
其他应收款	217	286	306	314
存货	954	1,155	1,179	1,240
其他流动资产	(6,307)	(7,990)	(9,148)	(10,131)
流动资产合计	6,384	7,992	9,907	12,140
长期股权投资	308	339	339	339
固定资产	14,527	16,074	17,073	17,724
在建工程	2,395	1,197	599	299
无形资产	2,012	2,128	2,242	2,362
其他非流动资产	199	408	712	892
非流动资产合计	19,440	20,146	20,964	21,616
资产总计	25,825	28,137	30,872	33,756
短期借款	2,319	1,100	1,200	1,300
应付票据	14	24	28	28
应付账款	3,070	3,325	3,506	3,692
预收账款	986	1,052	1,184	1,332
其他应付款	3,831	4,155	4,174	4,110
应交税费	904	1,316	1,296	1,237
其他流动负债	(2,068)	(1,732)	(1,775)	(1,749)
流动负债合计	9,056	9,240	9,612	9,952
长期借款	2,777	3,277	3,777	4,277
其他非流动负债	4,072	4,180	4,178	4,180
非流动负债合计	6,849	7,458	7,955	8,457
负债合计	15,906	16,697	17,568	18,409
股本	935	1,496	1,496	1,496
资本公积	3,081	2,520	2,520	2,520
留存收益	4,726	5,953	7,498	9,192
少数股东权益	1,179	1,470	1,789	2,139
所有者权益合计	9,921	11,440	13,304	15,347
负债和股东权益合计	25,825	28,137	30,872	33,756

现金流量表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	3,006	3,297	3,816	4,135
投资活动现金流量	(2,300)	(1,960)	(2,204)	(2,210)
筹资活动现金流量	(1,334)	85	45	23
现金及等价物净增加	(634)	1,423	1,657	1,948

作者简介:

王钦: 宏源证券研究所建材行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 4 年建筑建材行业经验, 4 年证券行业研究经验, 曾任职于中投证券、民生证券, 2014 年加盟宏源证券研究所。

顾益辉: 宏源证券研究所建材行业研究员, 美国波士顿布兰代斯大学金融学硕士, 4 年证券行业研究经验, 曾经供职于华泰联合证券, 2014 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。