

证券研究报告—动态报告

建材

水泥 II

海螺水泥 (600585)

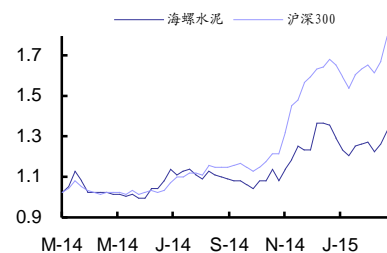
买入

2014 年年报点评

(维持评级)

2015 年 03 月 24 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	5,299/4,000
总市值/流通 (百万元)	117,433/88,633
上证综指/深圳成指	3,688/12,780
12 个月最高/最低元)	23.10/15.05

相关研究报告:

- 《海螺水泥-600585-2012 年三季报点评: 盈利探底, 于 9 月份逐步企稳回升》——2012-10-25
- 《海螺水泥-600585-2012 年中报报点评: 盈利进一步探底, 或将企稳回升》——2012-08-15
- 《海螺水泥-600585-2012 年 1 季报报点评: 盈利触底, 或将企稳回升》——2012-04-20
- 《海螺水泥-600585-2011 年年报点评: 需求疲软影响逐步显现》——2012-03-27
- 《海螺水泥-600585-三季度业绩仍维持增长》——2011-10-25

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685  
E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 刘宏

电话: 0755-22940109  
E-MAIL: liuhong@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514010002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

长期发展值得期待

● 全年净利润同增 17.19%, EPS 2.07, 拟 10 派 6.5 元 (含税)

14 年全年海螺实现营业收入 607 亿元, 同增 9.95%, 实现利润总额 149 亿元, 同增 17.83%, 实现归属于上市公司股东的净利润 109.9 亿元, 同增 17.19%, EPS 2.07 元/股, 基本符合我们预期。四季度单季因受水泥市场整体颓势以及去年四季度高基数影响, 单季度归母净利润同比下降 29.4%, 预计单季业绩同降幅度从 15 年二季度开始逐步改善。分红预案拟 10 派 6.5 元 (含税)

● 销量同增 9.29%, 盈利水平提升, 费用率下降

14 年公司水泥和熟料合计净销量为 2.49 亿吨, 同比增长 9.29%; 受益于煤炭价格下跌、煤炭和电力消耗等主要指标进一步优化, 吨成本为下降至 154.73 元/吨, 同比下降 3.4 元/吨, 降幅为 2.15%; 受销量增长、经营规模扩大以及管理水平提升的影响, 三项费用合计占主营业务收入的比重为 10.73%, 较去年同期下降了 0.43 个百分点。

● 资产负债结构进一步改善, 财务稳健

报告期公司资产同增 9.84%; 负债同减 4.92%, 资产负债率 31.92%, 较上年末下降了 4.96 个百分点; BPS 12.5 元, 较上年末增加 1.91 元/股; 受货币资金增加和有息负债减少等影响, 净负债率仅为 11%, 较去年同期下降 16 个百分点。

● 15 年稳增可期

预计 15 年将新增熟料产能约 1150 万吨, 水泥产能约 2080 万吨, 计划全年水泥和熟料净销量同比增长 3000 万吨左右, 在国际化发展方面, 公司将积极推进印尼孔雀港粉磨站、马诺斯、西巴布亚、缅甸皎施等水泥项目建设, 以及老挝、柬埔寨等项目的前期工作; 15 年全年业绩稳定增长可期。

● 长期发展值得期待, 维持“买入”评级

海螺是中国水泥行业当之无愧的龙头企业, 目前经营已逐步走向国门, 输出产能, 未来有望成长为国际化的水泥巨头。14 年末, 公司股东持股改革之后, 国资委的束缚力减弱, 这将使得未来公司在经营与资本相结合的发展策略上可采取更加灵活的手段, 长期发展值得期待。我们预测 15/16/17 年 EPS 分别为 2.34/2.60/2.94 元/股, 对应 PE 分别为 9.5/8.5/7.5x。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	55,262	60,759	68,657	76,896	86,662
(+/-%)	20.7%	9.9%	13.0%	12.0%	12.7%
净利润(百万元)	9,380	10,993	12,378	13,787	15,606
(+/-%)	48.7%	17.2%	12.6%	11.4%	13.2%
摊薄每股收益 (元)	1.77	2.07	2.34	2.60	2.94
EBIT Margin	24.6%	25.7%	23.5%	23.7%	23.7%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	16.6%	16.5%	16.3%	16.3%
市盈率 (PE)	12.5	10.7	9.5	8.5	7.5
EV/EBITDA	8.8	7.7	7.2	6.4	5.7
市净率 (PB)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	14152	21467	29527	37749
应收款项	4760	7629	7285	8920
存货净额	4376	4770	5055	5428
其他流动资产	1789	2056	2303	2595
<b>流动资产合计</b>	<b>25097</b>	<b>35943</b>	<b>44190</b>	<b>54713</b>
固定资产	62643	59613	61752	63537
无形资产及其他	6722	6386	6049	5713
投资性房地产	5148	5148	5148	5148
长期股权投资	2644	2644	2644	2644
	<b>10225</b>	<b>10973</b>	<b>11978</b>	<b>13175</b>
<b>资产总计</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
短期借款及交易性金融负债	2329	2658	2658	2658
应付款项	4025	4670	5209	5888
其他流动负债	8043	9337	10302	11706
<b>流动负债合计</b>	<b>14397</b>	<b>16664</b>	<b>18168</b>	<b>20251</b>
长期借款及应付债券	17587	13855	12228	10601
其他长期负债	658	658	658	658
<b>长期负债合计</b>	<b>18245</b>	<b>14513</b>	<b>12886</b>	<b>11259</b>
<b>负债合计</b>	<b>32642</b>	<b>31177</b>	<b>31054</b>	<b>31510</b>
少数股东权益	3395	3675	4197	4788
股东权益	66217	74881	84532	95457
	<b>10225</b>	<b>10973</b>	<b>11978</b>	<b>13175</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	2.07	2.34	2.60	2.94
每股红利	0.10	0.70	0.78	0.88
每股净资产	12.50	14.13	15.95	18.01
ROIC	14%	15%	17%	19%
ROE	17%	17%	16%	16%
毛利率	34%	33%	34%	33%
EBIT Margin	24%	23%	24%	24%
EBITDA Margin	30%	30%	30%	30%
收入增长	10%	13%	12%	13%
净利润增长率	17%	13%	11%	13%
资产负债率	35%	32%	29%	28%
息率	3%	3%	4%	4%
P/E	10.7	9.5	8.5	7.5
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.2	7.2	6.4	5.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>60759</b>	<b>68657</b>	<b>76896</b>	<b>86662</b>
营业成本	40264	45745	51096	57663
营业税金及附加	340	376	426	478
销售费用	2937	3327	3722	4197
管理费用	2680	3093	3431	3820
财务费用	714	659	518	330
投资收益	(21)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	22	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	13823	15457	17703	20174
营业外净收支	1059	974	974	974
<b>利润总额</b>	<b>14883</b>	<b>16431</b>	<b>18677</b>	<b>21148</b>
所得税费用	3295	3653	4144	4697
少数股东损益	595	400	746	845
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10993</b>	<b>12378</b>	<b>13787</b>	<b>15606</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>10993</b>	<b>12378</b>	<b>13787</b>	<b>15606</b>
资产减值准备	(161)	6189	320	235
折旧摊销	3828	4444	4998	5510
公允价值变动损失	(22)	0	0	0
财务费用	714	659	518	330
营运资本变动	1103	4597	1638	17
其它	581	(5909)	202	356
<b>经营活动现金流</b>	<b>16322</b>	<b>21699</b>	<b>20945</b>	<b>21725</b>
资本开支	(9473)	(7268)	(7121)	(7194)
其它投资现金流	21	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9725)</b>	<b>(7268)</b>	<b>(7121)</b>	<b>(7194)</b>
权益性融资	90	0	0	0
负债净变化	(1627)	(3732)	(1627)	(1627)
支付股利、利息	(3234)	(3713)	(4136)	(4682)
其它融资现金流	5931	328	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3701)</b>	<b>(7117)</b>	<b>(5763)</b>	<b>(6309)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>2896</b>	<b>7315</b>	<b>8061</b>	<b>8222</b>
货币资金的期初余额	11256	14152	21467	29527
货币资金的期末余额	14152	21467	29527	37749
企业自由现金流	6776	14307	13693	14284
权益自由现金流	11080	10391	11663	12400

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郦彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
贺平鸽	0755-82133396	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐强	010-88005329
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘宏	0755-22940109
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>汽车及配件</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
<b>农林牧渔</b>		<b>轻工造纸</b>			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		黄志文	0755-82133928		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 18516250266	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	82130833-701503 18682071096
						xiaxue@guosen.com	
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				