

2015年03月24日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元) 30/37.8

公司基本资讯

产业别	建筑材料		
A 股价(2015/3/24)	21.57		
上证综指(2015/3/24)	3691.95		
股价 12 个月高/低	22.69/15.64		
总发行股数(百万)	5299.30		
A 股数(百万)	3999.70		
A 市值(亿元)	1143.06		
主要股东	安徽海螺集团有限责任公司 (36.78%)		
每股净值(元)	12.50		
股价/账面净值	1.73		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	7.6	9.3	38.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-12-31	22.08	买入
2014-10-21	16.93	买入

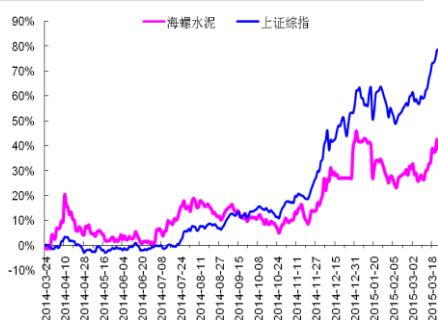
产品组合

42.5 级水泥	57.4%
32.5 级水泥	29.5%
熟料	12.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.4%
一般法人	56.0%

股价相对大盘走势



海螺水泥(600585.SH/0914.HK) Buy 买入/ Buy 买入

2014 年净利润同比增长 17%，符合预期

结论与建议:

- 公司业绩:** 公司2014年实现营业收入608亿元, 同比增长10.0%; 实现净利润110亿元, 同比增长17.2%, EPS为2.07元。公司业绩符合预期。公司拟每10股派发现金红利6.5元(含税)。分季度来看, 公司4Q实现营业收入170.8亿, 同比下降6.4%, 实现净利润28.2亿元, 同比下降29.4%。公司4Q营收净利润的下降主要是由于2013年同期基期较高。
- 全年吨毛利提升, 吨费用下降:** 公司2014年共销售水泥熟料2.49亿吨, YOY+9.29%, 好于全国YOY+1.8%的水平。其中4Q销售水泥熟料共7000万吨, YOY+2.2%。公司2014年四个季度吨毛利分别为: Q1为94元/吨, Q2为88元/吨, Q3为68元/吨, Q4为82元/吨。由于水泥需求疲软, 全年吨毛利呈下降趋势。但由于2013年上半年吨毛利处于低位(Q1为54元/吨, Q2为71元/吨, Q3为75元/吨, Q4为104元/吨), 所以从整体来看, 公司2014年全年吨毛利为82元/吨, 仍较2013年小幅提升2.3元/吨。另外, 由于公司有息借款减少, 财务费用率降低, 吨费用也下降了1.1元, 使得公司全年吨净利的得到了3元左右的提升。
- Q1业绩预计将同比下降, 但全年业绩预计仍将维持正增长:** 由于2014年初的水泥价格仍维持在高位, 目前来看, 公司水泥主要销售区域华东和华南的水泥价格分别同比下跌了20%和17%, 水泥市场启动也较为疲弱, 我们预计公司2015年Q1的业绩将是负增长。但是基于2015年铁路、公路、基建以及保障房投资的增长, 我们认为全年水泥的需求量仍将会稳定增加。而从供给端来看, 国家对于新增产能的控制以及落后产能的淘汰, 新增产能将会继续减少。另外, 随着《水泥工业大气污染物排放标准》的正式实施、复合32.5水泥品种的取消, 将加速缺乏竞争力的小水泥企业退出市场, 行业兼并重组步伐将会进一步加快。未来, 行业集中度将会继续提升, 供求关系也将得到改善。公司计划2015年资本开支为90亿元, 与2014年相当, 公司将通过兼并收购以及海外新建等方式扩充产能, 预计全年将新增水泥产能约8%。我们预计公司全年水泥熟料销量将会增长12%。
- 盈利预测:** 我们预计公司2015、2016年的净利润分别为122亿元和138亿, YOY分别增长11%和13%, EPS分别为2.3元和2.6元, 目前A股股价对应PE分别为9.6倍和8.5倍, H股对应PE分别为9.7倍和8.5倍, 估值较低, 对A股和H股继续给予买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015 F	2016 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10882	9380	10993	12184	13776
同比增减	%	-6.11%	-13.80%	17.19%	10.83%	13.07%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.053	1.770	2.074	2.297	2.597
同比增减	%	-6.11%	-13.80%	17.19%	10.75%	13.05%
A 股市盈率(P/E)	X	10.8	12.5	10.7	9.6	8.5
H 股市盈率(P/E)		10.8	12.5	10.7	9.7	8.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.35	0.65	0.65	0.65
股息率 (Yield)	%	1.13%	1.58%	2.93%	2.93%	2.93%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015 F	2016 F
营业收入	57986	55262	60759	67518	76295
经营成本	57986	55262	60759	67518	76295
营业税金及附加	44229	43524	46935	52026	58464
销售费用	37722	37018	40264	44640	50128
管理费用	309	297	340	371	420
财务费用	2688	2685	2937	3241	3662
资产减值损失	2460	2396	2680	2971	3357
投资收益	16	-3	-21	-15	-15
营业利润	13776	11743	13823	15492	17816
营业外收入	926	914	1074	1000	1000
营业外支出	26	25	15	15	15
利润总额	14677	12631	14883	16477	18801
所得税	3277	2820	3295	3625	4193
少数股东损益	518	431	595	668	833
归属于母公司所有者的净利润	10882	9380	10993	12184	13776

附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015 F	2016 F
货币资金	8234	11256	14152	16323	17850
应收账款	230	359	333	350	350
存货	4039	3693	4376	15333	30843
流动资产合计	23129	24624	25097	38711	55603
长期股权投资	2117	2372	2644	2900	3000
固定资产	49296	51527	57251	57832	57000
在建工程	2395	3137	3975	3663	3600
非流动资产合计	64394	68470	77156	77443	75829
资产总计	87524	93094	102253	116154	131432
流动负债合计	14521	14545	14397	15172	18140
非流动负债合计	21826	19784	18245	21966	23115
负债合计	36347	34329	32642	37138	41255
少数股东权益	2275	2647	3395	4063	4896
股东权益合计	51176	58765	69611	79016	90177
负债及股东权益合计	87524	93094	102253	116154	131432

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	11,508.64	15199	17654	20809	21870
投资活动产生的现金流量净额	-8470	-12476	-4851	-8323	-9750
筹资活动产生的现金流量净额	-2671	-4289	-6786	-8675	-10593
现金及现金等价物净增加额	364	-1592	5993	3811	1527

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。