

建材:海螺水泥 (600585) 年报点评

2015年03月25日

巨人前行的步伐不蹒跚

事件

报告期公司完成营业收入 607.6 亿元，同比增 9.9%；归属于上市公司股东的净利润为 109.93 亿元，同比增 17.19%；EPS 为 2.07 元，拟每 10 股派发现金红利 6.5 元（含税）。

点评

并购和海外布局加速，产能继续扩张。报告期公司收购了湖南云峰等 5 家企业，印尼南加海螺一期 3200t/d 熟料生产线建成投产。截至 2014 年底，公司熟料产能达 2.12 亿吨（+13.1%）、水泥产能达 2.64 亿吨（+16.3%）。报告期公司生产熟料 1.97 亿吨，同比增长 11%；生产水泥 2.19 亿吨，同比增长 18%。

西部和南部市场收入贡献增多。西部及南部贡献收入报告期公司水泥和熟料合计净销量为 2.49 亿吨，同比增长 9.29%，实现收入 607.6 亿元，同比增 9.9%。分区域看，西部地区受新增产能释放和并购影响，是销量增长最快的区域（+29.29%），南部地区受益区域价格上涨（价格上涨 7.13%），是销售收入增长最快的地区（+25.11%）。受此影响，南部和西部市场的销售收入分别提高 2.4 和 2.54 个百分点。

成本控制优良，盈利能力提升。报告期尽管公司产品综合售价同比下降 2 元/吨，但受益于煤炭价格下行，产品单位成本下降 3 元/吨。另外，骨料及石子方面毛利率为 51.16%，提高 21.18 个百分点。受此影响，公司产品综合毛利率为 34.50%，同比上升 1.08 个百分点。实现净利润 109.9 亿元，同比增长 17.19%。

战略领先，海外扩张沐“一带一路”春风。公司积极实施走出战略，率先布局东南亚市场，和国家大力推进的“海上丝绸之路”战略高度契合。公司在印尼南加一期 3200t/d 熟料生产线投产，南加二期，缅甸，老挝，柬埔寨等东南亚国家的多个项目积极推进。东南亚市场价格显著高于国内，公司在当地竞争优势明显，将受益于国家“海上丝绸之路战略”实施，公司成长空间将进一步打开。

投资策略

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 2.26 元，2.53 元和 2.68 元。以目前价格计，对应 PE 分别为 9.5，8.5 和 8 倍，考虑国企改革的实施带来的红利释放，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示

1、煤炭价格大幅上涨 2、固定资产投资持续下滑

强烈推荐（维持）

市场表现 截至 2015.03.25



市场数据 2015-03-25

A 股收盘价 (元)	21.48
一年内最高价 (元)	23.10
一年内最低价 (元)	15.33
上证指数	3,660.73
市净率	1.7
总股本 (万股)	529,930
实际流通 A 股 (万股)	399,970
限售流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	859.14

分析师: 贺众营

执业证书号: S1490514050001

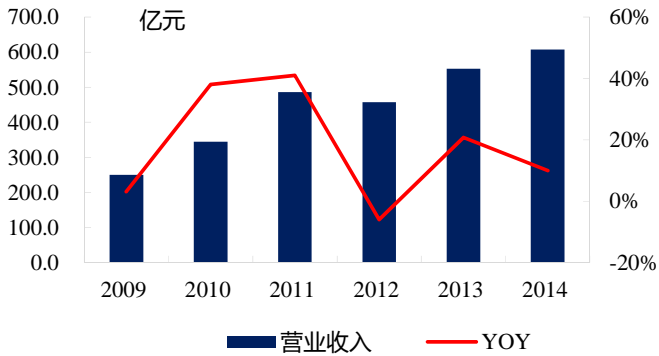
电话: 010-58566805

邮箱: hezhongying@hrsec.com.cn

证券研究报告

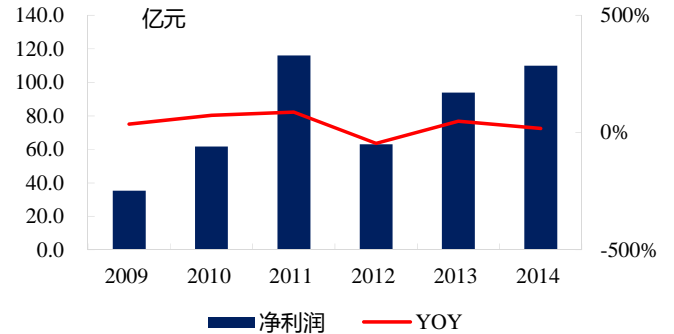
会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	55,261.7	60,758.5	67,320.4	73,917.8	80,200.8
同比增长(+/-%)	20.7%	9.9%	10.8%	9.8%	8.5%
归属净利润（百万元）	9,811.5	11,587.6	12,554.0	13,952.8	14,779.4
同比增长(+/-%)	51.8%	18.1%	8.3%	11.1%	5.9%
每股收益（元）	1.77	2.07	2.26	2.53	2.68
PE	12.14	10.35	9.49	8.50	8.02
PB	2.03	1.72	1.53	1.36	1.22

图表 1: 2014 年公司营业收入增长 9.9%



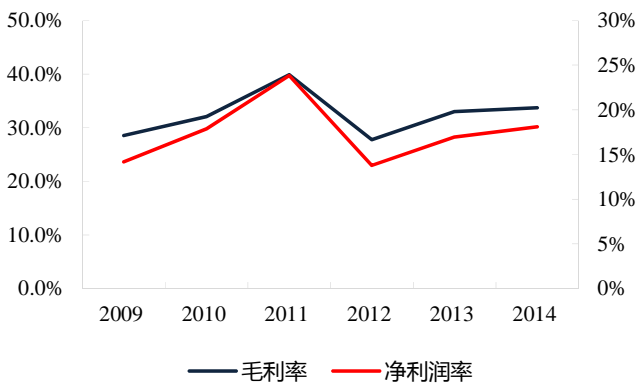
数据来源: Wind、华融证券

图表 2: 2014 年公司净利润增长 17.19%



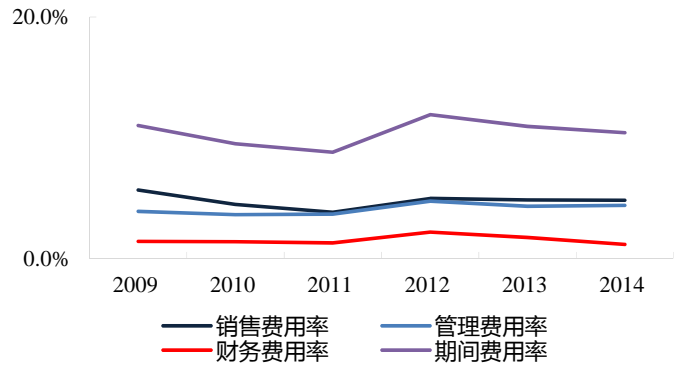
数据来源: Wind、华融证券

图表 3: 2014 年公司毛利率同比提高 0.7 个百分点



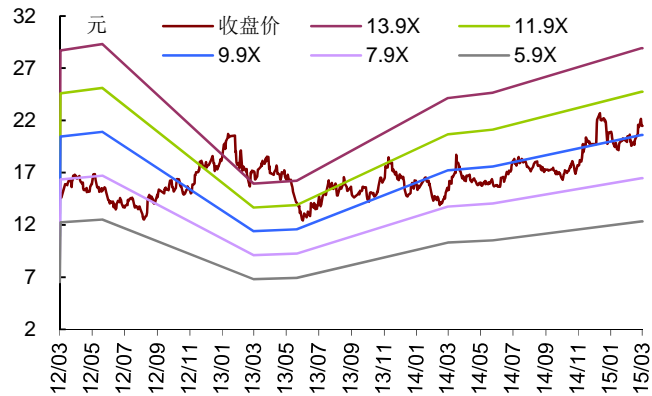
数据来源: Wind、华融证券

图表 4: 2014 年公司期间费用率同比下降 0.5 个百分点



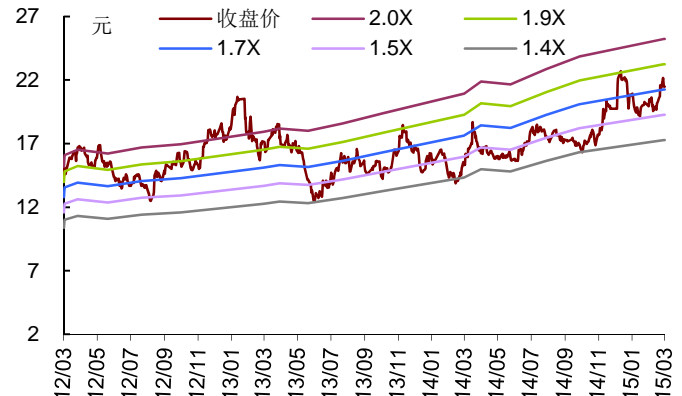
数据来源: Wind、华融证券

图表 5: 公司 PE-BAND



数据来源: Wind、华融证券

图表 6: 公司 PB-BAND



数据来源: Wind、华融证券

附表：
资产负债表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	24,624.4	25,097.1	37,300.8	48,488.2	60,856.5
现金	11,255.9	14,151.6	19,652.6	29,797.8	41,639.9
交易性投资	41.0	20.3	20.3	20.3	20.3
应收票据	7,185.9	3,908.9	8,751.7	9,292.8	9,024.4
应收款项	358.9	333.2	465.0	442.3	498.5
其他应收款	407.6	517.9	888.8	990.5	1,062.6
存货	3,692.7	4,376.0	5,375.6	5,496.5	5,908.9
其他	1,682.5	1,789.1	2,146.8	2,447.9	2,701.8
非流动资产	68,470.1	77,156.0	76,977.3	76,502.9	75,688.3
长期股权投资	2,371.9	2,644.1	2,916.4	3,188.6	3,460.9
固定资产	51,527.4	57,250.5	56,989.1	53,446.4	51,077.4
无形资产	6,048.1	6,721.6	6,581.4	6,445.1	6,312.6
其他	8,522.7	10,539.8	10,490.4	13,422.8	14,837.4
资产总计	93,094.5	102,253.1	114,278.1	124,991.1	136,544.8
流动负债	14,545.3	14,397.0	17,763.5	18,357.0	19,230.5
短期负债	471.9	272.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	3,852.5	4,024.9	5,954.2	6,000.6	6,161.0
预收账款	1,261.0	1,092.8	1,360.9	1,525.6	1,637.3
其他	8,959.9	9,006.9	10,448.4	10,830.7	11,432.1
长期负债	19,784.0	18,244.8	18,343.2	18,497.8	18,616.3
长期借款	3,731.8	2,104.5	2,104.5	2,104.5	2,104.5
其他	16,052.2	16,140.3	16,238.7	16,393.3	16,511.8
负债合计	34,329.3	32,641.9	36,106.7	36,854.8	37,846.7
股本	5,299.3	5,299.3	5,299.3	5,299.3	5,299.3
资本公积金	10,273.4	10,686.6	10,686.6	10,686.6	10,686.6
留存收益	40,573.2	49,711.4	58,103.8	67,480.0	77,411.8
少数股东权益	2,647.2	3,394.6	3,959.6	4,517.7	5,108.8
母公司所有者权益	56,118.0	66,216.6	74,211.8	83,618.6	93,589.2
负债及权益合计	93,094.5	102,253.1	114,278.1	124,991.1	136,544.8

现金流量表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	15,037.9	17,668.2	15,714.3	19,583.0	21,182.1
净利润	9,811.5	11,587.6	12,554.0	13,952.8	14,779.4
折旧摊销	3,574.1	3,827.8	4,667.3	4,710.7	4,819.7
财务费用	968.6	696.4	1,374.0	1,167.9	992.7
投资收益	3.3	25.4	-39.5	-9.4	-5.6
营运资金变动	748.5	1,607.0	-3,092.2	-440.4	328.5
其他	-68.0	-76.0	250.6	201.3	267.5
投资活动现金流	-12,476.3	-4,851.1	-4,368.9	-4,134.1	-3,945.7
资本支出	-12,587.7	-3,337.5	-2,384.0	-2,084.0	-2,084.0
其他投资	111.4	-1,513.6	-1,984.9	-2,050.1	-1,861.7
筹资活动现金流	-3,687.0	-2,239.3	-5,844.4	-5,303.7	-5,394.3
借款变动	-2,404.0	-1,826.8	-272.4	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-867.6	413.3	0.0	0.0	0.0
股利分配	-1,324.8	-1,854.8	-3,596.7	-4,018.4	-4,256.5
其他	909.4	1,029.0	-1,975.3	-1,285.3	-1,137.8

利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	55,261.7	60,758.5	67,320.4	73,917.8	80,200.8
营业成本	37,018.1	40,264.3	44,768.1	48,785.8	53,574.2
营业税金及附加	296.8	340.0	336.6	443.5	401.0
营业费用	2,684.5	2,936.8	3,029.4	3,400.2	3,769.4
管理费用	2,395.8	2,679.9	2,692.8	3,326.3	3,528.8
财务费用	968.5	714.5	1,374.0	1,167.9	992.7
资产减值损失	160.7	-0.6	12.4	-31.1	-10.7
公允价值变动净收益	8.0	21.3	4.3	9.1	10.7
投资收益	-2.6	-21.4	27.2	1.8	1.8
营业利润	11,742.7	13,823.5	15,138.5	16,836.1	17,957.9
营业外收入	913.8	1,074.3	1,028.0	1,005.4	1,035.9
营业外支出	25.3	14.9	18.8	20.7	19.9
利润总额	12,631.3	14,882.8	16,147.7	17,820.7	18,973.8
所得税	2,819.8	3,295.2	3,593.7	3,868.0	4,194.4
净利润	9,811.5	11,587.6	12,554.0	13,952.8	14,779.4
少数股东权益	431.3	594.6	564.9	558.1	591.2
归属母公司所有者净利润	9,380.2	10,993.0	11,989.1	13,394.7	14,188.2
EPS (元)	1.77	2.07	2.26	2.53	2.68

主要财务比率

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
同比增长率					
营业收入	20.7%	9.9%	10.8%	9.8%	8.5%
营业利润	67.4%	17.7%	9.5%	11.2%	6.7%
净利润	51.8%	18.1%	8.3%	11.1%	5.9%
盈利能力					
毛利率	33.0%	33.7%	33.5%	34.0%	33.2%
净利率	17.8%	19.1%	18.6%	18.9%	18.4%
ROE	16.7%	16.6%	16.2%	16.0%	15.2%
ROIC	16.8%	17.4%	17.9%	17.6%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	31.9%	31.6%	29.5%	27.7%
流动比率	1.69	1.74	2.10	2.64	3.16
速动比率	1.38	1.36	1.72	2.26	2.77
营运能力					
资产周转率	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59
存货周转率	10.02	9.20	8.33	8.88	9.07
应收账款周转率	7.32	14.32	7.30	7.59	8.42
每股资料 (元)					
每股收益	1.77	2.07	2.26	2.53	2.68
每股经营现金	2.87	3.33	2.97	3.70	4.00
每股净资产	10.59	12.50	14.00	15.78	17.66
每股股利	0.25	0.35	0.68	0.69	0.67
估值比率					
PE	12.14	10.35	9.49	8.50	8.02
PB	2.03	1.72	1.53	1.36	1.22

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

贺众营, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真: 010-58568159

网址: www.hrsec.com.cn