

# 产能内整外拓发展路径清晰，水泥龙头国企改革欲上层楼

## ——海螺水泥（600585）2014 年年报点评

2015 年 3 月 24 日

推荐/维持

海螺水泥

财报点评

赵军胜 建筑建材行业分析师

zhaojs@dxzq.net.cn 010-66554088

执业证书编号：S1480512070003

### 事件：

2014 年公司年报显示，公司全年实现营业收入 607.59 亿元，同比增长 9.95%；营业利润为 138.24 亿元，同比增长 17.72%；归属于母公司所有者的净利润为 109.93 亿元，同比增长 17.19%。每股收益为 2.07 元，每 10 股送 6.5 元（含税）。

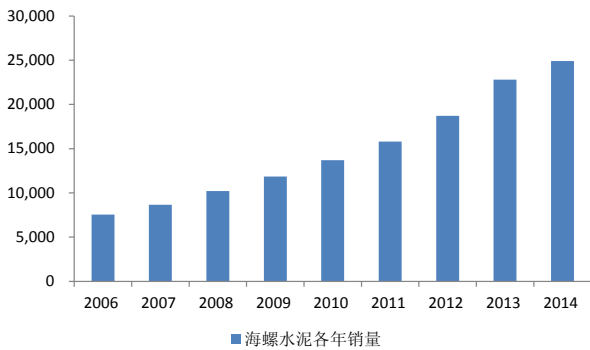
### 公司单季度财务指标评论：

指标	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
营业收入（百万元）	9905.80	13681.29	13420.93	18253.66	12629.63	16154.85	14890.06	17083.96
增长率（%）	11.81%	16.94%	14.83%	35.02%	27.50%	18.08%	10.95%	-6.41%
毛利率（%）	25.02%	30.59%	33.16%	39.06%	35.61%	35.99%	29.86%	33.57%
期间费用率（%）	13.27%	10.44%	10.54%	10.37%	10.32%	9.08%	9.87%	12.24%
营业利润率（%）	11.23%	18.44%	22.18%	28.11%	24.91%	26.12%	19.58%	20.74%
净利润（百万元）	1000.55	2169.42	2471.30	4170.18	2588.86	3554.07	2525.32	2919.34
增长率（%）	-20.74%	27.03%	136.94%	70.28%	158.74%	63.83%	2.19%	-29.99%
每股盈利（季度，元）	0.183	0.394	0.439	0.754	0.467	0.632	0.444	0.532
资产负债率（%）	40.17%	39.23%	38.24%	36.88%	34.83%	33.87%	32.65%	31.92%
净资产收益率（%）	1.93%	4.16%	4.53%	7.10%	4.20%	5.60%	3.83%	4.19%
总资产收益率（%）	1.15%	2.53%	2.80%	4.48%	2.74%	3.71%	2.58%	2.86%

- **量价微升、成本和费用率下降提升公司业绩。** 2014 年公司水泥和熟料销量为 2.49 亿吨，同比增长 9.24%；综合价格为 244 元/吨，同比微涨 0.67%，使得营业收入增长 9.95%。由于煤炭价格的下降等因素使得公司 2014 年吨成本继续略有下降，同比降 0.66 元/吨。在综合价格微升和吨成本微降的带动下，吨毛利同比提升 2.29 元。同时在财务费用率下降的影响下吨费用下降 1.1 元，其中吨销售费用为 0.02 元，吨管理费用提高 0.25 元，但吨财务费用下降 1.38 元。在吨成本和吨费用微降的影响下，2014 年公司营业利润同比提高 17.72%，高于营业收入增幅 7.77 个百分点。
- **国内继续整合，国外开拓构建清晰发展路径。** 2014 年公司新建 11 条生产线投产，除了自身新建产能的投放，公司还继续在国内收购兼并。2014 年收购了湖南云峰、邵阳云峰、水城海螺、昆明宏熙和湖南国产实业 5 家水泥企业。同时，公司继续开拓国外市场，2014 年印尼南加海螺 1 期 3200T/D 生产线已建成投产，另外孔雀港、马诺斯、西巴布亚等水泥项目继续建设，缅甸 5000T/D 熟料生产线已开工建设，并且公司还意欲在老挝、柬埔寨等地考察为新的拓展准备。公司未来发展的路径清晰，在国内继续收购整合，在国际上继续周边发展为一带一路做好产能的储备，打造国际化的海螺水泥。

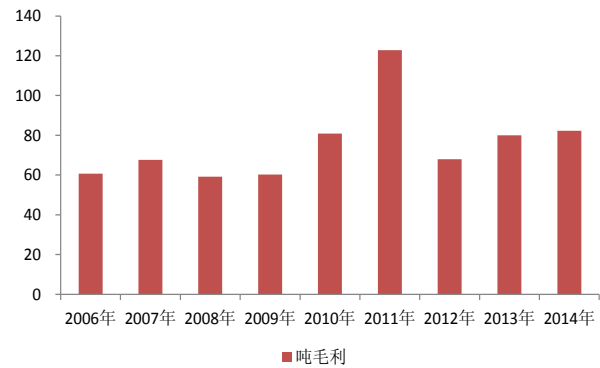
- **海螺集团股东大会计划取消海螺集团，国企改革欲上层楼。**海螺集团股东大会讨论和计划取消海螺水泥的大股东安徽海螺集团有限责任公司，其持有公司股权比例为36.78%。而海螺集团的股东分别为安徽省投资集团控股有限公司（持股51%）和芜湖海创实业有限责任公司（持股比例49%）。如果取消海螺集团，则芜湖海创实业有限责任公司和安徽海螺船业投资有限责任公司合计持有海螺水泥股权比例将达到23.4%，高于大股东安徽省投资集团控股有限公司的直接持股比例18.76%。这些变化有利于海螺水泥在国企改革的道路上能够更上一层楼。

图 1：海螺水泥各年水泥销量（万吨）



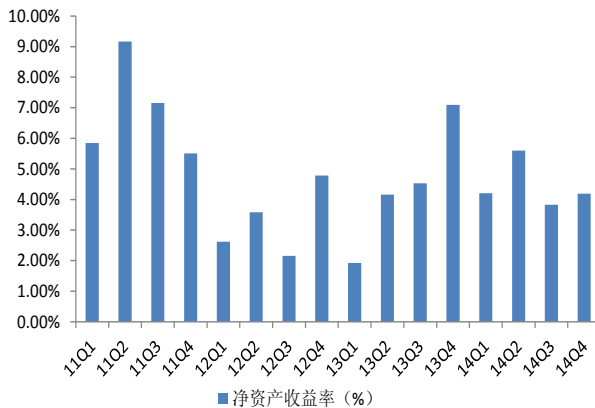
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：海螺水泥各年吨毛利变化（元/吨）



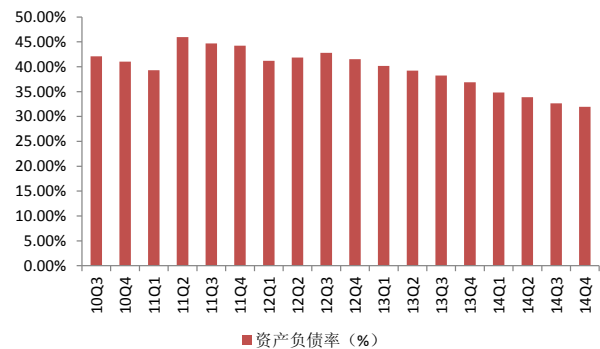
资料来源：wind，东兴证券整理

图 3：海螺水泥单季度资产负债率



资料来源：wind，东兴证券整理

图 4：海螺水泥单季度净资产收益率



资料来源：wind，东兴证券整理

### ➤ 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2015年到2017年的每股收益为2.25元、2.62元和2.90元，以收盘价计算21.48元计算对应的动态PE为9.5倍、8.2倍和7.4倍，考虑到公司控风险能力强、综合优势突出和内整外拓带来的持续发展路径，维持公司“推荐”的投资评级。

### ➤ 风险提示：房地产投资水泥需求低于预期的。

**公司盈利预测表**

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
<b>流动资产合计</b>	24624.40	25097.06	32613.	42325.	53098.	<b>营业收入</b>	55261.68	60758.	66643.	73718.03	78618.43		
货币资金	11255.94	14151.61	20604.	29335.	39438.	<b>营业成本</b>	37018.08	40264.	44085.	47824.35	50327.29		
应收账款	358.86	333.25	429.07	474.62	506.17	营业税金及附加	296.79	339.99	366.54	405.45	432.40		
其他应收款	407.56	517.94	568.10	628.41	670.19	营业费用	2684.50	2936.8	3198.8	3538.47	3773.68		
预付款项	726.60	533.55	524.73	524.73	524.73	管理费用	2395.77	2679.8	2932.3	3243.59	3459.21		
存货	3692.69	4375.98	4831.3	5241.0	5515.3	财务费用	968.51	714.49	996.38	958.09	920.42		
其他流动资产	882.76	1201.96	1201.9	1201.9	1201.9	资产减值损失	160.69	(0.58)	0.00	0.00	0.00		
<b>非流动资产合计</b>	68470.08	77156.04	79870.	82936.	86109.	公允价值变动收益	7.98	21.32	20.00	20.00	20.00		
长期股权投资	2371.90	2644.14	2650.0	2650.0	2650.0	投资净收益	(2.64)	(21.41)	0.00	0.00	0.00		
固定资产	51527.44	57250.50	62617.	67349.	71690.	<b>营业利润</b>	11742.68	13823.	15083.	17768.08	19725.43		
无形资产	6048.06	6721.63	6049.4	5377.3	4705.1	营业外收入	913.85	1074.2	1000.0	1000.00	1000.00		
其他非流动资产	502.33	522.17	522.17	522.17	522.17	营业外支出	25.26	14.94	20.00	20.00	20.00		
<b>资产总计</b>	93094.48	102253.1	11248	12526	13920	<b>利润总额</b>	12631.27	14882.	16063.	18748.08	20705.43		
<b>流动负债合计</b>	14545.33	14397.01	14125.	14641.	15045.	所得税	2819.81	3295.2	3533.9	4124.58	4555.19		
短期借款	471.94	272.38	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	9811.45	11587.	12529.	14623.50	16150.23		
应付账款	3852.49	4024.95	4348.1	4716.9	4963.7	少数股东损益	431.29	594.57	626.48	731.18	807.51		
预收款项	1261.05	1092.77	959.49	1106.9	1264.1	归属母公司净利润	9380.16	10993.	11903.	13892.33	15342.72		
一年内到期的非	2514.01	2056.79	2056.0	2056.0	2056.0	EBITDA	16285.24	18365.	21021.	24121.02	26496.73		
<b>非流动负债合计</b>	19783.97	18244.85	18109.	18109.	18109.	<b>BPS (元)</b>	1.77	2.07	2.25	2.62	2.90		
长期借款	3731.76	2104.52	2104.5	2104.5	2104.5	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	15474.80	15482.56	15482.	15482.	15482.		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
<b>负债合计</b>	34329.30	32641.86	32234.	32750.	33154.	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	2647.15	3394.63	4021.1	4752.2	5559.8	营业收入增长	20.75%	9.95%	9.69%	10.62%	6.65%		
实收资本(或股	5299.30	5299.30	5299.3	5299.3	5299.3	营业利润增长	67.37%	17.72	9.12%	17.80%	11.02%		
资本公积	10273.39	10686.64	10686.	10686.	10686.	归属于母公司净利	48.71%	17.19	8.28%	16.71%	10.44%		
未分配利润	37923.50	47061.77	55751.	65892.	77092.	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东	56118.03	66216.61	75573.	87104.	99838.	毛利率(%)	33.01%	33.73	33.85	35.13%	35.99%		
<b>负债和所有者权益</b>	93094.48	102253.1	11248	12526	13920	净利率(%)	16.97%	18.09	17.86	18.85%	19.52%		
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	10.54	11.33	11.20%	11.74%			
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	16.72%	16.60	15.75	15.95%	15.37%		
<b>经营活动现金流</b>	15198.55	17654.49	17582.	20491.	22635.	<b>偿债能力</b>							
净利润	9811.45	11587.60	12529.	14623.	16150.	资产负债率(%)	36.88%	31.92	28.82	26.28%	23.93%		
折旧摊销	3574.05	3827.77	4941.9	5394.8	5850.8	流动比率	1.69	1.74	2.31	2.89	3.53		
财务费用	(968.51)	(714.49)	(996.3)	(958.0)	(920.4)	速动比率	1.44	1.44	1.97	2.53	3.16		
应付帐款的变化	(1284.78)	172.46	323.22	368.76	246.87	<b>营运能力</b>							
预收帐款的变化	275.34	(168.27)	(133.2)	147.44	157.24	总资产周转率	0.61	0.62	0.62	0.62	0.59		
<b>投资活动现金流</b>	(12476.3)	(4851.11)	(7633.)	(8440.)	(9003.)	应收账款周转率	187.57	175.58	174.84	163.15	160.32		
公允价值变动收	7.98	21.32	20.00	20.00	20.00	应付账款周转率	8.24	10.22	10.53	10.55	10.40		
长期股权投资减	254.61	272.25	5.86	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	(2.64)	(21.41)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	1.77	2.07	2.25	2.62	2.90		
<b>筹资活动现金流</b>	(4289.37)	(6785.68)	(3496.)	(3319.)	(3528.)	每股净现金流(最新	(0.30)	1.14	1.22	1.65	1.91		
应付债券增加	7.37	7.75	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	10.59	12.50	14.26	16.44	18.84		
长期借款增加	(1880.45)	(1627.24)	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>							
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	12.14	10.38	9.56	8.19	7.42		
资本公积增加	(867.57)	413.25	0.00	0.00	0.00	P/B	2.03	1.72	1.51	1.31	1.14		
<b>现金净增加额</b>	(1567.15)	6017.70	6452.4	8731.1	10103.	EV/EBITDA	7.66	6.51	4.04	4.32	3.55		

## 分析师简介

### 赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士研究生，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建筑建材等行业研究。2014年(暨2013年度)第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。慧眼识券商2014年度最佳分析师量化评选行业第4名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。