

水泥龙头收购和国际化提供新的发展空间

2015年8月24日

强烈推荐/维持

海螺水泥

财报点评

——海螺水泥（600585）2015年中报点评

姓名	分析师 赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email: zhaojs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554088

事件:

公司2015年上半年实现营业收入242.23亿元,同比下降15.85%;营业利润为54.57亿元,同比下降25.91%;利润总额为62.42亿元,同比下降20.44%;归属于上市公司净利润47.05亿元,同比下降19.17%。实现每股收益为0.89元,基本符合我们的预期。

公司分季度财务指标

指标	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
营业收入(百万元)	18253.66	12629.63	16154.85	14890.06	17083.96	11229.34	12993.99
增长率(%)	35.02%	27.50%	18.08%	10.95%	-6.41%	-11.09%	-19.57%
毛利率(%)	39.06%	35.61%	35.99%	29.86%	33.57%	29.29%	27.26%
期间费用率(%)	10.37%	10.32%	9.08%	9.87%	12.24%	13.37%	11.61%
营业利润率(%)	28.11%	24.91%	26.12%	19.58%	20.74%	16.45%	27.78%
净利润(百万元)	4170.18	2588.86	3554.07	2525.32	2919.34	1718.25	3022.87
增长率(%)	70.28%	158.74%	63.83%	2.19%	-29.99%	-33.63%	-14.95%
每股盈利(季度,元)	0.754	0.467	0.632	0.444	0.532	0.323	0.565
资产负债率(%)	36.88%	34.83%	33.87%	32.65%	31.92%	30.10%	32.13%
净资产收益率(%)	7.10%	4.20%	5.60%	3.83%	4.19%	2.36%	4.23%
总资产收益率(%)	4.48%	2.74%	3.71%	2.58%	2.86%	1.65%	2.87%

观点:

- **价格大幅下降和销量微增使得营业收入同比出现下降。**公司2015年上半年水泥熟料的销量为1.15亿吨,同比增长1.6%,但是销售价格受需求低迷的影响,出现较大幅度的下降,2015年上半年水泥熟料销售综合价格为211元/吨,同比下降17%,综合销售价格为近10年来的新低。量微升和价格大跌使得营业收入同比下降15.85%,特别是第2季度下降幅度为19.57%,较第1季度加速下降。

从区域看,东部销售金额同比下降26.68%;中部地区同比下降11.19%;南部地区同比下降12.87%;西部地区同比下降9.05%;出口及海外同比增长11.16%。中部和西部地区水泥熟料销量同比增长4.4%和5.9%,收购兼并和新生产线投产导致销量提升。同时随着公司国际市场的开拓,出口及海外市场销量同比增长22%。

- **煤炭价格下降幅度低于水泥降幅,毛利率出现下降。**2015年上半年煤炭价格同比也出现较大幅度下降,

以秦皇岛港平仓价为例，2015年上半年均价约为424元/吨，同比下降12.06%。在煤炭价格的带动下，公司吨成本降至145元，同比下降9.33元。总体上，成本下降低于价格下降幅度，导致毛利率出现下降，2015年上半年综合毛利率为28.2%，同比下降7.63个百分点。

- **营业收入下降致期间费用率提升。**2015年上半年公司期间费用率为12.42%，同比提高2.79个百分点，其中销售费用率为5.66%，同比提升1.08个百分点。管理费用率为5.43%，同比提高1.67个百分点；财务费用率为1.34%，同比提高0.05个百分点。费用的刚性和营业收入下降的影响使得公司期间费用率提升。
- **收购提供发展新空间，国际化受益一带一路政策。**在水泥行业景气度下降的环境中，给公司提供了绝佳的收购兼并环境。2015年上半年公司收购了江西圣塔集团，增加熟料产能480万吨，水泥产能540万吨，在水泥行业新建产能受限的情况下，收购兼并为公司未来继续成长提供新路径。同时公司积极开拓国外市场在印尼、缅甸、老挝和柬埔寨等国建设生产线，顺应国家一带一路政策。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2015到2017年公司的每股收益1.60元、1.74元和2.05元，以收盘价16.91元计算，对应的动态PE为11倍、10倍和8倍，考虑到公司龙头地位下综合竞争力强，收购兼并和国家化提供新的成长空间，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**行业景气度低迷超预期和收购兼并及国际化低于预期的风险。

公司盈利预测表

资	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	24624.40	25097.06	30368.31	37010.78	44762.60	营业收入	55261.68	60758.50	56364.88	64136.83	68711.06
货币资	11255.94	14151.61	19635.59	25162.53	32285.03	营业成本	37018.08	40264.33	40491.67	45014.56	47428.03
应收账	358.86	333.25	308.85	351.43	376.50	营业税金及	296.79	339.99	310.01	352.75	377.91
其他应	407.56	517.94	480.49	546.74	585.73	营业费用	2684.50	2936.83	2987.34	3142.70	3298.13
预付款	726.60	533.55	525.45	525.45	525.45	管理费用	2395.77	2679.86	3043.70	3206.84	3023.29
存货	3692.69	4375.98	4437.44	4933.10	5197.59	财务费用	968.51	714.49	998.31	968.37	943.07
其他流	882.76	1201.96	1201.96	1201.96	1201.96	资产减值损	160.69	(0.58)	0.00	0.00	0.00
非流动	68470.08	77156.04	78747.22	80822.83	83021.90	公允价值变	7.98	21.32	20.00	20.00	20.00
长期股	2371.90	2644.14	2650.00	2650.00	2650.00	投资净收益	(2.64)	(21.41)	1885.15	0.00	0.00
固定资	51527.44	57250.50	61494.07	65235.66	68603.79	营业利润	11742.68	13823.48	10438.99	11471.61	13660.64
无形资	6048.06	6721.63	6049.46	5377.30	4705.14	营业外收入	913.85	1074.27	1000.00	1000.00	1000.00
其他非	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
资产总	93094.48	102253.10	109115.52	117833.61	127784.49	利润总额	12631.27	14882.81	11418.99	12451.61	14640.64
流动负	14545.33	14397.01	13791.24	14365.61	14741.07	所得税	2819.81	3295.21	2512.18	2739.35	3220.94
短期借	471.94	272.38	0.00	0.00	0.00	净利润	9811.45	11587.60	8906.82	9712.25	11419.70
应付账	3852.49	4024.95	3993.70	4439.79	4677.83	少数股东损	431.29	594.57	445.34	485.61	570.98
预收款	1261.05	1092.77	980.04	1108.32	1245.74	归属母公司	9380.16	10993.02	8461.48	9226.64	10848.71
一年内	2514.01	2056.79	2056.00	2056.00	2056.00	EBITDA	16285.24	18365.74	16322.78	17725.65	20290.94
非流动	19783.97	18244.85	18109.08	18109.08	18109.08	EPS (元)	1.77	2.07	1.60	1.74	2.05
长期借	3731.76	2104.52	2104.52	2104.52	2104.52	主要财务比率					
应付债	15474.80	15482.56	15482.56	15482.56	15482.56	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合	34329.30	32641.86	31900.32	32474.68	32850.15	成长能力					
少数股	2647.15	3394.63	3839.97	4325.59	4896.57	营业收入增	20.75%	9.95%	-7.23%	13.79%	7.13%
实收资	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	营业利润增	67.37%	17.72%	-24.48%	9.89%	19.08%
资本公	10273.39	10686.64	10686.64	10686.64	10686.64	归属于母公	48.71%	17.19%	-23.03%	9.04%	17.58%
未分配	37923.50	47061.77	53238.65	59974.09	67893.65	获利能力					
归属母	56118.03	66216.61	72720.39	80378.50	89382.93	毛利率(%)	33.01%	33.73%	28.16%	29.81%	30.97%
负债和	93094.48	102253.10	109115.52	117833.61	127784.49	净利率(%)	16.97%	18.09%	15.01%	14.39%	15.79%
现						总资产净利					
						ROE(%)	16.72%	16.60%	11.64%	11.48%	12.14%
						偿债能力					
经营活	15198.55	17654.49	12962.82	15405.14	17776.14	资产负债率	36.88%	31.92%	29.41%	27.71%	25.84%
净利润	9811.45	11587.60	8906.82	9712.25	11419.70	流动比率	1.69	1.74	2.20	2.58	3.04
折旧摊	3574.05	3827.77	4885.47	5285.68	5687.23	速动比率	1.44	1.44	1.88	2.23	2.68
财务费	(968.51)	(714.49)	(998.31)	(968.37)	(943.07)	营运能力					
应付帐	(1284.78)	172.46	(31.25)	446.09	238.04	总资产周转	0.61	0.62	0.53	0.57	0.56
预收帐	275.34	(168.27)	(112.73)	128.27	137.42	应收账款周	187.57	175.58	175.57	194.27	188.78
投资活	(12476.33)	(4851.11)	(4568.43)	(7341.29)	(7866.30)	应付账款周	8.24	10.22	10.10	10.68	10.40
公允价	7.98	21.32	20.00	20.00	20.00	每股指标					
长期股	254.61	272.25	5.86	0.00	0.00	每股收益	1.77	2.07	1.60	1.74	2.05
投资收	(2.64)	(21.41)	1885.15	0.00	0.00	每股净现金	(0.30)	1.14	1.03	1.04	1.34
筹资活	(4289.37)	(6785.68)	(2910.42)	(2536.90)	(2787.35)	每股净资产	10.59	12.50	13.72	15.17	16.87
应付债	7.37	7.75	0.00	0.00	0.00	估值比率					
长期借	(1880.45)	(1627.24)	0.00	0.00	0.00	P/E	9.55	8.17	10.59	9.71	8.26
普通股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.60	1.35	1.23	1.11	1.00
资本公	(867.57)	413.25	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	6.17	5.19	4.14	4.74	3.79
现金净	(1567.15)	6017.70	5483.98	5526.95	7122.49						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：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年第十届（暨2013年度）“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。