2015 年 08 月 27 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元) 19.3/23.3

公司基本资讯

产业别	建筑材料
A 股价(2015/8/26)	16.26
上证综指(2015/8/26)	2927.29
股价 12 个月高/低	28.31/15.53
总发行股数(百万)	5299.30
A 股数(百万)	3999.70
A 市值(亿元)	650.35
主要股东	安徽海螺集团有限责任公司(36.78%)
每股净值(元)	12.79
股价/账面净值	1.27

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-14.4	-37.8	-2.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-04-30	23.77	买入
2015-03-24	21.57	买入

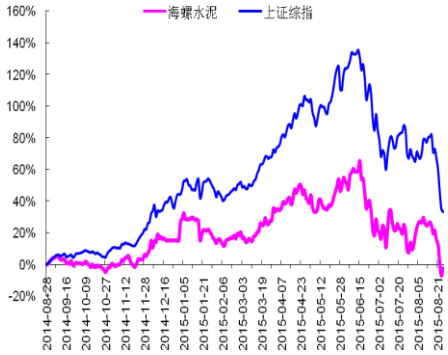
产品组合

42.5 级水泥	57.3%
32.5 级水泥	31.8%
熟料	10.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.3%
一般法人	59.4%

股价相对大盘走势



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

价跌致 2015H1 净利润同比下降 19%，规模逆势扩张，市占率有望继续提升

结论与建议：

- **公司业绩：**公司2015H1实现营业收入242.2亿元，同比下降15.9%；实现净利润47.1亿元，同比下降19.2%，EPS为0.89元。扣除公司上半年通过减持冀东水泥、青松建化股份等获得的非经常损益后，公司实现净利润28.2亿元，同比下降49.3%,低于预期。分季度来看，公司2Q实现营业收入130亿，同比下降19.6%，实现净利润29.9亿元，同比下降10.6%。

- **成本下降不敌价格下跌，吨毛利继续下滑：**公司2015H1共销售水泥熟料1.15亿吨，YOY+1.6%，好于全国YOY-5.3%的水平，市占率较年初提升0.7个百分点至10.7%。其中Q2公司销售水泥熟料6500万吨，YOY-1.5%，也优于全国YOY-6.5%的水平。受益于煤炭价格下跌，煤炭电力成本管理的优化，公司Q2吨成本同比下降11.3元至145.4元。公司Q2吨费用增加1元每吨至23.2元每吨。但受制于需求疲弱，价格下跌超出预期，公司吨毛利下降33.6元至54.5元，扣除投资收益后的吨净利下降33.1元至18.1元，公司Q2单季度的吨毛利和吨净利水平均已下跌至近5年的低点。

- **规模逆势扩张：**公司稳步推进项目建设，上半年共有4条熟料产线，11条磨机产线，3个骨料产线相继投产。另外，公司成功兼并江西圣塔集团，认购H股西部水泥新发行股份，持股比例升至16.67%，：公司上半年共增加熟料产量1450万吨，水泥产能1750万吨，骨料产能550万吨，增幅分别为6.8%、6.5%、38.2%。在国内水泥行业的低谷时期，我们预计公司后续将主要通过兼并收购的方式实现国内产能的增长，市占率将会得到进一步提升。在国际化发展方面，公司主要通过新建产能实现扩张：公司的印尼南加海螺二期工程、印尼孔雀港粉磨站、马诺斯、西巴布亚、缅甸皎施等项目建设有序推进；此外，老挝万象、琅勃拉邦、柬埔寨马德望等水泥项目正在推进项目前期工作。

- **盈利预测：**由于目前国内下游工程开工进度较慢，水泥需求低于我们的预期，公司业绩恢复或将延后，因此，我们下调了对公司的盈利预测。我们预计公司2015、2016年的净利润分别为102亿元和121亿，YOY分别-7.1%和18.2%，EPS分别为1.9元和2.3元，目前A股股价对应PE分别为8.4倍和7.1倍，H股对应PE分别为9.3倍和7.8倍，公司目前估值合理，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	10214	12079
同比增减	%	-6.11%	-13.80%	17.19%	-7.09%	18.26%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.053	1.770	2.074	1.926	2.277
同比增减	%	-6.11%	-13.80%	17.19%	-7.16%	18.23%
A 股市盈率(P/E)	X	7.9	9.2	7.8	8.4	7.1
H 股市盈率(P/E)		8.7	10.1	8.6	9.3	7.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.35	0.65	0.65	0.65
股息率 (Yield)	%	1.54%	2.15%	4.00%	4.00%	4.00%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -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	55013	62373
经营成本	57986	55262	60759	45027	47641
营业税金及附加	44229	43524	46935	437	343
销售费用	37722	37018	40264	2898	3056
管理费用	309	297	340	2727	2807
财务费用	2688	2685	2937	694	748
资产减值损失	2460	2396	2680	0	20
投资收益	16	-3	-21	1868	-15
营业利润	13776	11743	13823	11907	14717
营业外收入	926	914	1074	1435	1000
营业外支出	26	25	15	56	15
利润总额	14677	12631	14883	13286	15702
所得税	3277	2820	3295	3019	3502
少数股东损益	518	431	595	52	122
归属于母公司所有者的净利润	10882	9380	10993	10214	12079

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	12747	25849
流动资产合计	23129	24624	25097	36125	50609
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	113568	126438
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	3447	3569
股东权益合计	51176	58765	69611	76430	85183
负债及股东权益合计	87524	93094	102253	113568	126438

附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015 F	2016 F
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证益券(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.不对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)有限公司及其任何之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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@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¡@。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。