

国改预期下水泥龙头底部改善，国际化 和收购兼并发展路径清晰

——海螺水泥（600585）2015年3季报点评

2015年10月27日

强烈推荐/维持

海螺水泥

财报点评

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:

2015年前三季度公司实现营业收入 379.69 亿元，同比减少 13.06%；营业利润为 70.52 亿元，同比减少 31.41%；利润总额为 81.07 亿元，同比降低 26.74%；归属于上市公司股东的净利润为 61.03 亿元，同比下降 46.72%；实现每股收益为 1.15 元，基本符合我们的预期。

公司分季度财务指标

指标	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3
营业收入（百万元）	12629.63	16154.85	14890.06	17083.96	11229.34	12993.99	13745.54
增长率（%）	27.50%	18.08%	10.95%	-6.41%	-11.09%	-19.57%	-7.69%
毛利率（%）	35.61%	35.99%	29.86%	33.57%	29.29%	27.26%	23.71%
期间费用率（%）	10.32%	9.08%	9.87%	12.24%	13.37%	11.61%	11.21%
营业利润率（%）	24.91%	26.12%	19.58%	20.74%	16.45%	27.78%	11.60%
净利润（百万元）	2588.86	3554.07	2525.32	2919.34	1718.25	3022.87	1391.15
增长率（%）	158.74%	63.83%	2.19%	-29.99%	-33.63%	-14.95%	-44.91%
每股盈利（季度，元）	0.467	0.632	0.444	0.532	0.323	0.565	0.264
资产负债率（%）	34.83%	33.87%	32.65%	31.92%	30.10%	32.13%	30.66%
净资产收益率（%）	4.20%	5.60%	3.83%	4.19%	2.36%	4.23%	1.94%
总资产收益率（%）	2.74%	3.71%	2.58%	2.86%	1.65%	2.87%	1.35%

观点:

- **第三季度底部业绩同比增速和单季度环比改善态势已经显现。**公司2015年第三季度实现营业收入137.45亿元，同比下降7.69%，下降幅度较第二季度收窄11.88个百分点，同比增速出现见底改善。从单季度环比看第三季度营业收入环比第2季度增长5.78%，改变2014年第3季度环比下降的状态。归属于母公司所有者的净利润看，第三季度公司为13.91亿元，同比下降40.58%，如果剔除第二季度投资收益(第二季度因处置长期股权投资和可供出售金融资产获得投资收益18.13亿元)，同比降速较第二季度收窄11.65个百分点。从营业收入和净利润来看公司经营业绩已经改变了2014年以来的趋势向下的态势，出现底部改善迹象。
- **需求仍弱导致同比业绩未改负增长。**2015年从年初到7月中旬，全国水泥跟踪的市场价格保持2014年以来的持续下跌的态势，跟踪水泥平均价格从358元/吨，跌至2015年8月底的250元/吨的历史低位。此后

到现在保持持续的上升态势, 截止到10月下旬水泥价格已回升至258元(主要是南方地区涨价, 北方地区价格相对稳定), 连续两个月保持回升态势, 但涨幅不大。虽然全国水泥平均价格同比降幅从2015年7月中旬已开始收窄, 但当前仍同比下降17.6%。行业整体需求状态仍然较弱。公司作为龙头企业受到行业的低迷的影响。

2015年第三季度毛利率为23.71%, 同比下降6.16个百分点, 同比下降幅度较第二季度收窄2.57个百分点。第三季度期间费用率为11.21%, 同比提高1.34个百分点。其中销售费用率为5.49%, 同比提高0.89个百分点; 管理费用率为4.57%, 同比提高0.10个百分点; 财务费用率为1.15%, 同比提高0.34个百分点。在营业收入和毛利率下降, 期间费用率提升的情况下公司业绩仍处于负增长。

- **行业低迷给公司收购兼并提供有力环境, 持续提升市场议价能力。**公司作为全国水泥龙头企业, 规模和管理等综合竞争力优势明显, 具有很强的抗风险能力。在行业持续低迷的情况下公司将迎来外延式拓展的快速时期。在水泥行业严控新建产能的情况下, 公司未来走收购兼并继续持续做大做强路径清晰。比如2015年公司收购巢东股份与水泥业务相关的全部资产和负债, 获得安徽省的熟料产能为 540 万吨, 水泥产能为 350万吨。区域影响力继续增强, 议价能力将随着市场控制力的提升将进一步提升。
- **国际化战略顺应一带一路政策以及国改预期, 为公司发展开辟广阔发展空间。**公司作为国内龙头企业着眼国际市场, 在印尼等一带一路沿线国家布局, 乘一带一路政策之风, 将国际化战略落实做好, 一带一路沿线国家正处于基础设施建设的高速发展期, 国际化战略的做大做强将为公司发展提供广阔的发展新空间。同时公司作为安徽省国资企业未来存在着较强的国改预期, 因为公司股东海创投资承诺放弃股东投票权等, 但公司高管和职工控股比例已经很高。
- **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 1.61 元、1.97 元和 2.41 元, 以收盘价 18.34 元计算, 对应的动态 PE 为 11 倍、9 倍和 8 倍, 考虑到公司业绩同比增速和环比出现底部改善、未来公司将进入外延式发展的快速期、国际化战略的实施和国改预期, 维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 外延式拓展和国际化战略低于预期。

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	30506.50	38208.52	47337.42	营业收入	55261.68	60758.50	54584.94	66065.65	71400.70
货币资	11255.94	14151.61	20051.17	26107.01	34591.09	营业成本	37018.08	40264.33	39253.70	45919.58	47920.78
应收账	358.86	333.25	299.10	362.00	391.24	营业税金及	296.79	339.99	305.68	369.97	399.84
其他应	407.56	517.94	465.31	563.18	608.66	营业费用	2684.50	2936.83	2865.71	3171.15	3427.23
预付款	726.60	533.55	525.70	525.70	525.70	管理费用	2395.77	2679.86	2838.42	3105.09	3141.63
存货	3692.69	4375.98	4301.78	5032.28	5251.59	财务费用	968.51	714.49	997.48	965.65	936.57
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	78552.71	80848.88	83341.05	公允价值变	7.98	21.32	(60.00)	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)	2000.15	0.00	0.00
固定资	51527.44	57250.50	61299.57	65261.71	68922.94	营业利润	11742.68	13823.48	10264.11	12554.22	15594.65
无形资	6048.06	6721.63	6049.46	5377.30	4705.14	营业外收入	913.85	1074.27	1310.04	1585.58	1713.62
其他非	502.33	522.17	522.17	522.17	522.17	营业外支出	25.26	14.94	60.00	60.00	60.00
资产总	93094.48	102253.10	109059.21	119057.41	130678.47	利润总额	12631.27	14882.81	11514.15	14079.79	17248.26
流动负	14545.33	14397.01	13672.70	14462.29	14802.47	所得税	2819.81	3295.21	2533.11	3097.55	3794.62
短期借	471.94	272.38	0.00	0.00	0.00	净利润	9811.45	11587.60	8981.03	10982.24	13453.65
应付账	3852.49	4024.95	3871.60	4529.05	4726.43	少数股东损	431.29	594.57	449.05	549.11	672.68
预收款	1261.05	1092.77	983.60	1115.73	1258.54	归属母公司	9380.16	10993.02	8531.98	10433.13	12780.96
一年内	2514.01	2056.79	2056.00	2056.00	2056.00	EBITDA	16285.24	18365.74	16137.27	18806.36	22234.05
非流动	19783.97	18244.85	18109.08	18109.08	18109.08	EPS (元)	1.77	2.07	1.61	1.97	2.41
长期借	3731.76	2104.52	2104.52	2104.52	2104.52	主要财务					
应付债	15474.80	15482.56	15482.56	15482.56	15482.56	比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合	34329.30	32641.86	31781.78	32571.36	32911.54	成长能力					
少数股	2647.15	3394.63	3843.68	4392.80	5065.48	营业收入增	20.75%	9.95%	-10.16%	21.03%	8.08%
实收资	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	营业利润增	67.37%	17.72%	-25.75%	22.31%	24.22%
资本公	10273.39	10686.64	10686.64	10686.64	10686.64	归属于母公	48.71%	17.19%	-22.39%	22.28%	22.50%
未分配	37923.50	47061.77	53290.12	60906.30	70236.40	获利能力					
归属母	56118.03	66216.61	72778.91	81438.40	92046.60	毛利率(%)	33.01%	33.73%	28.09%	30.49%	32.88%
负债和	93094.48	102253.10	109059.21	119057.41	130678.47	净利率(%)	16.97%	18.09%	15.63%	15.79%	17.90%
现						总资产净利					
						ROE(%)	16.72%	16.60%	11.72%	12.81%	13.89%
经营活	15198.55	17654.49	13150.27	16357.79	19768.41	偿债能力					
净利润	9811.45	11587.60	8981.03	10982.24	13453.65	资产负债率	36.88%	31.92%	29.32%	27.51%	25.31%
折旧摊	3574.05	3827.77	4875.68	5286.50	5702.84	流动比率	1.69	1.74	2.23	2.64	3.20
财务费	(968.51)	(714.49)	(997.48)	(965.65)	(936.57)	速动比率	1.44	1.44	1.92	2.29	2.84
应付帐	(1284.78)	172.46	(153.35)	657.46	197.38	营运能力					
预收帐	275.34	(168.27)	(109.17)	132.13	142.80	总资产周转	0.61	0.62	0.52	0.58	0.57
投资活	(12476.33)	(4851.11)	(4329.13)	(7562.67)	(8175.00)	应收账款周	187.57	175.58	172.64	199.87	189.58
公允价	7.98	21.32	(60.00)	20.00	20.00	应付账款周	8.24	10.22	9.94	10.93	10.36
长期股	254.61	272.25	5.86	0.00	0.00	每股指标					
投资收	(2.64)	(21.41)	2000.15	0.00	0.00	每股收益	1.77	2.07	1.61	1.97	2.41
筹资活	(4289.37)	(6785.68)	(2921.57)	(2739.28)	(3109.33)	每股净现金	(0.30)	1.14	1.11	1.14	1.60
应付债	7.37	7.75	0.00	0.00	0.00	每股净资产	10.59	12.50	13.73	15.37	17.37
长期借	(1880.45)	(1627.24)	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	10.36	8.86	11.39	9.32	7.60
资本公	(867.57)	413.25	0.00	0.00	0.00	P/B	1.73	1.47	1.34	1.19	1.06
现金净	(1567.15)	6017.70	5899.56	6055.84	8484.08	EV/EBITDA	6.64	5.61	4.52	4.82	3.70

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法律责任。

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。