

2015年12月29日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

18/22

公司基本资讯

产业别	建筑材料		
A 股价(2015/12/28)	17.13		
上证综指(2015/12/28)	3533.78		
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)	685.15		
主要股东	安徽海螺集团有 限责任公司 (36.78%)		
每股净值(元)	12.91		
股价/账面净值	1.33		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	4.3	-4.7	-10.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-10-28	18.17	买入
2015-08-27	16.26	买入

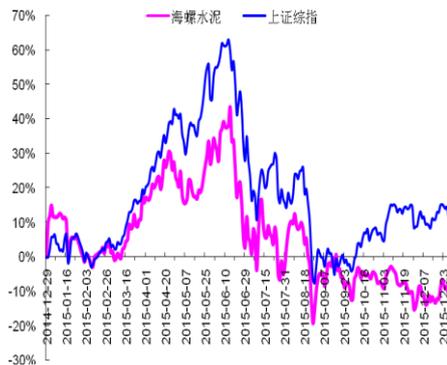
产品组合

42.5 级水泥	57.4%
32.5 级水泥	29.5%
熟料	12.9%

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)

HOLD 持有

行业低谷期成本优势，兼并整合扩充产能

结论与建议：

公司是国内成本最低，管理能力最强、利润最高的水泥龙头企业。公司目前拥有熟料产能 2.3 亿，水泥产能 2.9 亿吨。目前的产能主要集中于华东、华中和华南，近两年通过收购及自建等方式在西部区域的市占率也迅速得到了提升。目前行业虽处于下行周期，但我们看好公司在行业低谷期通过并购实现的产能扩张以及市场占有率和控制力的提升，预计未来在行业供需平衡后公司将会具备更大的业绩弹性。我们预计公司 2015、2016 年的净利润分别为 81 亿元和 66.5 亿，YOY 分别-26.3%和-18.0%，EPS 分别为 1.5 元和 1.3 元，目前 A 股股价对应 PE 分别为 12 倍和 15 倍，H 股对应 PE 分别为 13 倍和 16 倍。由于行业去产能仍需一定时间，需求短期也难以快速提振，建议持有。

- **水泥需求端情况：** 公司认为未来水泥需求将会逐步减弱，但预计每年保持在 20 亿吨以上的需求持续 5 年应该没有问题。今年发改委虽批复多条项目，但受地方政府资金情况影响，启动的速度和量低于预期，预计在 2016 年下半年将会有所体现。公司目前下游房建、基建、农村市场需求比例大致为 2 成多、3 成多、4 成。公司受基建的影响的程度较往年有所增加，2016 年下半年销售有望受益于基建施工增加。
- **水泥供给端情况：** Q4 旺季期间，水泥价格仅小幅反弹便开始下跌，目前全国水泥均价为 249 元/吨，已低于淡季时期。并且随着水泥价格不断下跌，亏损企业数量持续增加。前三季度，行业净利润同比下滑 65% 以上，全国 3389 个企业已有 1321 个出现亏损，亏损面达到 39%，整个行业比较困难。在此背景下，市场并购数量在增加，并且逐步转向 500 万吨和 1000 万吨等级别的并购，预计未来将会呈现更大规模的行业并购。另外，随着矿山资源成本的增加，那些没有矿山的生产线也将逐步退出。
- **仍看好华东、华南、西部水泥市场：** 华东供需关系较为稳定，华南区域水泥企业集中度较高，市场较为成熟，需求稳定；西部未来也很看好，未来新增产能不多，需求随着基础设施的建设在不断增长。公司目前产能主要也集中于上述区域。
- **公司成本优势明显：** 公司作为龙头企业，具有明显的成本优势，较其他水泥企业低约 20-30 元/吨。公司成本优势主要来源于：1. 公司规模性建厂的成本较低；2. 公司多数水泥厂拥有矿山，原料成本较低；3. 公司实行 T 型战略，产线主要布局在长江沿线，通过水运运输成本较低；公司管理能力较强，人均水泥产出较高（我们测算公司日均产出为 12.4 吨/人，好于行业平均值 10.6 吨/人）。
- **产能扩张，国内并购+海外建厂：** 目前国内水泥行业仍处于低谷中，公司预计国内每年将通过整合兼并增加 1000 万吨的熟料产能。海外部分公司认为相较海外的水泥企业，公司的管理优势依在，目前主要是通过选择合作伙伴先参股，后建厂控股的模式开拓市场，塑造品牌。
- **盈利预测：** 我们预计公司 2015、2016 年的净利润分别为 81 亿元和 66.5 亿，YOY 分别-26.3%和-18.0%，EPS 分别为 1.5 元和 1.3 元，目前 A 股股价对应 PE 分别为 12 倍和 15 倍，PB 1.2 倍，H 股对应 PE 分别为 13 倍和 16 倍，PB 1.3 倍，由于去行业去产能仍需一定时间，需求短期也难以快速提振，建议持有。

..... 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	8104	6645
同比增减	%	-6.11%	-13.80%	17.19%	-26.28%	-18.00%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.053	1.770	2.074	1.528	1.253
同比增减	%	-6.11%	-13.80%	17.19%	-26.34%	-18.02%
A 股市盈率(P/E)	X	8.8	10.3	8.8	11.9	14.5
H 股市盈率(P/E)		9.9	11.4	9.8	13.2	16.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.35	0.65	0.65	0.65
股息率 (Yield)	%	1.38%	1.93%	3.58%	3.58%	3.58%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015 F	2016 F
营业收入	57986	55262	60759	52969	54724
经营成本	44229	43524	46935	45515	47055
营业税金及附加	309	297	340	440	301
销售费用	2688	2685	2937	2889	2791
管理费用	2460	2396	2680	2693	2627
财务费用	891	969	714	663	657
资产减值损失	160	161	-1	0	20
投资收益	16	-3	-21	1886	-15
营业利润	13776	11743	13823	9329	7654
营业外收入	926	914	1074	1413	1000
营业外支出	26	25	15	61	15
利润总额	14677	12631	14883	10680	8639
所得税	3277	2820	3295	2541	1926
少数股东损益	518	431	595	36	67
归属于母公司所有者的净利润	10882	9380	10993	8104	6645

## 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	10621	18234
流动资产合计	23129	24624	25097	33999	42994
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	111442	118823
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	3430	3497
股东权益合计	51176	58765	69611	74304	77568
负债及股东权益合计	87524	93094	102253	111442	118823

## 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益证券(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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @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j @。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。