

2016年3月24日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元/港元) 18/22

公司基本資訊

產業別	建築材料		
A 股價(2016/3/23)	16.45		
上證綜指(2016/3/23)	3009.96		
股價 12 個月高/低	28.31/12.87		
總發行股數(百萬)	5299.30		
A 股數(百萬)	3999.70		
A 市值(億元)	657.95		
主要股東	安徽海螺集團有限公司 (36.78%)		
每股淨值(元)	13.30		
股價/賬面淨值	1.24		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	15.0	-6.3	-22.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

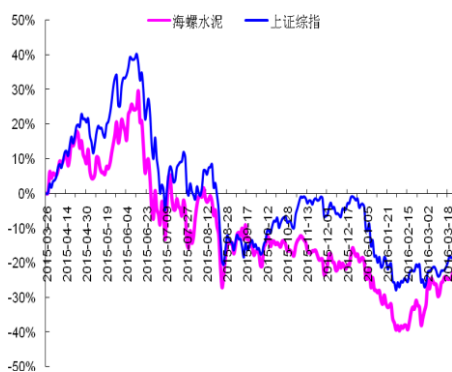
產品組合

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

機構投資者占流通 A 股比例

基金	1.3%
一般法人	59.4%

股價相對大盤走勢



海螺水泥(600585.SH/0914.HK)

HOLD 持有

淨利潤同比下降 32%，符合預期

結論與建議：

- 公司業績：**公司 2015 實現營業收入 509.8 億元，同比下降 16.1%；實現淨利潤 75.2 億元，同比下降 31.6%，EPS 為 1.42 元，扣非後為 53.0 億元，同比下降 49.0%，公司業績符合預期。分季度來看，公司 4Q 實現營業收入 130.1 億，同比下降 23.9%，實現淨利潤 14.1 億元，同比下降 49.9%。公司擬每股分紅 0.43 元。
- 2015Q4旺季不旺，量價齊跌：**由于4Q房建和基建投資并未恢復，水泥需求旺季不旺，公司4Q銷售水泥7040萬噸，同比環比均持平；銷售均價在3Q的基礎上繼續回落10元/噸至185元/噸，為2006年以來最低價格，YOY則回落59元/噸；但受益于4Q煤炭價格快速下行，噸成本則環比回落20元/噸至128元/噸，YOY則回落33元/噸；綜合來看，公司4Q噸毛利為57元/噸，環比3Q提升10元/噸，同比則下降25元/噸。但公司4Q預計銷售費用和管理費用增加較多，侵蝕利潤，使得公司噸淨利僅為20元/噸，持平于3Q，處于歷史低位。全年來看，公司2015年共生產水泥2.56億噸，同比增長2.8%，好于行業(YOY-4.9%)，但我們認為這更多是來自原于公司的產能擴張，而非需求增加；噸水泥售價為199元/噸，同比下降45元/噸；噸毛利55元/噸，同比下降27元/噸；噸淨利29元/噸，同比下降5元/噸。展望2016Q1，目前華東、華中部分區域下游需求啓動，價格已出現小幅上漲，但20161Q平均售價同比來看差距任然較大，預計公司Q1業績增速將仍處于負區間內。
- 整合擴張，龍頭優勢將更加明顯：**公司2015年已成功兼并江西聖塔集團，認購H股西部水泥新發行股份，巢東水泥的水泥資產也已進入收購程序中。并且公司海外項目仍在穩步推進中：印度尼西亞南加海螺二期工程、印度尼西亞孔雀港粉磨站、馬諾斯、西巴布亞、緬甸皎施等項目建設有序推進；老撾萬象、琅勃拉邦、柬埔寨馬德望等水泥項目正在進行前期工作；公司預計2016年將在增加水泥產能2600萬噸(yoy+9%)，在國內水泥行業的低谷時期，我們預計公司後續在國內仍將以兼并收購的方式實現產能的增長和市占率的提升，并且還將增強區域價格的控制能力，龍頭優勢將更加明顯。
- 盈利預測：**目前房地產新開工恢復的持續性還有待觀察，基建工程開工預計將集中于下半年啓動，預計2016年水泥整體需求較2015年將有一定的改善。我們預計公司2016淨利潤分別為72.1億元(YOY-4.1，扣非後YOY+35.8%)、2017年淨利潤為83.7億(YOY+16.2%)，EPS分別為1.36元和1.6元，目前A股股價對應PE分別為12倍和10倍，H股對應PE分別為12倍和10倍，由于行業短期內仍將處于景氣低部，我們暫維持A股和H股持有的投資建議。

..... 繼續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016 F	2017 F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	9380	10993	7516	7206	8371
同比增減	%	-53.71%	17.19%	-31.63%	-4.13%	16.17%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.770	2.074	1.417	1.358	1.578
同比增減	%	-53.71%	17.19%	-31.68%	-4.15%	16.17%
A 股市盈率 (P/E)	X	9.3	7.9	11.6	12.1	10.4
H 股市盈率 (P/E)		9.3	7.9	11.6	12.1	10.4
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.65	0.43	0.41	0.47
股息率 (Yield)	%	2.13%	3.95%	2.61%	2.48%	2.88%

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；買入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

賣出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；強力賣出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	55262	60759	50976	51121	57960
經營成本	43524	46935	44165	43145	48365
營業稅金及附加	297	340	425	409	464
銷售費用	2685	2937	3105	2868	3188
管理費用	2396	2680	3178	2523	2782
財務費用	969	714	569	511	696
資產減值損失	161	0	0	0	0
投資收益	-3	-21	1844	0	0
營業利潤	11743	13823	8667	7976	9596
營業外收入	914	1074	1444	1600	1600
營業外支出	25	15	72	60	60
利潤總額	12631	14883	10039	9516	11136
所得稅	2820	3295	2411	2111	2506
少數股東損益	431	595	112	200	259
歸屬於母公司所有者的淨利潤	9380	10993	7516	7206	8371

附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	11256	14152	14471	14850	17850
應收賬款	359	333	422	400	350
存貨	3693	4376	4238	9236	15320
流動資產合計	24624	25097	26206	30946	39881
長期股權投資	2372	2644	2975	3000	3000
固定資產	51527	57251	61696	63000	64500
在建工程	3137	3975	1572	1000	300
非流動資產合計	68470	77156	79575	79465	79765
資產總計	93094	102253	105781	110411	119646
流動負債合計	14545	14397	20402	19140	19329
非流動負債合計	19784	18245	11468	12115	12531
負債合計	34329	32642	31870	31255	31860
少數股東權益	2647	3395	3420	3620	3879
股東權益合計	58765	69611	73912	79156	87786
負債及股東權益合計	93094	102253	105781	110411	119646

附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	15199	17654	9908	13580	16870
投資活動產生的現金流量淨額	-12476	-4851	-12719	-9750	-6050
籌資活動產生的現金流量淨額	-4289	-6786	-5395	-3451	-7820
現金及現金等價物淨增加額	-1592	5993	1959	379	3000

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。