

研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
tanq@ghzq.com.cn
联系人: 任春阳 S0350116050011
0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

夯实水泥区域龙头, 进军环保谋求新发展

——金圆股份(000546)动态研究

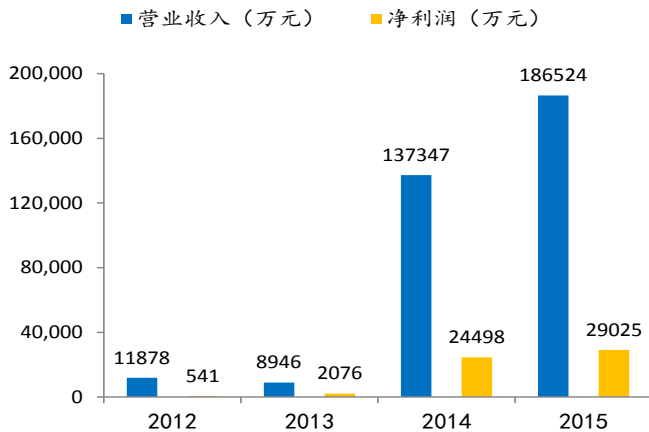
投资要点:

公司横向通过剥离山西亏损子公司, 积极开拓海外市场, 纵向收购5家混凝土公司, 布局水泥全产业链, 不断夯实公司在青海地区的区域龙头地位。在调整传统主业发展的同时, 进军危废处置行业, 通过收购打造环保第二主业, 我们看好水泥业务的产业链协同和环保业务的外延预期。

一、深耕于青海, 打造水泥行业区域龙头

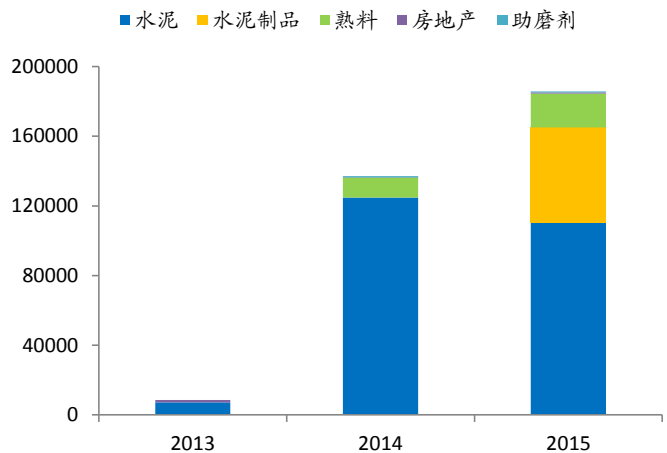
公司前身是吉林轻工集团股份有限公司, 原名是吉林光华控股集团股份有限公司。2014年11月28日, 青海互助金圆水泥有限公司以5.76元/股价格, 作价24.71亿元置入光华控股, 成功借壳上市, 大股东是金圆控股集团有限公司。互助金圆的注入, 使得公司的营收和净利润均增长了10倍以上, 公司目前主营业务是水泥、水泥熟料的生产和销售, 15年开始涉足商品混凝土等水泥制品。

图 1、公司主营收入与净利润(万元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2、公司主营业务构成(万元)



资料来源: WIND、国海证券研究所

公司目前的业务范围集中在青海和广州地区, 其中互助金圆、青海宏扬和青海湖水水泥在青海省最大的水泥消费市场西宁、格尔木等地布局建线, 青海地区产能排名第一, 具有较高的市场占有率, 区域龙头地位明显。未来公司将寻找并购机会, 提高公司的竞争力, 夯实公司在青海省的龙头地位。

二、资本运作不断, 打造全产业链

随着宏观经济增速的放缓，水泥行业的需求萎缩，出现了产能过剩的局面，在供给侧改革的推动下，水泥行业的发展将由规模优势向区域优势及产业链优势转变，行业的收购和整合将成为未来的发展趋势。

（1） 横向动作：剥离亏损公司，积极布局一带一路

2015年8月15日公司公告称将太原金圆和朔州金圆100%股份分别以1.36亿元、1.64亿元出售给兰耀公司，这两家子公司2014年亏损总额达到3333.62万元。公司在山西的优势不明显，剥离亏损子公司后，一方面公司的盈利能力将有很大提升，另一方面有利于公司集中资源进一步发展自身在青海地区的水泥业务，强化公司在青海地区优势，同时出售资产所得资金又为公司的资本运作提供了保障。

2015年5月11日公告称公司拟与控股股东共同投资设立香港金圆国际发展有限公司，将其作为海外发展的平台，布局“一带一路”战略。沿线国家大多是新兴经济体和发展中国家，水泥的需求很旺盛。2015年公司已经在泰国、印度等地进行了考察和研究，在确保国外投资安全的情况下，我们期待2016年公司的海外战略有所突破。

（2） 纵向发展：收购混凝土公司，布局全产业链

2015年8月15日，公司增资和收购了青海博友、青海宏信、青海威远、互助渊隆、民和建鑫五家混凝土企业，通过对下游混凝土产业的整合将为公司的水泥业务发展带来协同效应。布局全产业链，公司将充分发挥产能、管理、品牌、市场等优势，提高公司竞争力，提升公司盈利能力，同时公司未来将继续寻找具有区域或上下游协同作用的水泥企业及商混站的并购机会，夯实公司在青海地区的龙头地位。

三、 转向环保谋求新发展

由于水泥行业具有明显的周期性，为应对风险和业绩波动，公司寻求环保行业的发展机会，把水泥窑协同处置工业固废、危废作为产业延伸方向，为此公司分别在互助、格尔木、河源、江苏淮安和灌南成立了5家环保科技公司，积极推进工业固废、危废处置项目。2016年4月30日，公司受让控股股东所持有的江苏金圆新材料科技有限公司51%股权，江苏金圆新材成立于2015年1月，主要经营含铜污泥的综合利用及金属表面处理污泥，目前已获得环保部门的环评批复。截至2016年3月底，其总资产1315万元，没有营业收入，净利润-295万元。江苏金圆新材地处盐城大丰港经济开发区，可充分利用地缘优势，开展长三角地区的危废综合利用项目。公司此次收购预示着正式进军危废处置行业，在转型环保路上迈出实质性的一步。

危废处理行业现在历史累积量在6000万吨以上，每年新增产量超过6000万吨，按1500元/吨处置费用计算，行业规模在900亿。并且目前只能处置40%的新增产量，产能严重不足。因此，未来一段时间，危废处理行业景气度高。由于危废处理需要资质和技术，作为市场新进入者，我们认为公司将会采用合作、收购等手段，因此2016年公司环保主业的外延并购值得期待。

四、 盈利预测与投资评级

我们认为公司水泥业务战略调整后，协同优势将改善公司业绩，同时看好公司进军环保行业，也认为公司2016年在危废行业存在外延并购预期。水泥业务改善+危废行业高景气，公司业绩有望超预期。我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.56、0.66、0.79元，对应当前股价PE分别为18.98、15.99、13.29倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、环保外延并购不达预期、海外业务拓展不达预期。

表 1、主要财务指标预测

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1865	2093	2419	2793
增长率(%)	36%	12%	16%	15%
净利润(百万元)	264	332	395	475
增长率(%)	104%	26%	19%	20%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.56	0.66	0.79
ROE(%)	13.23%	14.09%	14.16%	14.37%

数据来源：国海证券研究所

盈利预测表

证券代码:	000546.Sz				股票价格:	10.54	投资评级:	买入		日期:	2016/6/15
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	13%	14%	14%	14%	EPS	0.44	0.56	0.66	0.79		
毛利率	33%	35%	35%	35%	BVPS	3.11	3.65	4.31	5.09		
期间费率	16%	16%	15%	14%	估值						
销售净利率	14%	16%	16%	17%	P/E	23.86	18.98	15.99	13.29		
成长能力					P/B	3.39	2.88	2.45	2.07		
收入增长率	36%	12%	16%	15%	P/S	3.38	3.01	2.61	2.26		
利润增长率	104%	26%	19%	20%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.43	0.41	0.43	0.46	营业收入	1865	2093	2419	2793		
应收账款周转率	2.07	2.27	2.50	2.79	营业成本	1243	1366	1574	1820		
存货周转率	6.19	6.19	6.19	6.19	营业税金及附加	11	12	14	17		
偿债能力					销售费用	80	90	104	120		
资产负债率	54%	54%	51%	46%	管理费用	122	137	158	182		
流动比	0.75	1.16	1.41	1.56	财务费用	78	96	93	72		
速动比	0.65	1.04	1.29	1.43	其他费用/(-收入)	(19)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	313	393	476	583		
现金及现金等价物	190	1003	1609	2065	营业外净收支	39	50	50	50		
应收款项	899	923	967	1002	利润总额	352	443	526	633		
存货净额	201	223	257	297	所得税费用	62	78	93	111		
其他流动资产	142	158	180	206	净利润	290	365	433	521		
流动资产合计	1432	2295	3002	3559	少数股东损益	26	33	39	46		
固定资产	2433	2264	2118	1981	归属于母公司净利润	264	332	395	475		
在建工程	216	220	222	225	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
无形资产及其他	98	98	101	103	经营活动现金流	279	677	743	848		
长期股权投资	33	33	33	33	净利润	290	365	433	521		
资产总计	4374	5073	5638	6063	少数股东权益	26	33	39	46		
短期借款	739	739	739	739	折旧摊销	174	253	236	222		
应付款项	741	822	947	1095	公允价值变动	(3)	0	0	0		
预收帐款	61	68	79	91	营运资金变动	(208)	(149)	(237)	(261)		
其他流动负债	358	358	358	358	投资活动现金流	(170)	164	144	134		
流动负债合计	1898	1986	2122	2282	资本支出	392	164	144	134		
长期借款及应付债券	345	595	595	345	长期投资	22	0	0	0		
其他长期负债	133	133	133	133	其他	(584)	0	0	0		
长期负债合计	478	728	728	478	筹资活动现金流	703	246	(4)	(255)		
负债合计	2377	2714	2850	2760	债务融资	135	250	0	(250)		
股本	598	598	598	598	权益融资	4	0	0	0		
股东权益	1998	2359	2787	3303	其它	565	(4)	(4)	(5)		
负债和股东权益总计	4374	5073	5638	6063	现金净增加额	813	1087	883	727		

资料来源: 国海证券研究所

【环保与公用事业小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券行业经验，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券股票投资评级标准】

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。