

收购兼并和海外市场拓展新成长

——海螺水泥（600585）2016年中报点评

2016年8月23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:

2016年上半年度公司实现营业收入234亿元,同比下降0.79%;营业利润39.68亿元,同比下降27.79%;归属于上市公司股东的净利润33.55亿元,同比下降28.70%;基本每股收益0.63元/股,同比下降29.21%。

公司分季度财务指标

指标	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2
营业收入(百万元)	17083.96	11229.34	12993.99	13745.54	13007.17	10607.19	13365.92
增长率(%)	-6.41%	-11.09%	-19.57%	-7.69%	-23.86%	-5.54%	2.86%
毛利率(%)	33.57%	29.29%	27.26%	23.71%	30.74%	24.90%	34.72%
期间费用率(%)	12.24%	13.37%	11.61%	11.21%	17.70%	13.73%	12.51%
营业利润率(%)	20.74%	16.45%	27.78%	11.60%	12.41%	10.57%	21.30%
净利润(百万元)	2919.34	1718.25	3022.87	1391.15	1495.67	1174.22	2285.98
增长率(%)	-29.99%	-33.63%	-14.95%	-44.91%	-48.77%	-31.66%	-24.38%
每股盈利(季度,元)	0.532	0.323	0.565	0.264	0.267	0.218	0.415
资产负债率(%)	31.92%	30.10%	32.13%	30.66%	30.13%	30.41%	27.18%
净资产收益率(%)	4.19%	2.36%	4.23%	1.94%	2.02%	1.57%	3.04%
总资产收益率(%)	2.86%	1.65%	2.87%	1.35%	1.41%	1.09%	2.22%

观点:

- 水泥销量继续增长,受价格下滑拖累收入略降。**2016年上半年水泥和熟料合计净销量为1.28亿吨,同比增长11%。各区域产品销量均有所增加:东部区域市场相对稳定,销量保持平稳,中部区域由于公司收购项目产能的投放水泥熟料销量同比增长15.64%,南部区域和西部区域销量同比分别增长12.66%和9.27%,但受价格下降影响,销售收入同比分别下降7.74%和0.40%。不过,公司加大了出口及海外市场拓展,销量同比增长66.22%,销售收入同比上升34.62%。
- 原材料成本下降,扣非净利润增加。**公司受原材料价格下降,综合成本同比下降20.03元/吨,降幅13.69%,吨产品的三项费用为24.50元/吨,同比下降6.68%。扣除去年同期公司减持股票的投资收益后实现归属于上市公司股东的扣非利润29.93亿元,同比增长6.30%。
- 负债率下降,现金流逐渐改善。**公司负债率为27.18%,较年初下降2.95个百分点,主要是是因为一年内到期的流动负债下降所致。经营活动产生的现金流量净额为46.67亿元,同比增加4.81亿元,主要系

本集团营业收入保持稳定，成本下降明显所致；投资活动产生的现金流量净额较上年同期增加130.75亿元，主要系本集团收回到期的3个月以上定期存款金额同比增加所致；筹资活动产生的现金流量净流出较上年同期增加27.72亿元，主要系本集团报告期内偿还到期债券金额同比增加所致

- **低景气度环境有利于公司收购兼并提升市占率。**公司作为水泥行业的龙头企业之一，海螺水泥具备较强的综合竞争力。在管理、技术和规模优势下单位成本远低于行业平均水平，使得公司具备一定的市场定价权，达到自身利润的最大化。在当前，水泥行业总体过剩的态势还未得到根本的转变，但是这是这种产能过剩的情况下，给海螺水泥收购兼并提供了很好的发展空间，开启新的成长之路。像收购巢东股份的水泥资产增加熟料产能540万吨，水泥产能350万吨。
- **积极推进海外市场建设，响应一带一路政策。**公司在印尼、缅甸、老挝、柬埔寨、俄罗斯和土耳其等地建设和计划新的生产线，积极跟随一带一路政策，像印尼南加、缅甸等地项目均已投产。海外国际市场的拓展将成为企业发展的新的方向和路径。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2016到2018年公司的每股收益1.80元、2.17元和2.42元，以收盘价16.67元计算，对应的动态PE为9倍、8倍和7倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**收购兼并和海外拓展速度低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	2509	26206.38	32781.45	41832.70	51670.16	营业收入	60758.5	50976.0	60034.7	68147.7	72225.8		
货币资金	1415	14471.45	19474.01	27082.28	36245.36	营业成本	40264.3	36887.8	42091.8	46815.6	48747.4		
应收账款	333.2	422.05	493.44	560.12	593.64	营业税金及	339.99	425.26	480.28	545.18	577.81		
其他应收款	517.9	763.10	898.71	1020.16	1081.21	营业费用	2936.83	3105.09	3602.08	4088.86	4333.55		
预付款项	533.5	442.28	433.86	433.86	433.86	管理费用	2679.86	3177.60	3602.08	4088.86	4333.55		
存货	4375.	4238.04	4843.44	5387.01	5609.29	财务费用	714.49	569.50	1024.34	974.17	940.63		
其他流动资产	1201.	1327.67	1327.67	1327.67	1327.67	资产减值损	(0.58)	(0.14)	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合	7715	79575.01	80405.05	81708.31	83064.86	公允价值变	21.32	(25.26)	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	2644.	2975.44	2975.00	2975.00	2975.00	投资净收益	(21.41)	1880.90	1880.00	1880.00	1880.00		
固定资产	5725	61695.52	64027.90	66440.09	68709.12	营业利润	13823.4	8666.51	11114.11	13514.9	15172.8		
无形资产	6721.	7160.49	6444.44	5728.39	5012.34	营业外收入	1074.27	1444.49	1698.98	1928.58	2043.99		
其他非流动资	522.1	904.27	904.27	904.27	904.27	营业外支出	14.94	71.60	71.60	71.60	71.60		
资产总计	1022	105781.3	113186.5	123541.0	134735.0	利润总额	14882.8	10039.4	12741.4	15371.9	17145.2		
流动负债合计	1439	20402.16	19745.59	20373.69	20719.25	所得税	3295.21	2411.45	3057.96	3689.27	4114.85		
短期借款	272.3	859.87	0.00	0.00	0.00	净利润	11587.6	7627.95	9683.53	11682.6	13030.3		
应付账款	4024.	3904.05	4382.16	4873.96	5075.08	少数股东损	594.57	111.57	145.25	175.24	195.46		
预收款项	1092.	1355.10	1235.03	1371.33	1515.78	归属母公司	10993.0	7516.39	9538.28	11507.4	12834.9		
一年内到期的	2056.	7585.38	7585.00	7585.00	7585.00	EBITDA	18365.7	13695.3	17393.5	20093.9	22078.3		
非流动负债合	1824	11467.66	11297.68	11297.68	11297.68	EPS (元)	2.07	1.42	1.80	2.17	2.42		
长期借款	2104.	2246.40	2246.40	2246.40	2246.40	主要财务							
应付债券	1548	8493.28	8493.28	8493.28	8493.28	比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	3264	31869.82	31043.27	31671.37	32016.94	成长能力							
少数股东权益	3394.	3419.68	3564.94	3740.18	3935.63	营业收入增	9.95%	-16.10%	17.77%	13.51%	5.98%		
实收资本(或	5299.	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	营业利润增	17.72%	-37.31%	28.24%	21.60%	12.27%		
资本公积	1068	10684.32	10684.32	10684.32	10684.32	归属于母公	17.19%	-31.63%	26.90%	20.64%	11.54%		
未分配利润	4706	51133.61	58096.55	66496.99	75866.48	获利能力							
归属母公司股	6621	70491.89	77683.66	87234.83	97887.81	毛利率(%)	33.73%	27.64%	29.89%	31.30%	32.51%		
负债和所有者	1022	105781.3	113186.5	123541.0	134735.0	净利率(%)	18.09%	14.74%	15.89%	16.89%	17.77%		
现金流量						总资产净利		11.33%	7.21%	8.62%	9.53%		
						ROE(%)	16.60%	10.66%	12.28%	13.19%	13.11%		
经营活动现金	1765	9908.17	12868.28	15566.76	17727.09	偿债能力							
净利润	1158	7627.95	9683.53	11682.68	13030.37	资产负债率	31.92%	30.13%	27.65%	25.82%	23.92%		
折旧摊销	3827.	4459.32	5255.08	5604.79	5964.90	流动比率	1.74	1.28	1.66	2.05	2.49		
财务费用	(714.)	(569.50)	(1024.34)	(974.17)	(940.63)	速动比率	1.44	1.08	1.41	1.79	2.22		
应付帐款的变	172.4	(120.89)	478.11	491.80	201.12	营运能力							
预收帐款的变	(168.)	262.33	(120.07)	136.30	144.45	总资产周转	0.62	0.49	0.55	0.58	0.56		
投资活动现金	(485)	(12719.2)	(4205.45)	(5028.06)	(5441.45)	应收账款周	175.58	134.98	131.15	129.37	125.20		
公允价值变动	21.32	(25.26)	0.00	0.00	0.00	应付账款周	10.22	9.30	10.16	10.12	9.80		
长期股权投资	272.2	331.29	(0.44)	0.00	0.00	每股指标							
投资收益	(21.4)	1880.90	1880.00	1880.00	1880.00	每股收益(最	2.07	1.42	1.80	2.17	2.42		
筹资活动现金	(678)	(5395.32)	(3660.26)	(2930.44)	(3122.56)	每股净现金	1.14	(1.55)	0.94	1.44	1.73		
应付债券增加	7.75	(6989.27)	0.00	0.00	0.00	每股净资产	12.50	13.30	14.66	16.46	18.47		
长期借款增加	(162)	141.88	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	8.05	11.74	9.26	7.68	6.88		
资本公积增加	413.2	(2.32)	0.00	0.00	0.00	P/B	1.33	1.25	1.14	1.01	0.90		
现金净增加额	6017.	(8206.42)	5002.57	7608.27	9163.07	EV/EBITDA	5.12	6.79	3.77	3.96	3.19		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“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。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2015年“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3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。