



海螺水泥 (600585)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-02-15

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161837
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161592
neilyds@163.com

侧供给助力行业升级, 公司有望强者恒强

——海螺水泥 (600585) 调研报告

主要观点:

□ 行业需求有望维稳, 机会还看侧供给改革

从水泥行业需求端来看, 基建方面存量需求仍在, 支撑相对稳定, 随城镇化推进持续向好的可能性较高; 地产方面需求波动相对较大, 但考虑到房企目前良好的库存去化和资金面情况, 以及去年 12 月份在建和新开工面积的超预期表现, 地产端需求回落有望趋缓。预计水泥行业今年前三季度需求将相对平稳。16 年行业通过错峰生产, 完成了对产量的压缩, 但产能的去化仍未完全落到实处。目前, 行业供给侧改革持续深入, 若 17 年区域协作得到强化, 落后产能淘汰提速, 环保监管进一步到位, 海螺作为行业龙头将受益匪浅。

□ 坚定“一区一策”战略, 充分把握区域性机会

公司坚持“一区一策”的经营战略, 确保市场份额的维持及对新增产能的利用, 积极探索与区域竞争者的良性合作, 强化区域价格话语权。未来, 公司将进一步稳固华东沿海及川渝云贵区域的核心地位: 华东沿海地区经济较为发达, 基建项目落地快, 需求有望持续增长, 区域内无新增产能, 市场转暖概率较高; 川渝云贵地区基建项目总投资大、储备充足, 虽然项目落地较为缓慢, 但市场相对封闭, 外来产品流入成本高, 区域价格弹性大。公司与以上区域内竞争者的磨合较为充分, 有望形成行业协同, 保持盈利稳步上升。

□ 销量增长稳定, 国际业务拓展积极

16 年公司销量增幅领先行业平均 (约 2.5%) 达到 5% 左右, 17 年有望继续维持该增幅水平。目前公司库位水平较低, 短期内降价去库存的压力较小, 预计公司在价格方面仍以维稳为主。在国际业务的拓展上, 公司持续深耕东南亚市场, 于印尼、老挝和柬埔寨共设立 6 条生产线, 其中印尼 4 条 (2 条已达到产销平衡, 1 条具备开工条件, 1 条在准备阶段), 老挝 1 条 (有望于明年末投产), 柬埔寨 1 条 (有望在明年初开工)。考虑到国外项目推进缓慢, 而公司对于“十三五”期间的海外业务扩张目标 (铺设 5000 万吨海外生产线) 相对较高, 另外, 参考国际大型水泥企业的发展模式, 公司有望积极布局新市场, 加速拓展海外业务。

□ 资产负债率偏低, 并购动作有望加速

目前, 国内市场呈现落后产能加速出清、行业整合提速、集中度上升的格局, 作为行业龙头, 公司在进一步加大大企业间协作的同时, 加快了兼并收购中小企业的步伐。近年来, 企业资产负债率低位维稳, 现金流充足, 公司或将通过收并购扩充市场规模, 进一步优化杠杆率。

□ 盈利预测与估值

在供给侧改革的推动下，水泥行业的升级态势初成，公司坚定“一区一策”战略，充分把握区域性机会，不断强化区域内合作。作为行业龙头，公司盈利能力凸显，在海外业务上拓展积极，预留资金充沛，收并购蓄势待发，有望实现强者恒强格局。我们预测，公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.57 元/股、1.77 元/股、1.97 元/股，对应的 PE 为 13.35 倍、11.83 倍、10.64 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	50976	53525	57807	61853
收入同比(%)	-16%	5%	8%	7%
归属母公司净利润	7516	8349	9427	10476
净利润同比(%)	-32%	11%	13%	11%
毛利率(%)	27.6%	29.1%	29.9%	30.4%
ROE(%)	10.3%	11.3%	11.7%	11.9%
每股收益(元)	1.42	1.57	1.77	1.97
P/E	14.76	13.35	11.83	10.64
P/B	1.57	1.53	1.40	1.28
EV/EBITDA	7	9	8	7

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	26,206	38,315	49,928	61,968	营业收入	50,976	53,525	57,807	61,853
现金	14,471	26,478	37,913	48,875	营业成本	36,888	37,949	40,523	43,050
应收账款	1,185	912	1,046	1,204	营业税金及附加	425	329	368	409
其他应收款	763	551	651	753	销售费用	3,105	3,479	3,873	4,206
预付账款	442	368	244	136	管理费用	3,178	3,640	3,989	4,299
存货	4,241	4,093	4,478	4,783	财务费用	570	558	407	262
其他流动资产	5,104	5,912	5,596	6,217	资产减值损失	(0)	19	(14)	2
非流动资产	79,575	71,103	66,800	62,460	公允价值变动收	(25)	17	(6)	(2)
长期投资	2,975	2,664	2,761	2,800	投资净收益	1,881	0	0	0
固定资产	61,696	57,788	53,881	49,973	营业利润	8,667	7,569	8,656	9,624
无形资产	7,160	6,683	6,238	5,822	营业外收入	1,444	1,132	1,141	1,198
其他非流动资产	7,744	3,968	3,920	3,865	营业外支出	72	34	36	39
资产总计	105,781	109,41	116,72	124,42	利润总额	10,039	8,667	9,760	10,783
流动负债	20,402	16,969	18,083	19,617	所得税	2,411	0	0	0
短期借款	860	769	626	439	净利润	7,628	8,667	9,760	10,783
应付账款	3,904	3,920	4,175	4,479	少数股东损益	112	317	334	307
其他流动负债	15,638	12,280	13,282	14,699	归属母公司净利润	7,516	8,349	9,427	10,476
非流动负债	11,468	15,959	15,169	14,074	EBITDA	13,695	12,511	13,415	14,209
长期借款	2,246	2,246	2,246	2,246	EPS (元)	1.42	1.57	1.77	1.97
其他非流动负	9,221	13,712	12,923	11,828					
负债合计	31,870	32,927	33,252	33,691					
少数股东权益	3,420	3,737	4,071	4,378					
股本	5,299	5,324	5,324	5,324					
资本公积	10,684	7,435	7,435	7,435					
留存收益	53,783	59,995	66,646	73,600					
归属母公司股东权	70,492	72,753	79,405	86,359					
负债和股东权益	105,781	109,41	116,72	124,42					

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-16.10	5.00%	8.00%	7.00%
营业利润	-37.31	-12.67%	14.36%	11.19%
归属于母公司净利	-31.63	11.08%	12.90%	11.13%
获利能力				
毛利率(%)	27.64%	29.10%	29.90%	30.40%
净利率(%)	净利率	14.74%	15.60%	16.31%
ROE(%)	10.32%	11.33%	11.69%	11.88%
ROIC(%)	11.57%	12.39%	12.71%	14.52%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.13%	30.09%	28.49%	27.08%
净负债比率(%)	-2.36%	-18.03%	-30.19	-39.05
流动比率	1.28	2.26	2.76	3.16
速动比率	1.08	2.02	2.51	2.92
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.50	0.51	0.51
应收账款周转率	134.98	136.63	152.77	146.18
应付账款周转率	12.86	13.68	14.28	14.29
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.57	1.77	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	2.59	2.85	2.86
每股净资产(最新摊薄)	13.30	13.73	14.98	16.30
估值比率				
P/E	14.8	13.4	11.8	10.6
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.90	9.49	8.06	6.90

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	9,908	13,699	15,107	15,168
净利润	7,628	8,349	9,427	10,476
折旧摊销	4,459	4,385	4,353	4,323
财务费用	575	558	407	262
投资损失	(1,846)	0	0	0
营运资金变动	(1,381)	54	606	(201)
其他经营现金	473	353	314	308
投资活动现金流	(12,719)	3,537	(90)	(36)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(331)	312	(97)	(39)
其他投资现金	(12,388)	3,225	8	3
筹资活动现金流	(5,395)	(4,888)	(3,587)	(4,171)
短期借款	587	(91)	(144)	(187)
长期借款	142	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	(2)	(3,250)	0	0
其他筹资现金	(6,122)	(1,572)	(3,444)	(3,984)
现金净增加额	(8,206)	12,348	11,430	10,961

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。