

# 名义确权提升投资者偏好，“国转民”指引国企改革新风向！

公司简报

## ◆事件：海螺水泥、海螺型材与港股海螺创业复牌

海螺水泥、海螺型材和港股海螺创业三家公司昨晚公布复牌公告，海螺集团股东大会讨论公司整体上市总体安排意见并原则通过，拟通过改革持股方式，将安徽投资持有的海螺集团公司51%股权转换为直接持有海螺水泥、海螺型材的相应股份，海螺集团公司余下资产并入海螺创业。集团改革重组将按照依法合规、分步实施的要求，积极稳妥推进实施，相关安排尚需进一步研究细化及履行有关审批程序及公司董事会或股东大会批准。

## ◆点评：

1、综合三家公司公告，改革持股减少海螺水泥的股东层级。方案如得以实施，将注销当前控股股东海螺集团，由安徽投资和海螺创业直接持有海螺水泥股权。目前安徽投资和海螺创业（中国）分别在集团层面持有51%和49%的股权，集团持有海螺水泥36.78%的股权，海螺创业（安徽）持有海螺水泥5.41%的股权（仅有收益权，无投票权等），改革完成后安徽投资直接持有公司18.76%股权，海螺创业一致行为人合计持有23.43%；由于5.41%的股权仅有收益权，所以方案执行后实际控制人未发生转移。

2、由于股东层级减少安徽投资和海螺创业直接持股海螺水泥，且两家公司具有投票权的股权比例相差无几。虽实际控制权未转移，但海螺创业对海螺水泥等核心资产的影响力大幅提高，大幅弱化和消除了海螺水泥等核心资产在公司治理方面的风险，会提高投资者对海螺水泥的投资偏好！股权关系的理顺也势必带来公司在经营战略、执行效力等多方面的主动性和自由度，获取更高活力。

3、更深层次，如方案得到执行，这应该是国内国有企业改革实现控制权向由公司高管及工会持股的民营企业转移的第一单！意义非常重大。相信相关各方也会谨慎对待，方案最终能否得以顺利实行，可能更多需要关注资本市场反应以及更重要的舆论导向！

## ◆乘改革春风，受益“一路一带”、估值低，维持“买入”评级

国企改革春风吹拂公司，又受益“一路一带”，建筑、机械、钢铁等板块大幅上涨，而水泥板块涨幅相对较小，而且目前行业估值水平处于历史低位，反弹动力强。仍维持公司2014-2015年EPS预测为2.54、2.87元，对应重要指标：水泥及熟料销量2.55亿吨，同增12%，吨净利52元。维持“买入”评级。

## 业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	45,766	55,262	64,999	71,603	78,104
营业收入增长率	-5.94%	20.75%	17.62%	10.16%	9.08%
净利润(百万元)	6,308	9,380	13,464	15,198	16,210
净利润增长率	-45.58%	48.71%	43.53%	12.88%	.66%
EPS(元)	1.19	1.77	2.54	2.87	3.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.90%	16.72%	19.88%	19.30%	17.96%
P/E	17	11	7	6	6
P/B	2	2	1	1	1

## 买入(维持)

当前价/目标价：19.74/23.80元

目标期限：6个月

## 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-22169050

[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

## 联系人

李华丰

021-22167202

[lihuafeng@ebsec.com](mailto:lihuafeng@ebsec.com)

## 市场数据

总股本(亿股)：52.99

总市值(亿元)：1046.08

一年最低/最高(元)：14.18/21.56

近3月换手率：54.58%

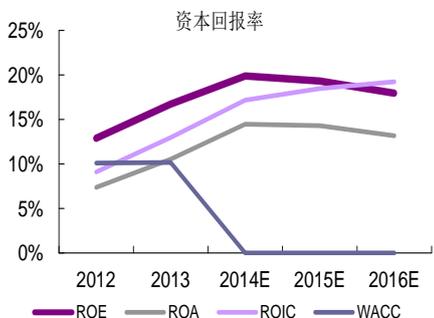
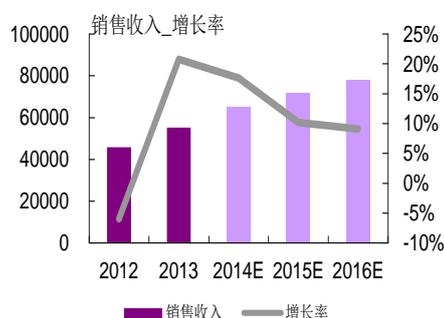
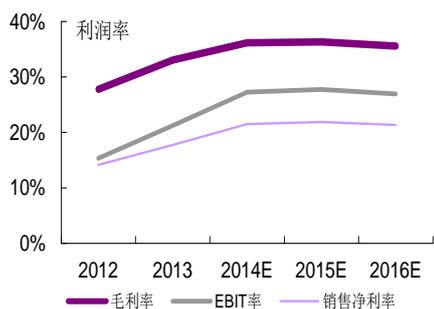
## 股价表现(一年)



## 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.55	-26.85	-31.58
绝对	8.47	14.31	18.43

## 相关研报



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>45,766</b>	<b>55,262</b>	<b>64,999</b>	<b>71,603</b>	<b>81,04</b>
营业成本	33,062	37,018	41,502	45,597	50,338
折旧和摊销	3,276	3,574	6,582	6,928	7,280
营业税费	241	297	338	358	391
销售费用	2,280	2,685	2,795	2,936	3,202
管理费用	2,173	2,396	2,665	2,864	3,124
财务费用	1,002	969	1,027	1,127	1,282
公允价值变动损益	3	8	0	0	0
投资收益	4	-3	60	60	60
<b>营业利润</b>	<b>7,016</b>	<b>11,743</b>	<b>16,736</b>	<b>18,776</b>	<b>19,827</b>
<b>利润总额</b>	<b>8,088</b>	<b>12,631</b>	<b>17,809</b>	<b>19,958</b>	<b>21,083</b>
少数股东损益	155	431	517	470	446
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,307.59</b>	<b>9,380.16</b>	<b>13,463.50</b>	<b>15,197.73</b>	<b>16,209.77</b>

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总资产</b>	<b>87,524</b>	<b>93,094</b>	<b>96,544</b>	<b>109,471</b>	<b>126,409</b>
流动资产	3,129	24,624	29,149	41,006	57,221
货币资金	8,234	11,256	13,000	23,208	38,297
交易型金融资产	108	41	0	0	0
应收帐款	230	359	650	716	781
应收票据	8,169	7,186	8,450	9,308	10,154
其他应收款	655	408	975	1,074	1,093
存货	4,039	3,693	4,145	4,555	4,525
可供出售投资	3,297	2,222	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,117	2,372	2,375	2,378	2,381
固定资产	49,296	51,527	52,426	53,069	53,428
无形资产	5,110	6,048	5,746	5,458	5,185
<b>总负债</b>	<b>36,347</b>	<b>34,329</b>	<b>25,653</b>	<b>27,107</b>	<b>32,089</b>
无息负债	12,497	12,137	13,252	13,875	14,858
有息负债	23,850	22,193	12,402	13,232	17,232
<b>股东权益</b>	<b>1,176</b>	<b>58,765</b>	<b>70,891</b>	<b>82,364</b>	<b>94,320</b>
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
公积金	13,791	12,923	12,923	12,923	12,923
未分配利润	29,814	37,924	49,532	60,536	72,046
少数股东权益	2,275	2,647	3,164	3,633	4,079

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,509</b>	<b>15,199</b>	<b>20,06</b>	<b>22,639</b>	<b>25,010</b>
净利润	6,308	9,380	13,464	15,198	16,210
折旧摊销	3,276	3,574	6,582	6,928	7,280
净营运资金增加	-1,606	631	3,440	2,350	1,448
其他	3,531	1,613	-3,379	-1,837	72
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-8,470</b>	<b>-12,476</b>	<b>-5,695</b>	<b>-7,943</b>	<b>-7,943</b>
净资本支出	6,788	7,518	8,000	8,000	8,000
长期投资变化	2,117	2,372	-3	-3	-3
其他资产变化	-17,375	-22,366	-13,692	-15,940	-15,940
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,671</b>	<b>-4,289</b>	<b>-12,667</b>	<b>-4,487</b>	<b>-1,978</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,300	-1,658	-9,791	830	4,000
无息负债变化	-2,114	-360	1,115	623	982
<b>净现金流</b>	<b>364</b>	<b>-1,592</b>	<b>1,744</b>	<b>10,209</b>	<b>15,089</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-5.94%	20.75%	17.62%	10.16%	9.08%
净利润增长率	-45.58%	48.71%	43.53%	12.88%	6.66%
EBITDA/EBITDA 增长率	-40.95%	48.87%	49.17%	10.24%	5.82%
EBIT/EBIT 增长率	-52.79%	67.46%	39.33%	12.09%	6.08%
<b>估值指标</b>					
PE	17	11	7	6	6
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	11	8	5	4	3
EV/EBIT	16	10	6	5	4
EV/NOPLAT	20	13	8	7	6
EV/Sales	3	2	2	1	1
EV/IC	2	2	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	27.76%	33.01%	36.15%	36.32%	35.55%
EBITDA 率	22.47%	27.71%	37.36%	37.39%	36.27%
EBIT 率	15.31%	21.24%	27.24%	27.71%	26.95%
税前净利润率	17.67%	22.86%	27.40%	27.87%	26.99%
税后净利润率 (归属母公司)	13.78%	16.97%	20.71%	21.23%	20.75%
ROA	7.38%	10.54%	14.48%	14.31%	13.18%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.90%	16.72%	19.88%	19.30%	17.96%
经营性 ROIC	9.09%	12.97%	17.17%	18.47%	19.23%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.59	1.69	1.66	2.73	3.58
速动比率	1.31	1.44	1.42	2.43	3.30
归属母公司权益/有息债务	2.05	2.53	5.46	5.95	5.24
有形资产/有息债务	3.44	3.89	7.29	7.83	7.01
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.19	1.77	2.54	2.87	3.06
每股红利	0.25	0.35	0.79	0.89	0.94
每股经营现金流	2.17	2.87	3.79	4.27	4.72
每股自由现金流(FCFF)	0.85	1.03	1.70	2.29	2.73
每股净资产	9.23	10.59	12.78	14.86	17.03
每股销售收入	8.64	10.43	12.27	13.51	14.74

资料来源：光大证券、上市公司

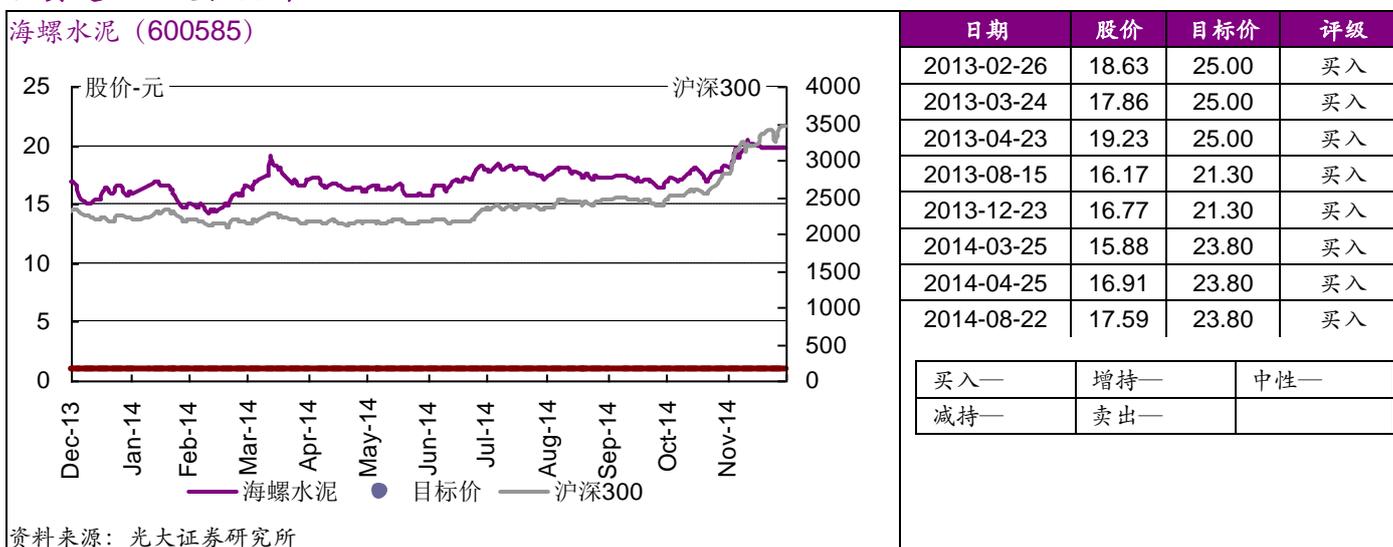
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

### 投资建议历史表现图



### 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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
深圳	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com