

买入 维持
海螺水泥 (600585)

2014年12月30日

安徽省投资集团直接持股上市公司，国企改革迈出第一步

建材行业核心分析师：邱友锋
 SAC 执业证书编号：S0850514110001
 电话：021-23219415
 Email: qyf9878@htsec.com

停牌前一天收盘价 (2014/12/18 因重大事项停牌, 2014/12/30 复牌): 19.74 元

6个月目标价: 24.00元

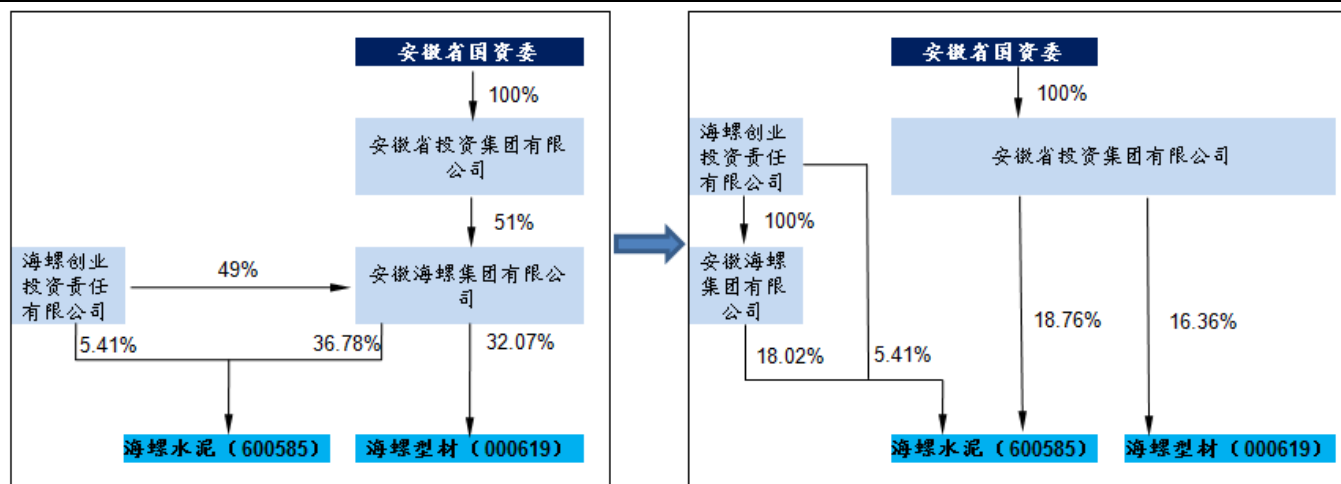
1. 安徽省投资集团直接持股上市公司，国企改革迈出第一步

2014年12月30日，公司公告拟通过改革持股方式，将安徽省投资集团有限公司持有的海螺集团公司51%股权转让为直接持有海螺水泥(600585)、海螺型材(000619)的股份。

若上述事项最终获批并得以实施，则安徽省投资集团有限公司将直接持股海螺水泥并成为海螺水泥第一大股东(持股18.76%)，海螺集团将由海螺水泥第一大股东变为第二大股东(持股18.02%)，并成为海螺创业(管理层及工会持股企业)的全资子公司，海螺水泥将暂无实际控制人。我们判断这是海螺水泥混合所有制改革迈出的第一步，安徽省投资集团直接持股上市公司相比间接通过海螺集团持股更便于国有股减持。我们判断后续公司在国企改革方面仍有进一步的动作，或将通过国有股减持及海螺创业增持等方式实现控股股东及实际控制人的变更。

若通过后续改革措施，最终实现海螺创业控股上市公司，则有望在两方面对上市公司形成利好：**一、管理效率提升**：公司不再受国有企业行政规定约束，职业经理人选聘、考核和管理层中长期的激励机制将在民营企业内更为方便有效地执行；**二、上市公司分红率有望明显提升**。

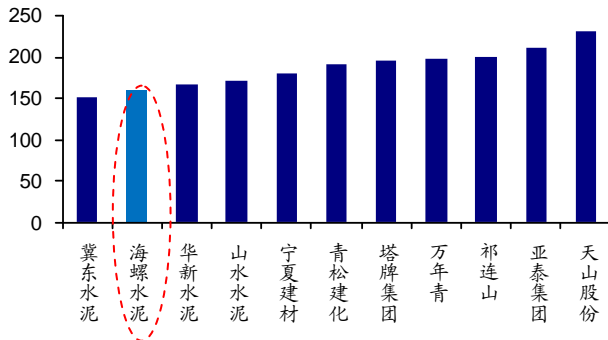
图1 海螺水泥等股权结构变更前后图示



资料来源：公司复牌公告，海通证券研究所

2. 成本优势显著，公司将是行业去产能最终胜出者

海螺水泥是国内水泥龙头企业，优秀的管理能力、独特的“T”型战略布局以及规模效应使得海螺水泥在行业内拥有无法复制的成本优势，其生产成本比行业平均水平低 20-30 元/吨，而在高度同质化、价格充分竞争的水泥行业中，成本优势是企业的核心竞争力所在。未来在行业去产能过程中，公司将凭借显著成本优势最终胜出。

图 2 2014 年水泥企业吨水泥生产成本比较（单位：元/吨）


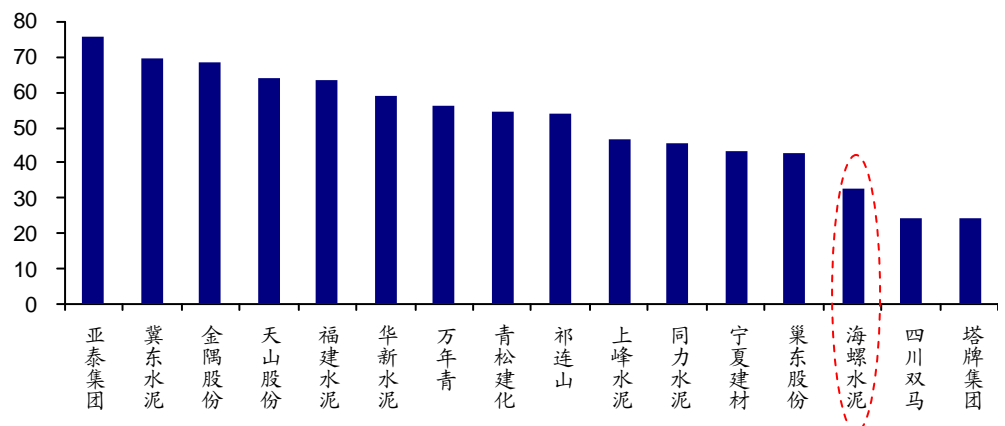
资料来源：各公司 2013-2014 年定期公告，海通证券研究所

图 3 海螺水泥“T”型战略示意图


资料来源：海通证券研究所绘制

3. 低负债率、资金充裕，静待行业去杠杆带来的整合良机

截止 2014 年三季度，公司账面资金达 134 亿元，资产负债率仅 33%，远低于行业平均水平（水泥企业平均资产负债率超过 50%）。在行业整体景气低迷的形势下，国企改革及高杠杆企业去杠杆出售股权将为公司带来整合良机。

图 4 2014 年三季度各水泥企业资产负债率：%


资料来源：各公司 2014 年三季度报，海通证券研究所测算

4. 海外水泥布局稳步推进，高盈利海外水泥生产线成为盈利增长看点

在国内水泥产能过剩的大背景下，公司着眼长远，早在 2011 年就开始对东南亚地区进行项目调研等前期工作，公司初期规划在东南亚三国（印尼、缅甸、越南）分别建设 1000 万吨水泥产能。目前公司海外第一条水泥生产线，印尼南加里曼丹 3200t/d 于 2014 年 11 月正式投产，基于当地水泥价格 100-200 美元/吨，我们预计吨净利约在 200 元/吨。此外，公司印尼南加二期、西巴布亚一期、孔雀港粉磨站，缅甸 BOT 项目均已在 2014 年四季度开工建设，未来海外生产线将成为盈利增长看点。

表 1 目前公司已投产或开工建设海外水泥项目及未来净利贡献测算

项目	水泥产能: 万吨	预计吨净利: 元/吨	股权占比: %	贡献净利: 亿元	预计贡献业绩年份
印尼南加一期	134	200	71.25%	1.91	2015
印尼南加二期	134	200	71.25%	1.91	2016
印尼西巴布亚一期	150	200	49%	1.47	2016
印尼孔雀港粉磨站	400	50		1.02	2016
缅甸 BOT 项目	209	150		1.60	2016

年份	贡献净利: 亿元	占 2014 年预计归母净利: %
2015	1.91	1.62%
2016	7.91	6.70%

资料来源: 中国水泥网, 公司 2013 年年报, 海通证券研究所整理预测

5. 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2014-2016 年归属母公司净利润 118.15 亿、128.47 亿、138.99 亿, EPS 为 2.23、2.42、2.62 元。公司目前股价对应 2015 年 PE8 倍, 考虑到公司显著的成本优势, 以及潜在的行业整合能力, 给予公司 2015 年 PE10 倍, 对应目标价 24.00 元, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

房地产投资大幅下滑、基建投资规划落实不到位。

信息披露

分析师声明

邱友锋：建材行业

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，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

海螺水泥、北京利尔、金隅股份、东方雨虹、塔牌集团、上峰水泥、冀东水泥、天山股份、龙泉股份、禾盛新材、中国玻纤、长海股份。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。