

建筑材料

2014年12月30日

海螺水泥 (600585)

——受益国企改革推进、理清股权关系，控股股东拟改革持股方式

报告原因：有信息公开需要点评

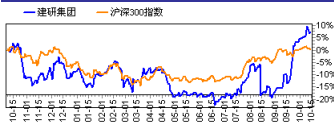
买入

维持

市场数据:	2014年12月29日
收盘价(元)	19.74
一年内最高/最低(元)	21.56/14.18
上证指数/深证成指	3168/10780
市净率	1.7
息率(分红/股价)	1.77
流通A股市值(百万元)	78954

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	11.81
资产负债率%	32.65
总股本/流通A股(百万)	5299/4000
流通B股/H股(百万)	-/1300

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《海螺水泥(600585)——三季度单季盈利见底，国际化进程稳步推进》
2014/10/21

《海螺水泥(600585)——价升量稳推动业绩增长 90%，三季度盈利有望见底》 2014/08/22

证券分析师

王丝语 A0230511040048
wangsy@swsresearch.com

联系人

陈泳含
chenyh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	55,262	20.7	9,380	48.7	1.77	33.0	16.7	9.5	7.0
14Q1-Q3	43,675	18	8,173	52	1.54	33.8	13.1		
2014E	61,710	11.7	11,674	24.5	2.20	35.0	17.2	7.6	5.9
2015E	68,511	11.0	13,990	19.8	2.64	36.9	17.1	6.4	5.0
2016E	75,399	10.1	15,516	10.9	2.93	37.1	15.9	5.8	4.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

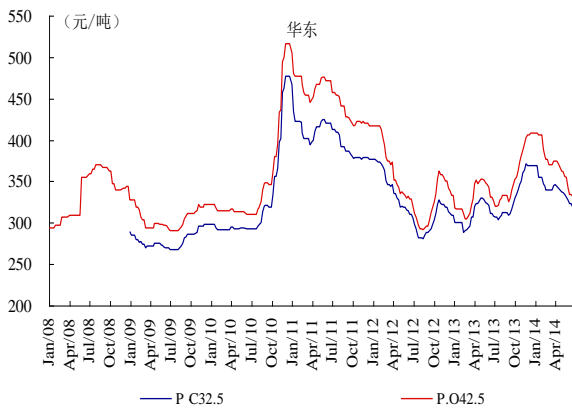
投资要点:

海螺水泥于2014年12月29日公告，公司控股股东海螺集团公司拟通过改革持股方式，将投资集团公司持有的海螺集团公司51%股权，转换为直接持有海螺水泥、海螺型材股份。

- **国企改革推进，投资集团将直接持股海螺水泥。**海螺水泥公告安徽省投资集团将持有的51%海螺集团股权转为直接持有海螺水泥的股份。安徽省投资集团是安徽省国资委全资控股企业，目前持有海螺集团51%股权，芜湖海创实业持有海螺集团49%股权，海螺集团为海螺水泥第一大股东持有36.78%股权。若方案顺利实施，安徽省投资集团依然为海螺水泥第一大股东，持有股权比例18.76%（51%*36.78%）；芜湖海创实业将持有集团100%股权，间接持有海螺水泥18.02%股权（100%*49%*36.78%）；考虑到安徽海创投资直接持有海螺水泥5.41%股权，因此公司实质经营管理不会发生变化。
- **利于公司理清股权关系，未来股权变化可操作空间加大。**此次事件主要受益海螺国企改革推进，有利于海螺水泥理清股权关系，进一步提升海创对公司控制权，解除之前由于安徽省投资集团对海螺集团控股造成的不确定性。该方案是海螺水泥国企改革的第一步，未来股权变化可操作空间加大，我们预计未来改革方向为海创成为海螺水泥大股东。由于海创实业公司为海螺水泥员工持股企业，若后续股权转让完成，股权关系将更加顺畅。该方案后续还需履行相关审批程序，就时间进度而言的话，我们预计若顺利可能需要三个月左右时间。
- **水泥优质龙头成长可期，国际化进程稳步推进。**公司通过自建和收购逐步推动产能增长和区域布局，14年公司新增保山海螺、益阳安化海螺和梁平海螺3条生产线投产，共新增熟料产能428万吨，2015年公司将有广东阳春12000t/d等产线投产，另外将继续寻求优质并购项目；国外方面海外市场拓展稳步推进。印尼南加项目（3200T/D）已于11月建成投产，一期熟料产能约100万吨、水泥产能约150万吨；未来海外印尼、缅甸、越南长期熟料产能规划约1000万吨。另外公司从产业投资者角度出发，持有多家水泥上市公司股权，包括巢东股份、冀东水泥、青松建化。
- **盈利预测与估值。**海螺水泥作为低估值水泥优质龙头代表，目前PE依然低于十倍，受益安徽国企改革推进，同时公司东南亚市场拓展符合一带一路政策方向，维持公司看好。我们维持公司14-16年EPS至2.20/2.64/2.93元，估值具备安全边际，维持“买入”评级。

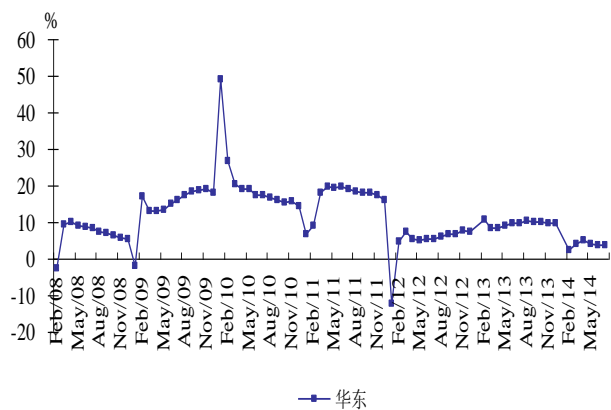
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

图 1：华东水泥价格走势



资料来源：数字水泥网，申万研究

图 2：华东地区水泥产量累计增速



资料来源：数字水泥网，申万研究

表 1：主要假设情况

	2Q2013	3Q2013	4Q2013	2013	1Q2014	2Q2014	2014H1	3Q2014	2014E	2015E	2016E
销量(万吨)	5,670	5,862	6,638	22,800	4,795	6605	11400	6554	25500	27,850	30,650
均价(元/吨)	235	229	281	242	263	245	252	227	242	246	246
成本(元/吨)	162	153	172	162	170	157	162	159	157	155	155
吨毛利(元)	73	76	108	80	94	88	90	68	85	91	91
吨费用(元)	25	24	29	27	27	22	24	22	26	26	25
吨净利(元)	37	40	60	41	52	51	51	36	46	50	51

资料来源：申万研究

表 2：海螺水泥生产线情况

企业名称	设计产能 (T/D)	地址	备注
安徽			
芜湖海螺水泥有限公司	5000	安徽省芜湖市繁昌县繁阳镇代冲村	2011. 12. 18 点火 2012. 5. 10 点火
	5000		
	5000		
	5000		
	12000		
	12000		
荻港海螺水泥股份有限公司	2500	安徽省芜湖市繁昌县荻港镇杨湾村	
	2500		
	5000		
白马山水泥厂	2500	安徽省芜湖市南郊	
	5000		
	4000		
	5000		
铜陵海螺水泥有限公司	10000	安徽省铜陵市古圣村	
	10000		
	12000		
	2500		
	2500		
枞阳海螺水泥股份有限公司	5000	安徽省枞阳县函山镇	
	10000		
	5000		
怀宁海螺水泥有限公司	5000	安徽省安庆市怀宁县石镜乡甘露村	
	4500		
全椒海螺水泥有限责任公司	4500	安徽省滁州市全椒县十字镇华龙村	2012. 5. 8 点火
	5000		
	4500		
	4500		
池州海螺水泥股份有限公司	8000	安徽省池州市牛头山镇	2012. 5. 6 点火
	4500		
	4500		
	4500		
	4500		
宁国水泥厂	2000	安徽省宁国市港口镇	
	4000		
宣城海螺水泥有限公司	5000	安徽省宣城市水东镇	
	5000		

宿州海螺水泥有限公司	5000	安徽省宿州市埇桥区曹村镇闵贤村	
江苏			
	2000		
中国水泥厂	5000	江苏省南京市龙潭镇水泥厂路185号	
	5000		
山东			
济宁海螺水泥有限责任公司	4500	山东省济宁市泗水县	
浙江			
建德海螺水泥有限责任公司	5000	浙江省建德市李家镇	
	5000		
江西			
戈阳海螺水泥有限公司	4500	江西省上饶市弋阳县	
	4500		
江西分宜海螺水泥有限公司	2500	江西省新余市分宜县湖泽镇	
	2500		
湖南			
石门海螺水泥有限公司	5000	湖南省常德市石门县	
	5000		
祁阳海螺水泥有限公司	5000	湖南省永州市祁阳县	
	5000		
湖南双峰海螺水泥有限公司	5000	湖南省娄底市双峰县三塘铺镇	
	5000		
湖南海螺水泥有限公司	5000	湖南省娄底市新化县	
岳阳临湘海螺水泥有限公司	5000	湖南省岳阳市临湘市	
湖南益阳安化海螺水泥有限公司	4500	湖南省益阳市安化县	
湖南海螺水泥有限公司(新化海螺)二期	4500	湖南省娄底市新化县	
邵阳市云峰新能源科技有限公司	4500	湖南省邵阳市雨溪镇	2014年1月23日收购
			2014年1月23日,海螺集团收购云峰水泥65%股权;2月9日,
湖南云峰水泥有限公司		湖南省邵阳市武冈市	进行管理权交接仪式。
	7500		
湖南益阳安化海螺水泥有限公司	4500	湖南省益阳市安化县	2014年5月18日
广西			
	5000		
扶绥新宁海螺水泥有限责任公司	5000	广西壮族自治区崇左市扶绥县新宁镇	
	4500		
兴安海螺水泥有限责任公司	4000	广西壮族自治区桂林市兴安县兴安镇	2004.7投产
	4000		2009.3投产
北流海螺水泥有限责任公司	5000	广西壮族自治区北流市北流市民安工业园区	
	5000		
兴业葵阳海螺水泥有限责任公司	5000	广西壮族自治区北流市兴业县葵阳镇	
	5000		
广西四合工贸有限责任公司	4000	广西壮族自治区南宁市隆安县南圩镇	2011.9.16加入海螺
凌云通鸿水泥有限公司	2500	广西壮族自治区百色市凌云县	2012.3收购
广东			
英德海螺水泥有限公司	5000	广东省英德市望埠镇	

	5000		
	5000		
	5000		
广东清新海螺水泥有限公司	5000	广东省清远市石潭镇	
	5000		
阳春海螺水泥有限公司	12000	广东省阳春市春湾镇自由村	
四川			
达州海螺水泥有限责任公司	4500	四川省达州市大竹县朝阳乡竹园村	
	4500		
广元海螺水泥有限责任公司	4500	四川省广元市朝天镇大巴口	
	4500		
巴中海螺水泥有限公司	4500	巴中市南江县南江镇黄龙村	
重庆			
重庆海螺水泥有限责任公司	4500	重庆市忠县	
	4500		
梁平海螺水泥有限责任公司	4800	重庆市梁平回龙镇安居村	2014 年上半年
甘肃			
平凉海螺水泥有限责任公司	4500	甘肃省平凉市崆峒区峡门乡贤太村	
	4500		
海螺临夏项目一期	4500	甘肃省临夏州和政县新营乡大庄村	
陕西			
	1000		
	1000		
宝鸡众喜蔡家坡水泥有限公司	1000	陕西省蔡家坡经济技术开发区	2011 年 8 月收购
	1000		
	2500		
宝鸡众喜金陵河水泥有限公司	4500	陕西省宝鸡市陈仓区安台村张家沟	
众喜凤凰山水泥有限公司	5000	陕西省宝鸡市岐山县祝家庄镇	
千阳海螺水泥有限公司	4500	陕西省宝鸡市千阳县水沟镇新中村	
	4500		
礼泉海螺水泥有限公司	4500	陕西省咸阳市礼泉县烟霞镇下韩村	
	4500		
山东			
济宁海螺水泥有限责任公司	4500	山东省济宁市泗水县	
贵州			
贵阳海螺盘江水水泥三期	5000	贵州省贵阳市清镇市	
铜仁海螺盘江水水泥一期	4500	贵州省铜仁市河西办事处新庄村	
水城海螺盘江水水泥有限责任公司	5700	贵州省六盘山市钟山区老鹰山镇	2014 年 3 月收购, 40%股权
水城海螺盘江水水泥有限责任公司 (原煤化工鑫晟水泥)	5700	贵州省六盘水市水城县	2014 年被海螺水泥收购
云南			
云南壮乡水泥股份有限公司	2000	文山州广南县	2011.5 签约, 6 月收购
			2012.5 点火
龙陵海螺水泥有限责任公司	2500	云南保山市龙陵	原龙陵汇合水泥有限公司, 海螺 2010 年 6 月收购

云南省昆明市石林县	2500	昆明宏熙水泥有限公司	2014年5月收购, 80%股权
保山海螺	4500	云南省保山市汉庄镇团山村	2014年3月9日投产
文山海螺	4500	云南省文山州砚山县平远阿山龙村	

资料来源: 卓创资讯, 申万研究

表 4：利润表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	45,766	55,262	61,710	68,511	75,399
二、营业总成本	38,757	43,524	47,090	50,768	55,635
其中：营业成本	33,062	37,018	40,132	43,234	47,417
营业税金及附加	241	297	331	368	405
销售费用	2,280	2,685	3,024	3,426	3,770
管理费用	2,173	2,396	2,654	3,014	3,318
财务费用	1,002	969	959	722	721
资产减值损失	(0)	161	(9)	4	4
加：公允价值变动收益	3	8	5	0	0
投资收益	4	(3)	0	0	0
三、营业利润	7,016	11,743	14,625	17,743	19,764
加：营业外收入	1,096	914	1,050	800	800
减：营业外支出	24	25	20	20	20
四、利润总额	8,088	12,631	15,655	18,523	20,544
减：所得税	1,626	2,820	3,444	3,890	4,314
五、净利润	6,462	9,811	12,211	14,633	16,230
少数股东损益	155	431	537	643	713
归属于母公司所有者的净利润	6,308	9,380	11,674	13,990	15,516
六、基本每股收益	1.19	1.77	2.20	2.64	2.93
全面摊薄每股收益	1.19	1.77	2.20	2.64	2.93

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。