

海螺水泥 (600585)

奔跑的龙头，再续辉煌

——海螺水泥 2013 年年报点评

	鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (研究助理)
	0755-23976830	0755-23976764
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880113110040

本报告导读:

年报符合预期，华东及中南地区第 4 季度的量价齐升令业绩大幅抬升，维持对公司的“增持”评级。

投资要点:

- 维持“增持”评级。2013 年实现营收同增 20.75%，归母净利润同增 48.71%，EPS 1.77 元，符合预期，考虑到 2014 年来自地产、基建等需求端不确定性的增加，小幅下调 2014-2015 年的 EPS 预测至 2.28 元、2.64 元（下调 0.06 元、0.13 元），维持“增持”评级，按照可比公司估值目标价 20.52 元（下调 2.88 元），对应 2014 年 9 倍 PE。
- 销量同比增长 21.95%，创 07 年来最高增速。公司实现水泥和熟料合计净销量约 2.28 亿吨，同比增长 21.95%，较 2012 年提升约 3 个百分点，且明显高于全国约 9.5% 的均值，销量增速达到 2007 年以来新高，我们预计 2014 年公司销量 2.56 亿吨，同比增长 12.28%。
- 华东及中南地区第 4 季度的量价齐升令业绩大幅抬升：受益于第 4 季度华东及中南水泥全产全销并提价，我们测算 4 季度出厂均价同比上升 22 元/吨，全年公司出厂均价约 238 元/吨，同比基本持平（前三季度同比下降 11 元/吨）；但煤炭价格下降令全年吨毛利同比上升 11 元/吨至约 78 元/吨；其中第 4 季度吨毛利约 104 元/吨；期间费用率同比下降约 1 个百分点，主要是管理及财务费用率的降低。
- 我们预计 2014 年新增产能增速仍然可观，主要在西部地区。受政府限制水泥新增产能影响，我们估计公司 2014 年自建与并购仍将主要集中在政策尚未顾及的西部，计划资本性支出 85 亿元（不含并购），较 2013 年 75.05 亿元提升 10 亿元，预计将新增产能熟料 1,900 万吨，水泥约 3,000 万吨，相较 2013 年增长约 23.41%，仍然保持较高增长。
- 风险提示：原材料成本上升风险、宏观经济形势风险。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	45,766	55,262	63,582	69,612	75,160
(+/-)%	-6%	21%	15%	9%	8%
经营利润 (EBIT)	8,011	12,867	15,464	17,646	19,899
(+/-)%	-48%	61%	20%	14%	13%
净利润	6,308	9,380	12,107	13,985	15,962
(+/-)%	-46%	49%	29%	16%	14%
每股净收益 (元)	1.19	1.77	2.28	2.64	3.01
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	17.5%	23.3%	24.3%	25.3%	26.5%
净资产收益率 (%)	12.9%	16.7%	18.0%	17.5%	16.8%
投入资本回报率 (%)	10.4%	15.3%	17.4%	18.6%	20.8%
EV/EBITDA	8.8	5.8	4.6	3.7	2.7
市盈率	13.3	9.0	7.0	6.0	5.3
股息率 (%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 20.52

上次预测: 23.40

当前价格: 15.88

2014.03.25

交易数据

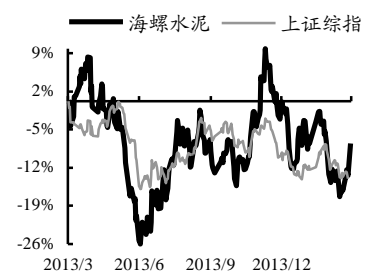
52 周内股价区间 (元)	11.88-19.97
总市值 (百万元)	84,153
总股本/流通 A 股 (百万股)	5,299/4,000
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,300
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	19.51
日均成交值 (百万元)	305.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	51,977
每股净资产	9.81
市净率	1.6
净负债率	24.52%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.18	0.22
Q2	0.39	0.50
Q3	0.44	0.58
Q4	0.75	0.98
全年	1.77	2.28

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	-6%	-9%
相对指数	13%	-2%	5%

相关报告

《边际供求改善累积效应之“临界点”》
2013.11.28

《中报符合预期，行业龙头加速前行》
2013.08.16

《新增产能减少下盈利水平控制更有力》
2013.06.03

《行业景气度向上，估值提升概率大》
2013.03.24

《华东 13 年新增供给大幅下滑，行业首配》
2012.12.09

模型更新时间: 2014.03.25

股票研究

原材料
建材

海螺水泥 (600585)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.52

上次预测: 23.40

当前价格: 15.88

公司网址

www.conch.cn

公司简介

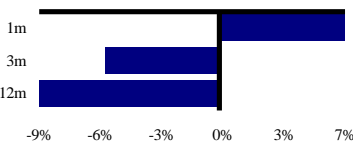
公司主要从事水泥及商品熟料的生产
和销售, 公司产销量已连续 11 年位居
全国第一, 是目前亚洲最大的水泥、熟
料供应商。

截至 2009 年 12 月 31 日止, 公司已拥
有 76 家控股子公司, 4 家合营公司, 3
家参股公司, 分布在全国 16 个省、市、
自治区。

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表							
营业总收入	45,766	55,262	63,582	69,612	75,160	82,047	89,033
营业成本	33,062	37,018	42,090	45,714	48,963	53,024	57,085
税金及附加	241	297	305	334	361	394	427
销售费用	2,280	2,685	2,861	2,993	3,082	3,118	3,383
管理费用	2,173	2,396	2,861	2,924	2,856	2,708	2,849
EBIT	8,011	12,867	15,464	17,646	19,899	22,804	25,289
公允价值变动收益	3	8	0	0	0	0	0
投资收益	4	-3	0	0	0	0	0
财务费用	1,002	969	774	635	419	61	-426
营业利润	7,016	11,743	14,606	16,941	19,406	22,679	25,649
所得税	1,626	2,820	3,298	3,810	4,348	5,057	5,973
少数股东损益	155	431	300	346	395	460	519
净利润	6,308	9,380	12,107	13,985	15,962	18,563	20,657
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	8,342	11,297	16,760	23,977	38,306	59,864	86,977
其他流动资产	1,020	956	850	850	850	850	850
长期投资	5,415	4,627	5,327	5,330	5,330	5,330	5,330
固定资产合计	53,100	56,629	59,428	61,423	61,119	57,350	53,718
无形资产及其他资产	5,720	6,850	7,491	8,235	8,960	9,668	10,357
资产合计	87,524	93,094	110,713	119,617	139,098	154,404	183,133
流动负债	14,521	14,545	20,666	16,298	20,482	17,825	26,438
非流动负债	21,826	19,784	19,907	19,907	19,907	19,907	19,907
股东权益	48,901	56,118	67,193	80,118	95,021	112,523	132,121
投入资本(IC)	61,616	65,253	70,073	75,011	75,680	72,085	68,489
现金流量表							
NOPLAT	6,401	9,994	12,217	13,941	15,720	18,015	19,725
折旧与摊销	3,276	3,574	3,837	4,226	4,547	4,733	4,818
流动资金增量	1,370	1,205	-3,030	-2,197	-251	536	650
资本支出	-6,788	-7,518	-6,251	-5,838	-3,738	-338	-438
自由现金流	4,259	7,256	6,773	10,132	16,278	22,946	24,755
经营现金流	11,509	15,199	13,871	16,272	20,468	23,997	26,251
投资现金流	-8,470	-12,476	-6,951	-5,841	-3,738	-338	-438
融资现金流	-2,671	-4,289	-1,456	-3,215	-2,401	-2,101	1,300
现金流净增加额	368	-1,567	5,464	7,216	14,329	21,558	27,113
财务指标							
成长性							
收入增长率	-5.9%	20.7%	15.1%	9.5%	8.0%	9.2%	8.5%
EBIT 增长率	-48.3%	60.6%	20.2%	14.1%	12.8%	14.6%	10.9%
净利润增长率	-45.6%	48.7%	29.1%	15.5%	14.1%	16.3%	11.3%
利润率							
毛利率	27.8%	33.0%	33.8%	34.3%	34.9%	35.4%	35.9%
EBIT 率	17.5%	23.3%	24.3%	25.3%	26.5%	27.8%	28.4%
净利润率	13.8%	17.0%	19.0%	20.1%	21.2%	22.6%	23.2%
收益率							
净资产收益率(ROE)	12.9%	16.7%	18.0%	17.5%	16.8%	16.5%	15.6%
总资产收益率(ROA)	7.2%	10.1%	10.9%	11.7%	11.5%	12.0%	11.3%
投入资本回报率(ROIC)	10.4%	15.3%	17.4%	18.6%	20.8%	25.0%	28.8%
运营能力							
存货周转天数	46	38	46	49	50	50	50
应收账款周转天数	2	2	1	2	2	2	2
总资产周转天数	684	596	585	604	628	653	692
净利润现金含量	1.82	1.62	1.15	1.16	1.28	1.29	1.27
资本支出/收入	15%	14%	10%	8%	5%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	41.5%	36.9%	36.6%	30.3%	29.0%	24.4%	25.3%
净负债率	31.7%	19.4%	7.4%	-4.2%	-18.9%	-35.2%	-47.9%
估值比率							
PE	13.3	9.0	7.0	6.0	5.3	4.5	4.1
PB	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.8	5.8	4.6	3.7	2.7	1.6	0.7
P/S	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
股息率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

绝对价格回报 (%)

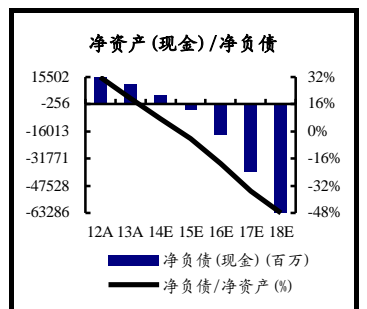
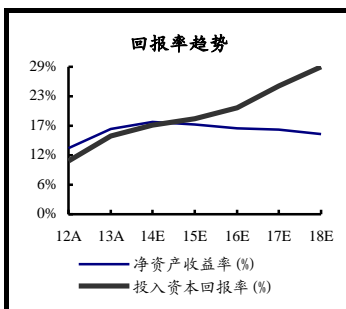
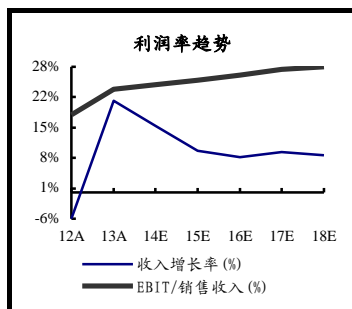


52 周价格范围

11.88-19.97

市值 (百万)

84,153



1. 年报概况

公司发布 2013 年年报，全年实现营业收入 552.62 亿元，同比增长 20.75%，实现归属于上市公司股东的净利润 93.80 亿元，同比增长 48.71%，EPS 1.77 元，符合预期。

表 1: 海螺水泥 2013 年主要财务数据

	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期增减 (%)
营业收入 (亿元)	552.62	457.66	20.75%
归属于上市公司股东净利润 (亿元)	93.80	63.08	48.71%
归属于上市公司股东的扣非净利润 (亿元)	89.52	56.51	58.41%
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	151.99	115.09	32.06%
基本每股收益 (元/股)	1.77	1.19	48.71%
稀释每股收益 (元/股)	1.77	1.19	48.71%
加权平均资产收益率 (%)	18.05%	13.50%	上升 4.55 个百分点

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

2. 解读: 符合预期, 4Q 量价齐升令业绩大幅提升

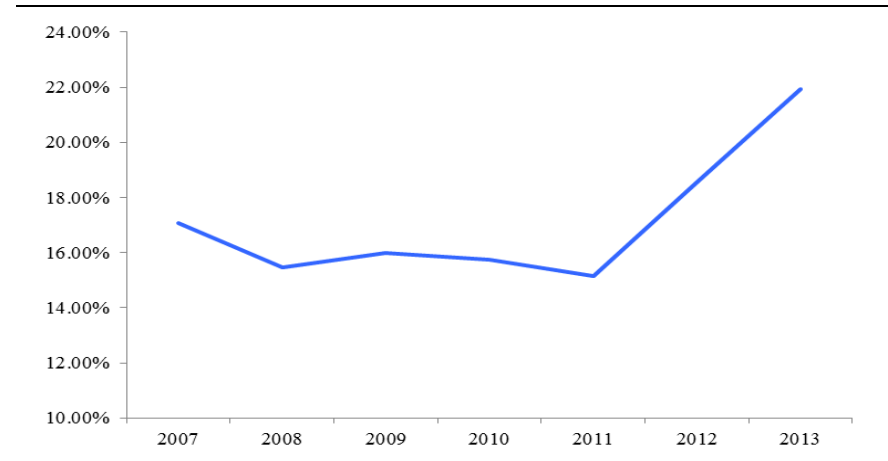
2013 年归属于上市公司股东的净利润同比大幅上升 48.71%，主因是第四季度公司产能重心的华东华南地区水泥市场全产全销且提价；另一方面，煤炭价格下降与公司优异的成本控制使得盈利持续改善。

2.1. 量的增速创 07 年以来新高

报告期内，公司实现水泥和熟料合计净销量约 2.28 亿吨，同比增长 21.95%，销量增速达到 2007 年以来新高，促使公司市占率进一步提高。

就区域而言，量的增长主要由 2012 年产能投产的中部区域（安徽、江西、湖南及湖北）和西部区域（四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西及新疆）所贡献，销量同比增速分别达到 27.27% 及 40.43%。

图 1 公司全年累计销量同比增速创近年新高



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2. 第 4 季度华东及中南地区全产全销，盈利能力大幅抬升

我们测算，2013Q4 出厂均价为 273 元/吨，同比上升 22 元/吨，2013 全年公司出厂均价约 238 元/吨，同比基本持平。2013Q4 吨毛利同比上升 25 元/吨，达到 107 元/吨，仅次于 2010 年 4 季度~2011 年 3 季度的历史最好水平；全年吨毛利约为 78 元/吨，同比上升约 11 元/吨。

公司综合成本为 158.13 元/吨，同比下降 15.34 元/吨，降幅为 8.84%。从成本构成来看，燃料及动力成本同比下降 16.46 元/吨，降幅为 14.35%，主要是因为煤炭价格下降，煤电消耗等主要指标优化；折旧费用同比下降 7.52%，主要是由于公司销量增加，固定成本得到进一步摊薄。

期间费用率同比小幅下降，吨期间费用约合 26 元/吨，同比略降低约 2.7 元/吨。

表 2: 海螺吨利润指标拆解 (年度数据, 单位: 元/吨)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013H1	2013H2	2013A
吨出厂均价	209.4	234.45	208.49	248.41	305.2	240.97	227.48	248.77	237.63
吨成本	144.16	176.03	149	168.71	183.46	174.08	163.22	157.82	159.18
吨毛利	65.25	58.41	59.49	79.7	121.75	66.89	64.26	90.95	78.45
吨费用	28.41	28.63	22.95	23.62	26.83	28.72	26.45	25.97	26.01
吨净利润	27.36	23.38	28.94	42.93	70.24	29.43	27.50	49.16	39.17
吨营业外净收入 (税后)	2.8	2.55	1.61	2.82	3.86	4.61	3.17	2.96	3.05

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 1 公司各季度出厂均价测算

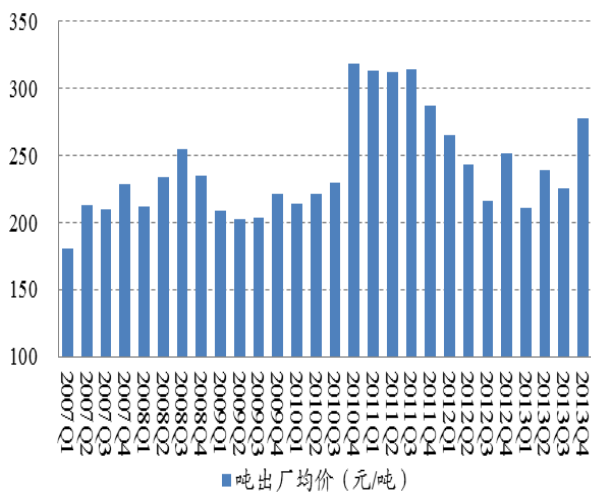
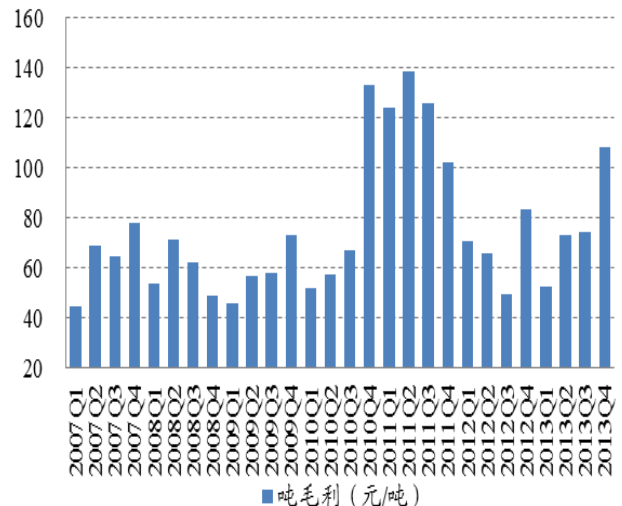


图 2 2013 年 4 季度吨毛利接近 2011 年高点



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 3 2013 年公司吨期间费用小幅下降

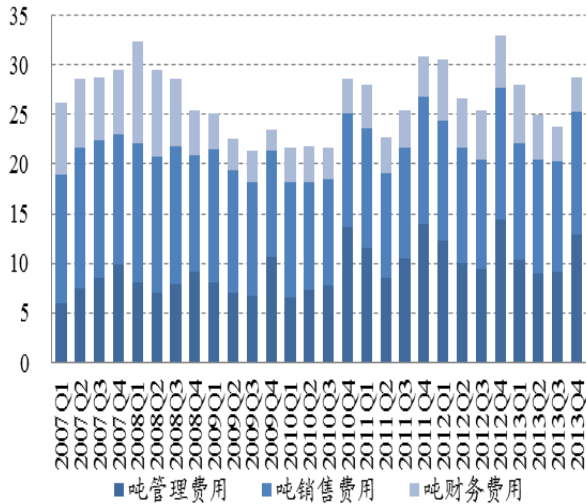
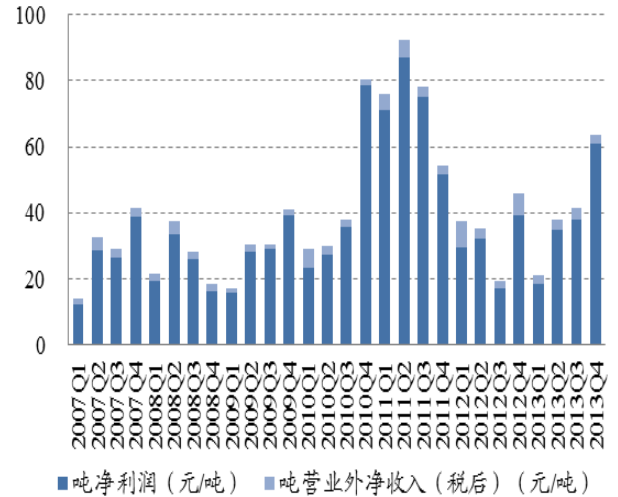


图 4 公司各季度吨净利构成



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

2.3. 西部成为公司新增产能的主要地区

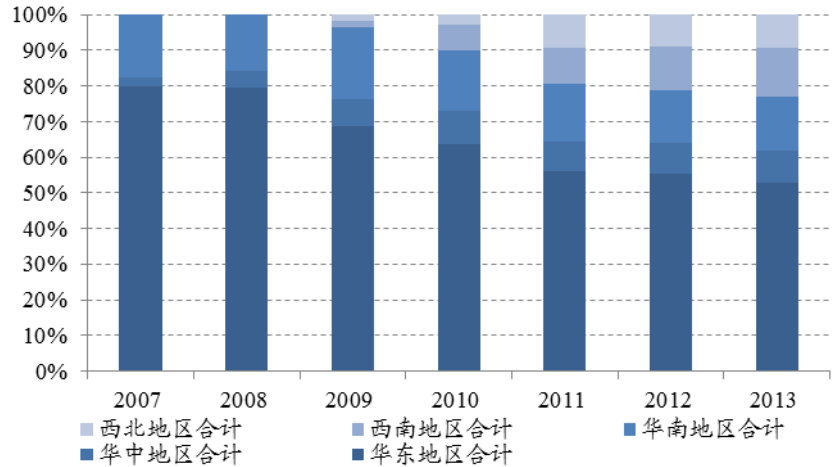
报告期内, 公司资本性支出约 75.05 亿元, 主要用于水泥、熟料生产线、余热发电项目建设投资, 新投产阳春、遵义、贵定等 6 条熟料线及 21 台水泥磨建设, 完成收购云南盈江水泥公司、甘肃太子山建材等两家水泥企业。共计新增熟料产能 1,160 万吨、水泥产能 2,430 万吨, 截止 2013 年底熟料产能达 1.95 亿吨, 水泥产能达 2.31 亿吨。

我们认为西部地区将成为公司新增产能的主要地区, 公司预计 2014 全年资本性支出约 85 亿元 (不含并购), 较 2013 年提升约 10 亿元, 预计全年将新增熟料产能约 1,900 万吨, 水泥产能约 3,000 万吨, 相较 2013 年增长约 23.41%, 新增产能仍然将保持较快速度增长。

并购方面, 我们看到公司 2013 年仅并购了两家企业 (均为西部企业), 相较 2012 年的六家数量有所下降 (其中两家为华东企业), 当年收购转固占固定资产比重约 1.11%, 较 2012 年下降约 2.89 个百分点。我们认为, 华东南 2013Q4 表现出的产销两旺而新增产能受限情况下将会导致当地水泥企业的出售意愿降低及并购价格大幅升高, 我们预计公司未来并购也将会以西部为主。

自建产能方面, 2014 年公司主要重心放在盘江海螺、临夏海螺两个项目上, 区域在西部的贵州、甘肃两省。

图 6 公司新增产能近年来主要集中在西部



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

表 3: 2013 年新建与收购产能

		熟料产能 (T/D)	投产时间
乾县海螺一期	新建	4500	2013 年 5 月 28 日
贵定海螺二线	新建	4500	2013 年 5 月 30 日
宿州海螺二期	新建	5000	2013 年 6 月底
阳春海螺水泥有限公司	新建	5500	2013 年 9 月 15 日
遵义海螺盘江水泥有限公司二线	新建	4500	2013 年 9 月
安龙海螺盘江公司	新建	2000	2013 年 10 月 8 日
甘肃太子山建材	收购	2500	2013 年 8 月 13 日
云南盈江水泥公司	收购	2000	2013 年 9 月 28 日

数据来源: 公司年报, 卓创资讯

表 4: 我们预计 2014 年可能投产产能

	熟料产能 (T/D)
阳春海螺水泥有限公司	12000
湖南益阳安化海螺水泥有限公司	4500
梁平海螺水泥有限责任公司	4800
文山海螺	4500
保山海螺	4500
海螺临夏项目一期	4500
印尼南加	3200

数据来源: 公司年报, 卓创资讯

2.4. 脱销新标准的严格执行或令公司成本优势进一步显现

国家环保部于 2013 年 12 月颁布了最新的《水泥工业大气污染物排放标准》，其中规定一般地区 NOx 排放限值由 800 mg/m³ 调整为 400 mg/m³，新建企业自 2014 年 3 月 1 日执行新的标准，现有企业从 2015 年 7 月 1 日开始执行新标准。随着新标准的执行，水泥行业的运行成本将会增加。

报告期内，公司实施低氮分级燃烧+SNCR 的烟气脱硝技术改造，我们的研究表明，一般 2500T/D 及以下的窑型一般仅适合于 SNCR 技术，脱

销运行成本偏高。截至 2013 年底, 公司已完成芜湖海螺、池州海螺等 77 条生产线的脱氮技改, 占总生产线数目的约 60% 左右。我们认为, 随着新标准的执行, 未来公司成本端控制的优势进一步凸显。

3. 小幅下调盈利预测与目标价, 维持增持评级

考虑到 2014 年来自地产、基建等需求端不确定性的增加, 小幅下调 2014-2015 年的 EPS 预测至 2.28 元、2.64 元 (下调 0.06 元、0.13 元), 维持“增持”评级, 按照可比公司估值目标价 20.52 元 (下调 2.88 元), 对应 2014 年 9 倍 PE。

表 5: 海螺主要盈利预测假设

	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业总收入 (百万元)	48,653.81	45,766.20	55,261.68	63,581.94	69,611.91
同比%	40.99%	-5.94%	19.92%	15.86%	9.48%
销量 (万吨)	15,800.00	18,700.00	22,800.00	25,600.00	27,800.00
同比%	12.86%	18.35%	21.93%	12.28%	8.59%
单价 (元/吨)	304.73	240.98	237.62	245.62	247.62
吨毛利 (元/吨)	122.24	66.90	79.49	83.19	85.19
净利润 (百万)	11,589.83	6,307.59	9,380.16	12,107.43	13,984.67
同比%	87.81%	-45.58%	48.71%	29.07%	15.50%
EPS	2.19	1.19	1.77	2.28	2.64

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

表 6: 可比公司估值

	股票代码	股价	PE (2014E)
华新水泥	600801	10.67	7.1
江西水泥	000789	9.36	7.2
塔牌集团	002233	6.17	9.5
天山股份	000877	5.68	9.8
金隅股份	601992	6.73	8.1
华新水泥	600801	10.67	7.1
平均			8.3

注: 股价截止 2014 年 3 月 24 日。

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

国内货币、房地产宏观政策风险。国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程; 房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资, 作为水泥主要下游需求, 两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

原材料成本风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一, 短期内大幅上涨将影响水泥企业的盈利能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		