

## 海螺水泥 (600585)

买入 (维持)

13 年报点评: 景气震荡向上, 杠杆空间较大

## 市场数据

报告日期	2014-03-26
收盘价(元)	15.68
总股本(百万股)	5299.30
流通股本(百万股)	5299.30
总市值(百万元)	83093
流通市值(百万元)	83093
净资产(百万元)	56118
总资产(百万元)	93094
每股净资产	10.59

## 相关报告

《海螺水泥 3 季报点评: 淡季不淡, 旺季更旺》2013-10-28

《海螺水泥 3 季报点评: 具备高安全边际的周期标的》2012-10-25

《海螺水泥 2012 中报点评: 低成本优势发挥得淋漓尽致》2012-08-15

分析师:

王挺

wangting@xyzq.com.cn

S0190512040002

联系人: 钱佳佳

qianjiatia@xyzq.com.cn

021-38565440

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	55262	62292	71619	80264
同比增长(%)	20.8%	12.7%	15.0%	12.1%
净利润(百万元)	9380	11390	13245	15263
同比增长(%)	48.7%	21.4%	16.3%	15.2%
毛利率(%)	33.0%	32.9%	32.7%	32.7%
净利率(%)	17.0%	18.3%	18.5%	19.0%
净资产收益率(%)	16.7%	17.3%	17.2%	17.1%
每股收益(元)	1.77	2.15	2.50	2.88
每股经营现金流(元)	2.87	3.20	3.99	3.77

## 投资要点

## 事件:

海螺水泥于 2014 年 3 月 24 日发布业绩, 全年实现收入 553 亿, 同比增长 20.7%; 归属于母公司的净利润为 94 亿, 同比增长 48.7%; 以期末股本计算的 EPS 为 1.77 元/股。拟以 2013 年末股本为基数, 每 10 股派 3.5 元 (含税)。

## 点评:

- **量价齐升, 盈利能力逐季改善。**全年水泥熟料销量约 2.28 亿吨, 同比增长 22% 左右, 高于行业增速; 均价约 238 元/吨, 同比下降约 3 元/吨; 受益于煤炭价格下行, 吨毛利同比提高约 12 元/吨, 达 79 元/吨左右; 吨净利约 43 元/吨, 同比增 8 元/吨左右。1 季度至 4 季度吨毛利预计分别为 54、74、77、106 元/吨左右, 呈逐季回升态势。
- **产能持续有增长。**2013 年公司通过自建、收购等方式增加熟料产能 1160 万吨至 1.95 亿吨、水泥产能 2430 万吨至 2.31 亿吨。2014 年其资本支出计划 85 亿元, 预计熟料、水泥产能将分别增加 1900 万吨、3000 万吨左右, 产能主要投放于西部地区。预计 2014 年水泥熟料销量将达到 2.56 亿吨左右, 同比增长约 12%。
- **核心区域有望维持高景气。**随着水泥投资增速的下降, 水泥供需关系在不断改善, 核心区域长江中下游沿线基本没有新增熟料投放, 甚至沿江一些城市内的水泥厂开始搬迁从而出现部分产能减法, 2014 年华东水泥的高景气有望持续。

- **负债率低，现金充裕，杠杆空间较大。**期末公司资产负债率 37%左右，达 99 年以来最低水平，也大幅低于业内其他主要上市公司；货币资金 113 亿元，经营现金流量净额达 152 亿元。近日国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，力度较大，或将加快传统行业的兼并重组进度。

#### 投资建议：

- 房地产链条上，水泥相对于其他周期品，具有较强的区域性、上游控制力、基本无库存等优点，长期来看可以获取高于社会平均的 ROE。而海螺依靠其优秀的布局和管理能力，ROE 水平或能长期维持在 15%以上，对应于 1.5 倍 PB，已经具有长期投资价值。
- 华东地区具有良好的竞合环境，今年均价有望继续提升，而未来长期有望维持高景气度。从估值安全性和景气趋势出发，推荐海螺水泥。预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 2.15、2.50、2.88 元/股，对应 PE 分别为 7.3、6.3、5.4 倍，维持“买入”评级。
- 随着并购重组的相关便利政策出台，未来存量水泥资产的经营有望成为看点，拥有强大现金和低负债率的企业将优先受益。

#### 风险提示：

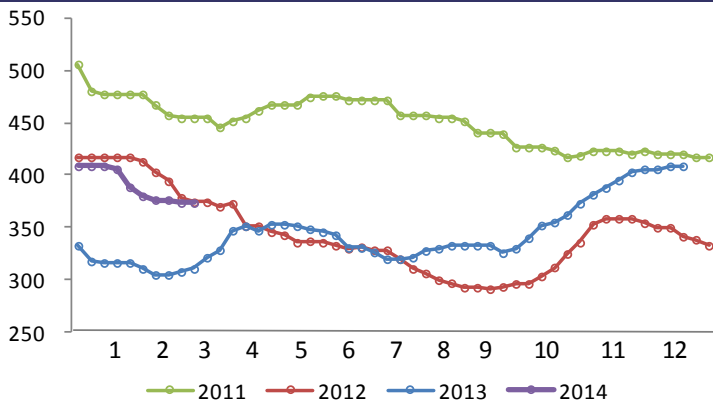
- 宏观经济弱于预期□

**经营分析**

● **量价齐升，盈利能力逐季改善**

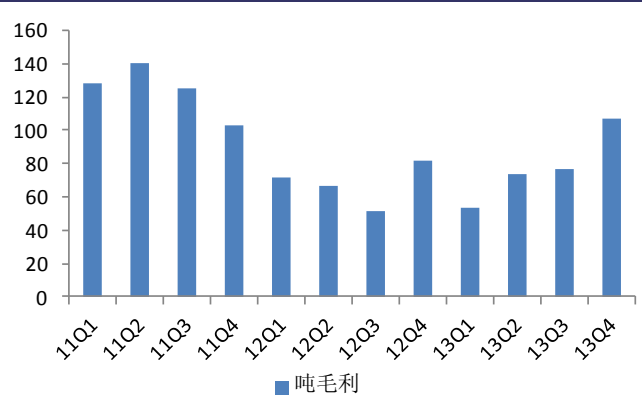
全年水泥熟料销量约 2.28 亿吨，同比增 22% 左右，高于行业增速；均价约 238 元/吨，同比下降约 3 元/吨；受益于煤炭价格下行，吨毛利同比提高约 12 元/吨，达 79 元/吨左右；吨净利约 43 元/吨，同比增 8 元/吨左右。1 季度至 4 季度吨毛利预计分别为 54、74、77、106 元/吨左右，呈逐季回升态势。第 4 季度华东区域价格涨势强劲，逼近 2011 年景气高位；公司 4 季度单季收入约 183 亿，同比增长 35% 左右，销量同比增长 22% 左右。

图 1、华东 42.5 水泥价格走势（元/吨）



数据来源：数字水泥网，兴业证券研究所

图 2、单季度吨毛利测算（元/吨）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

● **产能持续有增长**

2013 年公司通过自建、收购等方式增加熟料产能 1160 万吨至 1.95 亿吨、水泥产能 2430 万吨至 2.31 亿吨。2014 年其资本支出计划 85 亿元，预计熟料、水泥产能将分别增加 1900 万吨、3000 万吨左右，产能主要投放于西部地区。预计 2014 年水泥熟料销量将达到 2.56 亿吨左右，同比增长约 12%。

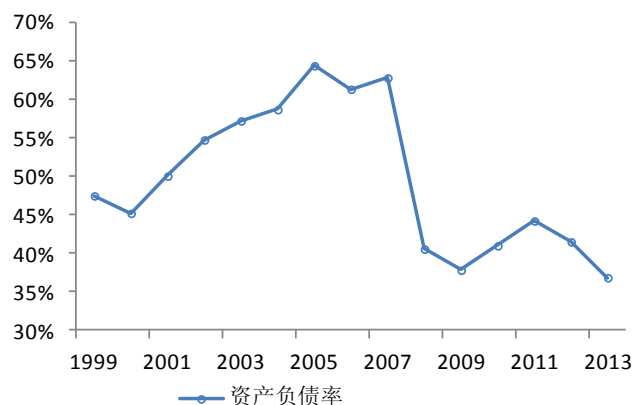
● **核心区域有望维持高景气**

随着水泥投资增速的下降，水泥供需关系在不断改善，核心区域长江中下游沿线基本没有新增熟料投放，甚至沿江一些城市内的水泥厂开始搬迁从而出现部分产能减法，2014 年华东水泥的高景气有望持续。

● **负债率低，现金充裕，杠杆空间较大**

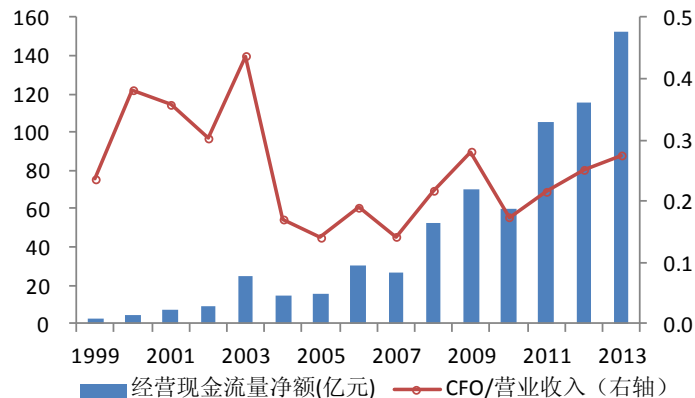
期末公司资产负债率 37% 左右，达 99 年以来最低水平，也大幅低于业内其他主要上市公司；货币资金 113 亿元，经营现金流量净额达 152 亿元。近日国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，力度较大，或将加快传统行业的兼并重组进度。

图 3、公司资产负债率



数据来源：公司年报，兴业证券研究所

图 4、公司现金充裕



数据来源：公司年报，兴业证券研究所

### 投资建议:

- 房地产链条上，水泥相对于其他周期品，具有较强的区域性、上游控制力、基本无库存等优点，长期来看可以获取高于社会平均的 ROE。而海螺依靠其优秀的布局和管理能力，ROE 水平或能长期维持在 15% 以上，对应于 1.5 倍 PB，已经具有长期投资价值。
- 华东地区具有良好的竞争环境，今年均价有望继续提升，而未来长期有望维持高景气度。从估值安全性和景气趋势出发，推荐海螺水泥。预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 2.15、2.50、2.88 元/股，对应 PE 分别为 7.3、6.3、5.4 倍，维持“买入”评级。
- 随着并购重组的相关便利政策出台，未来存量水泥资产的经营有望成为看点，拥有强大现金和低负债率的企业将优先受益。

### 风险提示:

- 宏观经济弱于预期□

表 1、海螺水泥分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	12-4Q	13-1Q	13-2Q	13-3Q	13-4Q	QOQ	2012-12	2013-12	YOY
营业收入	13519	9906	13681	13421	18253.7	35.0%	45766	55262	20.8%
营业成本	9038	7428	9496	8970	11123.9	23.1%	33062	37018	12.0%
毛利	4481	2478	4185	4451	7129.8	59.1%	12704	18244	43.6%
销售费用	717	555	655	663	811.7	13.2%	2280	2685	17.8%
管理费用	773	485	516	545	850.0	10.0%	2173	2396	10.3%
财务费用	283	274	258	206	230.4	-18.5%	1002	969	-3.4%
资产减值	-0	0	160	0	0.0	-	-0	161	-
公允价值	15	3	11	-3	-2.8	-118.6%	3	8	194.9%
投资收益	30	-7	-12	13	3.4	-88.5%	4	-3	-164.2%
营业利润	2673	1112	2523	2977	5130.8	92.0%	7016	11743	67.4%
利润总额	3062	1283	2777	3232	5338.4	74.4%	8088	12631	56.2%
净利润	2373	972	2088	2324	3996.1	68.4%	6308	9380	48.7%
EPS	0.448	0.183	0.394	0.439	0.8	68.4%	1.190	1.770	48.7%
销售费用率	5.3%	5.6%	4.8%	4.9%	4.5%	-0.9%	5.0%	4.9%	-0.1%
管理费用率	5.7%	4.9%	3.8%	4.1%	4.7%	-1.1%	4.8%	4.3%	-0.4%
财务费用率	2.1%	2.8%	1.9%	1.5%	1.3%	-0.8%	2.2%	1.8%	-0.4%
所得税率	20.0%	22.0%	21.9%	23.5%	21.9%	1.9%	20.1%	22.3%	2.2%
毛利率	33.2%	25.0%	30.6%	33.2%	39.1%	5.9%	27.8%	33.0%	5.3%
净利润率	17.6%	9.8%	15.3%	17.3%	21.9%	4.3%	13.8%	17.0%	3.2%

资料来源: 天软投资系统

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

### 机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
<b>上海地区销售经理</b>					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
<b>北京地区销售经理</b>					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
<b>深圳地区销售经理</b>					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
<b>海外销售经理</b>					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。