

2014-3-24


公司报告(点评报告)


 评级 **推荐** 维持

海螺水泥 (600585)

供需及竞争格局改善将保障 13 年高增长后仍有稳定增长


分析师: 范超


 (8621)68751757

 fanchao@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490513080001

联系人: 徐璐瑶

 (8621)68751757

 xuly2@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《13 年业绩约增 50%, 14 年市场格局仍望改善》
 2014/1/14

 《量增+成本下滑, 助力业绩较快增长》
 2013/10/29

 《量增价跌业绩小增, 中西部表现突出》
 2013/8/18

报告要点

■ 事件描述

公司公布 2013 年年报: 全年营收 553 亿元, 同增 21%, 营业利润 117 亿元, 同增 67%, 归属净利润 94 亿元, 折 EPS1.77 元。

■ 事件评论

- **产量增长主要源于产线投产和并购所致。**2013 年公司水泥熟料销量为 2.28 亿吨, 同比增长 22%, 主要源于 6 条熟料线和 21 条水泥磨的投产以及 2 家并购, 全年共计新增熟料产能 1160 万吨、水泥产能 2430 万吨。从结构上看, 粉磨能力提升使得熟料销量占比下降了 3 个百分点; 分区域看, 东、中、西和南部区域销量分别同增 19%、30%、40%和 3%。
- **营收增长主要源于需求升温下的量增价稳, 煤炭成本下跌助推业绩改善。**公司 2013 年水泥熟料吨收入约为 242 元, 较上年同期下滑约 3 元, 收入增长主因销量提升; 吨成本受益煤价下跌降 15 元至 166 元, 吨毛利提升 12 元至 80 元/吨。另外公司全年期间费率下跌 1 个百分点至 11%, 主要是管理和财务费用率有所改善, 最终吨归属净利提升 7 元至 41 元/吨。
- **2014 量增仍将延续。**2013 年资本开支约 75 亿元, 2014 年计划支出约 85 亿元, 用于铜仁海螺盘江、临夏海螺等熟料线及余热发电建设, 预计全年新增熟料产能 1900 万吨, 水泥 3000 万吨, 销量增加约 2800 万吨。
- **14 年新增减少, 需求缓增下区域格局仍望改善。**回顾 2013 年, 华东需求恢复较为明显, 产量同比增长 9.4%; 展望 2014 年, 我们判断在政策托底之下, 需求即便有所回落下也不会太差。而供给端来看, 14 年华东地区新干法产线 12 条, 冲击为 3.49% (考虑到福建的线进度很慢, 实际更低); 安徽地区冲击仅为 2.25%, 考虑到新产线投产时间不定, 实际产能冲击应该会更小, 综合来看全年区域供需改善应该较明确。
- **区域内龙头优势更加显著, 关注去低标执行情况。**2013 年华东市场体现出重要的一点: 掌握矿山以及熟料资源的大企业优势开始凸显, 大企业竞争协同下, 熟料价格不断走高, 社会粉磨站的竞争力不断削弱。2014 年若去低标切实执行, 小粉磨站将更难生产, 从而利于区域竞争格局优化, 需求稳定下, 市场逐步进入大企业协同时代。
- 我们预计公司 14、15 年 EPS 为 2.22 和 2.42 元, 对应 PE 为 7.2 和 6.6 倍, 短期基本面和政策面均有正面预期, 估值存在反弹基础, 维持推荐。

量增价稳增全年营收，成本下跌促盈利改善

产量增长主要源于产线投产和并购所致。2013 年公司水泥熟料销量为 2.28 亿吨，同比增长 22%，主要源于 6 条熟料线和 21 条水泥磨的投产以及 2 家并购，全年共计新增熟料产能 1160 万吨、水泥产能 2430 万吨。从结构上看，粉磨能力提升使得熟料销量占比下降了 3 个百分点；分区域看，东、中、西和南部区域销量分别同增 19%、30%、40%和 3%。

营收增长主要源于需求升温下的量增价稳，煤炭成本下跌助推业绩改善。公司 2013 年水泥熟料吨收入约为 242 元，较上年同期下滑约 3 元，收入增长主因销量提升；吨成本受益煤价下跌降 15 元至 166 元，吨毛利提升 12 元至 80 元/吨。另外公司全年期间费率下跌 1 个百分点至 11%，主要是管理和财务费用率有所改善，最终吨归属净利提升 7 元至 41 元/吨。

表 1：公司 13 年利润简表

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	188	242	250	345	487	458	553
同比		29%	3%	38%	41%	-6%	21%
营业成本	129	182	179	234	292	331	370
同比		41%	-2%	31%	25%	13%	12%
毛利率	31%	25%	29%	32%	40%	28%	33%
营业税金及附加	1.3	1.5	1.3	1.6	2.8	2.4	3.0
销售费用	12.2	13.7	14.2	15.5	18.6	22.8	26.8
管理费用	7.2	8.4	9.8	12.5	17.9	21.7	24.0
财务费用	6.1	7.5	3.6	4.8	6.3	10.0	9.7
期间费率	14%	12%	11%	10%	9%	12%	11%
资产减值损失	0.03	-0.01	0.02	0.40	0.05	0.00	1.61
费用率	14.3%	12.8%	11.6%	10.1%	9.4%	12.4%	11.8%
投资收益	0.04	0.57	0.16	0.27	1.29	0.04	-0.03
营业利润	32	30	43	76	150	70	117
同比		-6%	43%	79%	96%	-53%	67%
营业利润率	17%	12%	17%	22%	31%	15%	21%
归属净利润	25	26	35	62	116	63	94
同比			36%	74%	88%	-46%	49%
最新股本	53	53	53	53	53	53	53
EPS	0.5	0.5	0.7	1.2	2.2	1.2	1.77

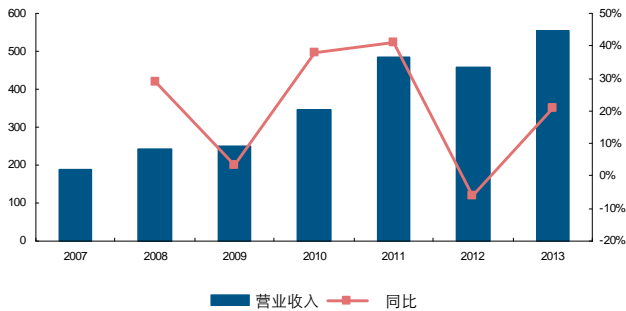
资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2: 公司分季度吨指标测算

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012A	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2013E	2014Q1E	2014E
销量	3300	4755	5343	5302	18,700	4630	5670	5950	6550	22,800	4800	25,400
含税均价	314	288	256	298	286	250	282	264	326	284	285	291
吨收入	268	246	219	255	245	214	241	226	279	242	244	249
吨成本	197	179	168	170	177	160	167	151	170	162	162	164
吨毛利	71	67	50	85	68	54	74	75	109	80	82	84
吨费用	32	28	27	35	30	29	29	25	31	29	29	29
吨投资收益等	-0.2	0	-0.4	0.8	0.0	-0.1	0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
吨营业利润	39	38	23	50	38	24	44	50	78	52	53	55
吨营业外净收	11	4	2.9	7.3	5.7	4	4	4.3	3.2	3.9	4	4.3
吨利润	50	41.9	26.0	57.7	43	28	49.0	54.3	81.5	55.4	57	59
吨所得税	12	6.0	6.4	11.6	9	6	10.7	12.8	17.8	12.4	11	15
吨净利	38	35.9	19.5	46.2	35	22	38.3	41.5	63.7	43.0	45	44
吨归属净利	38	35.1	19.0	44.7	34	21	36.8	39.1	61.0	41.1	44	46
EPS	0.24	0.31	0.19	0.45	1.19	0.18	0.39	0.44	0.75	1.77	0.40	2.22
销量同比增速	12%	15%	34%	13%	19%	40%	19%	11%	24%	22%	4%	11%
业绩同比增速	-44%	-56%	-67%	-6%	-46%	-22%	25%	128%	68%	49%	119%	26%

资料来源: 长江证券研究部

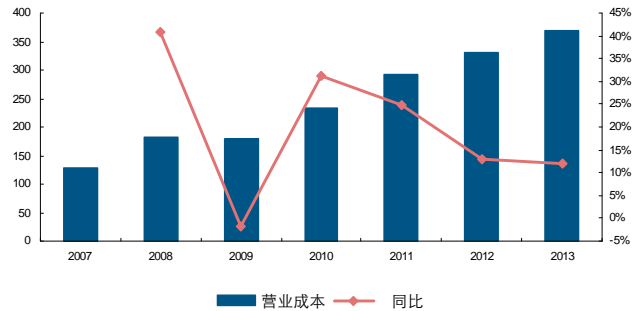
图 1: 13 年营业收入 553 亿元, 同增 21%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

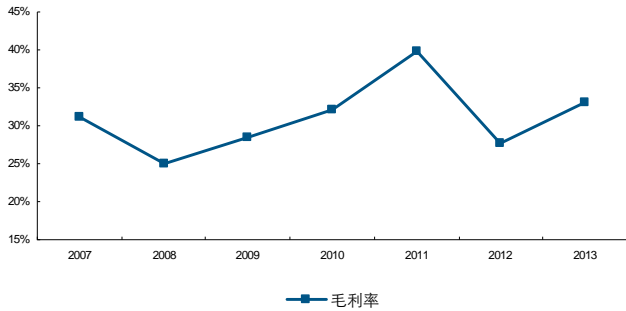
图 3: 13 年公司毛利率 33%, 同增 5 个百分点

图 1: 13 年营业成本 370 亿元, 同增 12%

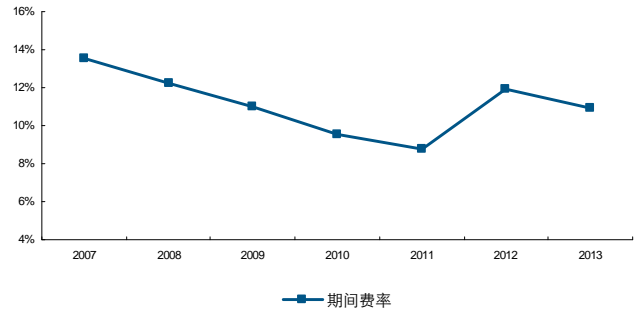


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 13 年公司期间费率 11%, 同降 1 个百分点

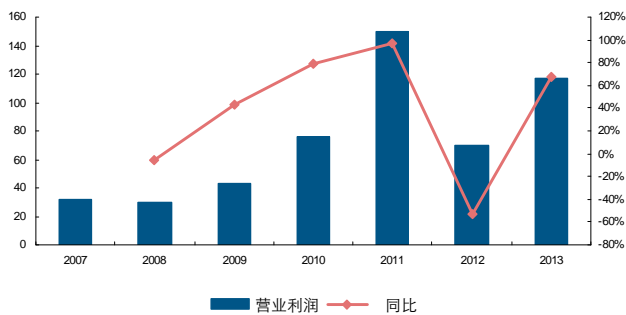


资料来源: Wind, 长江证券研究部



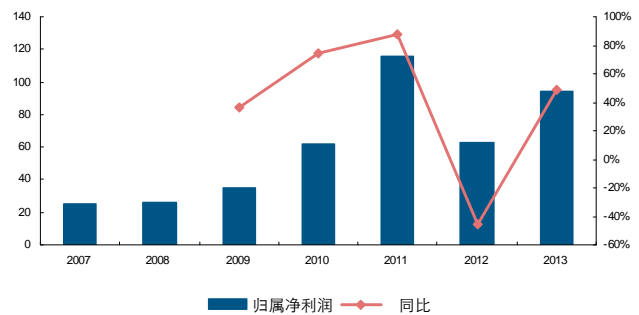
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 13 年营业利润 117 亿元, 同增 67%



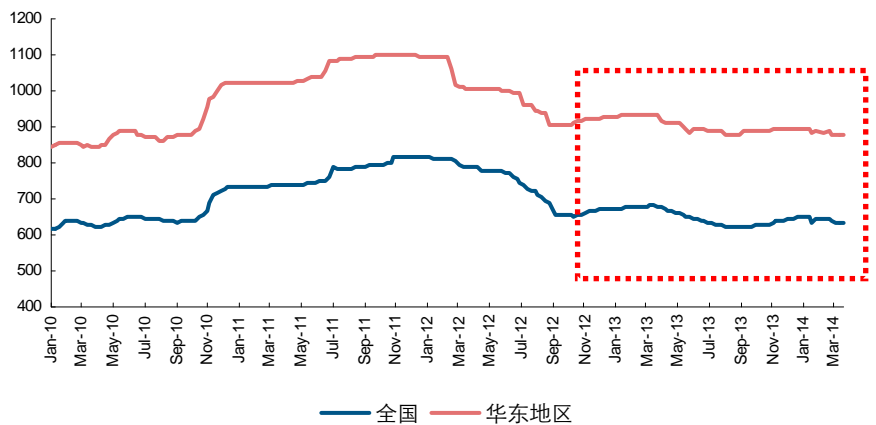
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 13 年归属净利润 94 亿元, 同增 49%



资料来源: Wind, 长江证券研究部

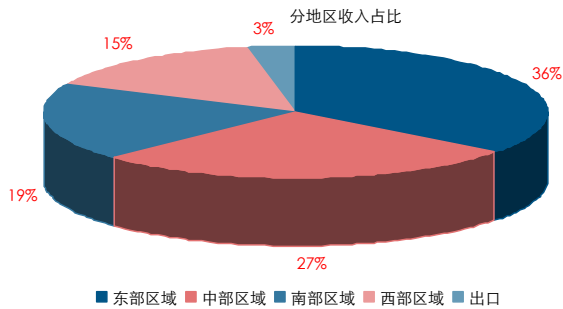
图 7: 全年煤炭价格十分显著



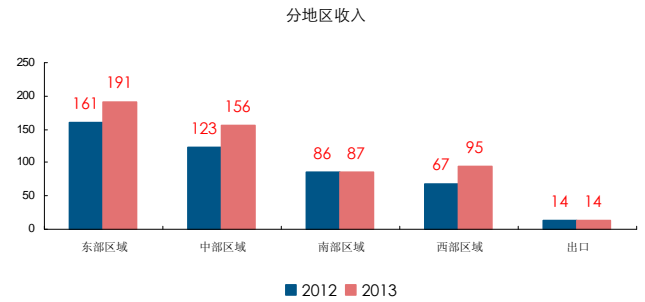
资料来源: 中国煤炭资源网, 长江证券研究部

图 8: 收入分地区: 华东和华中合计占比 46%

图 9: 13 年归属净利润 94 亿元, 同增 49%



资料来源: Wind, 长江证券研究部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

14 年新增减少, 需求缓增下区域格局仍望改善

2013 年资本开支约 75 亿元, 2014 年计划支出约 85 亿元, 用于铜仁海螺盘江、临夏海螺等熟料线及余热发电建设, 预计全年将新增熟料产能 1900 万吨, 水泥产能 3000 万吨, 高于 2013 年。

回顾 2013 年, 在相对旺盛的地产建设拉动下, 全年需求恢复较为明显, 华东地区产量同比增长 9.4%; 展望 2014 年, 我们判断在政策托底之下, 需求即便有所回落下也不会太差。而供给端来看, 根据卓创的产能数据, 14 年华东地区新干法产线 12 条, 合计产能 1807 万吨, 冲击为 3.49%; 安徽地区冲击仅为 2.25%, 考虑到新产线投产时间不定, 实际产能冲击应该会更小, 应该会大概率低于 12 年的冲击水平。因此综合来看, 全年区域供需改善应该较为明确。

表 3: 14 年产能冲击水平较低

新干法熟料产能	2010	2011	2012	2013	2014E
华东	41,794	46,060	50,502	51,742	53,549
产能冲击		10.21%	9.64%	2.46%	3.49%
其中: 安徽	9905	11253	13330	13795	14105
产能冲击		13.62%	18.46%	3.49%	2.25%

资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究部

表 4: 14 年华东地区新增产能情况

地区	省份	企业	设计产能	建设时间	投产时间	地址
华东	山东	临朐山水水泥有限公司	5000		已经建设完毕, 投产时间未定。	山东省潍坊市
		蒙阴广汇(日钢)水泥二期项目	4500		2014年3-4月	山东省临沂市蒙阴县
		新泰中联泰丰水泥有限公司	5000	2012年12月	2014年	山东省泰安市
		泰安中联水泥有限公司	5000		2014年	山东省泰安市岱岳区道朗镇鱼东村
		青州中联水泥有限公司	6000	2012年11月	2014年	山东省潍坊市青州市

安徽	巢湖磊达水泥有限公司	5000		2014年3-4月	安徽省巢湖市无为县
	安徽盘景水泥有限公司	5000	2012年7-8月	2014年一季度	安徽省马鞍山市和县石杨镇（原巢湖市）
江西	于都万年青	4800	2011年	2014年6-7月	江西省赣州市于都县禾丰镇
	江西赣州圣塔实业集团公司三期	4500		2014年6月	江西省赣州市
福建	(德化) 海峡水泥有限公司	4500	2011.12	2014年初	福建省泉州市德化县美湖乡
	漳平红狮水泥有限公司三线	4500		公司计划2014年下半年，但进度慢，或推迟	福建省龙岩市漳平市
	安砂建福水泥有限公司	4500	2012年10月	已经立项，但进度非常缓慢。	福建省三明市永安市安砂镇曹田村

资料来源：卓创资讯，长江证券研究部

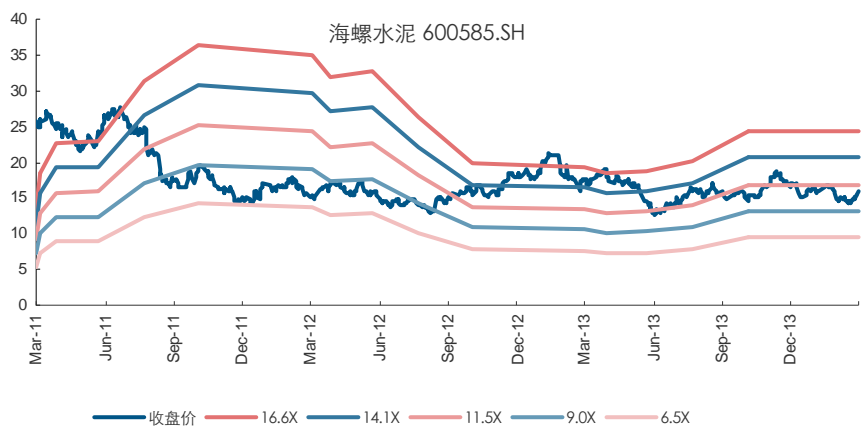
区域内龙头优势更加显著，关注去低标执行情况

2013 年华东市场体现出重要的一点：掌握矿山以及熟料资源的大企业优势开始凸显，大企业竞争协同下，熟料价格不断走高，社会粉磨站的竞争力不断削弱。2014 年若去低标切实执行，小粉磨站将更难生产，从而利于区域竞争格局优化，需求稳定下，市场逐步进入大企业协同时代。

盈利预测

目前海螺估值相对较低，短期受益政策预期博弈以及旺季效应逐步显现，基本面和政策面上的积极因素将逐步显现，存在一定反弹空间。作为行业龙头，我们认为其具备较高配置价值，预计公司 14、15 年 EPS 为 2.22 和 2.42 元，对应 PE 为 7.2 和 6.6 倍，维持推荐评级。

图 10：海螺目前估值相对较低



资料来源：Wind，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2013A	2014F	2015F	2016F	资产负债表 (百万元)	2013A	2014F	2015F	2016E
营业收入	55262	63551	71177	74736	货币资金	11256	6355	7118	7474
营业成本	37018	41944	46977	49326	交易性金融资产	41	43	43	43
毛利	18244	21607	24200	25410	应收账款	766	881	987	1037
%营业收入	33.0%	34.0%	34.0%	34.0%	存货	3693	4201	4706	4941
营业税金及附加	297	163	182	191	预付账款	727	827	926	972
%营业收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	935	1036	1226	1287
销售费用	2685	3087	3458	3631	流动资产合计	24624	21628	24281	25492
%营业收入	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	可供出售金融资产	2222	2222	2222	2222
管理费用	2396	2542	3203	3363	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.3%	4.0%	4.5%	4.5%	长期股权投资	2372	2372	2372	2372
财务费用	969	886	1049	920	投资性房地产	33	33	33	33
%营业收入	1.8%	1.4%	1.5%	1.2%	固定资产合计	30705	66206	62749	84473
资产减值损失	161	166	5	3	无形资产	6048	5746	5458	5185
公允价值变动收益	8	2	0	0	商誉	300	300	300	300
投资收益	-3	0	0	0	递延所得税资产	364	36	1	1
营业利润	11743	14765	16303	17303	其他非流动资产	26426	26426	26426	26426
%营业收入	21.2%	23.2%	22.9%	23.2%	资产总计	93094	124970	123844	146505
营业外收支	889	995	1095	1259	短期贷款	2986	22923	8651	18296
利润总额	12631	15760	17397	18562	应付款项	3852	4383	4909	5155
%营业收入	22.9%	24.8%	24.4%	24.8%	预收账款	1261	1450	1624	1705
所得税费用	2820	3467	4001	4269	应付职工薪酬	563	641	717	753
净利润	9811	12293	13396	14292	应交税费	1323	1541	1776	1893
归属于母公司所有者的净利润	9380.2	11755.0	12802.0	13658.7	其他流动负债	4560	5172	5831	6123
少数股东损益	431	538	594	634	流动负债合计	14545	36110	23508	33926
EPS (元/股)	1.77	2.22	2.42	2.58	长期借款	3732	3732	3732	3732
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	15199	18447	21717	24426	递延所得税负债	220	0	0	0
取得投资收益	37	0	0	0	其他非流动负债	15833	15833	15833	15833
长期股权投资	-719	0	0	0	负债合计	34329	55674	43073	53490
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	56118	66110	76991	88601
固定资产投资	-7518	-40636	-3712	-30747	少数股东权益	2647	3185	3779	4413
其他	-4239	0	0	0	股东权益	58765	69295	80771	93014
投资活动现金流净额	-12476	-40636	-3712	-30747	负债及股东权益	93094	124970	123844	146505
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	164	0	0	0	EPS	1.770	2.218	2.416	2.577
银行贷款增加(减少)	-1614	19937	-14273	9646	BVPS	10.59	12.48	14.53	16.72
筹资成本	2725	-2649	-2970	-2969	PE	8.97	7.16	6.57	6.16
其他	-5564	0	0	0	PEG	0.67	0.54	0.49	0.46
筹资活动现金流净额	-4289	17288	-17242	6677	PB	1.50	1.27	1.09	0.95
现金净流量	-1567	-4901	763	356	EV/EBITDA	4.89	4.99	3.60	3.59
					ROE	16.7%	17.78%	16.63%	15.42%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。