

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@cjis.cn

6-12个月目标价: 无

当前股价: 14.33元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2114.89
总股本(百万)	3999
流通股本(百万)	3999
流通市值(亿)	573
EPS	2.19
每股净资产(元)	8.46
资产负债率	44.24%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	-3.63	-11.21	-14.17
建筑建材	-1.57	-7.83	-8.09
沪深300指数	-3.59	-10.14	-8.78



相关报告

- 海螺水泥 - 华东景气度继续回落, 下半年难回景气高点 2012-04-20
- 海螺水泥 - 华东景气度继续回落, 但有望下半年回暖 2012-03-27
- 海螺水泥 - 股价已反映未来可能的业绩下滑 2012-01-12

海螺水泥

600585

推荐

行业经历底部带来公司整合良机

公司近日公布 12 年半年度报告, 1-6 月份公司实现营业收入 203 亿元, 同比下降 8.22%, 归属于母公司的净利润为 29.17 亿元, 同比下降 51.33%, 基本每股收益 0.53 元。其中 2 季度实现营业收入 117 亿元, 同比降 10%, 2 季度归属母公司的净利润为 16.7 亿元, 同比降 55.8%, 基本每股收益 0.31 元。业绩基本符合预期。

投资要点:

- 华东、中南价格持续回落是上半年盈利大幅下滑主因, 未来盈利恢复将偏平。公司 1-6 月水泥和熟料净销量为 8055 万吨, 同比增 13.7%, 其中 2 季度水泥和熟料净销量为 4805 万吨, 同比增 14.8%, 实际产能利用率预计在 90% 左右, 而同期行业的产能利用率仅在 70% 附近, 公司“以价换量”策略凸显。在销量较快增长的背景下, 公司盈利大幅下降的主因为华东和中南水泥售价显著回落。水泥需求增速放缓致华东和中南地区水泥售价分别较去年同期下降了 20.6% 和 13.2%, 价格回落使得公司 2 季度综合吨毛利已经降至 66 元/吨, 综合吨净利则降至 36 元/吨, 分别较去年同期下降 72 元/吨和 54 元/吨。在政府几无可能再出台大规模刺激政策的背景下, 行业走出景气低点只能依靠产能的退出, 预计这一过程将持续到明年下半年。
- 公司卓越的费用控制能力在行业经历底部时愈发彰显。在收入同比下降的背景下, 12 年上半年公司的期间费用率依旧控制在 12% 以内, 对应吨费用为 24 元/吨, 较 11 年略微上升, 但大幅低于行业平均的 42 元/吨的水平。公司卓越的费用控制能力使得公司能够在行业大面积面临亏损的情况下, 仍能实现 20-30 元/吨的吨净利, 赋予公司足够深厚的盈利安全垫, 为开展行业整合奠定坚实的盈利基础。
- 行业经历底部带来逆周期扩张良机。公司前两次产能的高速扩张期恰好都是行业处于景气度低点的时候, 分别是 04 年底 05 年初和 08 年底 09 年初。11 年下半年来新一轮行业向下调整, 给公司带来逆周期扩张良机, 公司或将再次抓住机会扩大市场份额, 不过这一次产能扩张将以收购为主。公司在上半年就完成了南威水泥等 5 个项目的收购, 在明年我们有望看到公司在行业整合方面更大的动作。
- 给予推荐评级。我们预计 12-14 年归属于母公司的净利润分别为 53.84/60.76/70.66 亿元, 对应 12-14 年的 EPS 分别为 1.02/1.15/1.33 元, 当前股价对应 12 年 14.1 倍的 PE, 考虑到公司能够凭借行业整合进一步扩大市场份额, 仍具成长性, 给予推荐的投资评级。

风险提示: 1. 宏观经济加速下行; 2. 新增产能投放超预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	48654	42875	46250	49725
收入同比(%)	41%	-12%	8%	8%
归属母公司净利润	11590	5384	6076	7066
净利润同比(%)	88%	-54%	13%	16%
毛利率(%)	39.9%	27.3%	28.8%	30.2%
ROE(%)	25.8%	11.1%	11.2%	11.5%
每股收益(元)	2.19	1.02	1.15	1.33
P/E	6.55	14.10	12.50	10.75
P/B	1.69	1.57	1.39	1.23
EV/EBITDA	5	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

一、华东和 中南水泥价格回落是盈利大幅下降主因

公司 1-6 月份实现营业收入 203 亿元，同比下降 8.22%，归属于上市公司股东的净利润为 29.17 亿元，同比下降 51.33%，每股收益 0.53 元。分季度来看，2 季度实现营收 117 亿元，同比下降 10%，归属于母公司股东的净利润为 16.7 亿元，同比下降 55.8%，每股收益 0.31 元。

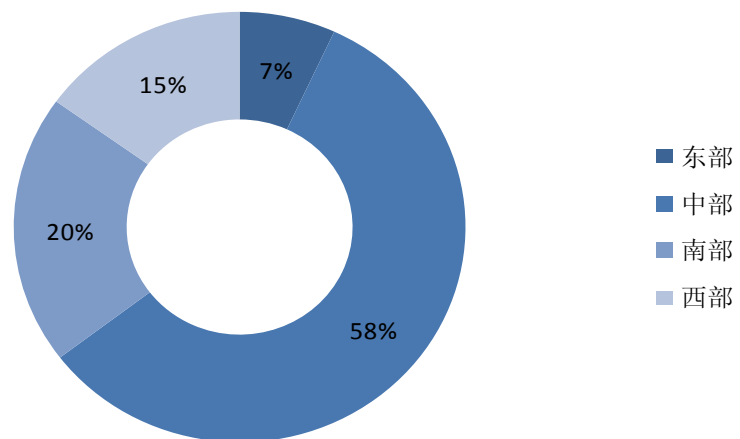
表 1 海螺水泥分季度经营情况

名称	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
销售收入 (亿元)	93.1	130.1	126.5	136.8	88.59	117.00
毛利率	39.80%	44.40%	40.00%	35.60%	26.6%	27.1%
净利率	23.79%	29.03%	24.20%	18.50%	14.1%	14.6%
销量 (万吨)	2900	4184	4050	4666	3250	4805
均价 (元/吨)	321.2	311.0	312.2	293.0	272.6	243.5
吨毛利 (元/吨)	127.8	138.1	128.1	104	72.6	66.1
吨净利 (元/吨)	76.4	90.3	77.5	54	38.4	35.6

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司 1-6 月份销售水泥和熟料 8055 万吨，同比增 13.7%，高于行业 5%左右的增速，其中二季度单季水泥和熟料净销量为 4805 万吨，同比增 14.8%。水泥销量的增加主要来自 12 年年初以来新投产的铜陵、芜湖 3 条万吨线以及全椒海螺、宿州海螺、贵阳海螺 3 条 5000 吨生产线的产能释放。假定上半年海螺的有效产能为 2 亿吨，那么上半年海螺的产能利用率在 80%左右，若刨去春节停窑的影响，实际产能利用率接近 90%，大幅高于全国上半年 70%左右的产能利用率。

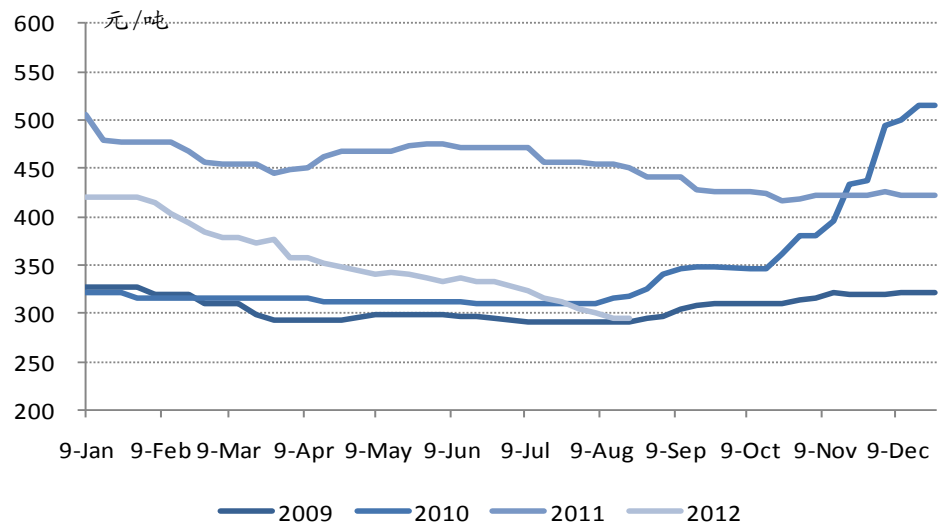
图 1 海螺产能区域分布情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

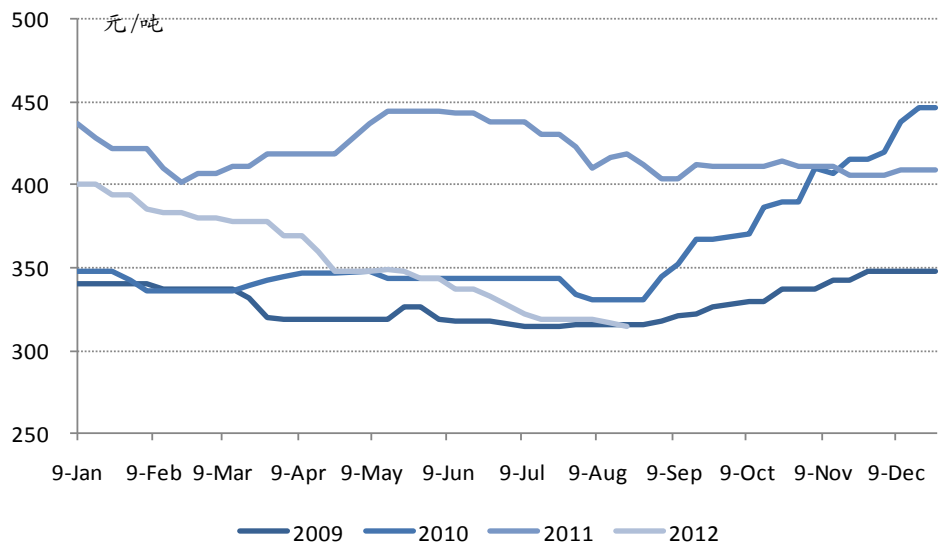
公司上半年在销量同比增长 13.7%的背景下，净利润同比下降 51.3%，主因在于华东和中南景气度持续回落致水泥销售价格大幅下降。作为公司产能的主要集中地的华东和中南（85%的产能分布在华东和中南），区域内水泥价格的大幅下滑对公司盈利造成了巨大的影响。

图 2 华东地区高标号水泥价格走势（含税价）



资料来源：数字水泥、中投证券研究所

图 3 中南地区高标号水泥价格走势（含税价）

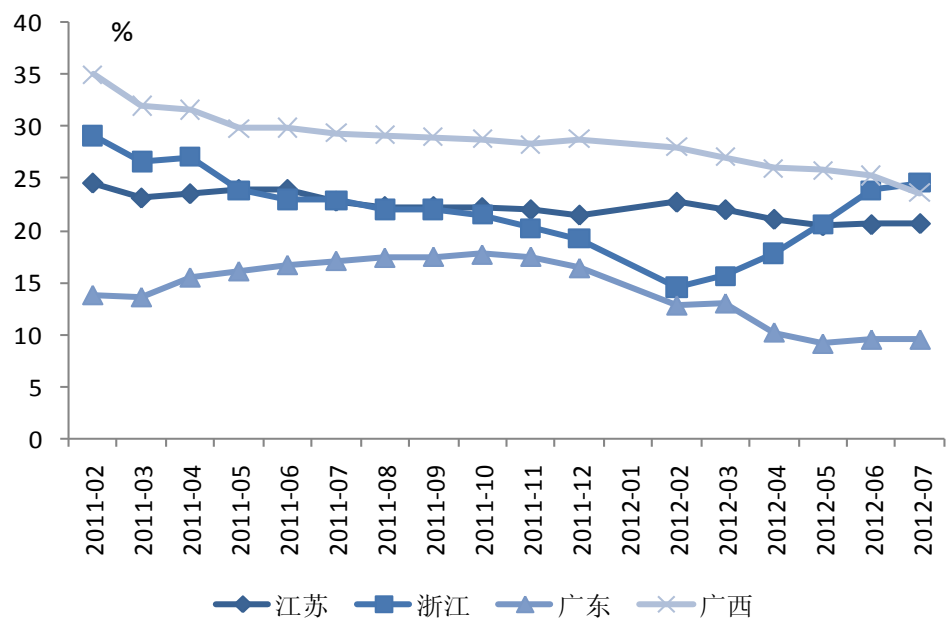


资料来源：数字水泥、中投证券研究所

12年1-6月份，华东地区水泥销售均价（含税）为373元/吨，较11年1-6月份470元/吨的水泥销售均价，下降了近100元/吨，降幅为20.6%，其中12年2季度水泥销售均价更是进一步降至345元/吨。同期中南地区水泥价格由11年上半年的425元/吨降至369元/吨，降幅为13.2%。

价格大幅回落的主因在于节后以来，区域内固定资产投资增速逐步放缓致华东和中南地区水泥需求启动低于预期，譬如江苏地区固定资产投资增速由11年上半年的23.9%下降至12年上半年的20.6%，广东地区由11年上半年的16.7%下降至12年上半年的9.5%。

图 412 年上半年华东和中南地区固定资产投资增速放缓



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

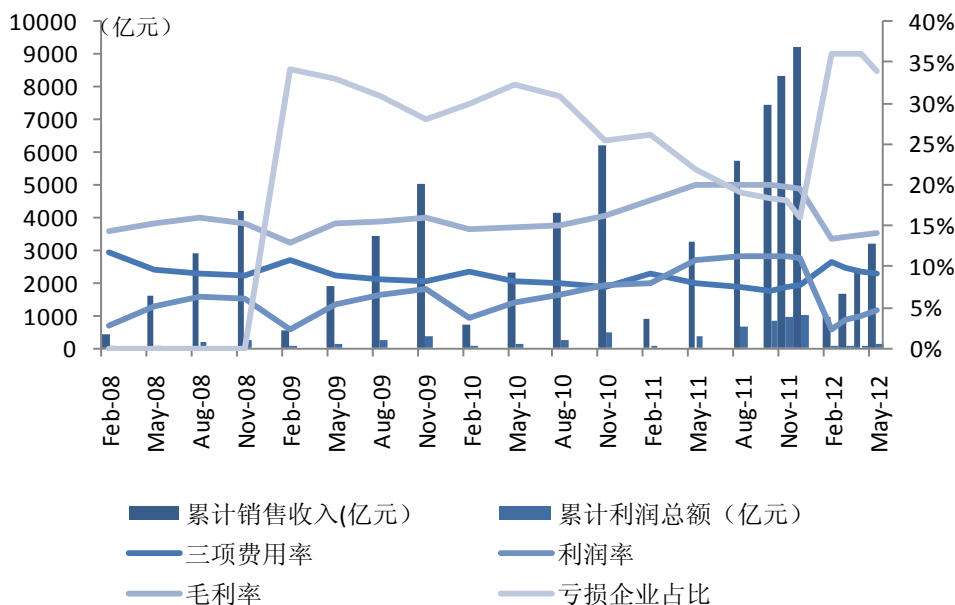
在政府出台大规模刺激方案的可能性愈发变小的背景下，水泥需求端难以在短期内实现大幅好转，行业在底部徘徊的时间取决于“去产能的时间长短”。目前看来，落后产能开始退出或至少要等到明年上半年，在此阶段水泥行业盈利难以趋势性好转。华东和中南地区由于房地产需求比重较大，在房地产调控始终严苛的背景下，需求恢复弹性更小，区域行业景气度在 13 年上半年之前难见明显回升。

二、卓越的费用控制能力在行业处于景气低点时越发彰显

12 年上半年全国水泥行业景气度继续下行，截至到 5 月底全国水泥行业亏损企业占比在 35%左右的高位，水泥行业利润同比降幅为 56.7%。如果拿水泥上市公司的盈利情况作为样本的话，由于 11 年上半年盈利基数较大，水泥上市公司的盈利同比降幅远超公司 51%的降幅，例如祁连山、冀东上半年盈利的同比降幅都在 90%以上。

更为具体的是，公司 1-6 月份的吨净利为 37 元/吨，其中 2 季度单季的吨净利为 36 元/吨，较 1 季度的 38 元/吨，略降 2 元/吨。我们预计 12 年上半年华东和中南地区水泥行业的吨净利在 15 元/吨左右。

图 5 行业相关财务指标

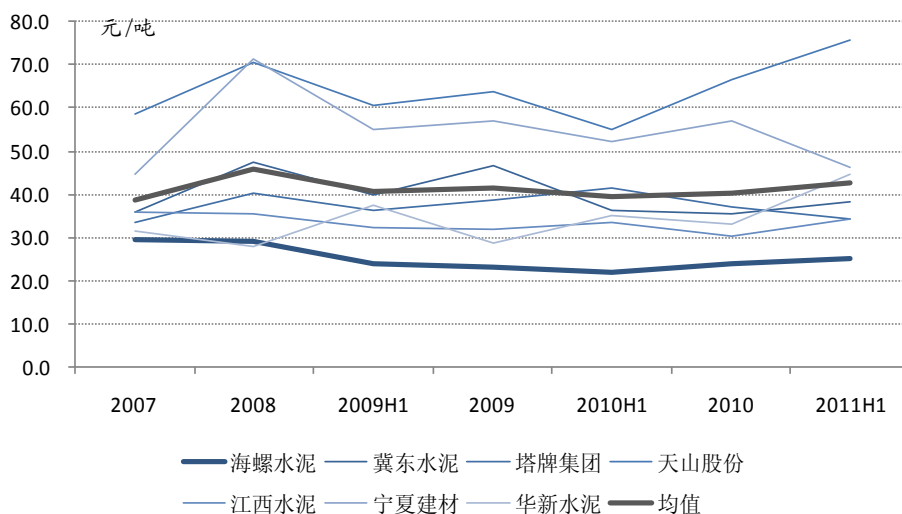


资料来源: wind, 中投证券研究所

公司能够在 11 年上半年盈利基数很大的前提下,在 12 年上半年将净利润下滑幅度控制在 51%, 在于公司将期间费用率控制在 10%以内, 对应吨费用控制在 24 元/吨, 大幅低于行业平均的 42 元/吨左右。公司卓越的费用控制能力在行业处于景气低点的时候越发彰显。

公司卓越的吨费用控制能力使得公司能够在行业普遍面临亏损的时候, 仍然维持 20-30 元/吨的吨净利水平, 从而能够持续保持较好的现金流水平, 保障公司较好地度过行业冬天。更为重要地是, 公司能够凭借较好地现金流开展行业的兼并整合, 实现逆周期扩张。这正是我们下节要讨论的核心。

图 6 海螺水泥吨费用大幅低于行业平均水平

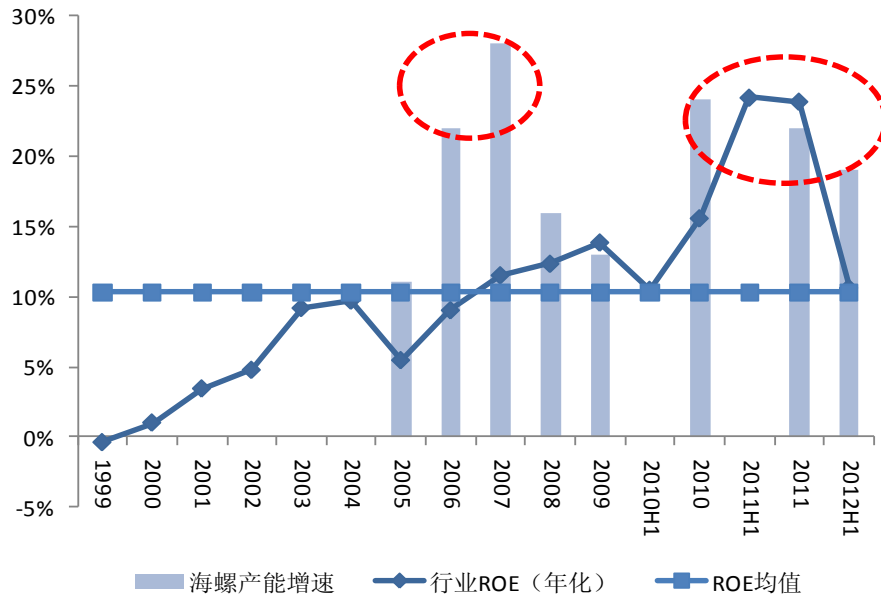


资料来源: wind、数字水泥、中投证券研究所

三、行业经历底部给公司带来并购良机

纵观公司 05 年以来的产能扩张速度，可以发现 06、07 年以及 10、11 年是公司产能的高速投放期。如果按照产能建设周期为 1.5 年来推断，那么对应上述两个投产高峰期的产能建设高峰期分别为 04 年底 05 年初以及 09 年底 10 年初，而行业在上述期间恰处于景气度低点，公司逆周期扩张特质彰显。

图 7 海螺在行业处于景气度低点时进行逆周期扩张



资料来源：国家统计局、公司公告

11 年下半年以来水泥行业景气度开始进入下行通道，2012 年上半年伴随水泥需求增速大幅放缓至个位数，供需矛盾进一步恶化，在此背景下，水泥行业盈利能力跌落谷底。从中报披露的情况以及实地调研的情况来看，目前全国大部分地区水泥企业已经面临亏损。

公司逆周期扩张的规律再次验证。12 年以来，公司陆续投产芜湖海螺万吨线、全椒海螺、宿州海螺、贵阳海螺、龙陵海螺等 6 条生产线，江都海螺、龙陵海螺等 13 台水泥磨陆续建成投产。此外，特别值得注意的是，除了新建生产线投产，年初以来公司收购兼并的步伐加快。报告期内，公司陆续收购了四川南威水泥、广西凌云水泥、哈密建材等 5 个项目。新投产和并购使得公司报告期内新增熟料产能 1540 万吨，水泥产能 1930 万吨。

表 2012 年以来新投产、收购项目情况

序号	生产线名称	生产线规模 (d/t)	权益比例	投产/收购日期	备注
1	芜湖海螺	2*12000	100%	12 年上半年	新建
2	全椒海螺	5000	100%	12 年 4 月	新建
3	贵阳海螺	5000	50%	12 年上半年	新建

4	宿州海螺	5000	100%	12年5月	新建
5	龙陵汇合	2500	100%	2012年上半年	收购
6	四川南威水泥	2500	100%	2012年1月	收购
7	广西凌云水泥	3000	80%	2012年4月	收购
8	哈密建材	3000	80%	2012年4月	收购
9	亳州海螺水泥	200万吨粉磨站	70%	2012年1月	收购
10	镇江海螺	120万吨粉磨站	80%	2012年4月	收购

资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们判断这一轮行业景气度向下调整或至少持续到明年下半年，预计公司在此期间将会加大兼并收购的步伐，进一步提升自身的市场占有率。

四、投资建议：推荐

在公司盈利主战场华东和中南地区盈利恢复较慢的背景下，公司13-14年的盈利增长主要来自于销量的增加。我们预计公司12-14年的销量分别是1.75亿吨、1.85亿吨、1.95亿吨，综合销售价格分别为245元/吨、250元/吨、250元/吨，综合销售成本都为178元/吨。具体假设见下表。

表 3 公司盈利预测假设

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
熟料产能(万吨)	10,737	13,201	15,907	16,600	17,600
水泥产能(万吨)	13,958	17,161	20,679	21,580	22,880
销量(万吨)	13,719	15,634	17,500	18,500	19,500
+/-	15.89%	13.96%	11.94%	5.71%	5.41%
价格(元/吨)	291.50	354.64	245.00	250.00	250.00
+/-	19.01%	21.66%	-30.92%	2.04%	0.00%
成本(元/吨)	197.98	213.18	178.00	178.00	178.00
+/-	13%	8%	-17%	--	--

数据来源：公司公告、中投证券研究所

在上述假设前提下，我们预计公司12-14年归属于母公司股东的净利润分别为53.84亿元/60.76亿元/70.66亿元，对应于12-14年EPS分别为1.02元/1.15元/1.33元。当前股价对应于12年14.1倍，考虑到公司有望通过并购整合进一步扩大市场份额，成长性仍存，给予推荐的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	25850	18842	19689	21003
现金	8028	6000	6000	6423
应收账款	343	832	897	965
其他应收款	1180	305	279	279
预付账款	620	623	659	694
存货	4378	4651	4917	5183
其他流动资产	11300	6431	6938	7459
非流动资产	58153	64906	70303	75125
长期投资	399	2250	2250	2250
固定资产	43035	51354	57938	63367
无形资产	4468	4423	4383	4343
其他非流动资产	10252	6879	5732	5165
资产总计	84003	83748	89992	96128
流动负债	16991	18380	16325	15145
短期借款	846	6581	4120	2500
应付账款	5051	5919	6257	6595
其他流动负债	11094	5880	5949	6050
非流动负债	20170	14806	16813	16813
长期借款	9773	14773	16773	16773
其他非流动负债	10397	33	40	40
负债合计	37162	33186	33138	31958
少数股东权益	2002	2193	2408	2658
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	11529	11529	11529	11529
留存收益	28011	31541	37617	44684
归属母公司股东权益	44840	48369	54446	61512
负债和股东权益	84003	83748	89992	96128

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	10492	10000	10859	12452
净利润	11824	5575	6292	7317
折旧摊销	2571	2948	3581	4168
财务费用	629	1089	1427	1449
投资损失	-129	-20	-30	-40
营运资金变动	-4420	338	-433	-454
其他经营现金流	16	70	22	13
投资活动现金流	-1016	-1006	-8970	-8960
资本支出	8250	9000	9000	9000
长期投资	-1632	1272	0	0
其他投资现金流	-3545	212	30	40
筹资活动现金流	4728	-1967	-1889	-3069
短期借款	-1184	5736	-2462	-1620
长期借款	-1198	5000	2000	0
普通股增加	1766	0	0	0
资本公积增加	-2460	0	0	0
其他筹资现金流	7805	-1270	-1427	-1449
现金净增加额	5058	-2028	0	423

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	48654	42875	46250	49725
营业成本	29246	31150	32930	34710
营业税金及附加	278	262	282	303
营业费用	1859	2015	2174	2337
管理费用	1789	1844	1989	2138
财务费用	629	1089	1427	1449
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	-15	0	0	0
投资净收益	129	20	30	40
营业利润	14960	6536	7479	8827
营业外收入	703	800	800	800
营业外支出	11	0	0	0
利润总额	15652	7336	8279	9627
所得税	3828	1761	1987	2310
净利润	11824	5575	6292	7317
少数股东损益	235	191	215	250
归属母公司净利润	11590	5384	6076	7066
EBITDA	18160	10573	12486	14444
EPS (元)	2.19	1.02	1.15	1.33

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	41.0	-11.9	7.9%	7.5%
营业利润	96.4	-56.3	14.4	18.0
归属于母公司净利润	87.8	-53.5	12.9	16.3
获利能力				
毛利率	39.9	27.3	28.8	30.2
净利率	23.8	12.6	13.1	14.2
ROE	25.8	11.1%	11.2%	11.5%
ROIC	20.5	9.2%	9.8%	10.5
偿债能力				
资产负债率	44.2	39.6	36.8	33.2
净负债比率	35.21	71.86	70.57	68.11
流动比率	1.52	1.03	1.21	1.39
速动比率	1.26	0.77	0.90	1.04
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.51	0.53	0.53
应收账款周转率	113	71	52	52
应付账款周转率	6.46	5.68	5.41	5.40
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.19	1.02	1.15	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	1.89	2.05	2.35
每股净资产(最新摊薄)	8.46	9.13	10.27	11.61
估值比率				
P/E	6.55	14.10	12.50	10.75
P/B	1.69	1.57	1.39	1.23
EV/EBITDA	5	8	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-20	华东景气度继续回落，下半年难回景气高点
2012-03-27	华东景气度继续回落，但有望下半年回暖
2012-01-12	股价已经反映未来可能的业绩下滑

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。
高熠, 中投证券研究所建材行业分析师, 经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434