

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@china-invs.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 17.67元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2324.24
总股本(百万)	5299
流通股本(百万)	4000
流通市值(亿)	707
EPS	0.74
每股净资产(元)	8.72
资产负债率	42.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	-10.71%	-3.44%	20.94%
建筑建材	-9.98%	2.49%	15.61%
沪深300	0.17%	10.24%	18.91%



相关报告

海螺水泥

600585

强烈推荐

业绩符合预期, 景气下行阶段最佳防御品种

公司周五晚公布 2012 年度报告, 公司 12 年实现营业收入 457.66 亿元, 同比减少 5.94%, 归属于母公司股东的净利润为 63.31 亿元, 同比减少 45.58%, 每股基本收益 1.19 元, 符合预期。12 年度利润分配方案: 每 10 股派现 2.5 元 (含税)。

投资要点:

- **水泥销售均价同比大幅下降是业绩下滑主因, 4 季度盈利大幅改善。**公司 1-12 月合计销售水泥和熟料 1.87 亿吨, 同比增长 18.74%, 其中 4 季度销售水泥和熟料 5445 万吨, 同比增长 16.70%, 销量增长来自报告期新投产铜陵海螺、芜湖海螺、宿州海螺等 9 条熟料线。量增难以抵消价格的下滑, 12 年华东地区水泥销售均价为 347 元/吨 (含税), 较 11 年的 452 元/吨, 下降了近 100 元/吨, 降幅为 23.16%。但水泥价格回暖和煤炭成本下降致 4 季度盈利环比大幅提升, 水泥吨净利由 3 季度的 20 元/吨提升至 45 元/吨, 是 12 年盈利最好的一个季度。华东水泥价格在区域协同下从 9 月底开始持续上涨, 至 11 月中旬累计提价幅度为 80 元/吨, 同期煤价持续下行, 秦皇岛 5500 大卡动力煤由 11 年 4 季度的 838 元/吨的均价, 降至 12 年同期 636 元/吨, 每吨下跌约 200 元/吨。
- **盈利具备足够的安全垫, 景气下行周期最佳防御品种。**12 年是水泥行业 08 年以来最艰难的一年, 大多数水泥上市公司业绩下滑超 60%, ROE 下滑至 5% 附近。公司凭借卓越的成本控制力使得业绩下滑幅度低于 50%, ROE 达到 12.9%, 大幅超越行业平均水平。13 年公司主战场华东地区的供需边际将显著改善, 区域价格协同具备更为理想的供求关系, 预计 13 年公司的销售毛利率将在 12 年的基础上小幅提升。我们认为公司是景气下行周期阶段最佳的防御品种。
- **逆周期持续扩张, 13 年销量将突破 2 亿吨。**报告期公司自建产能投放速度依旧维持高位, 新投产宿州海螺、全椒海螺、池州海螺等 9 条熟料生产线, 并且兼并收购步伐加快, 报告期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。12 年新增熟料产能 2080 万吨, 水泥产能 2830 万吨, 13 年还将有 1500 万吨新增熟料产能, 预计 13 年公司销量将突破 2 亿吨。
- **维持强烈推荐评级。**我们预计公司 13-15 年归属于母公司股东的净利润分别为 77.5 亿元/89.9 亿元/106.4 亿元, 对应于 13-15 年 EPS 分别为 1.46 元/1.70 元/2.01 元。当前股价对应于 13 年 12.2 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, 维持强烈推荐的投资评级。

风险提示: 1. 协同失败; 2. 固定资产投资增速大幅放缓; 3. 产能投放超预期

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	45766	50840	55470	60300
收入同比 (%)	-6%	11%	9%	9%
归属母公司净利润	6308	7754	8999	10650
净利润同比 (%)	-46%	23%	16%	18%
毛利率 (%)	27.8%	27.8%	29.1%	30.2%
ROE (%)	12.9%	13.7%	13.7%	14.0%
每股收益 (元)	1.19	1.46	1.70	2.01
P/E	15.01	12.21	10.52	8.89
P/B	1.94	1.67	1.44	1.24
EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

一、水泥价格回落是盈利大幅下降主因，四季度协同

提价和煤价下降致盈利环比大幅改善

公司 1-12 月份实现营业收入 457.66 亿元，同比下降 5.94%，归属于上市公司股东的净利润为 63.31 亿元，同比下降 45.58%，每股收益 1.19 元。分季度来看，4 季度实现营收 135.19 亿元，同比下降 1.16%，归属于母公司股东的净利润为 23.72 亿元，同比下降-5.06%，每股收益 0.45 元。

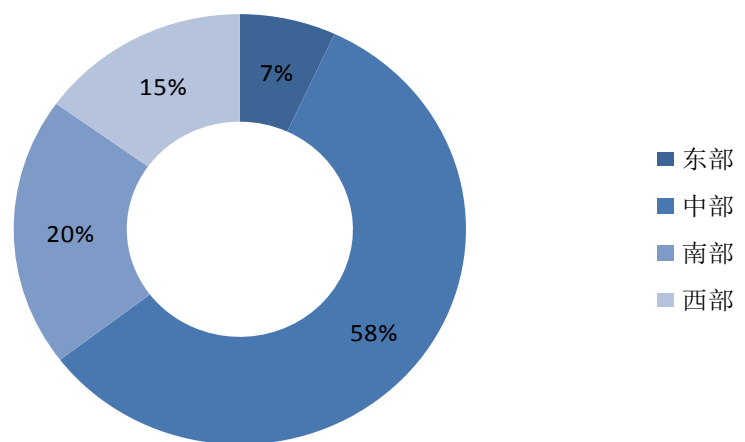
表 1 海螺水泥分季度经营情况

名称	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
销售收入 (亿元)	93.1	130.1	126.5	136.8	88.59	117.00	116.87	135.19
毛利率	39.80%	44.40%	40.00%	35.60%	26.6%	27.1%	23.0%	33.1%
净利率	23.79%	29.03%	24.20%	18.50%	14.1%	14.6%	8.9%	18.1%
销量 (万吨)	2900	4184	4050	4666	3250	4805	5200	5445
均价 (元/吨)	321.2	311.0	312.2	293.0	272.6	243.5	224.8	248.3
吨毛利 (元/吨)	127.8	138.1	128.1	104	72.6	66.1	51.7	82.2
吨净利 (元/吨)	76.4	90.3	77.5	54	38.4	35.6	20.0	44.9

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司 1-12 月份销售水泥和熟料 1.87 亿吨，同比增 18.74%，高于行业 7.44% 的增速，其中四季度单季水泥和熟料净销量为 5445 万吨，同比增 16.70%。水泥销量的增加主要来自 12 年新投产的铜陵、芜湖 3 条万吨线以及全椒海螺、宿州海螺、池州海螺、贵阳海螺、龙陵海螺、遵义海螺的产能释放。按照 2 亿吨的水泥产能计算，12 年海螺的产能利用率超 90%，大幅高于行业平均水平。

图 1 海螺产能区域分布情况

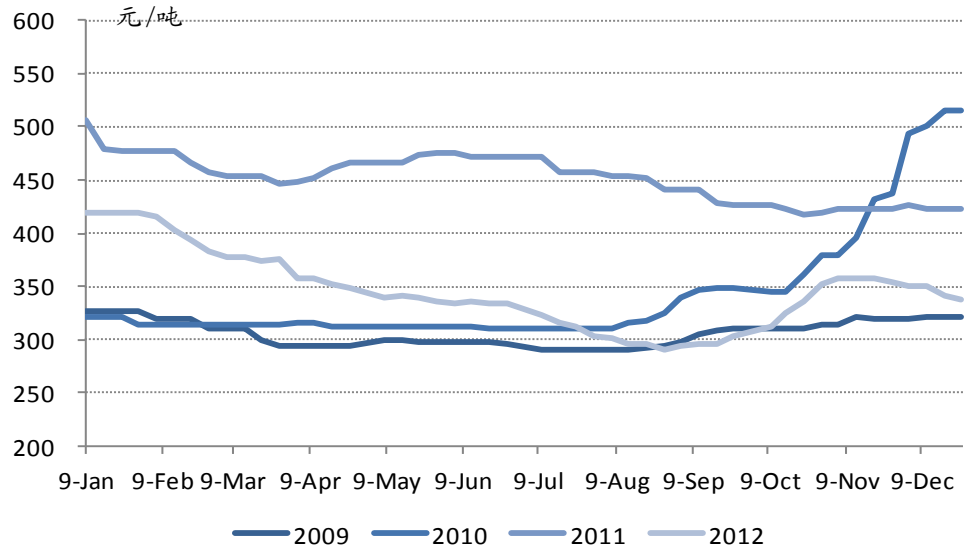


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司在销量同比增长 18.7% 的背景下，净利润同比下降 45.58%，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

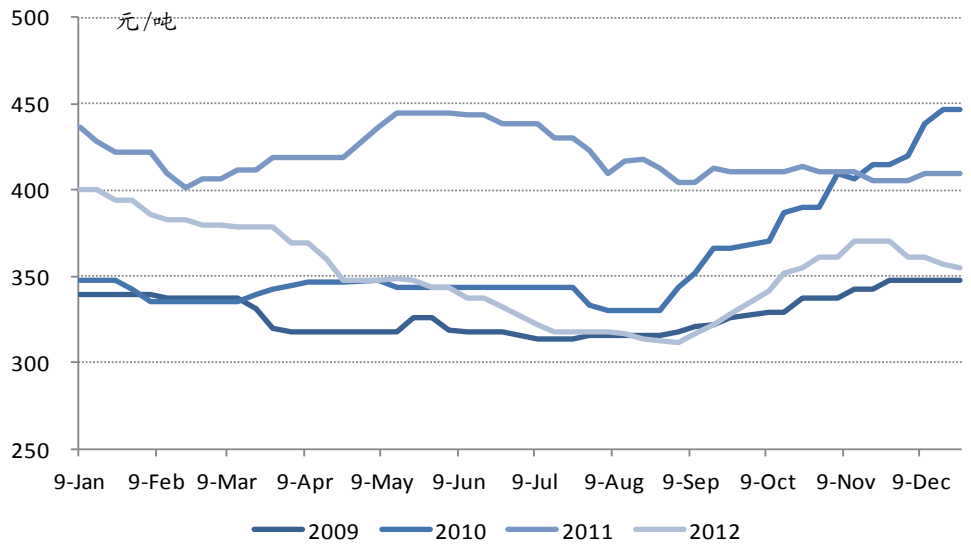
集中地的华东和中南（85%的产能分布在华东和中南），区域内水泥价格的大幅下滑对公司盈利造成了巨大的影响。

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1-2月份，华东地区水泥销售均价（含税）为347元/吨，较11年1-12月份452元/吨的水泥销售均价，下降了近100元/吨，降幅为23.16%。同期中南地区水泥价格由11年全年的420元/吨降至353元/吨，降幅为15.80%。

水泥价格回暖和煤炭成本下降致4季度盈利环比大幅提升。华东水泥价格在区域协同下从9月底开始持续上涨，于11月中旬达到顶点，累计最大提价幅度为80元/吨。同期煤价持续下行，秦皇岛动力煤5500大卡由11年4季度的838元/吨的均价，降至12年4季度的636元/吨，每吨下降了200元/吨。

水泥均价提升和煤炭成本下降共同推升水泥盈利，水泥单吨净利润由 3 季度的 20 元/吨大幅提升至 4 季度的 45 元/吨。

图 4 秦皇岛动力末煤 5500 大卡平仓价走势



资料来源：数字水泥、中投证券研究所

二、盈利具备足够的安全垫，景气下行最佳防御品种

12 年是水泥行业 08 年以来最艰难的一年，在经历了 10 年底至 11 年上半年那轮盈利高峰后，水泥行业盈利在 12 年出现了大幅下滑，全行业盈利下滑幅度接近 60%，多数水泥上市公司盈利下滑幅度超 60%。海螺全年下滑不到 50% 的事实再次佐证了公司盈利具备较其他水泥上市公司更厚的安全垫。

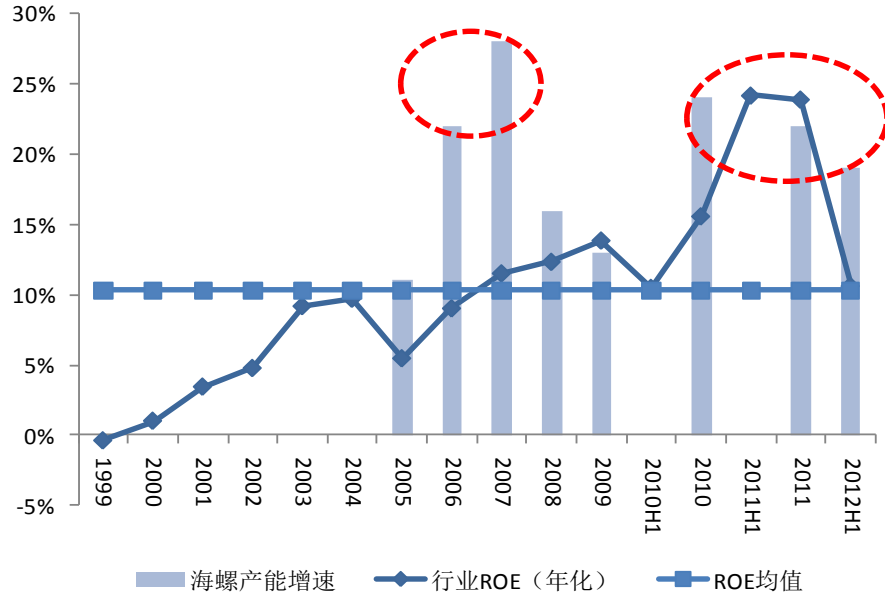
两个数据足以彰显公司的核心竞争力：1. 超过 90% 的产能利用率；2. 12 年全年 12.9% 的 ROE 水平。在行业产能利用率较 11 年同比大幅下滑的背景下（南方水泥的产能利用率仅为 6、7 成），公司 12 年的产能利用率接近 95%，几乎达到满产满销。在水泥价格大幅下跌至水泥上市公司的 ROE 下滑至 5% 附近时，公司仍能够取得 12.9% 的 ROE。

公司卓越的成本控制力使得公司的盈利具备足够的安全垫，是景气下行周期中的最佳防御品种。13 年公司的主战场华东地区供需边际将改善，区域协同提价的基础更加坚实，预计 13 年公司销售毛利率将在 12 年的基础上小幅回升。

三、逆周期持续扩张,13年销量有望超2亿吨

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5 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

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、池州海螺、遵义海螺、贵阳海螺、龙陵海螺等9条熟料生产线,江都海螺、龙陵海螺等19台水泥磨陆续建成投产。12年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。报告期内新增熟料产能2080万吨,水泥产能2830万吨。

表 22012年以来新投产、收购项目情况

序号	1 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	池州海螺	5000	100%	12年下半年	新建
6	遵义海螺	5000	100%	12年下半年	新建

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

公司现金流充沛，资产负债率处于较低水平，保障在建生产线的资本开支和潜在的收购开支。当前公司在建生产线有乾县海螺、保山海螺、宿州海螺二线、江南海螺、益阳海螺、黔西南州海螺、砚山海螺、遵义海螺二线等熟料生产线，预计 13 年新增熟料 1540 万吨，新增水泥产能 2245 万吨。公司 13 年水泥和熟料销量有望超 2 亿吨。

四、投资建议：强烈推荐

我们预计公司 13-15 年的销量分别是 2.05 亿吨、2.15 亿吨、2.25 亿吨，综合销售价格分别为 248 元/吨、258 元/吨、268 元/吨，综合销售成本都为 179 元/吨、183 元/吨、187 元/吨。

表 3 公司盈利预测假设

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销量(万吨)	15,634	18,700	20,500	21,500	22,500
+/-	13.96%	19.61%	9.63%	4.88%	7.14%
价格(元/吨)	311	244	248	258	268
+/-	23.72%	-21.36%	1.33%	4.03%	3.88%
成本(元/吨)	187	177	179	183	187
+/-	10%	-5%	1%	2%	2%

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 13-15 年归属于母公司股东的净利润分别为 77.5 亿元/89.9 亿元/106.4 亿元，对应于 13-15 年 EPS 分别为 1.46 元/1.70 元/2.01 元。当前股价对应于 13 年 12.2 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，给予强烈推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013	2014	2015
流动资产	23129	20311	26034	39078	营业收入	45766	50840	55470	60300
现金	8234	6000	10570	22389	营业成本	33062	36695	39345	42075
应收账款	230	247	269	292	营业税金及附加	241	310	338	368
其它应收款	655	305	279	279	营业费用	2280	2288	2496	2714
预付账款	674	734	787	842	管理费用	2173	2034	2219	2412
存货	4039	4383	4700	5026	财务费用	1002	715	975	812
其他	9298	8643	9430	10251	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	64394	68146	69428	68459	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	2117	2250	2250	2250	投资净收益	4	20	30	40
固定资产	49296	55211	57140	56509	营业利润	7016	8819	10127	11960
无形资产	5110	5065	5025	4985	营业外收入	1096	1200	1500	1800
其他	7871	5621	5012	4715	营业外支出	24	0	0	0
资产总计	87524	88458	95462	10753	利润总额	8088	10019	11627	13760
流动负债	14521	18302	13954	15022	所得税	1626	2004	2325	2752
短期借款	996	7068	2000	2500	净利润	6462	8015	9301	11008
应付账款	5137	5871	6295	6732	少数股东损益	155	260	302	358
其他	8389	5363	5659	5790	归属母公司净利润	6308	7754	8999	10650
非流动负债	21826	10962	13012	13012	EBITDA	11294	12802	14807	16743
长期借款	5612	10612	12612	12612	EPS (元)	1.19	1.46	1.70	2.01
其他	16214	350	400	400					
负债合计	36347	29264	26966	28034					
少数股东权益	2275	2535	2838	3195	主要财务比率				
股本	5299	5299	5299	5299	会计年度	2012	2013	2014	2015
资本公积	11141	11141	11141	11141	成长能力				
留存收益	32464	40219	49217	59867	营业收入	-5.9%	11.1%	9.1%	8.7%
归属母公司股东权益	48901	56659	65658	76308	营业利润	-53.1	25.7	14.8	18.1
负债和股东权益	87524	88458	95462	10753	归属于母公司净利润	-45.6	22.9	16.0	18.3
					获利能力				
					毛利率	27.8	27.8	29.1	30.2
					净利率	13.8	15.2	16.2	17.6
					ROE	12.9	13.7	13.7	13.9
					ROIC	10.4	11.2%	12.7	14.6
					偿债能力				
					资产负债率	41.5	33.5	28.4	26.2
					净负债比率	23.06	68.31	63.12	62.50
					流动比率	1.59	1.09	1.81	2.53
					速动比率	1.31	0.84	1.46	2.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.58	0.60	0.59
					应收账款周转率	154	136	104	104
					应付账款周转率	6.49	6.67	6.47	6.46
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.19	1.46	1.70	2.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	1.85	2.51	2.84
					每股净资产(最新摊薄)	9.23	10.69	12.39	14.40
					估值比率				
					P/E	15.01	12.21	10.53	8.90
					P/B	1.94	1.67	1.44	1.24
					EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-25	高运转率+低费用率傲视群雄
2012-08-19	行业经历底部带来公司整合良机
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,11年加入中投证券。

免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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,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。该研究报告谢绝媒体转载。

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