

海螺水泥 (600585.SH) 水泥行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

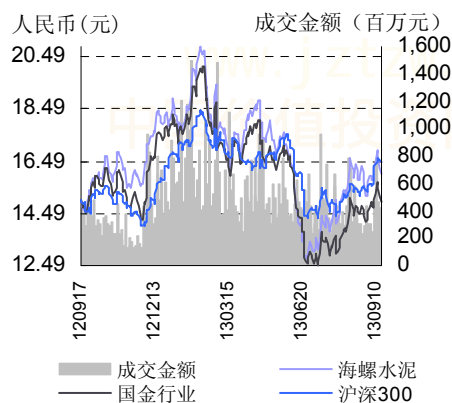
市价(人民币): 15.58元

三条逻辑证明未来三年的增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,999.70
流通港股(百万股)	1,299.60
总市值(百万元)	846.83
年内股价最高最低(元)	20.89/12.70
沪深 300 指数	2427.32
上证指数	2185.56



相关报告

1. 《下半年华东景气大概率超预期》, 2013.8.18
2. 《海螺水泥 2012 年业绩点评》, 2013.3.25
3. 《周期之王》, 2012.10.25

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

黄诗涛 分析师 SAC 执业编号: S1130512080004
(8621)61357457
huangst@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	2.187	1.190	1.497	1.982	2.388
每股净资产(元)	8.46	9.23	10.38	12.01	14.05
每股经营性现金流(元)	1.98	2.17	2.08	2.60	3.06
市盈率(倍)	7.16	15.50	10.80	8.16	6.77
行业优化市盈率(倍)	7.85	16.75	16.12	16.12	16.12
净利润增长率(%)	87.80%	-45.58%	25.78%	32.42%	20.48%
净资产收益率(%)	25.85%	12.90%	14.43%	16.51%	17.00%
总股本(百万股)	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

论述的背景及相关说明

- 本报告仅论述海螺水泥未来三年的增长及相关路径, 忽略其股价波动受风格转换, 水泥短期涨价跌价, 宏观背景等相关因素影响; (我们能理解股价受风格变化影响的合理性, 本报告仅论述增长)
- 受整体经济转型预期的影响, 海螺水泥的估值创下新低, 并始终在低位徘徊, 市场的担心过去投资驱动的经济在未来无法延续从而影响未来的增长;
- 而从基本面来看, 水泥行业尤其华东水泥行业今年却是始终在超预期, 显著区别于其他周期性行业。
- 带着我们以上疑惑, 近期我们调研了海螺水泥, 我们的结论是海螺水泥可以区别于其他周期性行业以及其他大部分水泥股, 我们可以把海螺水泥未来三年的增长的路径说清楚。

未来三年的增长路径

- 2013 年的增长: 2013 年即将成为过去式, 已经不是很重要, 短期的几个细节还是需要重视:

其一, 今年华东地区水泥行业发生了两个过去都很少见到的现象: 一二季度淡季价格转换的时候幅度在近几年是最大的; 在 7~8 月份历年水泥淡季时间里, 水泥都涨价了, 体现在吨毛利 8 月份相对于 7 月份有明显提升——这些说明, 水泥行业在周期中独特已经有所显现。

其二, 想要说明海螺水泥今年的 EPS 的市场化程度是很高的: 因为市场始终担心价格协同是维持价格的理由, 而协同本来就不可以持续。但从海螺水泥今年的市场策略, 以及我们做草根调研了解的情况来看: 海螺水泥按照产能有效释放, 不丢份额的前提下, 去制定自身的价格策略。所以我们今年在 7~8 月份看到海螺水泥库位始终比较低, 发货量始终比较理想, 而价格还在继续上升。结论: 经过过去几年的轮回, 只有海螺水泥是强者更强了, 而其他水泥或多或少在市场竞争中受到影响, 比较明显的是冀东水泥。

其三, 展望即将到来的四季度旺季, 我们认为不会出现市场担忧的旺季不旺的情况: 证明这点的最直接证据就是海螺水泥在旺季正式开始前的目前试点库位处于偏低的位置; 上海等区域的企业已经对涨价跃跃欲试; 华东区域内其他企业在没有新增产能的情况下也有提价要利润的动力(停窑或协同等); 从经济来看, 短期回暖趋势还是有利于需求。---9月16~17日华东再次大幅度涨价再次印证4季度增长的确性。

其四: 2013年业绩虽然已经不那么重要, 我们预期在1.5左右(存在超预期的概率), 但我们想说明, 这个业绩对海螺水泥而言是市场化程度很高的业绩, 其经营策略的可持续性至少说明未来业绩的市场程度也有较强的可持续性。

■ 2014年的增长: 目前来看确定性很强。

其一, 在对宏观经济和需求没有太多期待的情况下, 我们只能把希望寄托在供给上, 这是所有周期股共同的逻辑: 我们通过调研发现, 海螺核心区域的长江沿岸从2014年开始没有熟料投放, 这个决定2014年长江沿岸的供需关系将出现显著改善, 甚至从2014年开始沿江的一些在城市内的水泥厂出现搬迁从而出现部分产能减法现象的出现。而华南地区明年的景气状况也将好于今年。我们统计了一下, 海螺水泥明年70%左右的区域供需关系是要明显好于2013年, 最主要是供给无增长带来的供需边际的好转, 从而直接带来价格上涨预期。(海螺所在区域2014年新增产能大约3000多万吨, 主要集中在西部)

其二, 量的增速: 量的增速在海螺产能有效释放的策略下, 我们根据产能投放进度即可, 我们预计明年的销量增速大约3000万吨左右, 保持在13%左右的增速。

其二, 结合量的增速, 我们预计只需海螺水泥明年的综合净利润提升6元, 2014年就能保持30%以上的增速达到EPS2元, 而我们认为最后超预期的概率还在。

■ 2015年的增长: 对于周期股而言, 目前时点要把2015年说清楚是很困难的事情, 因为2015年宏观经济很难预判, 但我们至少能找到一些比较明显的增量。虽然不精确, 但至少能看到增长。

其一, 2015年相对于2014年, 市场新增产能几乎更少, 也就是供需边际改善还在继续, 虽然边际的弹性最大的核心区域在华东, 但其他区域的改善也能带来吨毛利的提升。

其二, 海螺水泥的海外战略布局开始贡献EPS, 而且从海螺目前正在建设的印尼来看, 单线的利润贡献可能是国内生产线的5倍以上, 目前的海外战略也在抓紧推进。

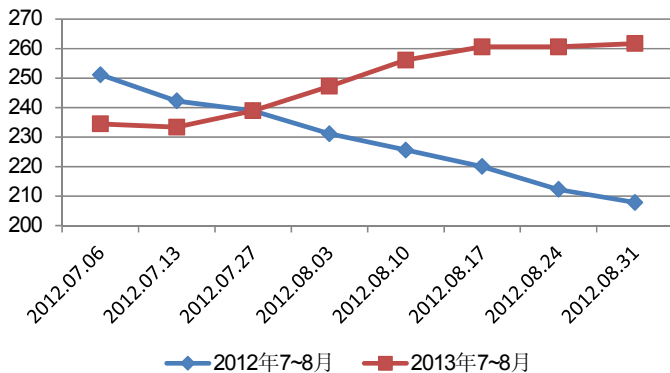
投资建议

■ 以上的增长逻辑我们认为存在的风险极低, 而且我们并没有假定未来三年海螺水泥的并购策略, 但从公司的资产负债表来看, 无论是现金, 还是资产负债率, 都处于比较好的水平, 而且中国建材的并购力度有所放缓, 导致并购市场价格也有所降低, 都为海螺的并购创造了良好的外围环境。

■ 从投资建议方面来看, 从过去多年的经验来看, 周期股的投资需要择时, 且短期股价受到宏观和风格转换等多重因素的影响, 但从中期的结果来看, 一定会落实到业绩增长上来。

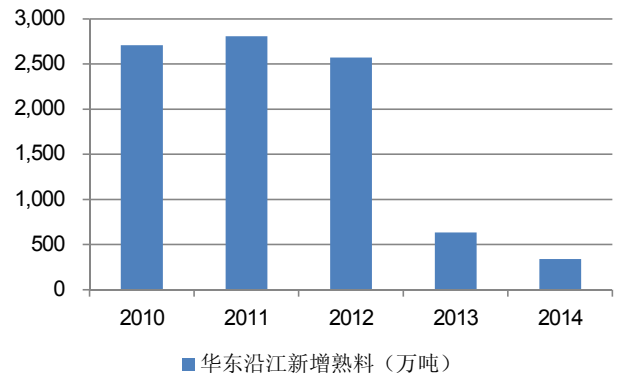
- 从管理来看, 无需更多证明, 熟悉海螺的投资者都了解, 其在过去多年的运营过程中积累大量对手无法复制的经验, 而且这些优点在目前的市况背景下更加凸显。
- 我们继续将海螺水泥定义成周期之王, 建议中长期投资者从业绩增长的角度出发, 慢慢布局海螺水泥, 我们预期未来三年 EPS 分别为 1.50、1.98、2.39, 给予 2014 年 12 倍估值, 目标价格 24 元, 给予买入投资评级。

图表1. 华东沿江淡季熟料均价走势 (元/吨)



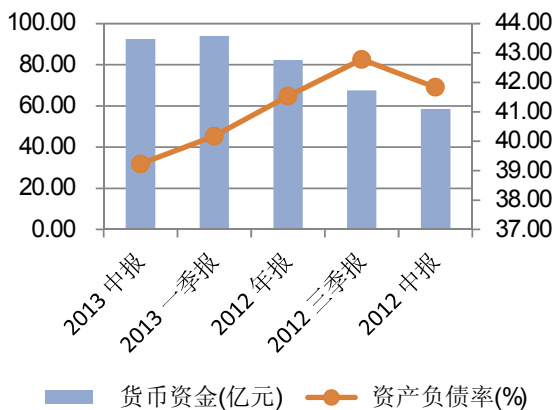
来源: 数字水泥网、国金证券研究所

图表2. 华东沿江新增熟料产能



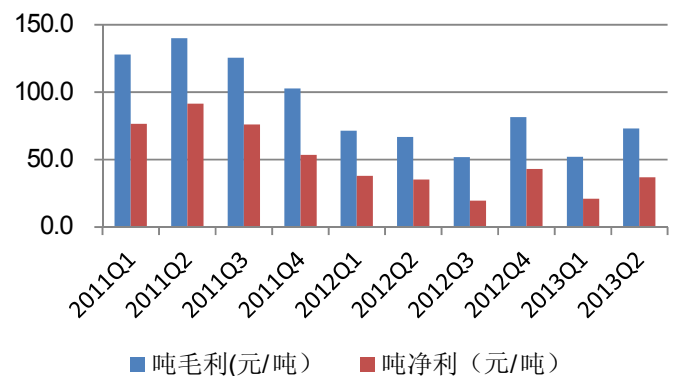
来源: 公开信息、国金证券研究所

图表3. 海螺资产负债率低



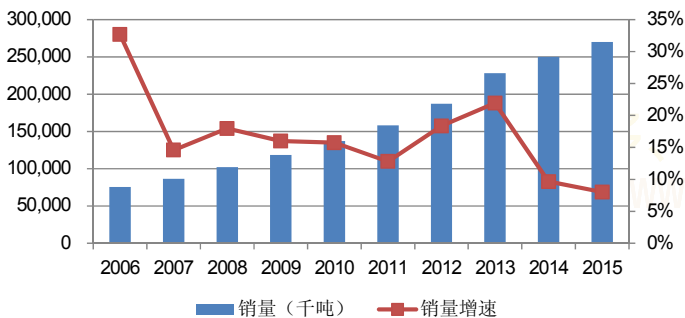
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表4. 海螺吨毛利、吨净利测算



来源: 公开信息、国金证券研究所

图表5. 海螺销量测算



来源: 公开信息、国金证券研究所

最好用研究报告服务商
jztzw.net

附录: 三张报表预测摘要**损益表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	34,508	48,654	45,766	54,134	63,251	73,436
增长率		41.0%	-5.9%	18.3%	16.8%	16.1%
主营业务成本	-23,437	-29,246	-33,062	-38,029	-43,801	-50,844
%销售收入	67.9%	60.1%	72.2%	70.2%	69.2%	69.2%
毛利	11,072	19,408	12,704	16,105	19,451	22,592
%销售收入	32.1%	39.9%	27.8%	29.8%	30.8%	30.8%
营业税金及附加	-163	-278	-241	-271	-316	-367
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,546	-1,859	-2,280	-2,707	-3,036	-3,305
%销售收入	4.5%	3.8%	5.0%	5.0%	4.8%	4.5%
管理费用	-1,254	-1,789	-2,173	-2,571	-2,720	-2,937
%销售收入	3.6%	3.7%	4.7%	4.8%	4.3%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	8,108	15,481	8,011	10,556	13,378	15,983
%销售收入	23.5%	31.8%	17.5%	19.5%	21.2%	21.8%
财务费用	-481	-629	-1,002	-1,119	-975	-960
%销售收入	1.4%	1.3%	2.2%	2.1%	1.5%	1.3%
资产减值损失	-40	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	-15	3	0	0	0
投资收益	27	129	4	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	7,616	14,960	7,016	9,437	12,403	15,023
营业利润率	22.1%	30.7%	15.3%	17.4%	19.6%	20.5%
营业外收支	462	692	1,072	1,100	1,500	1,700
税前利润	8,078	15,652	8,088	10,537	13,903	16,723
利润率	23.4%	32.2%	17.7%	19.5%	22.0%	22.8%
所得税	-1,724	-3,828	-1,626	-2,424	-3,198	-3,846
所得税率	21.3%	24.5%	20.1%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	6,354	11,824	6,462	8,114	10,706	12,877
少数股东损益	183	235	155	180	200	220
归属于母公司的净利润	6,171	11,590	6,308	7,934	10,506	12,657
净利率	17.9%	23.8%	13.8%	14.7%	16.6%	17.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	6,354	11,824	6,462	8,114	10,706	12,877
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,060	2,577	3,276	3,552	3,950	4,354
非经营收益	430	501	921	441	-254	-339
营运资金变动	-2,866	-4,420	860	-1,082	-640	-651
经营活动现金净流	5,978	10,483	11,519	11,025	13,762	16,241
资本开支	-9,257	-8,199	-6,788	-6,992	-4,510	-5,510
投资	-1,056	-1,905	-1,935	0	0	0
其他	-28	-58	253	0	0	0
投资活动现金净流	-10,341	-10,162	-8,470	-6,992	-4,510	-5,510
股权募资	0	55	122	0	0	0
债权募资	4,566	7,233	953	-962	-8	-1,000
其他	-1,119	-2,559	-3,751	-1,304	-3,100	-3,216
筹资活动现金净流	3,447	4,728	-2,675	-2,267	-3,108	-4,216
现金净流量	-916	5,049	374	1,766	6,143	6,515

来源: 公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	2,736	8,028	8,234	10,000	16,143	22,658
应收款项	6,770	12,121	9,054	10,827	12,650	14,687
存货	2,493	4,378	4,039	4,793	5,520	6,408
其他流动资产	1,229	1,323	1,802	1,889	2,004	2,145
流动资产	13,228	25,850	23,129	27,508	36,318	45,898
%总资产	21.9%	30.8%	26.4%	28.5%	33.9%	38.4%
长期投资	4,783	3,978	5,415	5,415	5,415	5,415
固定资产	39,426	49,174	53,100	58,236	60,381	63,327
%总资产	65.3%	58.5%	60.7%	60.4%	56.3%	52.9%
无形资产	2,784	4,548	5,323	5,023	4,938	4,849
非流动资产	47,183	58,153	64,394	68,854	70,913	73,770
%总资产	78.1%	69.2%	73.6%	71.5%	66.1%	61.6%
资产总计	60,412	84,003	87,524	96,362	107,231	119,668
短期借款	3,251	3,311	2,771	2,008	2,000	1,000
应付款项	8,379	10,907	9,968	11,252	12,947	14,986
其他流动负债	1,447	2,773	1,783	3,884	4,215	4,591
流动负债	13,077	16,991	14,521	17,144	19,163	20,577
长期贷款	10,971	9,773	5,612	5,612	5,612	5,612
其他长期负债	732	10,397	16,214	16,167	16,167	16,167
负债	24,780	37,162	36,347	38,924	40,942	42,357
普通股股东权益	35,003	44,840	48,901	54,983	63,634	74,436
少数股东权益	629	2,002	2,275	2,455	2,655	2,875
负债股东权益合计	60,412	84,003	87,524	96,362	107,231	119,668

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.747	2.187	1.190	1.497	1.982	2.388
每股净资产	9.908	8.461	9.228	10.376	12.008	14.046
每股经营现金净流	1.701	1.980	2.172	2.080	2.597	3.065
每股股利	0.350	0.300	0.350	0.350	0.350	0.350
回报率						
净资产收益率	17.63%	25.85%	12.90%	14.43%	16.51%	17.00%
总资产收益率	10.22%	13.80%	7.21%	8.23%	9.80%	10.58%
投入资本收益率	12.66%	16.75%	8.49%	10.03%	11.46%	12.32%
增长率						
主营业务收入增长率	38.04%	40.99%	-5.94%	18.28%	16.84%	16.10%
EBIT增长率	76.16%	90.93%	-48.25%	31.77%	26.74%	19.47%
净利润增长率	74.12%	87.80%	-45.58%	25.78%	32.42%	20.48%
总资产增长率	28.13%	39.05%	4.19%	10.10%	11.28%	11.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	3.2	2.3	2.3	2.3	2.3
存货周转天数	36.3	42.9	46.5	46.0	46.0	46.0
应付账款周转天数	57.2	56.5	56.2	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	347.3	323.2	393.6	363.4	334.9	307.1
偿债能力						
净负债/股东权益	32.23%	30.84%	30.30%	22.60%	10.30%	-0.89%
EBIT利息保障倍数	16.9	24.6	8.0	9.4	13.7	16.7
资产负债率	41.02%	44.24%	41.53%	40.39%	38.18%	35.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	21	23	61
增持	0	4	6	6	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.24	1.23	1.21

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-26	增持	18.81	N/A
2 2012-01-12	增持	16.03	N/A
3 2012-03-27	增持	15.58	N/A
4 2012-04-20	增持	17.15	N/A
5 2012-08-15	增持	14.39	N/A
6 2012-10-25	增持	15.98	20.00 ~ 25.00
7 2013-03-25	增持	17.54	N/A
8 2013-08-18	买入	15.85	N/A

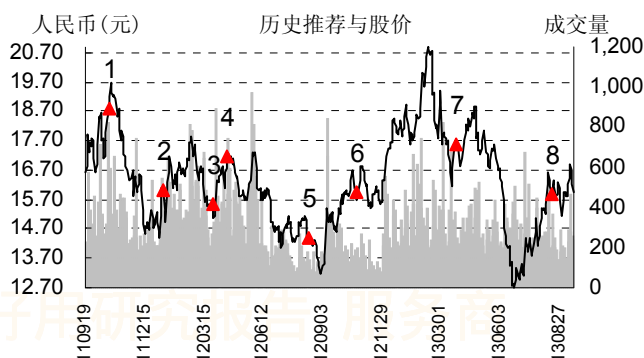
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B