

水泥龙头竞争力强稳健发展

——海螺水泥（600585）2013 年年报点评

2014 年 3 月 25 日

推荐/维持

海螺水泥

财报点评

赵军胜 建筑建材行业分析师

zhaojs@dxzq.net.cn 010-66554088

执业证书编号：S1480512070003

事件：

2013 年公司年报显示，公司全年实现营业收入 552.62 亿元，同比增长 20.75%；营业利润为 117.43 亿元，同比增长 67.37%；归属于母公司所有者的净利润为 93.81 亿元，同比增长 48.71%。每股收益为 1.77 元，每 10 股送 3.5 元（含税）。

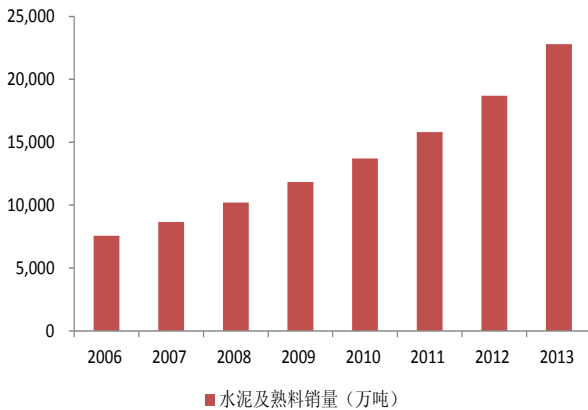
公司单季度财务指标评论：

指标	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4
营业收入（百万元）	8859.50	11699.66	11687.74	13519.31	9905.80	13681.29	13420.93	18253.66
增长率（%）	-4.89%	-10.09%	-7.59%	-1.17%	11.81%	16.94%	14.83%	35.02%
毛利率（%）	26.61%	27.14%	23.01%	33.15%	25.02%	30.59%	33.16%	39.06%
期间费用率（%）	11.53%	10.96%	11.80%	13.11%	13.27%	10.44%	10.54%	10.37%
营业利润率（%）	14.65%	15.49%	10.54%	19.77%	11.23%	18.44%	22.18%	28.11%
净利润（百万元）	1262.39	1707.83	1042.99	2449.01	1000.55	2169.42	2471.30	4170.18
增长率（%）	-44.08%	-55.53%	-66.86%	-5.02%	-20.74%	27.03%	136.94%	70.28%
每股盈利（季度，元）	0.236	0.315	0.192	0.448	0.183	0.394	0.439	0.754
资产负债率（%）	41.17%	41.83%	42.78%	41.53%	40.17%	39.23%	38.24%	36.88%
净资产收益率（%）	2.62%	3.58%	2.15%	4.79%	1.93%	4.16%	4.53%	7.10%
总资产收益率（%）	1.54%	2.09%	1.23%	2.80%	1.15%	2.53%	2.80%	4.48%

- **销量增长、成本下降和费用率下降提升公司业绩。**2013年销量为2.28亿吨，同比增长21.93%。虽然综合价格同比微降0.97%，但营业收入稳定增长。另外由于煤炭价格的下降综合吨成本仅为158元/吨，同比下降15.25元/吨。期间费用率上看，2103年期间费用率为10.95%，同比下降0.97个百分点，其中销售、管理和财务费用率分别下降0.12、0.41和0.44个百分点。费用率和成本的双降降低公司的综合总成本，提升公司营业利润水平，从而提升公司业绩表现。
- **产能释放和收购继续稳健龙头成长路。**2013年公司投产贵定、乾县和遵义等6条熟料生产线，并收购云南盈江水泥和甘肃太子山建材，熟料产能增加1160万吨，水泥产能增加2430万吨，同比分别增长6.32%和11.76%，成为公司产销量增长的基础，2013年末公司熟料和水泥产能分别达到1.95亿吨和2.31吨，成为国内水泥的龙头企业之一。
- **国内收购和股权投资并走国际化战略。**公司现金流充足，除了收购太子山建材和盈江水泥90%股权外，并积极入股其他水泥区域龙头企业，像冀东水泥股权占比为16.01%、巢东股份持股比例为16.28%，报告期内持股青松建化25%，进入新疆。同时还积极走出去，印尼3200T/D熟料生产线已完成土建，进入安装

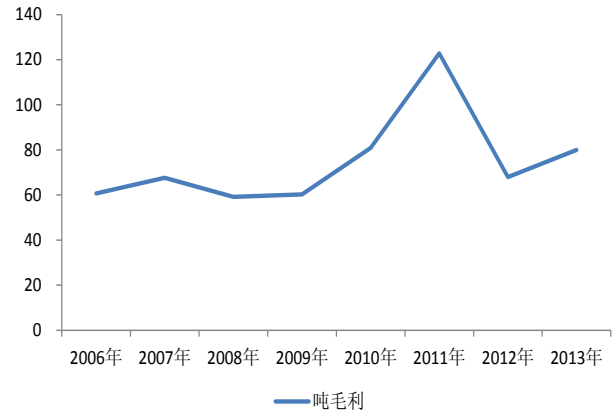
- **成本和规模优势下公司区域主导权稳固，市场波动冲击小。**公司由于规模优势和精细化的管理，单位成本比同区域企业要低约50元左右，这种成本优势使得公司在区域市场内具有价格的主导权，同时在市场状况变差的情况下也能够调整市场策略保证公司的利润水平。所以在市场波动情况下冲击相对较小。

图 1：海螺水泥各年水泥销量



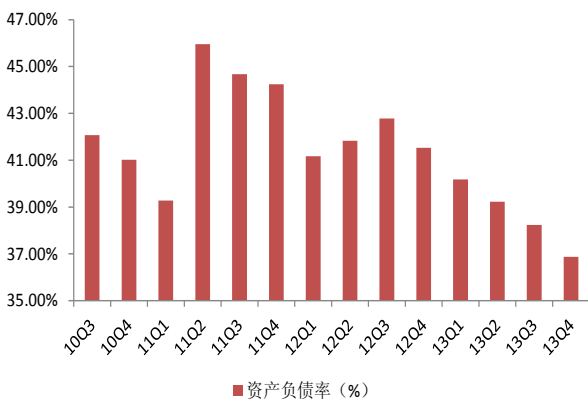
资料来源：wind，东兴证券整理

图 2：海螺水泥各年吨毛利变化



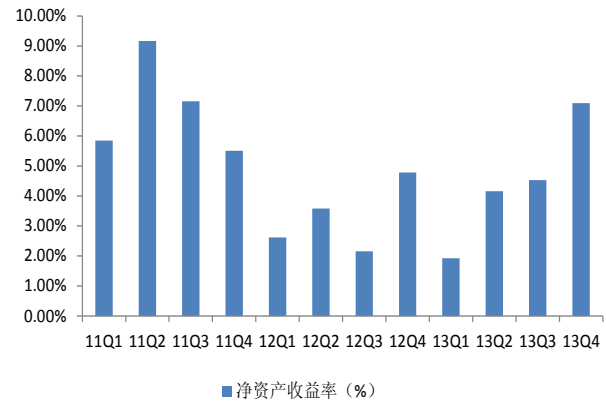
资料来源：wind，东兴证券整理

图 3：海螺水泥单季度资产负债率



资料来源：wind，东兴证券整理

图 4：海螺水泥单季度净资产收益率



资料来源：wind，东兴证券整理

➤ 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2014年到2016年的每股收益为2.16元、2.48元和2.74元，以收盘价计算15.87元计算对应的动态PE为9倍、7倍和6倍，考虑到公司未来发展能力强、成本优势下市场价格话语权强和业绩的价格弹性较大，维持公司“推荐”的投资评级。

- **风险提示：**水泥需求改善程度低于预期的不确定性风险。

表 1：盈利预测及关键指标

百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	55,261.68	65,335.57	72,818.62	78,108.12
(+/-)%	20.75%	18.23%	11.45%	7.26%
经营利润（EBIT）	12,711.19	15,822.94	18,307.34	20,239.38
(+/-)%	58.54%	24.48%	15.70%	10.55%
净利润	9,380.16	11,437.48	13,155.61	14,537.90
(+/-)%	48.71%	21.93%	15.02%	10.51%
每股净收益（元）	1.770	2.158	2.483	2.743

资料来源：东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	23129.06	24624.40	28494.	31499.	33606.	营业收入	45766.20	55261.	65335.	72818.62	78108.12						
货币资金	8233.71	11255.94	13067.	14563.	15621.	营业成本	33061.92	37018.	42980.	47247.62	50087.77						
应收账款	230.37	358.86	420.65	468.83	502.89	营业税金及附加	240.51	296.79	359.35	400.50	429.59						
其他应收款	654.64	407.56	481.86	537.04	576.05	营业费用	2279.77	2684.5	3286.3	3662.78	3928.84						
预付款项	674.14	726.60	718.00	718.00	718.00	管理费用	2173.05	2395.7	2744.0	3058.38	3280.54						
存货	4038.54	3692.69	4239.2	4660.0	4940.1	财务费用	1002.06	968.51	1280.6	1446.08	1512.44						
其他流动资产	1018.17	882.76	882.76	882.76	882.76	资产减值损失	(0.08)	160.69	150.00	150.00	150.00						
非流动资产合计	64394.47	68470.08	77756.	87430.	97087.	公允价值变动收益	2.71	7.98	8.00	8.00	8.00						
长期股权投资	2117.29	2371.90	2350.0	2350.0	2350.0	投资净收益	4.11	(2.64)	0.00	0.00	0.00						
固定资产	49296.26	51527.44	60545.	70358.	80388.	营业利润	7015.80	11742.	14542.	16861.26	18726.94						
无形资产	5110.34	6048.06	5443.2	4838.4	4233.6	营业外收入	1095.74	913.85	920.00	920.00	920.00						
其他非流动资产	396.86	502.33	502.33	502.33	502.33	营业外支出	23.73	25.26	25.00	25.00	25.00						
资产总计	87523.52	93094.48	10625	11892	13069	利润总额	8087.82	12631.	15437.	17756.26	19621.94						
流动负债合计	14521.33	14545.33	21029.	23762.	24535.	所得税	1625.59	2819.8	3473.3	3995.16	4414.94						
短期借款	995.52	471.94	7056.4	9199.6	9520.9	净利润	6462.23	9811.4	11963.	13761.10	15207.01						
应付账款	5137.27	3852.49	4474.7	4918.9	5214.6	少数股东损益	154.64	431.29	526.41	605.49	669.11						
预收款项	985.71	1261.05	1130.3	1276.0	1432.2	归属母公司净利润	6307.59	9380.1	11437.	13155.61	14537.90						
一年内到期的非	1775.06	2514.01	2000.0	2000.0	2000.0	EBITDA	11293.81	16285.	20418.	23597.19	26269.52						
非流动负债合计	21826.10	19783.97	17784.	17784.	17784.	BPS (元)	1.19	1.77	2.16	2.48	2.74						
长期借款	5612.21	3731.76	1731.7	1731.7	1731.7	主要财务比率											
应付债券	15467.43	15474.80	15474.	15474.	15474.		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E						
负债合计	36347.43	34329.30	38813.	41546.	42320.	成长能力											
少数股东权益	2274.89	2647.15	3173.5	3779.0	4448.1	营业收入增长	-5.94%	20.75	18.23	11.45%	7.26%						
实收资本(或股	5299.30	5299.30	5299.3	5299.3	5299.3	营业利润增长	-53.10%	67.37	23.84	15.95%	11.06%						
资本公积	11140.96	10273.39	10273.	10273.	10273.	归属于母公司净利	-45.58%	48.71	21.93	15.02%	10.51%						
未分配利润	29814.45	37923.50	44900.	52925.	61793.	获利能力											
归属母公司股东	48901.21	56118.03	64263.	73603.	83925.	毛利率(%)	27.76%	33.01	34.22	35.12%	35.87%						
负债和所有者权益	87523.52	93094.48	10625	11892	13069	净利率(%)	13.78%	16.97	17.51	18.07%	18.61%						
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.38%	10.54	11.26%	11.57%							
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	12.90%	16.72	17.80	17.87%	17.32%						
经营活动现金流		0.00	16311.	19720.	22294.	偿债能力											
净利润	6462.23	9811.45	11963.	0.22	13761.	资产负债率(%)	41.53%	36.88	36.53	34.93%	32.38%						
折旧摊销	3275.95	3574.05	0.00	N/A	5289.8	流动比率	1.59	1.69	1.35	1.33	1.37						
财务费用		0.00	(1280.)	(1446.)	(1512.)	速动比率	1.31	1.44	1.15	1.13	1.17						
应付帐款的变化	86.18	(1284.78)	622.23	444.22	295.69	营运能力											
预收帐款的变化	84.62	275.34	(130.6)	145.64	156.22	总资产周转率	0.53	0.61	0.66	0.65	0.63						
投资活动现金流		0.00	(14005)	(15105)	(15829)	应收账款周转率	159.51	187.57	167.63	163.73	160.76						
公允价值变动收	2.71	7.98	8.00	8.00	8.00	应付账款周转率	6.49	8.24	10.32	10.06	9.89						
长期股权投资减	1718.61	254.61	(21.90)	0.00	0.00	每股指标(元)											
投资收益	4.11	(2.64)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	1.19	1.77	2.16	2.48	2.74						
筹资活动现金流		0.00	(494.9)	(3118.)	(5407.)	每股净现金流(最新	0.07	(0.30)	0.34	0.28	0.20						
应付债券增加	6001.79	7.37	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	9.23	10.59	12.13	13.89	15.84						
长期借款增加	(4160.91)	(1880.45)	(2000.)	0.00	0.00	估值比率											
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	13.14	8.84	7.25	6.30	5.70						
资本公积增加	(387.98)	(867.57)	0.00	0.00	0.00	P/B	1.69	1.48	1.29	1.13	0.99						
现金净增加额	0.00	0.00	1811.1	1496.6	1057.9	EV/EBITDA	8.72	5.76	3.71	4.10	3.65						

分析师简介

赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建筑建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。