上半年高增长 下半年水泥有弹性

买入 上调

目标价格：24 元

投资要点：

- 上半年公司营业收入 288 亿元，同比增长 22%；归属上市公司股东净利润 58 亿元，同比增长 90%；EPS1.1 元。

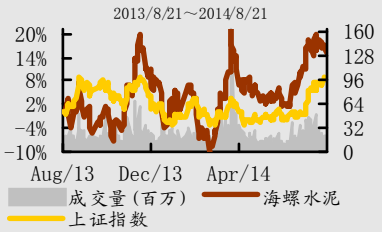
报告摘要：

- **业绩增长主要来自价量齐升，成本费用下降相对有限。**上半年公司业绩实现高增长，原因主要有四点：①价格同比大幅上涨是主因。上半年公司水泥销售均价 252 元/吨，与去年同期相比上涨 23 元/吨；但与去年下半年相比回落 1 元/吨。②销量增长是次因。上半年公司水泥销量 1.14 亿吨，同比增长 11%。③成本下降对业绩增厚有一定贡献。上半年水泥成本 162 元/吨，与去年同期相比下降 2 元/吨，成本下降主要来自煤炭价格下降，而石灰石成本以及人工成本却在上涨。④财务费用下降也带来业绩增厚。公司具有强大的内部造血功能，每年产生的经营活动现金净流量超过 100 亿元，而资本开支相对稳定在 80 亿元，随着有息负债的下降，公司财务费用也在下降。
- **市场占有率持续提升，减少外销熟料提高终端控制力。**上半年公司水泥销量 1.14 亿吨，同比增长 11%，大幅超越行业增速，随着近年来公司开启并购之路，市场占有率不断攀升。公司加大水泥销售力度，减少外销熟料比例，以加强对终端的控制力，上半年高标号水泥销售金额占比上升 4 个百分点；熟料销售金额占比下降 4 个百分点。
- **华东水泥价格大幅回落之后具备充足的向上弹性。**年初以来华东水泥价格已从 400 元/吨持续回落至 300 元/吨，我们认为未来价格具备弹性，区域市场有望提价 2-3 轮，每轮上涨 20-30 元/吨。两点理由：①需求平稳增长是前提。需求已经走出年初的断崖式下滑态势，虽然增速不高，但已经平稳增长。②供给收缩带动价格大幅上涨。由于市场集中度足够高，下半年的协同停窑将带来充足的价格弹性。
- **盈利预测及投资建议。**预计 14-16 年公司净利润分别 127、139 和 153 亿元，EPS 分别为 2.40、2.63 和 2.89 元，给予买入评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	45766.20	55261.68	61,825.00	66,960.00	72,330.00
增长率（%）	-5.94	20.75	11.88	8.31	8.02
归母净利润(百万)	6307.59	9380.16	12,702.23	13,943.39	15,338.58
增长率（%）	-45.58	48.71	35.42	9.77	10.01
每股收益	1.19	1.77	2.40	2.63	2.89
市盈率	63.11	42.44	7.32	6.67	6.06

建材研究组
分析师：
王钦(S1180514050004)
电话：021-65051130
Email：wangqin3@hysec.com
顾益辉(S1180514060001)
电话：021-65051157
Email：guyihui@hysec.com

市场表现



目录

一、业绩增长主要来自价量齐升，成本费用下降相对有限.....3
二、市场占有率持续提升，减少外销熟料提高终端控制力.....4
三、华东水泥价格大幅回落之后具备充足的向上弹性.....5

插图

图 1: 公司半年度营业收入、营业利润、净利润情况.....3
图 2: 公司水泥单吨销售均价.....3
图 3: 公司水泥单吨成本.....3
图 4: 公司水泥单吨净利.....3
图 5: 公司财务费用情况.....4
图 6: 公司经营活动现金净流量与资本开支.....4
图 7: 公司市场占有率情况.....4
图 8: 高低标号水泥和熟料销售金额占比.....4
图 9: 华东高标号水泥情况.....5
图 10: 华东水泥累计产量及增速.....5

一、业绩增长主要来自价量齐升，成本费用下降相对有限

上半年公司业绩实现高增长，原因主要有四点：

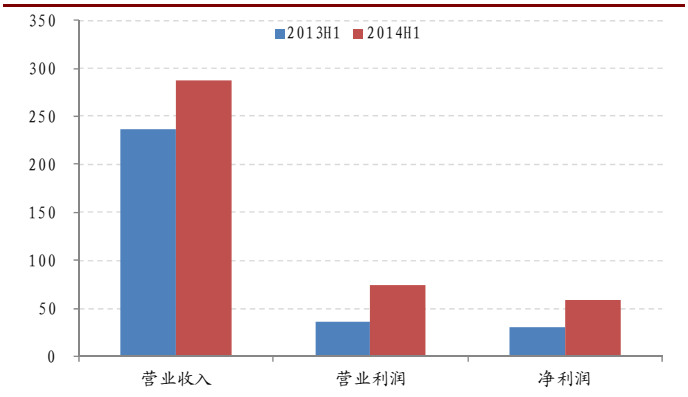
①价格同比大幅上涨是主因。上半年公司水泥销售均价 252 元/吨，与去年同期相比上涨 23 元/吨；但与去年下半年相比回落 1 元/吨。

②销量增长是次因。上半年公司水泥销量 1.14 亿吨，同比增长 11%。

③成本下降对业绩增厚有一定贡献。上半年水泥成本 162 元/吨，与去年同期相比下降 2 元/吨，成本下降主要来自煤炭价格下降，而石灰石成本以及人工成本却在上涨。

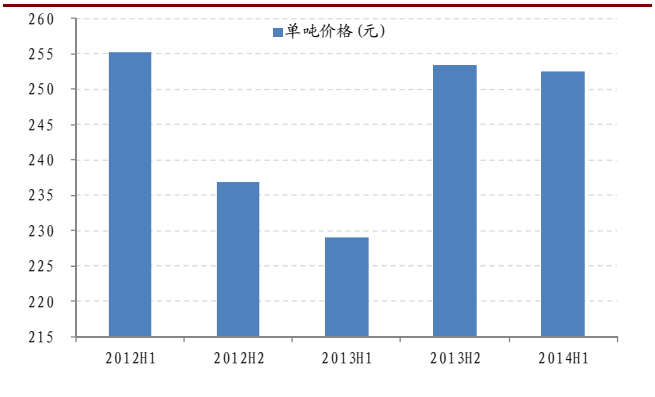
④财务费用下降也带来业绩增厚。公司具有强大的内部造血功能，每年产生的经营活动现金净流量超过 100 亿元，而资本开支相对稳定在 80 亿元，随着有息负债的下降，公司财务费用也在下降。

图 1：公司半年度营业收入、营业利润、净利润情况#



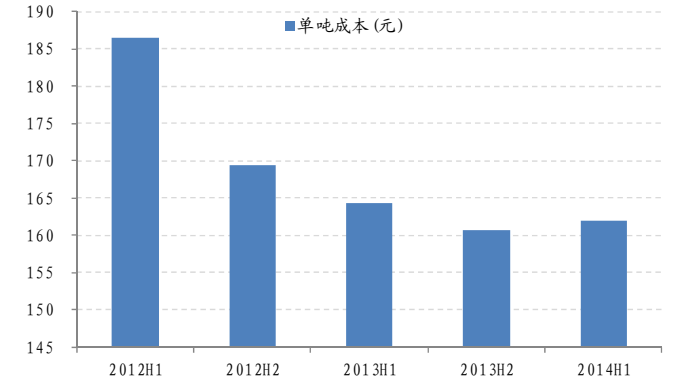
资料来源：公司公告、宏源证券

图 2：公司水泥单吨销售均价#



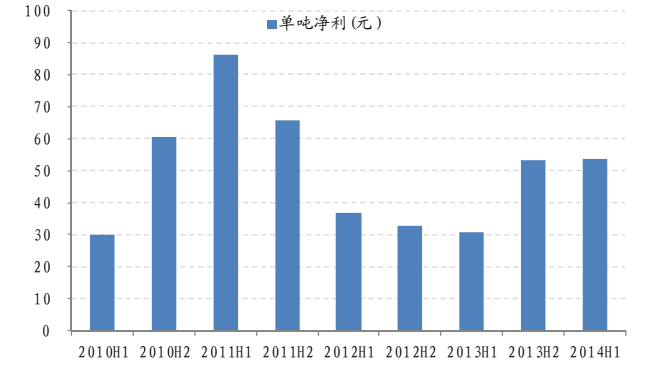
资料来源：公司公告、宏源证券

图 3：公司水泥单吨成本#



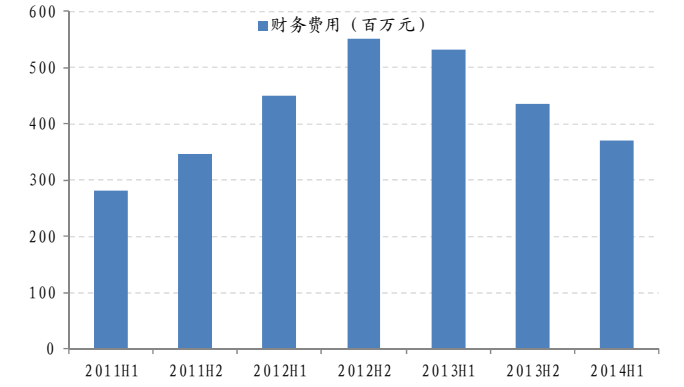
资料来源：公司公告、宏源证券

图 4：公司水泥单吨净利



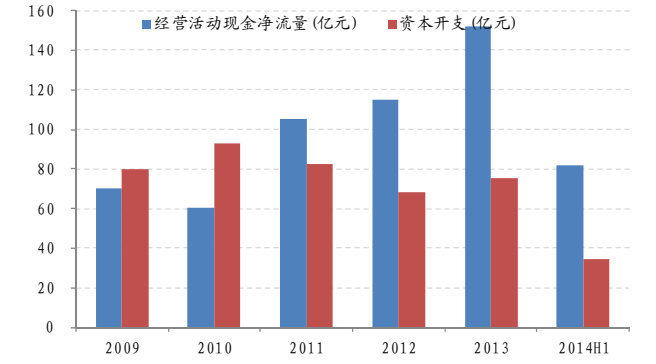
资料来源：公司公告、宏源证券

图 5：公司财务费用情况#



资料来源：公司公告、宏源证券

图 6：公司经营活动现金净流量与资本开支



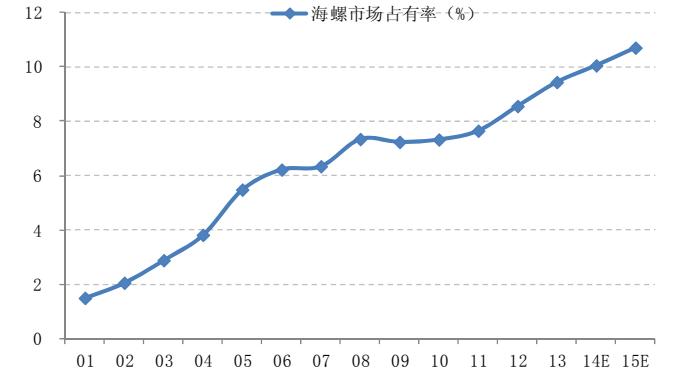
资料来源：公司公告、宏源证券

二、市场占有率持续提升，减少外销熟料提高终端控制力

上半年公司水泥销量 1.14 亿吨，同比增长 11%，大幅超越行业不到 4%的增速，市场占有率进一步攀升至 10%左右。随着近年来公司开启并购之路，市场占有率不断攀升，由于公司良好的管理能力和全行业最低的负债率，预计未来产销量增长仍将大幅超越行业。

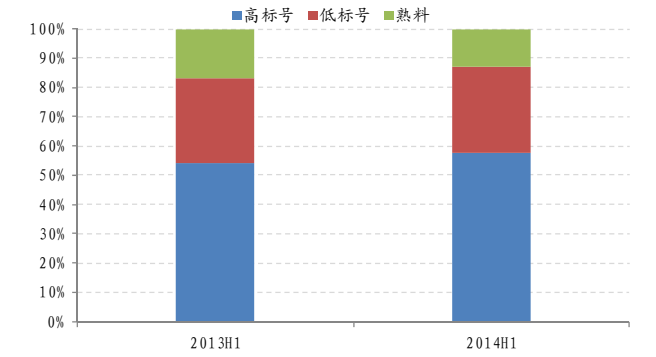
公司加大水泥销售力度，减少外销熟料比例，以加强对终端的控制力。上半年高标号水泥销售金额占比上升至 57.48%，同比上升了 3.55 个百分点；熟料销售金额占比下降至 12.95%，同比下降了 3.74 个百分点。

图 7：公司市场占有率情况#



资料来源：公司公告、宏源证券

图 8：高低标号水泥和熟料销售金额占比#



资料来源：公司公告、宏源证券

表 1：公司近几年新增产能情况

区域	生产线	权益	投产或收购时间
湖南	益阳海螺 4500t/d	100%	14 年 1 月投产
	邵阳云峰 4500t/d	65%	14 年 1 月收购
	湖南云峰 2500t/d	65%	14 年 1 月收购
	湖南云峰 5000t/d	65%	14 年 1 月收购在建，
四川	巴中海螺 4500t/d	100%	14 年底投产
重庆	重庆海螺 4500t/d	100%	15 年投产
	梁平一线 4800t/d	100%	14 年底投产
贵州	铜仁一线 4500t/d	51%	14 年底投产
	六矿瑞安二线 4500t/d	51%	14 年上半年投产
	黔西南 2500t/d	51%	13 年 6 月投产
	水城海螺 3200t/d	40%	14 年 3 月收购
云南	保山一线 4500t/d	100%	14 年投产
	盈江水泥 2000t/d	90%	13 年 9 月收购
	文山海螺一期 4500t/d	100%	14 年底投产
	昆明宏熙 2500t/d	80%	14 年 5 月收购
甘肃	太子山建材 2500t/d	100%	13 年 8 月收购
	临夏海螺 4500t/d	100%	14 年底投产
印尼	印尼南加 3200t/d	75%	14 年底投产

资料来源：公司公告、宏源证券

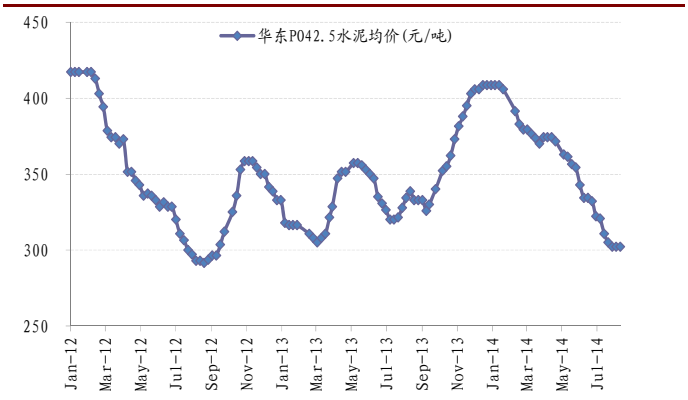
三、华东水泥价格大幅回落之后具备充足的向上弹性

年初以来华东水泥价格已从 400 元/吨持续回落至 300 元/吨，我们认为未来华东水泥价格具备充足的向上弹性，区域市场有望提价 2-3 轮，每轮上涨 20-30 元/吨，累计上涨 60-90 元/吨。两点理由：

①需求平稳增长是前提。需求已经走出年初的断崖式下滑态势，虽然增速不高，但已经平稳增长。

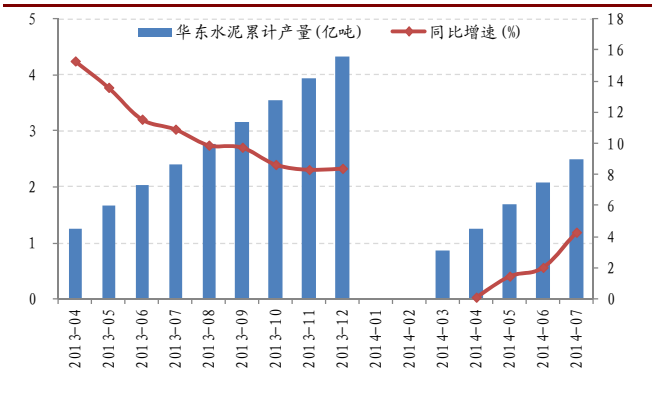
②供给收缩带动价格大幅上涨。由于市场集中度足够高，下半年的协同停窑将带来充足的价格弹性。

图 9：华东高标号水泥情况#



资料来源：中国水泥协会、宏源证券

图 10：华东水泥累计产量及增速#



资料来源：国家统计局、宏源证券

利润表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	55,262	61,825	66,960	72,330
减：营业成本	37,018	39,380	42,650	45,960
营业税金及附加	297	333	359	389
销售费用	2,685	2,782	3,013	3,255
管理费用	2,396	2,473	2,678	2,893
财务费用	969	799	629	422
资产减值损失	161	0	0	0
加：投资收益	(3)	0	0	0
二、营业利润	11,743	16,057	17,631	19,412
加：营业外收支净额	889	970	1,060	1,150
三、利润总额	12,631	17,027	18,691	20,562
减：所得税费用	2,820	3,746	4,112	4,524
四、净利润	9,811	13,281	14,579	16,038
归属于母公司的利润	9,380	12,702	13,943	15,339
五、基本每股收益（元）	**1.77**	**2.40**	**2.63**	**2.89**

主要财务指标

项目	2013	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	**6.2**	**5.0**	**4.5**	**4.2**
成长能力:				
营业收入同比	20.7%	11.9%	8.3%	8.0%
营业利润同比	67.4%	36.7%	9.8%	10.1%
净利润同比	48.7%	35.4%	9.8%	10.0%
营运能力:				
应收账款周转率	181.5	163.1	165.8	165.0
应付账款周转率	8.2	8.7	8.0	8.2
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
盈利能力与收益质量:				
毛利率	33.0%	36.3%	36.3%	36.5%
净利率	17.0%	20.5%	20.8%	21.2%
ROE	16.7%	19.0%	17.8%	16.9%
ROIC	15.3%	18.4%	18.8%	19.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.7	2.0	2.5	3.0
资产负债率	36.9%	32.6%	28.8%	25.6%
净负债比率	19.6%	15.9%	13.2%	10.4%
每股指标（元）				
每股收益	1.77	2.40	2.63	2.89
每股经营现金流量	2.87	2.89	3.57	3.86
每股净资产	10.59	12.64	14.80	17.18

资产负债表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	11,256	14,594	21,455	29,788
应收票据	7,186	9,943	10,279	10,996
应收账款	359	377	405	444
预付账款	727	793	854	919
其他应收款	408	767	738	786
存货	3,693	4,550	4,750	5,094
其他流动资产	997	929	970	944
流动资产合计	**24,624**	**31,953**	**39,451**	**48,972**
长期股权投资	2,372	1,958	2,123	2,109
固定资产	51,527	56,666	60,518	63,512
在建工程	3,137	1,569	784	392
无形资产	6,048	6,850	7,581	8,339
其他非流动资产	5,385	5,239	5,154	5,205
非流动资产合计	**68,470**	**72,282**	**76,160**	**79,557**
资产总计	**93,094**	**104,234**	**115,611**	**128,529**
短期借款	472	400	400	400
应付票据	0	15	11	12
应付账款	3,852	5,222	5,412	5,745
预收账款	1,261	1,340	1,475	1,595
其他应付款	4,187	4,190	4,129	4,159
应交税费	1,323	1,300	1,241	1,274
其他流动负债	3,450	3,124	3,232	3,372
流动负债合计	**14,545**	**15,591**	**15,901**	**16,556**
长期借款	3,732	2,732	1,732	732
其他非流动负债	16,052	15,693	15,663	15,659
非流动负债合计	**19,784**	**18,425**	**17,395**	**16,391**
负债合计	**34,329**	**34,015**	**33,296**	**32,947**
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,273	10,273	10,273	10,273
留存收益	40,573	51,421	62,880	75,448
少数股东权益	2,647	3,226	3,862	4,561
所有者权益合计	**58,793**	**70,219**	**82,314**	**95,582**
负债和股东权益合计	**93,094**	**104,234**	**115,611**	**128,529**

现金流量表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	15,199	15,306	18,913	20,442
投资活动现金流量	(12,476)	(7,505)	(7,948)	(7,956)
筹资活动现金流量	(4,289)	(4,463)	(4,104)	(4,152)
现金及等价物净增加	(1,592)	3,338	6,861	8,333

作者简介:

王钦: 宏源证券研究所建材行业研究员，中国人民大学金融学硕士，4 年建筑建材行业经验，4 年证券行业研究经验，曾任职于中投证券、民生证券，2014 年加盟宏源证券研究所。

顾益辉: 宏源证券研究所建材行业研究员，美国波士顿布兰代斯大学金融学硕士，中央财经大学学士，4 年证券行业研究经验，曾经供职于华泰联合证券，2014 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

公募	北京片区	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚　曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴　蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵　然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵　越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周　迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。