

海螺水泥 (600585.SH)

扩张远未结束，未来值得期待

● 水泥价格大幅上涨，下半年业绩显著改善

以季度为时间窗口观察，由于水泥价格上涨，2013 年下半年公司盈利能力大幅提升。华东地区水泥价格由 2013 年年中的 330 元/吨左右大幅上涨至年末的 450 元/吨左右，水泥价格的上涨直接提高了企业的盈利水平。以年度为时间窗口观察，2013 全年公司业绩增长的主要原因在于单位成本的下降。煤炭价格的下跌直接导致了公司单位成本的下行，从而提高了公司盈利能力。

● 市场占有率进一步提高，2014 年规模扩张仍将延续

作为国内水泥行业当之无愧的龙头企业，公司在 2013 年产销量继续大幅增长，在全国范围内的市场占有率进一步提升，尤其是在西南、西北等传统弱势地区，公司扩张更为积极。根据 2013 年年报表述，公司在 2014 年仍将继续规模扩张，进一步巩固龙头地位。

● 内部管理继续改善，良性循环保证股东收益

公司在 2013 年再次实现了期间费用水平的同比下降，期间费用水平的持续下降说明公司在内部管理方面更加精益求精，深挖潜力，将低成本壁垒的优势发挥到了极致。同时公司目前的经营性现金流已经能够完全覆盖资本性支出需求，公司扩张发展进入良性循环。延续多年的低分红政策也表明公司对未来扩张保持积极态度。

● 投资建议：维持“买入”评级

公司在 2014 年仍将保持规模扩张态势，重点在甘肃、陕西、贵州、云南等西部地区以自建及收购等方式实施产能布局，在全国范围内继续提高市场占有率和区域控制力，同时也将加大对印尼等东南亚地区的布局；在扩张策略持续推进的过程中，公司将成本费用优势的核心竞争力发挥到了极致，同时充沛的现金流也保证了产能扩张的良性循环。我们认为目前行业需求进入低速增长、收购兼并阶段，公司强大的核心竞争力能够保证其在周期波动中始终保持行业领先低位，在行业整合中不断巩固提升其龙头地位，其在行业中地位将愈发凸显。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 2.31、2.87、3.30，对应市盈率 6.9、5.5、4.8 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

房地产及基建需求大幅下滑，新增产能大幅增加。

盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	45,766.20	55,261.68	63,750.00	71,515.60	78,175.00
增长率(%)	-5.94%	20.75%	15.36%	12.18%	9.31%
EBITDA(百万元)	11,286.91	16,440.59	19,517.55	23,995.68	26,626.12
净利润(百万元)	6,307.59	9,380.16	12,257.32	15,202.19	17,478.86
增长率(%)	-45.58%	48.71%	30.67%	24.03%	14.98%
EPS(元/股)	1.190	1.770	2.313	2.869	3.298
市盈率(P/E)	15.50	9.58	6.87	5.54	4.81
市净率(P/B)	2.00	1.60	1.23	1.01	0.83
EV/EBITDA	10.05	6.13	4.32	2.97	2.02

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	15.38 元
前次评级	买入
报告日期	2014-03-25

相对市场表现



分析师： 邹 戈 S0260512020001



021-60750616

zouge@gf.com.cn

相关研究：

业绩增长加速，四季度有望超预期	2013-10-29
业绩增速拐点如期出现，旺季涨价值得期待	2013-08-19
被低估的龙头公司	2013-07-01

联系人： 范佳璠 021-60750613

fanjiali@gf.com.cn

目录索引

事件描述	4
事件点评	4
下半年业绩大幅改善，单位成本同比下降	4
市场占有率进一步提高，2014 年规模扩张仍将延续	7
内部管理继续改善，良性循环保证股东收益	9
投资建议：维持“买入”评级	11

图表索引

图 1: 公司 2013 年营业收入大幅增长.....	4
图 2: 公司 2013 年净利润大幅增长.....	4
图 3: 公司下半年吨收入及吨毛利大幅提升.....	5
图 4: 公司四季度吨净利大幅改善.....	5
图 5: 公司 2013 年吨收入基本同比持平.....	6
图 6: 华东水泥价格在 2013 年下半年大幅上涨.....	6
图 7: 华南水泥价格在 2013 年下半年大幅上涨.....	6
图 8: 2013 年全国煤炭价格大幅下跌.....	6
图 9: 2013 年华东煤炭价格大幅下跌.....	6
图 10: 公司 2013 年销量继续大幅增长.....	7
图 11: 公司 2013 年市场占有率进一步提升.....	7
图 12: 公司西部地区收入增速远高于其他地区.....	8
图 13: 公司 2014 年计划资本开支总额 85 亿元.....	9
图 14: 公司 2014 年预计继续新增熟料及水泥产能.....	9
图 15: 公司 2013 年吨销售费用出现下降.....	9
图 16: 公司 2013 年吨管理费用出现下降.....	9
图 17: 公司从 2011 年开始经营性现金流可以完全覆盖资本性支出.....	10
图 18: 公司派系比例维持在较低水平.....	10
图 19: 公司净资产收益率始终保持在较高水平.....	10
表 1: 海螺水泥年报财务摘要.....	4

事件描述

海螺水泥 2013 年 3 月 24 日晚发布 2013 年年度报告。报告期 1-12 月实现营业收入 552.62 亿元，同比增长 20.7%；实现营业利润 117.43 亿元，同比增长 67.4%；实现归属母公司净利润 93.8 亿元，同比增长 48.7%；对应每股收益 1.77 元。

公司拟以 2012 年末总股本 52.99 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），共计派发现金 13.24 亿元（占合并后归属母公司股东净利润的 14.12%），余额全部转入未分配利润。

表 1：海螺水泥年报财务摘要

	2013 年	2012 年	同比增长
营业收入（万元）	5,526,168	4,576,620	20.7%
毛利率（%）	33.0%	27.8%	18.9%
营业利润（万元）	1,174,268	701,580	67.4%
利润总额（万元）	1,263,127	808,782	56.2%
归属净利润（万元）	938,016	630,759	48.7%
基本每股收益（元/股）	1.77	1.19	-
经营活动现金流（万元）	1,519,855	1,150,864	32.1%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

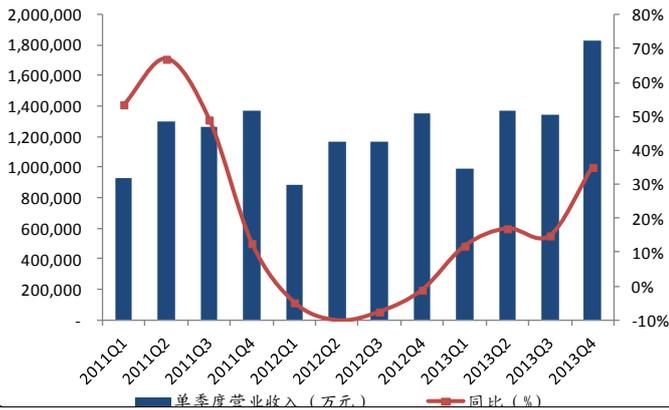
事件点评

下半年业绩大幅改善，单位成本同比下降

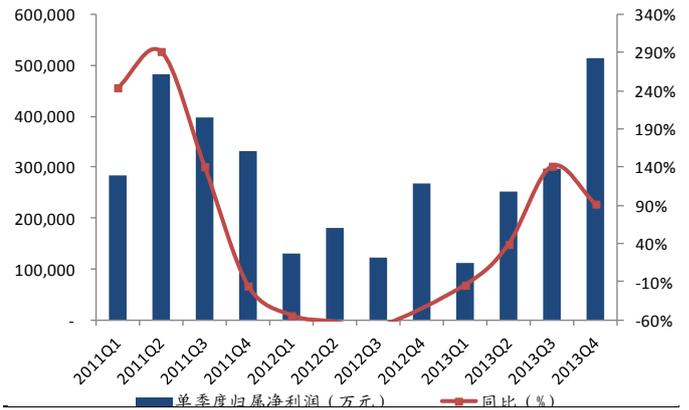
公司报告期内共实现营业收入 552.62 亿元，同比增长 20.7%；营业利润 117.43 亿元，同比增长 67.4%；归属母公司净利润 93.8 亿元，同比增长 48.7%。其中公司四季度实现归属母公司净利润 39.96 亿元，环比增长 68%，占全年归属净利润总额的 42.6%。

图 1：公司 2013 年营业收入大幅增长

图 2：公司 2013 年净利润大幅增长



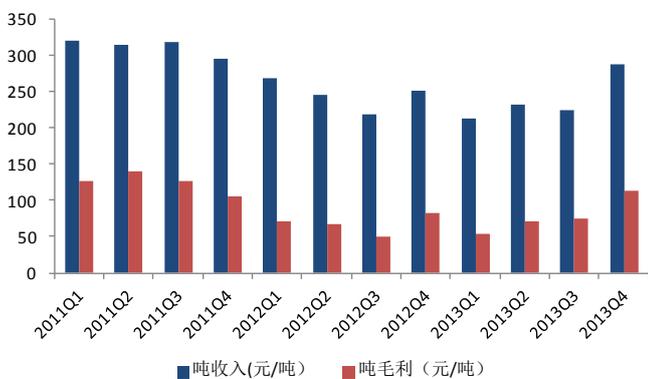
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

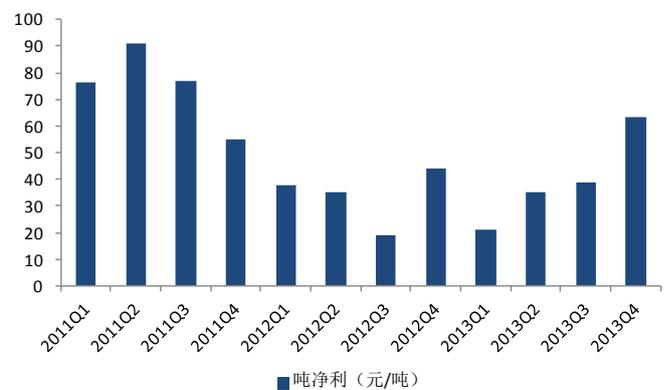
以季度为时间窗口观察, 由于水泥价格上涨, 2013年下半年公司盈利能力大幅提升。3季度一般是水泥行业的淡季, 但是公司2013年3季度单季吨毛利与吨净利均环比有所提升(吨毛利由71元提升至75元, 吨净利由35元提升至39元); 4季度公司盈利能力继续大幅改善, 吨毛利与吨净利分别提升38元与24元至113元/吨与63元/吨。公司下半年盈利能力的大幅提升是水泥价格上涨的结果, 由于供需格局较好, 华东地区水泥价格由2013年年中的330元/吨左右大幅上涨至年末的450元/吨左右, 水泥价格的上涨直接提高了企业的盈利水平。

图3: 公司下半年吨收入及吨毛利大幅提升



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

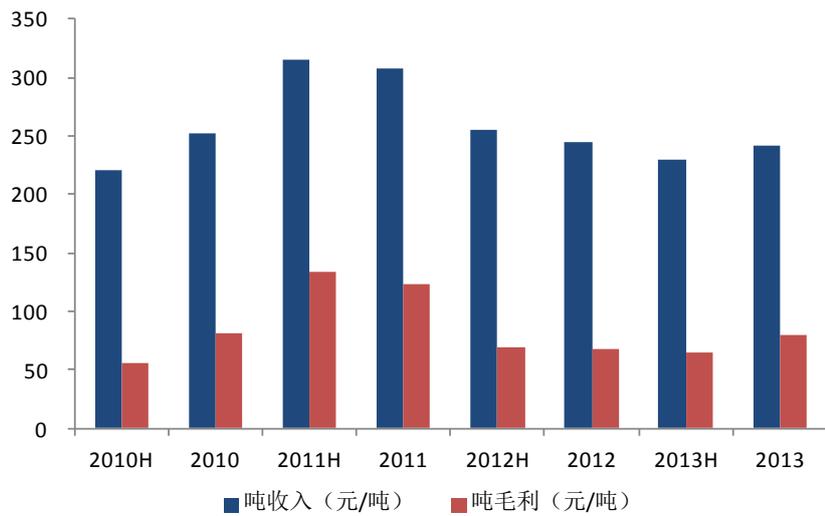
图4: 公司四季度吨净利大幅改善



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

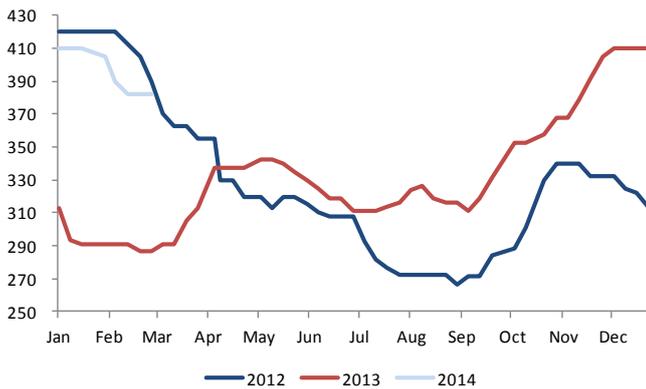
以年度为时间窗口观察, 2013年全年公司业绩增长的主要原因在于单位成本的下降。计算吨收入指标可以发现, 2013年公司吨收入242元/吨, 与2012年相比基本持平; 观察华东华南地区水泥价格可以发现, 2013年水泥价格从底部大幅上涨, 而2012年水泥价格从顶部大幅下跌, 如果计算年内平均水泥价格则相差无几。公司在吨收入保持稳定的同时, 吨毛利由68元/吨提高至80元/吨, 吨归属净利由34元/吨提高至41元/吨, 主要原因就在于吨成本的大幅下降。报告期华东煤炭平均价格由683元/吨下跌至579元/吨, 跌幅高达15.2%, 煤炭价格的下跌直接导致了公司单位成本的下行, 从而提高了公司盈利能力。

图5: 公司2013年吨收入基本同比持平



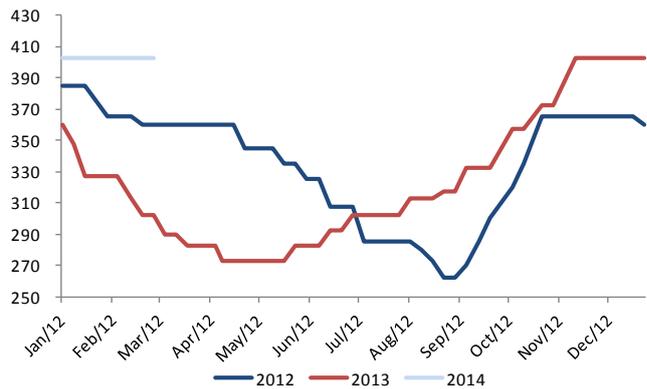
数据来源: 广发证券发展研究中心

图6: 华东水泥价格在2013下半年大幅上涨



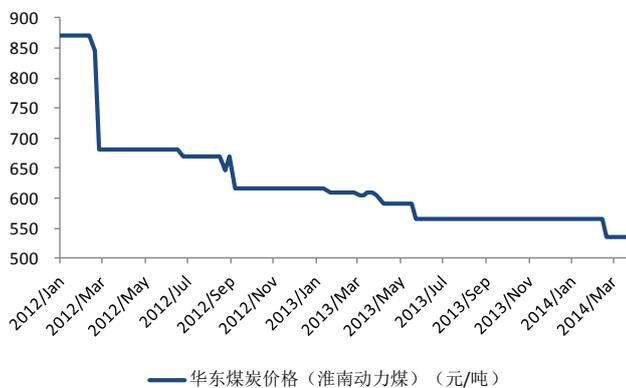
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图7: 华南水泥价格在2013下半年大幅上涨



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图8: 2013年全国煤炭价格大幅下跌



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图9: 2013年华东煤炭价格大幅下跌



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

市场占有率进一步提高，2014 年规模扩张仍将延续

作为国内水泥行业当之无愧的龙头企业，公司在2013年产销量继续大幅增长，在全国范围内的市场占有率进一步提升，尤其是在西南、西北等传统弱势地区，公司扩张更为积极。根据2013年年报表述，公司在2014年仍将继续规模扩张，进一步巩固龙头地位。

● 2013年销量增长22%，市场占有率进一步提升

公司在2013年完成水泥熟料净销量22800万吨，同比增长22%，销量增速与2012年相比进一步提升。销量的增长主要来自于公司2013年投产的宿州海螺（5000t/d）、阳春海螺（5000t/d）、遵义盘江二线（5000t/d）、贵定海螺二线（5000t/d）、安龙海螺（2500t/d）、乾县海螺（5000t/d）等六条熟料线以及新收购的云南盈江、甘肃太子山两家水泥企业。通过新建和收购并举的方法，公司2013年市场占有率进一步提升，以水泥熟料净销量与全国水泥产量为计算口径，公司市场占有率由2012年的8.6%提高0.8个百分点至9.4%。

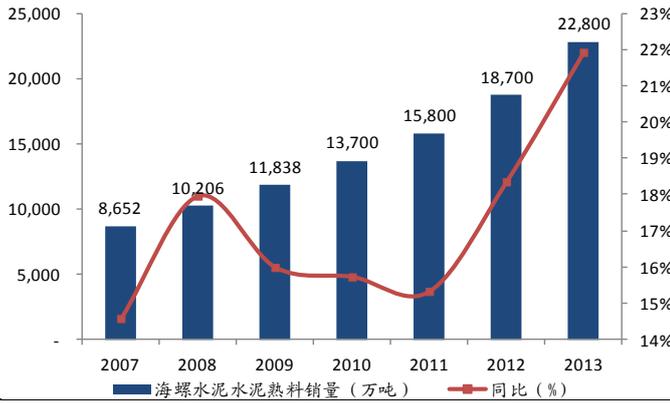
表 1：公司 2013 年新增熟料线产能

	省份	公司	日产能 (t/d)	年产能 (万吨/年)	备注
新建	安徽	宿州海螺	5000	155	
	广东	阳春海螺	5000	155	
	贵州	遵义盘江海螺二线	5000	155	
	贵州	贵定海螺二线	5000	155	
	贵州	安龙海螺	2500	78	
	陕西	乾县海螺	5000	155	
收购	云南	云南盈江	2000	62	还有一条 4000t/d 线批文
	甘肃	甘肃太子山	2500	78	
总计				992	

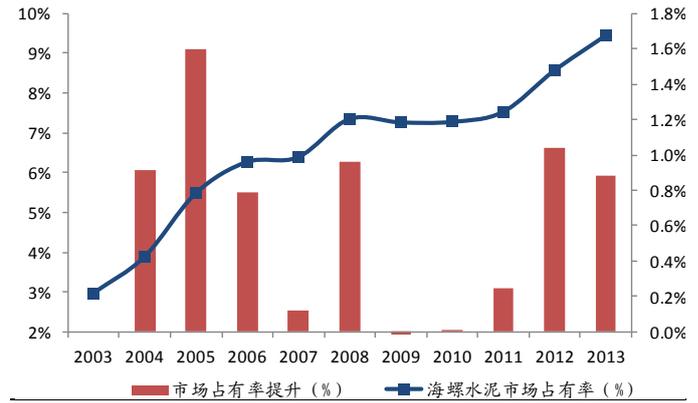
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图10：公司2013年销量继续大幅增长

图11：公司2013年市场占有率进一步提升



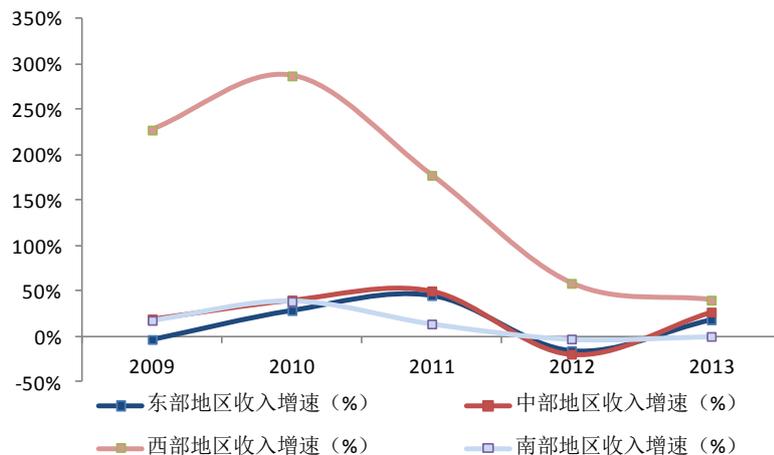
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

分地区来看，公司业务规模增长最快的区域仍然集中在西南和西北。从新增产线角度来看，公司2013年新建及收购的8条产线中有6条均集中在贵州、陕西、云南、甘肃等西部地区；从营业收入增速来看，2013年公司西部地区营业收入增速40%，远高于公司整体水平，西部地区仍然是公司规模扩张的重点地区。

图12：公司西部地区收入增速远高于其他地区

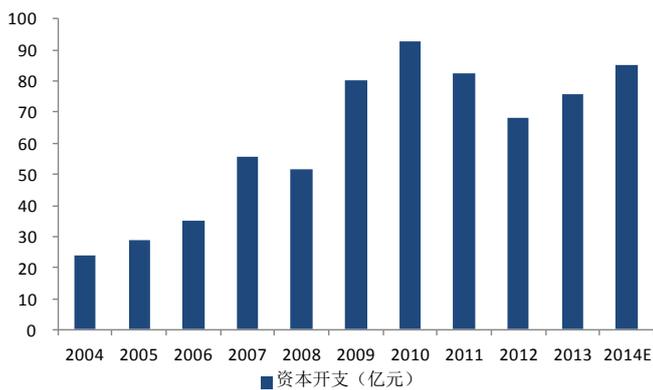


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

● 规模扩张继续，巩固龙头地位

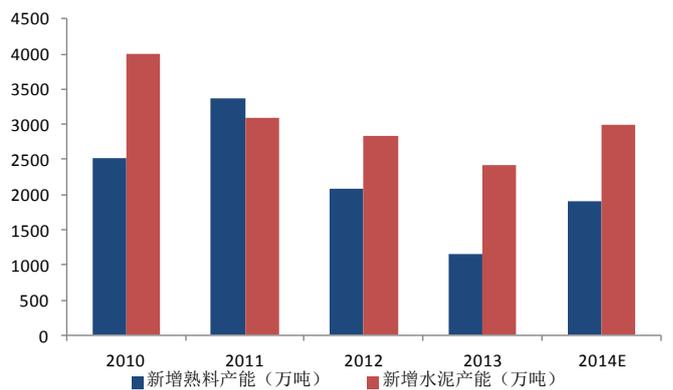
在市场占有率进一步提升的同时，公司也没有放缓规模扩张的进度，根据2013年年报，公司仍将在2014年继续巩固行业龙头地位。在资本开支方面，2014年公司计划资本开支85亿元，与2013年75亿元的实际资本开支额相比进一步提高，85亿元的绝对额也已经高于历史上绝大多数年份，仅次于2010年92亿元的资本开支历史高点；在产能扩张方面，2014年公司预计继续新增熟料产能1900万吨，水泥产能3000万吨，同样大幅高于2013年新增量。无论市场景气程度如何，公司从来没有停止过持续扩张的步伐，我们预计公司2014年产销量仍将保持快速增长。

图13: 公司2014年计划资本开支总额85亿元



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图14: 公司2014年预计继续新增熟料及水泥产能



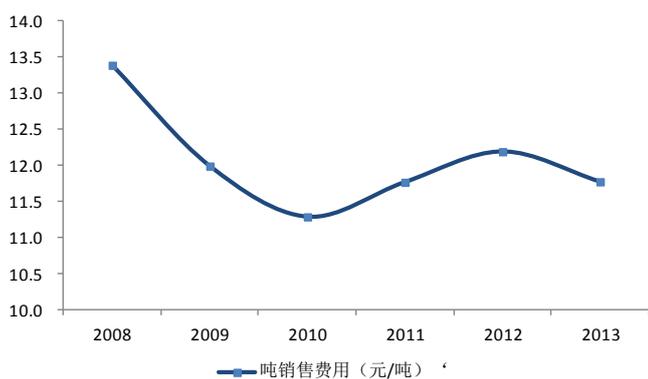
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

内部管理继续改善, 良性循环保证股东收益

● 期间费用水平继续压缩, 内部管理持续改善

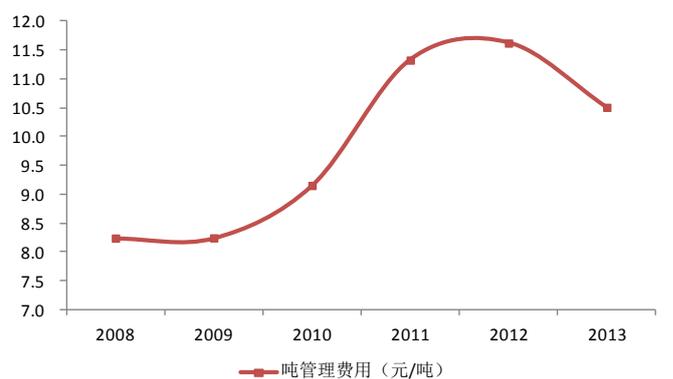
公司是全行业内部管控水平最强的企业, 吨成本及费用水平与竞争对手相比低30元/吨左右, 构筑了同行无法复制的成本及费用壁垒。然而在全行业最优秀管控水平的基础上, 公司在2013年又实现了期间费用水平的同比下降, 公司报告期吨销售费用由12.2元下降0.42元至11.8元; 吨管理费用由11.6元下降1.1元至10.5元。期间费用水平的持续下降说明公司在内部管理方面更加精益求精, 深挖潜力, 将低成本壁垒的优势发挥到了极致。

图15: 公司2013年吨销售费用出现下降



数据来源: 广发证券发展研究中心

图16: 公司2013年吨管理费用出现下降



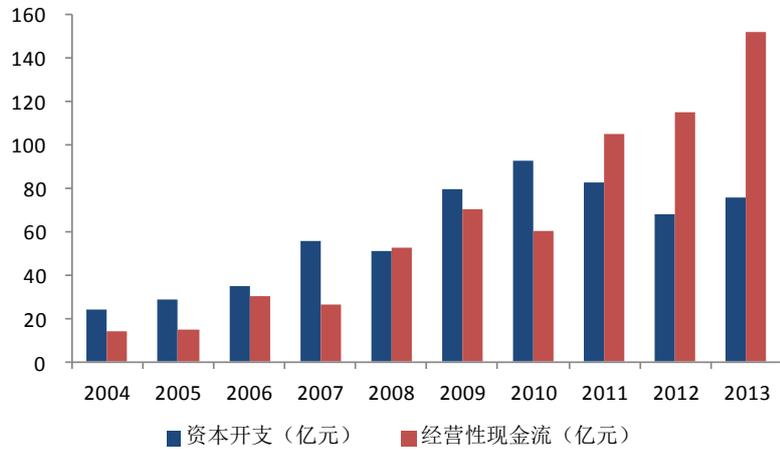
数据来源: 广发证券发展研究中心

● 经营性现金流完全覆盖资本支出, 公司发展进入良性循环

2011年以前公司资本性支出通常高于经营性现金流, 公司需要以其他方式支持其在各个区域的产能扩张。然而2011年以后随着资本支出的相对稳定以及经营性现金流的逐年改善(经营性现金流由2010年的60亿提高到了2013年的152亿), 公司

经营性现金流已经能够完全覆盖资本性支出需求，公司发展已经进入了良性循环，资金压力大幅减轻。

图17: 公司从2011年开始经营性现金流可以完全覆盖资本性支出

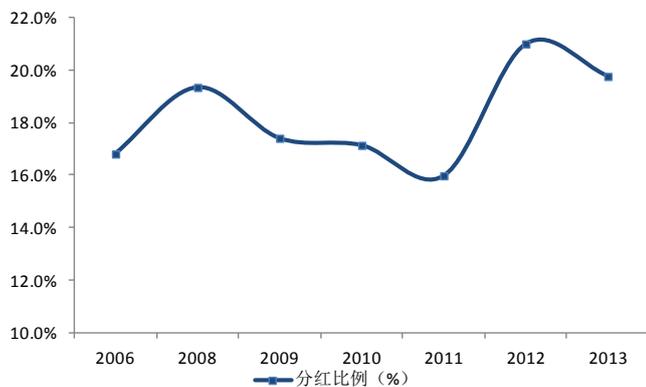


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

● 延续低分红比例，表明公司积极扩张态度

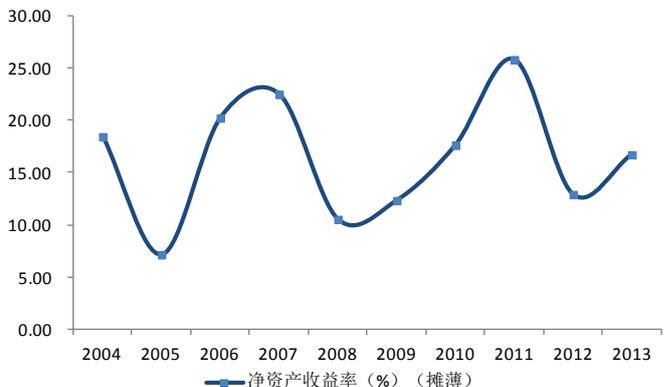
根据2013年利润分配方案，公司每10股分配2.50元现金红利（含税），分红比例为19.77%，公司延续了以往20%左右派息比例的分红政策。按照经典的金融学理论，只有当公司认为在手项目的内部收益率低于投资者的机会成本时，才会采取加大现金分红比例的派息政策，因此加大现金分红比例的现象也可以被认为是公司高收益率项目资源枯竭的信号。在过去10年中，虽然水泥市场经历了几轮周期，但是公司ROE目前仍然保持在15%以上的水平，且每轮周期底部ROE水平逐次提升。因此公司的资金使用效率和项目收益率显著高于大多数金融产品的期望收益率，公司延续低分红比例表明公司积极扩张态度。

图18: 公司派系比例维持在较低水平



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图19: 公司净资产收益率始终保持在较高水平



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议：维持“买入”评级

公司在2014年仍将保持规模扩张态势，重点在甘肃、陕西、贵州、云南等西部地区以自建及收购等方式实施产能布局，在全国范围内继续提高市场占有率和区域控制力，同时也将加大对印尼等东南亚地区的布局；在扩张策略持续推进的过程中，公司将成本费用优势的核心竞争力发挥到了极致，同时充沛的现金流也保证了产能扩张的良性循环。我们认为目前行业需求进入低速增长、收购兼并阶段，公司强大的核心竞争力能够保证其在周期波动中始终保持行业领先低位，在行业整合中不断巩固提升其龙头地位，其在行业中地位将愈发凸显。我们预计公司2014-2016年EPS分别为2.31、2.87、3.30，对应市盈率6.9、5.5、4.8倍，维持“买入”评级。

风险提示

房地产及基建需求大幅下滑，新增产能大幅增加。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	23129	24624	37338	51932	70331
货币资金	8234	11256	18963	32206	49594
应收及预付	9729	8679	13432	14417	15169
存货	4039	3693	4902	5268	5526
其他流动资产	1128	997	41	41	41
非流动资产	64394	68470	68546	69815	70561
长期股权投资	2117	2372	2372	2372	2372
固定资产	50705	53492	54146	55022	55144
在建工程	2395	3137	2637	2337	2237
无形资产	5323	6348	7135	7828	8553
其他长期资产	3855	3121	2256	2256	2256
资产总计	87524	93094	105884	121747	140892
流动负债	14521	14545	15377	15728	17037
短期借款	996	472	0	0	0
应付及预收	11377	11187	15377	15728	17037
其他流动负债	2149	2887	0	0	0
非流动负债	21826	19784	19207	19207	19207
长期借款	5612	3732	3732	3732	3732
应付债券	15467	15475	15475	15475	15475
其他非流动负债	746	577	0	0	0
负债合计	36347	34329	34583	34934	36244
股本	5299	5299	5299	5299	5299
资本公积	11141	10273	10273	10273	10273
留存收益	32464	40573	52830	68033	85512
归属母公司股东权益	48901	56118	68403	83605	101084
少数股东权益	2275	2647	2897	3208	3564
负债和股东权益	87524	93094	105884	121747	140892

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	11509	15199	14979	18307	22188
净利润	6462	9811	12507	15512	17836
折旧摊销	3276	3574	3844	4279	4604
营运资金变动	855	748	-1189	-1000	300
其它	915	1065	-183	-483	-551
投资活动现金流	-8470	-12476	-3405	-4535	-4271
资本支出	-6788	-7518	-3405	-4535	-4271
投资变动	-1911	-5102	0	0	0
其他	229	143	0	0	0
筹资活动现金流	-2675	-4314	-3867	-529	-529
银行借款	3306	3019	-472	0	0
债券融资	-2353	-4633	-2872	0	0
股权融资	122	164	0	0	0
其他	-3751	-2864	-523	-529	-529
现金净增加额	364	-1592	7707	13243	17388
期初现金余额	8028	8234	11256	18963	32206
期末现金余额	8392	6642	18963	32206	49594

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	-5.9	20.7	15.4	12.2	9.3
营业利润增长	-53.1	67.4	32.7	28.1	13.8
归属母公司净利润增长	-45.6	48.7	30.7	24.0	15.0
获利能力(%)					
毛利率	27.8	33.0	34.5	37.0	37.5
净利率	14.1	17.8	19.6	21.7	22.8
ROE	12.9	16.7	17.9	18.2	17.3
ROIC	10.4	15.3	17.8	21.1	23.7
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	36.9	32.7	28.7	25.7
净负债比率	0.3	0.2	-	-0.2	-0.3
流动比率	1.59	1.69	2.43	3.30	4.13
速动比率	1.27	1.39	2.05	2.90	3.73
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.61	0.64	0.63	0.60
应收账款周转率	159.51	187.57	148.05	104.29	104.29
存货周转率	7.86	9.58	8.59	8.62	8.91
每股指标(元)					
每股收益	1.19	1.77	2.31	2.87	3.30
每股经营现金流	2.17	2.87	2.83	3.45	4.19
每股净资产	9.23	10.59	12.91	15.78	19.08
估值比率					
P/E	15.5	9.6	6.9	5.5	4.8
P/B	2.0	1.6	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	10.0	6.1	4.3	3.0	2.0

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	45766	55262	63750	71516	78175
营业成本	33062	37018	41756	45055	48859
营业税金及附加	241	297	335	379	414
销售费用	2280	2685	3122	3290	3518
管理费用	2173	2396	2862	3075	3362
财务费用	1002	969	94	-234	-679
资产减值损失	0	161	0	0	0
公允价值变动收益	3	8	0	0	0
投资净收益	4	-3	0	0	0
营业利润	7016	11743	15580	19951	22701
营业外收入	1096	914	898	1032	1100
营业外支出	24	25	20	20	20
利润总额	8088	12631	16457	20963	23781
所得税	1626	2820	3950	5450	5945
净利润	6462	9811	12507	15512	17836
少数股东损益	155	431	250	310	357
归属母公司净利润	6308	9380	12257	15202	17479
EBITDA	11287	16441	19518	23996	26626
EPS(元)	1.19	1.77	2.31	2.87	3.30

广发建材行业研究小组

- 邹戈： 分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐： 研究助理，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xielu@gf.com.cn，021-60750630。
- 范佳璠： 研究助理，上海交通大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。联系方式：fanjiali@gf.com.cn，021-60750613。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。