

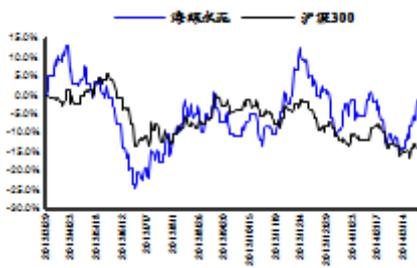
研究所

证券分析师：卜忠东 S0350513050002  
0755-83707385 buzd01@ghzq.com.cn

## 产销增、成本降、价格稳 增长延续

### ——海螺水泥（600585）2013年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
海螺水泥	12.2	-2.9	-2.7
沪深300	-0.3	-4.2	-13.7

市场数据

2014-3-28

当前价格(元)	16.54
52周价格区间(元)	11.88-19.97
总市值(百万)	87650.46
流通市值(百万)	66155.08
总股本(万股)	529930.26
流通股(万股)	399970.26
日均成交额(百万)	389.96
近一月换手(%)	11.43

相关报告

国海证券\*公司研究\*海螺水泥中报点评：下半年增速有望加快 亮点在东部和中部\*建材行业\*卜忠东 2013-8-19

国海证券\*公司研究\*海螺水泥季报点评：盈利能力逐季提升 四季度增长可期\*建材行业\*卜忠东 2013-10-29

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

### 投资要点：

- 2013年度业绩高速增长** 公司2013年度实现主营业务收入542.01亿元，同比增长20.28%；归属于上市公司股东的净利润为93.8亿元，同比增长48.71%；每股盈利1.77元。经营活动产生的现金流量净额为151.99亿元，同比增长32.06%。
- 公司2013年利润的增长主要来自于产销增长和成本下降，水泥价格基本维持平稳态势，预计这些因素将继续支撑公司2014年业绩保持增长** 2013年公司水泥熟料合计净销量为2.28亿吨，同比增长21.95%；水泥熟料综合成本同比下降15.34元/吨，同比下降8.84%；全年水泥均价基本平稳，个别地区价格微降。预计这种局面2014年有望延续，将支持公司2014年业绩增长。
- 2013年盈利能力和营运效率均为历史次高点** 公司2013年销售毛利率和销售净利率分别为33.01%和17.75%，为历史次高点；公司2013年应收账款周期仅为1.92天，逼近其历史最低值2004年的1.82天；2013年存货周转天数为37.59天，比历史最低值2006年的34.99天略高。
- 维持买入评级** 未来三年业绩有望持续增长，预计2014-2016年每股收益分别为2.20元、2.45元和2.61元，对应当前股价的市盈率分别为7.5倍、6.8倍和6.3倍。给予买入的投资评级。
- 风险提示** 原材料价格波动，固定资产投资增速下滑、房地产需求的不确定，以及公司相关项目进展的不确定性等，均可能对公司业绩构成一定的不确定性影响。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	55262	62847	70003	74951
增长率(%)	21%	14%	11%	7%
净利润(百万元)	9380	11634	12967	13853
增长率(%)	49%	24%	11%	7%
摊薄每股收益(元)	1.77	2.20	2.45	2.61
ROE(%)	15.96%	17.22%	16.76%	15.77%

## 1、受益于产销增长及煤炭价格下降，公司 2013 年度业绩实现高速增长

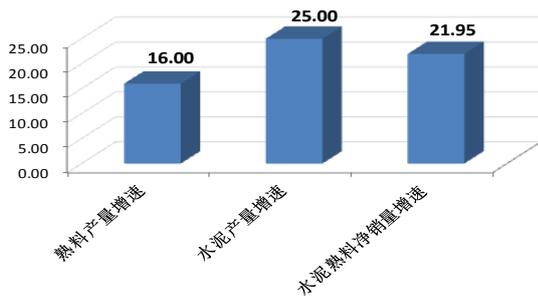
2013 年度，公司按中国会计准则编制的主营业务收入为 542.01 亿元，较上年同期增长 20.28%；归属于上市公司股东的净利润为 93.80 亿元，较上年同期增长 48.71%；每股盈利 1.77 元。公司业绩的高速增长主要受益于报告期内产品销量和价格的同比增长，煤炭价格下跌带来的成本下降，也对公司利润增长有所贡献。

### 1.1 公司 2013 年产品价格基本持平，业绩高增长主要来自于产销增长和成本下降

截至 2013 年底，公司熟料产能达 1.95 亿吨，水泥产能达 2.31 亿吨，余热发电总装机容量达 921MW。公司 2013 年共生产熟料 1.83 亿吨，同比增长 16%；生产水泥 1.89 亿吨，同比增长 25%。公司 2013 年水泥和熟料合计净销量为 2.28 亿吨，同比增长 21.95%。公司 2013 年度产销形势良好，直接拉动了公司业绩的增长。见图 1。

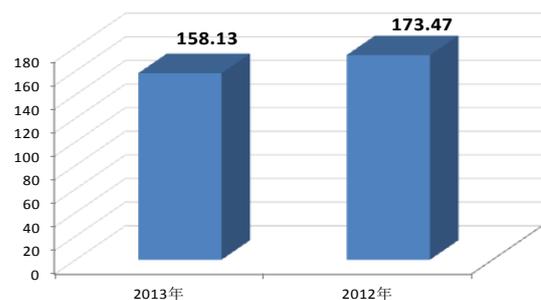
受煤炭价格下跌及单位煤耗下降等因素影响，2013 年公司水泥熟料综合成本同比下降 15.34 元/吨，同比下降 8.84%，对公司利润增长的贡献也很显著。具体见图 2。

图 1、公司近两年产销增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 2、公司近两年水泥熟料综合成本对比：元/吨



资料来源：公司公告、国海证券研究所

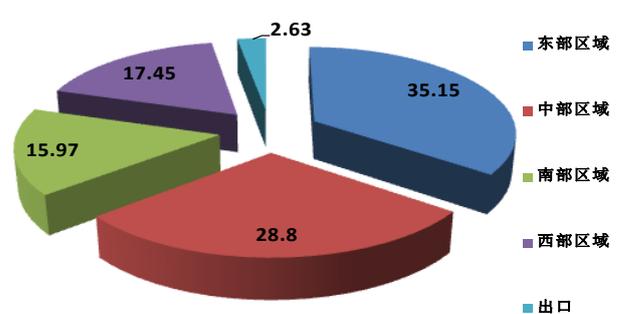
此外，2013 年公司所处区域由于环保和限产等因素导致行业供需格局好转，水泥价格并未因煤炭价格下跌而下调，多数区域的全年均价与上年基本持平，具体见表 1 和图 3。可见，仅有收入占比相对小的南部区域水泥均价小幅下跌 2.39%，导致该区域的销售金额基本持平；中部区域水泥均价虽然小幅下跌 2.05%，远低于公司成本的下降幅度，且该区域的销量增长 29.94%，销售金额仍保持了 27.27% 的增长。水泥价格的基本稳定为公司 2013 年业绩增长奠定了基础。

表 1、公司各区域 2013 年销售同比增长情况

	2013 年销量同比增长：%	2013 年销售金额同比增长：%	2013 年水泥均价同比增幅：%
东部区域	19.13	18.66	-0.4
中部区域	29.94	27.27	-2.05
南部区域	2.91	0.46	-2.39
西部区域	40.17	40.43	0.2
出口	2	2.48	0.5

资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3、公司各区域 2013 年销售金额占比：%



资料来源：WIND、国海证券研究所

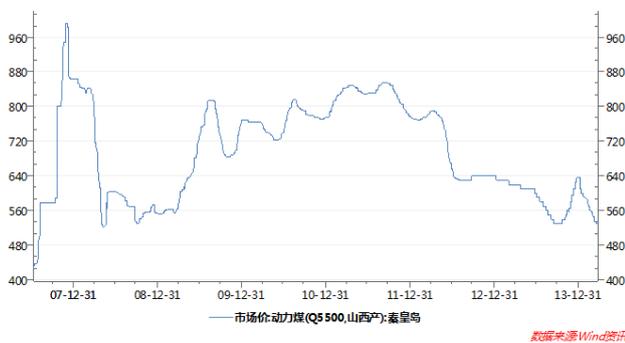
## 1.2 预计产销增长和煤炭价格低迷仍有望拉动公司 2014 年公司业绩增长

由于需求不振，预计 2014 年煤炭价格仍有望延续价格低迷态势，对水泥成本的下降构成利好支持。具体见图 4。

公司计划 2014 年水泥和熟料净销量同比增长 2800 万吨左右，预计吨产品成本、费用与上年相比将保持稳定。据此分析，公司 2014 年仍有望延续产销增长态势，预计水泥和熟料净销量有望同比增长 12% 以上。

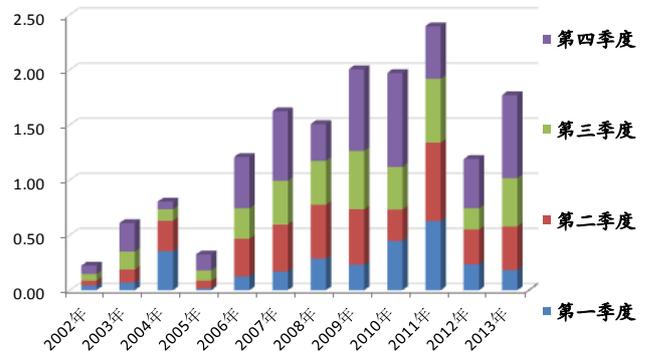
虽然 2014 年水泥需求增速可能较上年有所回落，但仍将保持增长态势；而在环保政策执行力度加强、有望取消 32.5 复合水泥标准、国家严禁新增产能、淘汰落后产能加快、环保限产增加等多重因素的预期下，预计 2014 年水泥供给的收缩幅度可能会远大于需求回落的幅度，2014 年水泥供需关系有望维持好转态势。在此预期下，预计 2014 年水泥价格仍有望维持平稳或稳中有升态势，不会因成本的下降出现价格回调。

图 4、山西产秦皇岛动力煤价格走势：元/吨



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5、公司 2002 年以来的单季度每股收益：元



资料来源：WIND、国海证券研究所

综合分析，支撑公司 2013 年业绩增长的因素（包括产销增长、成本下降、供需关系好转带来的水泥价格平稳或稳中有升）仍将在 2014 年延续，预计 2014 年公司业绩有望维持增长态势。

## 2、公司 2013 年盈利能力和营运效率均处于历史次高点

### 2.1 公司盈利能力逐季提升 为历史次高点

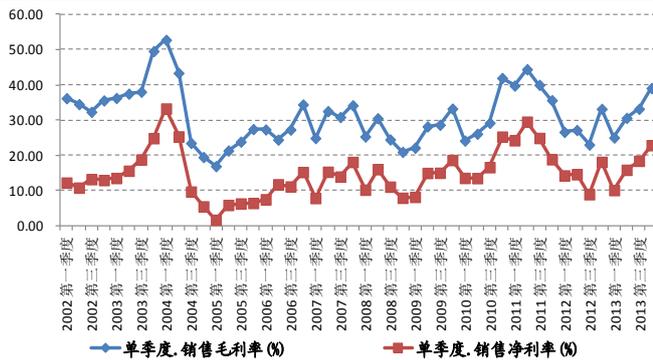
2013 年公司盈利能力逐季提升，其中第一季度、第二季度、第三季度、第四季度的净利润占全年净利润的比重分别为 10.17%、22.03%、24.86% 和 42.37%，具体见图 5。

公司 2013 年的销售毛利率和销售净利率也是逐季提升态势，公司第四季度的销售毛利率达到 39.06%，销售净利率已达到 22.85%，仅次于历史上盈利能力最强的 2003 第四季度—2004 年第三季度、2010 年第四季度—2011 年第三季度。具体见表 6。

公司 2013 年的整体销售毛利率和销售净利率分别为 33.01% 和 17.75%，同比分别提升 5.25 个百分点和 3.63 个百分点，盈利能力仅次于 2002 年—2003 年和 2011 年。在水泥行业严重过剩的情况下，公司的盈利能力达到历史次高点。见图 7。

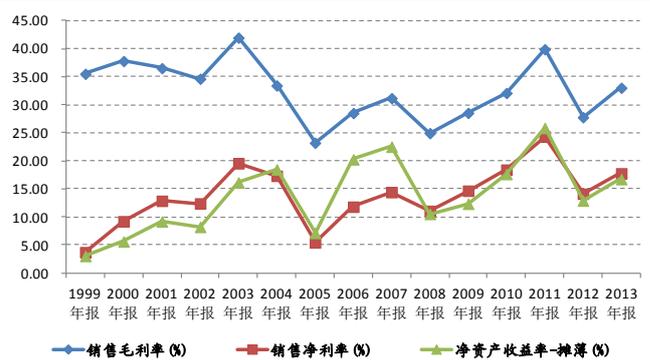
从期间费用率来看，公司三项费用率基本维持在相对低位水平。分季度来看，管理费用率逐季略有上升，财务费用率和营业费用率基本是逐季下降，总体波动不大。具体见图 8、图 9。

图 6、公司单季度销售毛利率及销售净利率：%



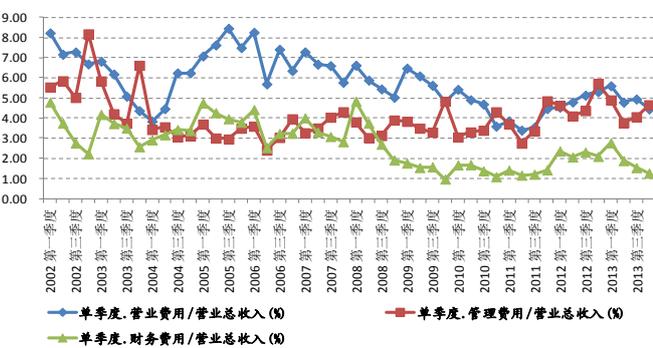
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7、公司全年销售毛利率和净利率：%



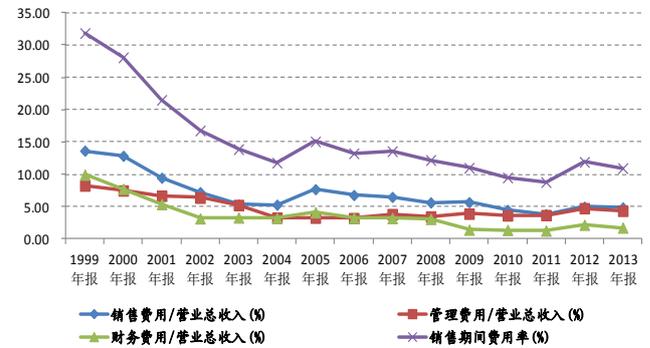
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、公司单季度三项费用率情况：%



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 9、公司 1999 年以来的期间费用率情况：%

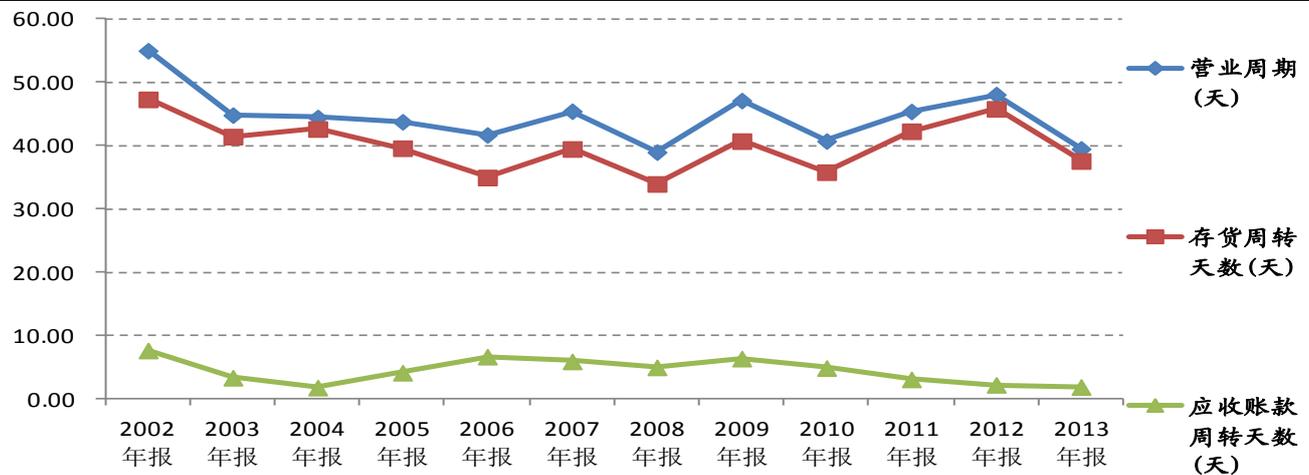


资料来源：WIND、国海证券研究所

## 2.2 公司营运能力逼近历史最好时期

公司 2013 年的营运效率已接近公司历史最好时期: 2013 年应收账款周期仅为 1.92 天, 逼近公司历史最低值 2004 年的 1.82 天; 2013 年存货周转天数为 37.59 天, 比历史最低值 2006 年的 34.99 天略高。见图 10。

图 10、公司 2002 年以来的营运能力变化



资料来源：wind，国海证券研究所

### 3、公司未来业绩有望持续增长 维持买入的投资评级

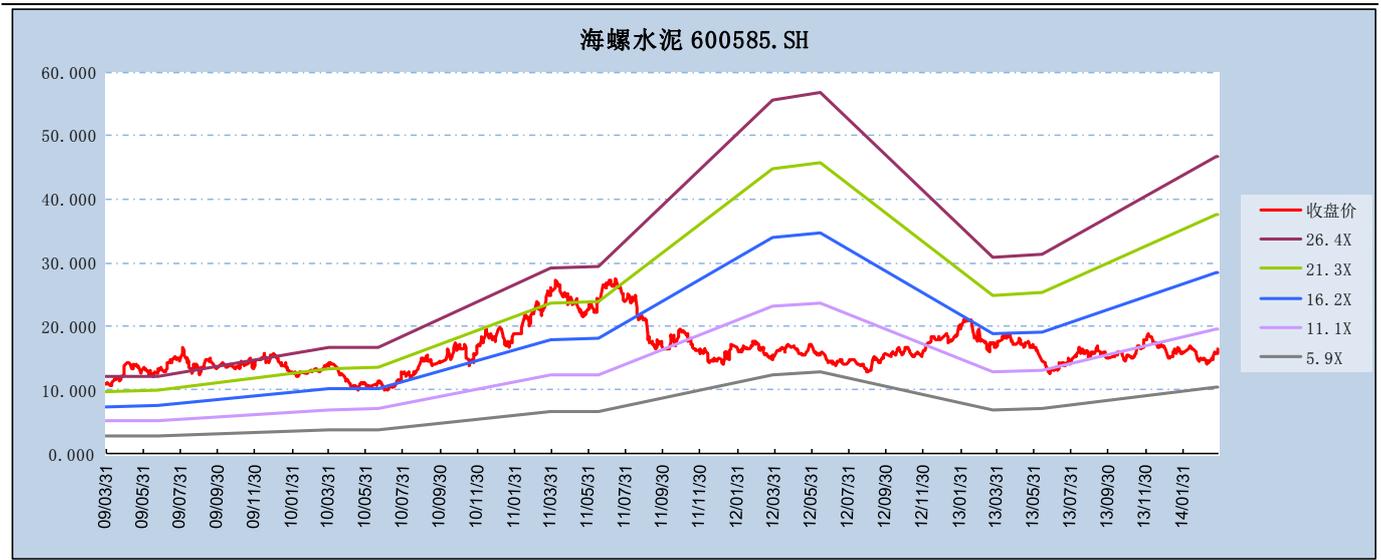
公司2013年共计新增熟料产能1,160万吨、水泥产能2,430万吨；预计2014年将新增熟料产能约1,900万吨，水泥产能约3,000万吨。公司积极推进国际化战略的实施，印尼南加海螺水泥项目的一期工程3200t/d熟料生产线全面进入设备安装高峰期，印尼孔雀港粉磨站项目正式签约；此外，公司还对越南、缅甸等国家的多个项目载体进行了实地考察和调研并开展前期准备工作。

公司积极贯彻执行国家节能减排的方针政策，进一步在公司内部推广实施低氮分级燃烧技术改造和 SNCR 烟气脱硝技术改造。截至2013年末，公司已完成芜湖海螺、池州海螺等77条生产线的脱氮技改，且运行良好。公司还将对其原有的电除尘生产线进行电改袋。预计环保标准的提升和清洁生产等标准的执行，将长期有利海螺水泥这样的龙头公司。

2017年以前，国家将严控水泥行业新增任何产能，并加快落后产能淘汰进度；而国家环保政策执行力度的加强，取消32.5复合水泥标号的实施等，均将遏制现有水泥产能的释放。预计2017年以前水泥行业的供给可能将维持一定程度的收缩，水泥行业供需格局有望好转。作为水泥行业龙头公司，公司未来三年有望延续产能扩张态势。此外，公司对冀东水泥、青松建化等公司的股权投资，也有望使公司分享相关水泥市场的利润增长。

综合分析，公司未来三年有望维持业绩增长态势，预计2014年—2016年的每股收益分别为2.20元、2.45元和2.61元，对应当前股价的市盈率分别为7.5倍、6.8倍和6.3倍。给予买入评级。

图 11、公司最近 5 年的 P/E--Bands



资料来源：wind，国海证券研究所

### 4、风险提示

原材料价格波动，固定资产投资增速下滑、房地产需求的不确定，以及公司相关项目进展的不确定性等，均可能对公司业绩构成一定的不确定性影响。

表 2、盈利预测

证券代码: 600585.sh 股票价格: 16.54 投资评级: 买入 日期: 2014-03-28									
<b>财务指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	16.0%	17.2%	16.8%	15.8%	摊薄EPS	1.77	2.20	2.45	2.61
毛利率	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	BVPS (最新股本)	10.59	12.15	13.88	15.74
期间费率	11.5%	9.5%	9.4%	9.3%	<b>估值</b>				
销售净利率	17.0%	18.5%	18.5%	18.5%	P/E	9.3	7.5	6.8	6.3
<b>成长能力</b>					P/B	1.6	1.4	1.2	1.1
收入增长率	20.7%	13.7%	11.4%	7.1%	P/S	1.6	1.4	1.3	1.2
利润增长率	48.7%	24.0%	11.5%	6.8%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.59	0.61	0.62	0.60	营业收入	55262	62847	70003	74951
应收账款周转率	153.99	182.50	182.50	182.50	营业成本	37018	42100	46893	50207
存货周转率	10.02	10.02	10.02	10.02	营业税金及附加	297	338	376	403
<b>偿债能力</b>					销售费用	2685	3050	3396	3635
资产负债率	36.9%	34.2%	31.6%	29.2%	管理费用	2396	2723	3031	3242
流动比	1.69	2.28	2.98	3.64	财务费用	969	(139)	(238)	(335)
速动比	1.44	2.00	2.69	3.33	其他费用/(-收入)	(155)	(13)	(54)	(74)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	11743	14763	16491	17725
现金及现金等价物	11256	19602	30605	41453	营业外净收支	889	903	970	929
应收款项	359	344	384	411	利润总额	12631	15666	17461	18654
存货净额	3693	4233	4715	5049	所得税费用	2820	3497	3898	4164
其他流动资产	9317	10653	11931	12847	净利润	9811	12169	13564	14490
<b>流动资产合计</b>	<b>24624</b>	<b>34792</b>	<b>47594</b>	<b>59718</b>	少数股东损益	431	535	596	637
固定资产	51527	50687	48751	48257	归属于母公司净利润	9380	11634	12967	13853
在建工程	3137	3337	3537	3437	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
无形资产及其他	6048	6048	5443	4838	经营活动现金流	15199	18623	19970	20953
长期股权投资	2372	2372	2372	2372	净利润	9811	12169	13564	14490
<b>资产总计</b>	<b>93094</b>	<b>102621</b>	<b>113083</b>	<b>124008</b>	少数股东权益	431	535	596	637
短期借款	472	472	472	472	折旧摊销	3574	7046	6941	6638
应付款项	3852	4416	4919	5267	公允价值变动	8	(1)	3	3
预收帐款	1261	1434	1597	1710	营运资金变动	1374	(2599)	(2466)	(1736)
其他流动负债	8960	8960	8960	8960	<b>投资活动现金流</b>	<b>(12476)</b>	<b>641</b>	<b>1736</b>	<b>594</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14545</b>	<b>15282</b>	<b>15949</b>	<b>16409</b>	资本支出	(2974)	641	1736	594
长期借款及应付债券	19207	19207	19207	19207	长期投资	(255)	0	0	0
其他长期负债	577	577	577	577	其他	(9248)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>19784</b>	<b>19784</b>	<b>19784</b>	<b>19784</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>5624</b>	<b>(3379)</b>	<b>(3767)</b>	<b>(4024)</b>
<b>负债合计</b>	<b>34329</b>	<b>35066</b>	<b>35733</b>	<b>36193</b>	债务融资	(2397)	0	0	0
股本	5299	5299	5299	5299	权益融资	164	0	0	0
股东权益	58765	67554	77350	87815	其它	7856	(3379)	(3767)	(4024)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>93094</b>	<b>102620</b>	<b>113083</b>	<b>124008</b>	现金净增加额	8346	15885	17939	17523

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

卜忠东，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
梁铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道787号4楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
赵洁	021-68591565	18917703196	zhaoj04@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5513761	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhaoj04@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn