

建筑建材

2013年11月13日

海螺水泥 (600585)

—— 行业优势龙头价值低估，大股东增持彰显对未来发展信心

报告原因：有公告需要点评

买入

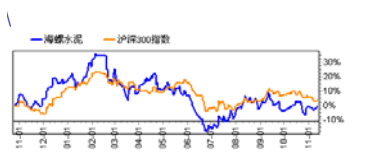
维持

市场数据:	2013年11月12日
收盘价(元)	15.47
一年内最高/最低(元)	22.1/11.88
上证指数/深证成指	2127/8279
市净率	1.6
息率(分红/股价)	1.62
流通A股市值(百万元)	61875

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2013年09月30日
每股净资产(元)	9.81
资产负债率%	38.24
总股本/流通A股(百万)	5299/4000
流通B股/H股(百万)	-/1300

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《海螺水泥(600585)13年三季报点评:业绩符合预期,区域高景气度有望延续》 2013/10/29

《海螺水泥(600585)2013半年报点评:业绩符合预期,区域边际供需改善,三季度盈利增速继续扩大》 2013/08/16

证券分析师

王丝语 A0230511040048
wangsy@swsresearch.com

联系人

项雯倩
(8621)23297818×7216
xiangwq@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2012	45,766	-6	6,308	-46	1.19	27.8	12.9	12	8
13Q1-3	37,008	15	5,384	37	1.02	30.0	10.4		
2013E	51,841	13.3	8,767	39.0	1.65	32.9	15.2	9.4	6.8
2014E	60,500	16.7	10,282	17.3	1.94	32.6	15.1	8.0	5.9
2015E	68,320	12.9	11,924	16.0	2.25	33.2	14.9	6.9	5.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

海螺水泥公告,公司控股股东—安徽海螺集团海螺设计院12日增持公司124万股,占总股本0.02%。增持后,海螺设计院持有本公司3019.78万股股份,占总股份的0.57%,海螺集团与海螺设计院合计持有总股本36.77%。未来12个月内继续增持不超过总股份的2%(含本次已增持的股份)。

- **行业优势龙头价值低估,大股东增持彰显对未来发展信心。**今日海螺A股股价波动区间15.33-15.47元,预计增持均价在15.4元。我们认为,大股东此次增持及后续增持计划,充分显示管理层认为公司A股股价存在低估,对企业未来发展具备信心。公司目前吨市值/吨EV分别为368/414元,基本与吨水泥重置成本400元左右相当,龙头优势并未体现,具备产业投资价值。同时本次增持A股也是由于AH折价26.5%,公司目前H股股价26.8港币,折合人民币21.06元。
- **旺季表现超预期,区域价格已超12年四季度高点,吨盈利同比显著提升。**公司主要区域受益需求旺季以及行业自律,价格超过去年四季度高点,目前长三角区域四季度平均P.042.5价格已累计上调36元/吨至368元/吨,高于去年同期30元/吨,江西南昌P.042.4散装价达420元/吨,同比高50元/吨,广东高标散装价达445元/吨,超出去年四季度最高点35元/吨。我们预计近期吨毛利可达到100多元/吨,水泥盈利同比显著提升。
- **边际供需持续改善,2013年区域新增产能大幅减少。**今年华东区水泥需求整体复苏,1-9月水泥累计产量同增9.1%,增速同比提高3%。同时区域新增供给比例进一步下降,2013年长三角地区新增熟料产能降低至620万吨,新增比例为2%。预计13年华东区新增产能缺口(新增产能扣除新增需求)达-4157万吨,江浙沪皖为-3192万吨。从水泥库位看,华东区域整体库存在53.75%,为今年最低水平,也低于去年同期水平,边际供需进一步改善,有利推动区域盈利继续上行。公司未来产能释放主要集中在中南、西南地区,中南区将新建4条生产线,西南3条,西北1条,合计新增熟料产能1302万吨。
- **四季度区域价格回升超预期,维持买入评级。**从水泥价格上来看,我们预计区域高景气度延续,四季度盈利有望超预期,我们维持公司13-15EPS 1.65/1.94/2.25元,估值具备安全边际,维持“买入”评级。

表 1: 主要假设表

	2010	2011	1Q2012	2Q2012	3Q2012	2012	1Q2013	2Q2013	2013Q3	2013E	2014E	2015E
销量(万吨)	13700	15800	3300	4755	5343	18700	4630	5670	5862	22060	25000	28000
均价(元/吨)	252	308	268	246	219	245	214	235	229	235	242	244
成本(元/吨)	171	185	197	179	168	177	160	162	153	158	163	163
吨毛利(元)	81	123	71	67	50	68	54	73	76	77	79	81
吨费用(元)	24	27	31	27	26	29	28	25	24	27	28	27
吨净利(元)	45	73	38	35	19	34	21	37	40	40	41	43

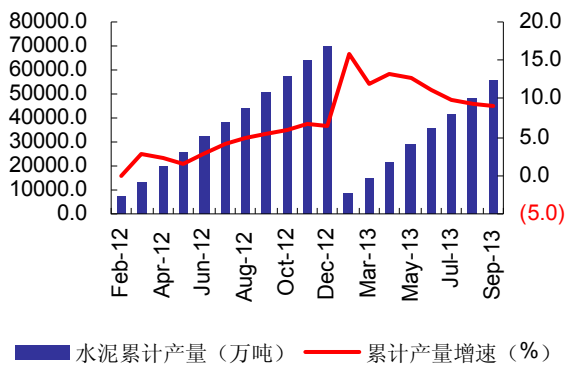
资料来源: 申万研究

表 2: 公司在建熟料生产线

地区	省份	公司名称	产能	开工/建设时间	投产/完工时间
华中	湖南	湖南益阳安化海螺水泥有限公司	4500	2011.7.1	2013年
			4500	拟建	2014年以后
华南	广东	阳春海螺水泥有限公司	5500		2013年7月
			12000		2014年
西北	甘肃	海螺临夏项目一期	4500	2013年4月16日	
	重庆	梁平海螺水泥有限责任公司	4800	2013.3	2014年上半年
西南	云南	文山海螺	4500	2013年3月20日	2014年
	贵州	遵义海螺盘江水泥有限公司二线	4500		2013年7月
		安龙海螺水泥有限公司	2000	2012.7	2013年

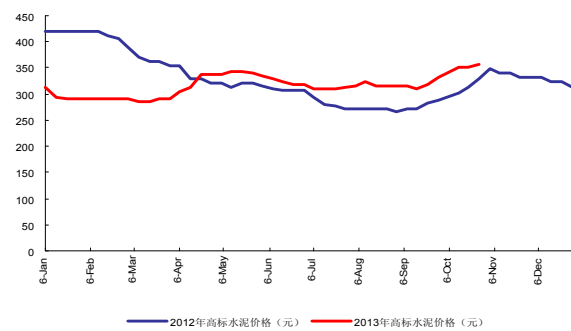
资料来源: 卓创资讯, 申万研究

图 1: 华东 2012-13 年水泥累计产量及增速



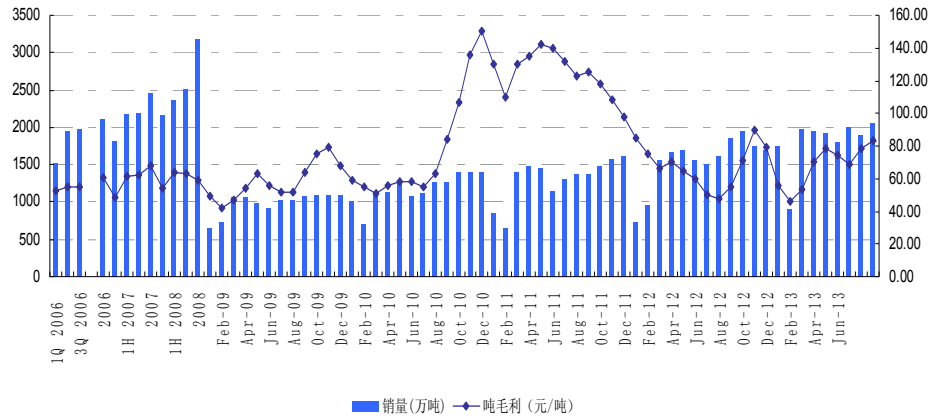
资料来源: 数字水泥网, 申万研究

图 2: 长三角区 2012-13 年水泥价格对比



资料来源: 数字水泥网, 申万研究

图3:公司熟料水泥销量及吨毛利



资料来源: 申万研究

表3: 海螺水泥生产线情况

企业名称	设计产能 (T/D)	地址	备注
安徽	5000		
芜湖海螺水泥有限公司	5000	安徽省芜湖市繁昌县繁阳镇代冲村	
	5000		
	12000		2011. 12. 18 点火
	12000		2012. 5. 10 点火
	2500		
	2500		
荻港海螺水泥股份有限公司	5000	安徽省芜湖市繁昌县荻港镇杨湾村	
	5000		
	5000		
白马山水泥厂	2500	安徽省芜湖市南郊	
	5000		
	4000		
	5000		
铜陵海螺水泥有限公司	10000	安徽省铜陵市古圣村	
	10000		
	12000		
	2500		
枞阳海螺水泥股份有限公司	2500	安徽省枞阳县函山镇	
	5000		
	10000		

	5000		
	5000		
怀宁海螺水泥有限公司	4500	安徽省安庆市怀宁县石镜乡甘露村	
	4500		
全椒海螺水泥有限责任公司	5000	安徽省滁州市全椒县十字镇华龙村	2012. 5. 8 点火
	5000		
	4500		
	4500		
	8000		
池州海螺水泥股份有限公司	4500	安徽省池州市牛头山镇	
	4500		
	4500		
	4500		2012. 5. 6 点火
	2000		
宁国水泥厂	4000	安徽省宁国市港口镇	
	5000		
	5000		
宣城海螺水泥有限公司	5000	安徽省宣城市水东镇	
	5000		
宿州海螺水泥有限公司	5000	安徽省宿州市埇桥区曹村镇闵贤村	
江苏			
	2000		
中国水泥厂	5000	江苏省南京市龙潭镇水泥厂路 185 号	
	5000		
山东			
济宁海螺水泥有限责任公司	4500	山东省济宁市泗水县	
浙江			
	5000		
建德海螺水泥有限责任公司	5000	浙江省建德市李家镇	
	5000		
江西			
	4500		
弋阳海螺水泥有限公司	4500	江西省上饶市弋阳县	
	2500		
江西分宜海螺水泥有限公司	2500	江西省新余市分宜县湖泽镇	
	2500		
湖南			
	5000		
石门海螺水泥有限公司	5000	湖南省常德市石门县	
	5000		
祁阳海螺水泥有限公司	5000	湖南省永州市祁阳县	
	5000		
湖南双峰海螺水泥有限公司	5000	湖南省娄底市双峰县三塘铺镇	
	5000		
湖南海螺水泥有限公司	5000	湖南省娄底市新化县	
岳阳临湘海螺水泥有限公司	5000	湖南省岳阳市临湘市	
	5000		
广西			
	5000		
扶绥新宁海螺水泥有限责任公司	5000	广西壮族自治区崇左市扶绥县新宁镇	
司	4500		

兴安海螺水泥有限责任公司	4000	广西壮族自治区桂林市兴安县兴安镇	2004.7 投产
	4000		2009.3 投产
北流海螺水泥有限责任公司	5000	广西壮族自治区北流市北流市民安工业园区	
	5000		
兴业葵阳海螺水泥有限责任公司	5000	广西壮族自治区北流市兴业县葵阳镇	
	5000		
广西四合工贸有限责任公司	4000	广西壮族自治区南宁市隆安县南圩镇	2011.9.16 加入海螺
凌云通鸿水泥有限公司	2500	广西壮族自治区百色市凌云县	2012.3 收购
广东			
	5000		
英德海螺水泥有限公司	5000	广东省英德市望埠镇	
	5000		
	5000		
广东清新海螺水泥有限公司	5000	广东省清远市石潭镇	
	5000		
四川			
达州海螺水泥有限责任公司	4500	四川省达州市大竹县朝阳乡竹园村	
	4500		
广元海螺水泥有限责任公司	4500	四川省广元市朝天镇大巴口	
	4500		
重庆			
重庆海螺水泥有限责任公司	4500	重庆市忠县	
	4500		
甘肃			
平凉海螺水泥有限责任公司	4500	甘肃省平凉市崆峒区峡门乡贤太村	
	4500		
陕西			
	1000		
	1000		
宝鸡众喜蔡家坡水泥有限公司	1000	陕西省蔡家坡经济技术开发区	2011 年 8 月收购
	1000		
	2500		
宝鸡众喜金陵河水泥有限公司	4500	陕西省宝鸡市陈仓区安台村张家沟	
众喜凤凰山水泥有限公司	5000	陕西省宝鸡市岐山县祝家庄镇	
千阳海螺水泥有限公司	4500	陕西省宝鸡市千阳县水沟镇新中村	
	4500		
礼泉海螺水泥有限公司	4500	陕西省咸阳市礼泉县烟霞镇下韩村	
	4500		
山东			
济宁海螺水泥有限责任公司	4500	山东省济宁市泗水县	
云南			
云南壮乡水泥股份有限公司	2000	文山州广南县	2011.5 签约, 6 月收购
			2012.5 点火
龙陵海螺水泥有限责任公司	2500	云南保山市龙陵	原龙陵汇合水泥有限公司, 海螺
			2010 年 6 月收购

资料来源: 卓创资讯, 申万研究

表 4: 利润表

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	34508.28	48653.81	45766.20	51,841	60,500	68,320
二、营业总成本	26921.41	33807.36	38757.22	40,957	47,775	53,438
其中：营业成本	23436.67	29245.83	33061.92	34,785	40,750	45,640
营业税金及附加	162.73	278.35	240.51	272	318	359
销售费用	1546.45	1859.21	2279.77	2,592	3,025	3,416
管理费用	1254.15	1789.41	2173.05	2,281	2,662	3,006
财务费用	480.99	629.09	1002.06	1,027	1,012	1,010
资产减值损失	40.42	5.48	-0.08	(1)	8	7
加：公允价值变动收益	1.75	-14.89	2.71	0	0	0
投资收益	27.25	128.74	4.11	0	0	0
三、营业利润	7615.88	14960.29	7015.80	10,884	12,725	14,882
加：营业外收入	489.47	703.33	1095.74	800	800	800
减：营业外支出	27.02	11.43	23.73	20	20	20
四、利润总额	8078.33	15652.19	8087.82	11,664	13,505	15,662
减：所得税	1724.00	3827.85	1625.59	2,683	2,971	3,446
五、净利润	6354.33	11824.34	6462.23	8,982	10,534	12,217
少数股东损益	182.92	234.52	154.64	215	252	292
归属于母公司所有者的净利润	6171.40	11589.83	6307.59	8,767	10,282	11,924
六、基本每股收益	1.75	2.19	1.19	1.65	1.94	2.25
全面摊薄每股收益	1.16	2.19	1.19	1.65	1.94	2.25

资料来源：公司公告, 申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。