

2014年04月11日

海螺水泥 (600585)

——沪港通影响点评：区域供需改善盈利向好，A股折价率高，维持“买入”评级

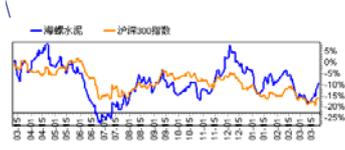
买入

维持

市场数据： 2014年04月10日	
收盘价(元)	19.10
一年内最高/最低(元)	19.97/11.88
上证指数/深证成指	2134/7563
市净率	1.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	76394

基础数据： 2013年12月31日	
每股净资产(元)	10.59
资产负债率%	36.88
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年业绩预增公告点评：业绩同比大幅增长约50%，边际供需有望持续改善》
2014/01/15

《海螺水泥(600585)增特点评：行业优势龙头价值低估，大股东增持彰显对未来发展信心》
2013/11/13

证券分析师

王丝语 A0230511040048
wangsy@swsresearch.com

联系人

项雯倩
(8621)23297818x7216
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	45,76	-6	6,308	-46	1.19	27.8	12.9	13	8
2013	55,26	21	9,380	49	1.77	33.0	16.7	9	5
2014E	62,00	12.2	12,205	30.1	2.30	36.8	17.9	6.7	5.1
2015E	68,32	10.2	13,831	13.3	2.61	36.7	16.8	5.9	4.7
2016E	75,84	11.0	15,499	12.1	2.92	36.9	15.9	5.3	4.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **事件：沪港两地今日公布开展沪港股票市场交易互联互通机制试点（简称沪港通），海螺水泥A股折价较多，目前A/H价差-26.5%。**
- **行业旺季，价格回升，基本面向好。**水泥逐步进入传统旺季，近期宏观稳增长预期将进一步强化，叠加水泥板块基本面向好，可能成为水泥板块波段行情的催化剂。上周江苏南京市场水泥价格上调30元/吨，调整后P.042.5散到到位价370元/吨，苏南熟料价格小幅上调10-15元/吨。华北地区价格保持平稳，下游需求恢复较好，整体来看，随着市场需求逐步进入旺季，水泥价格保持稳步上升趋势。**近期宏观数据偏弱，稳增长预期加强**，宏观面PMI指数显示需求偏弱，且PMI价格数据反应PPI环比通缩幅度可能拉大，同时进出口数据偏弱，随着三月份经济数据逐步公布，宏观稳增长预期进一步强化。
- **长三角无新增产能，边际供需进一步改善，区域盈利持续改善。**我们预计全国14、15年新增熟料产能分别为0.8亿吨、0.3亿吨，新增产量占比分别为5%、2%，且公司重点区域长三角14年无新增产能，考虑到政策超预期因素，如大气治理、取消复合325水泥、严控产能等一系列供给控制政策，我们认为除去淘汰落后产能后的有效新增供给量或将进一步减少，区域边际供需有望持续改善。我们维持看好沿江优势区域，供给收缩叠加价格基点高保障企业效益，短期建议重点关注华北京津冀一体化，区域内的供需关系有所改善，在淘汰落后产能和大气污染治理过程中，龙头企业受益最大。华北水泥目前处于盈利底部，后续有望受益区域投资建设、环保、淘汰落后产能政策，区域盈利有望好转。
- **公司战略清晰国内并购+海外建厂，业绩高增长有望延续。**目前行业政策导向更有利于水泥龙头发展，公司不断加快兼并收购，13年收购兼并3条生产线，新建孰料水泥产能1160/2430万吨。海外战略持续推进，印尼水泥项目3200t/d，预计将于2014年第四季度开始生产。印尼的水泥行业整体需求增长稳定，生产企业集中度高，平均50美金的吨毛利，初步计划3-5年水泥产能达到1000万吨。我们预计公司14-16年水泥销量为2.53/2.79/3.10亿吨，保持年均2000-2500万吨左右增量，叠加吨盈利提升，业绩有望持续增长。目前我们在14年盈利预测中假设全年吨毛利约在90元，从一季度淡季经营来看，预计公司销量同比增长约100万吨，预计吨毛利基本保持90元左右，二季度价格上行延续，全年吨盈利存在超预期可能，盈利预测依然具备上调空间。
- **维持买入评级。**公司经营向好业绩高增长延续，A股较H股明显低估，维持“买入”评级，维持14-16盈利预测2.30/2.61/2.92元，海螺目前PE为8.3倍，估值具有安全边际，同时14年公司新增12%产能或将带来业绩增长。**催化剂：一季报高增长、供给受限超预期**

表 1: 主要假设表

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量(万吨)	13700	15800	18700	22800	25308	27889	30957
均价(元/吨)	252	308	245	242	245	245	245
成本(元/吨)	171	185	177	162	155	155	155
吨毛利(元)	81	123	68	80	90	90	90
吨费用(元)	24	27	29	27	26	26	25
吨净利(元)	45	73	34	41	48	50	50

资料来源: 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: 华东区 2012-13 年水泥价格对比



资料来源: 数字水泥网, 申万研究

表 2: 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			
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		
	5000		
	5000		
	5000		
荻港海螺水泥股份有限公司	12000	安徽省芜湖市繁昌县荻港镇杨湾村	2011. 12. 18 点火
	12000		2012. 5. 10 点火
	2500		
	2500		
白马山水泥厂	2500	安徽省芜湖市南郊	
	5000		
铜陵海螺水泥有限公司	4000	安徽省铜陵市古圣村	
	5000		

	10000		
	10000		
	12000		
	2500		
	2500		
枞阳海螺水泥股份有限公司	5000	安徽省枞阳县函山镇	
	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	
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	
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	
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	
广西			
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	
	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

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	48,654	45,766	55,262	62,005	68,329	75,845
二、营业总成本	33,807	38,757	43,524	46,206	50,796	56,104
其中: 营业成本	29,246	33,062	37,018	39,207	43,236	47,892
营业税金及附加	278	241	297	333	367	407
销售费用	1,859	2,280	2,685	3,100	3,416	3,792
管理费用	1,789	2,173	2,396	2,728	3,006	3,337
财务费用	629	1,002	969	847	767	670
资产减值损失	5	0	161	-9	4	4
加: 公允价值变动收益	-15	3	8	0	0	0
投资收益	129	4	-3	0	0	0
三、营业利润	14,960	7,016	11,743	15,799	17,533	19,741
加: 营业外收入	703	1,096	914	800	800	800
减: 营业外支出	11	24	25	20	20	20
四、利润总额	15,652	8,088	12,631	16,579	18,313	20,521
减: 所得税	3,828	1,626	2,820	3,813	3,846	4,309
五、净利润	11,824	6,462	9,811	12,766	14,467	16,212
少数股东损益	235	155	431	561	636	713
归属于母公司所有者的净利润	11,590	6,308	9,380	12,205	13,831	15,499
六、基本每股收益	2.19	1.19	1.77	2.3	2.61	2.92
全面摊薄每股收益	2.19	1.19	1.77	2.3	2.61	2.92

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。