

海螺水泥

水泥价格上涨超预期，上调盈利预测和目标价

公司动态

公司近况

华东区域水泥价格在环保节能减排和区域协同的共同作用下，上周再次上涨 20-30 元/吨，自此已连续十周上涨，超出市场预期。水泥价格旺季超预期上涨，预计将推动公司盈利增长超预期。

评论

华东、中南地区水泥价格旺季超预期上涨，目前浙江、安徽、湖南、广东、广西价格分别超去年高点 60/50/60/35/40 元/吨，主要来自几方面因素的共同作用：1) 环保节能因素：安徽巢湖一带 11 月中旬起至年底限额用电 30%，浙江宁波、嘉兴和建德减排停产（宁波窑磨停 15 天，嘉兴 11-12 月期间停产 10 天，建德每条窑各停 7 天），熟料供应紧张推动水泥价格上涨；2) 区域主导企业协同出色，限产执行好，后期进入淡季后价格回落的幅度亦将有限。

华东、华南区域供需改善明年将持续加强，海螺大幅受益。我们认为华东、华南区域的供需改善格局将在明年延续，并推动价格继续上升，主要源于区域水泥需求稳定增长，而供应的减量持续推动产能利用率的提升。2014 年江浙沪皖四省几乎没有新增产能，泛华东区域仅江西有 200 多万吨新增产能；华南区域约有 600 万吨新增产能，新增比例不超过 5%，而需求仍保持两位数增长。海螺水泥在这两个区域的产能占比超过 70%，将大幅受益于区域供需改善带来的盈利持续提升。

4Q 吨毛利接近 100 元/吨，明年达到 87 元/吨，净利润超 2011 年的历史最高水平。我们预计 4Q 吨毛利将接近 100 元/吨，全年接近 78 元/吨；明年吨毛利达到 87 元/吨，伴随量的增长，净利润将超过 2011 年的最高水平。

估值建议

基于四季度华东水泥价格超预期上涨，以及明年供需改善加强推动盈利增长，我们上调 13/14 年盈利预测 16.8% 和 27.6% 至每股 1.75 元和 2.25 元，对应同比增长 47.3% 和 28.3%。当前股价下，海螺 H 股对应 13/14 年 P/E 分别为 13.6x/10.4x，我们上调海螺 H 股目标价 15% 至 40 港币，对应 14 年 14x P/E；海螺 A 股对应 13/14 年 P/E 仅有 10.2x/7.9x，A 股估值更具吸引力，距离估值中枢仍有超过 40% 的修复空间。维持海螺 A 股和 H 股“推荐”的评级。

风险

流动性超预期收紧，投资大幅下滑导致需求不足。

丁玥

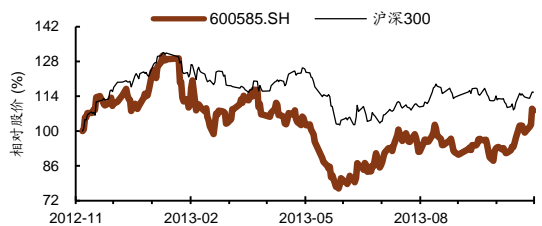
分析员
yue.ding@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080511080001

柴伟

联系人
wei.chai@cicc.com.cn
SAC 执业证书编号
S0080112040023

维持推荐

股票代码	600585.SH	00914.HK
最新收盘价	人民币 17.86	港币 30.25
目标价	N.A.	港币 40.00
52 周最高价/最低价	人民币 22.10-11.88	港币 31.70-19.22
总市值(亿)	人民币 1,023	港币 1,302
30 日日均成交额(百万)	人民币 384.86	港币 297.97
发行股数(百万)	4,000	1,300
其中：自由流通股(%)	44	91
30 日日均成交量(百万股)	23.40	10.52
主营行业		建材



(人民币 mn)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	48,654	45,766	54,740	61,732
增速	41.0%	-5.9%	19.6%	12.8%
净利润	11,590	6,308	9,290	11,920
增速	87.8%	-45.6%	47.3%	28.3%
每股净利润	2.19	1.19	1.75	2.25
每股净资产	8.46	9.23	10.73	12.61
每股股利	0.35	0.25	0.37	0.47
每股经营现金流	1.98	2.17	2.84	2.99
市盈率	8.2	15.0	10.2	7.9
市净率	2.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	5.5	8.4	5.8	4.4
股息收益率	2.0%	1.4%	2.1%	2.6%
平均总资产收益率	16.1%	7.4%	10.2%	11.8%
平均净资产收益率	29.0%	13.5%	17.6%	19.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



图表 1: 主要假设调整

	2013E			2014E		
	Before	After	(+/-)	Before	After	(+/-)
	2013E			2014E		
	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
产品销量(万吨)	22,000	23,000	↑4.5%	25,300	25,300	-
平均价格(元/吨)	235	238	↑1.3%	238	244	↑2.5%
单位成本(元/吨)	160	160	-	160	157	↓2.1%
吨水泥毛利(元/吨)	75	78	↑4.0%	78	87	↑12.1%
毛利率(%)	31.7%	32.6%	↑0.9%	32.6%	35.6%	↑3.1%
吨水泥净利(元)	36	40	↑11.7%	37	47	↑27.6%
营业收入(百万元)	51,700	54,740	↑5.9%	60,214	61,732	↑2.5%
毛利润(百万元)	16,120	17,539	↑8.8%	19,293	21,663	↑12.3%
EBIT(百万元)	10,847	12,065	↑11.2%	13,031	15,490	↑18.9%
税前利润(百万元)	10,157	11,825	↑16.4%	12,008	15,265	↑27.1%
净利润(百万元)	7,957	9,290	↑16.8%	9,340	11,920	↑27.6%
每股收益(元)	1.50	1.75	↑16.8%	1.76	2.25	↑27.6%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 调整后的主要假设

		2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
产品销量(万吨)		11,838	13,700	15,800	18,700	23,000	25,300
	+/- %	16.0%	15.7%	15.3%	18.4%	23.0%	10.0%
平均价格(元/吨)		211	252	308	245	238	244
	+/- %	-11.0%	19.3%	22.3%	-20.5%	-2.8%	2.5%
单位成本(元/吨)		151	171	185	177	160	157
	+/- %	-15.3%	13.4%	8.2%	-4.5%	-9.2%	-2.1%
吨水泥毛利(元/吨)		60	81	123	68	78	87
	+/- %	2%	34%	52%	-45%	14%	12%
毛利率(%)		29%	32%	40%	28%	33%	36%
销售收入(百万元)		24,998	34,508	48,654	45,766	54,740	61,732
	+/- %	3%	38%	41%	-6%	20%	13%
净利润(百万元)		3,544	6,171	11,590	6,308	9,290	11,920
	+/- %	36.0%	74%	88%	-46%	47%	28%
净利润率(%)		14.2%	17.9%	23.8%	13.8%	17.0%	19.3%
每股收益(元)		0.67	1.16	2.19	1.19	1.75	2.25
	+/- %	36.0%	74%	88%	-45.6%	47%	28%
吨水泥净利(元)		30	45	73	34	40	47

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

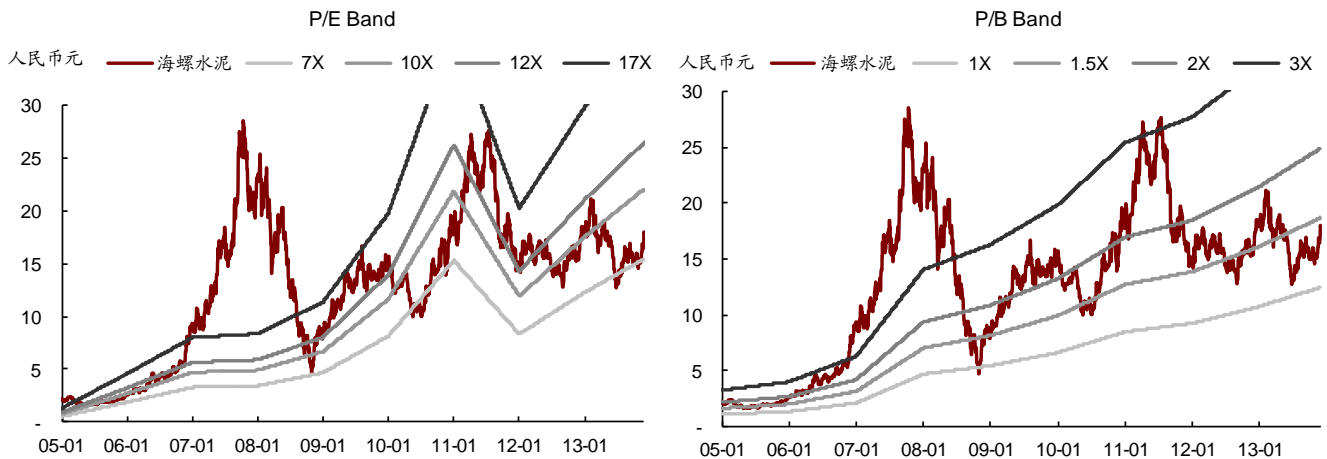


图表3: 财务指标预测

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	34,508	48,654	45,766	54,740	61,732	流动资产	13,228	25,850	23,129	25,391	34,012
营业成本	23,437	29,246	33,062	36,913	39,744	长期投资	1,028	399	2,117	2,117	2,117
主营利润	10,909	19,130	12,464	17,539	21,663	固定资产	39,426	49,174	53,100	57,709	60,207
营业费用	1,546	1,859	2,280	2,901	3,272	无形资产和其他资产	2,975	5,002	5,880	6,281	6,977
管理费用	1,254	1,789	2,173	2,573	2,901	总资产	60,412	84,003	87,524	94,796	106,610
息税前利润	8,108	15,481	8,011	12,065	15,490	流动负债	13,077	16,991	14,521	18,033	19,208
财务费用	481	629	1,002	1,170	1,206	长期负债	11,703	20,170	21,826	17,463	17,963
营业利润	7,627	14,852	7,009	10,895	14,284	少数股东权益	629	2,002	2,275	2,434	2,603
税前利润	8,078	15,652	8,088	11,825	15,265	母公司股东权益	35,003	44,840	48,901	56,866	66,835
所得税	1,724	3,828	1,626	2,377	3,175	负债和权益	60,412	84,003	87,524	94,796	106,610
少数股东损益	183	235	155	159	170	财务指标					
归属母公司股东的净利润	6,171	11,590	6,308	9,290	11,920	综合毛利率	31.6%	39.3%	27.2%	32.0%	35.1%
期末总股本	3,532	5,299	5,299	5,299	5,299	净利润率	17.9%	23.8%	13.8%	17.0%	19.3%
基本每股收益(元)	1.16	2.19	1.19	1.75	2.25	净资产收益率	17.6%	25.8%	12.9%	16.3%	17.8%
当期现金股利	1,060	1,855	1,325	1,951	2,504	总资产收益率	10.2%	13.8%	7.2%	9.8%	11.2%
每股现金股利(元)	0.30	0.35	0.25	0.37	0.47	总资产负债率	41.0%	44.2%	41.5%	37.4%	34.9%
现金流量表(百万元)						净负债率	34.9%	34.3%	33.2%	22.6%	11.1%
经营活动现金流	6,010	10,492	11,509	15,044	15,832	流动比率	1.0	1.5	1.6	1.4	1.8
投资活动现金流	-10,341	-10,162	-8,470	-8,999	-7,299	速动比率	0.8	1.3	1.3	1.2	1.5
融资活动现金流	3,447	4,728	-2,671	-6,969	-2,476	利息保障倍数	16.9	24.6	8.0	10.3	12.8
货币资金增加额	-884	5,058	364	-923	6,057	应收款项周转期	72	91	72	78	79
						存货周转期	26	33	32	30	32

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表4: 历史的P/E和P/B走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



图表5: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 13-12-1	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
600585.CH	海螺水泥	CNY	17.9	15.0	10.2	7.9	1.9	1.7	1.4	10.4	7.4	6.0
000401.CH	冀东水泥	CNY	9.5	33.0	40.7	25.3	1.1	1.1	1.1	13.2	11.4	10.0
600801.CH	华新水泥	CNY	12.5	21.3	14.5	12.8	1.5	1.4	1.3	8.6	6.6	5.9
600720.CH	祁连山	CNY	7.2	32.3	14.2	11.3	1.5	1.4	1.3	12.3	8.2	7.0
中金覆盖A股平均值				25.4	19.9	14.3	1.5	1.4	1.3	11.1	8.4	7.2
中金覆盖A股中位数				26.8	14.3	12.0	1.5	1.4	1.3	11.4	7.8	6.5
000789.CH	江西水泥	CNY	10.1	21.8	10.9	8.8	2.4	2.0	1.7	7.7	5.8	5.2
002233.CH	塔牌集团	CNY	6.8	30.0	21.1	16.0	1.8	1.7	1.6	8.9	n.a	n.a
601992.CH	金隅股份	CNY	7.4	10.6	10.3	8.5	1.4	1.2	1.1	7.9	11.0	9.1
600881.CH	亚泰集团	CNY	4.3	20.5	13.7	11.1	1.0	n.a	n.a	15.9	11.5	10.6
000885.CH	同力水泥	CNY	6.2	16.0	23.1	15.2	1.6	1.2	1.4	6.0	n.a	n.a
A股市场平均值				147.2	17.6	21.7	16.7	4.5	3.9	52.8	12.0	9.8
A股市场中位数				32.3	14.7	13.5	1.9	1.5	1.4	12.4	11.0	9.1
914.HK	海螺水泥	HKD	30.3	20.4	13.6	10.4	2.6	2.2	1.9	8.4	5.8	4.6
3323.HK	中国建材	HKD	8.7	6.7	6.3	4.9	1.2	1.0	0.9	6.0	5.0	4.2
743.HK	亚洲水泥	HKD	4.8	15.1	6.5	5.2	0.7	0.6	0.6	7.9	4.8	4.3
1313.HK	华润水泥	HKD	5.6	15.6	12.1	10.4	1.6	1.5	1.3	10.1	8.3	7.4
中金覆盖H股平均值				14.5	9.6	7.8	1.6	1.3	1.2	8.1	6.0	5.1
中金覆盖H股中位数				15.4	9.3	7.8	1.4	1.3	1.1	8.1	5.4	4.5
1893.HK	中材股份	HKD	1.9	11.2	11.4	8.9	0.5	0.5	0.4	6.2	5.0	4.5
2009.HK	金隅股份	HKD	6.9	8.0	8.9	7.9	1.0	1.0	0.8	7.1	7.4	6.1
691.HK	山水水泥	HKD	3.1	4.6	6.7	5.5	0.8	0.8	0.7	4.3	4.5	3.9
2233.HK	西部水泥	HKD	1.2	11.7	8.7	6.6	0.9	0.9	0.7	6.1	4.8	4.3
H股市场平均值				11.7	9.3	7.5	1.2	1.1	0.9	7.0	5.7	4.9
H股市场中位数				11.5	8.8	7.2	1.0	1.0	0.8	6.7	5.0	4.4
HOLN VX equity	蒙西蒙水泥	CHF	66.3	34.5	18.0	14.1	1.3	1.2	1.2	8.2	8.6	7.6
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	57.3	35.6	15.9	13.4	0.9	0.8	0.8	7.4	7.3	6.6
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	52.2	34.8	22.9	14.4	1.0	0.9	0.9	8.2	8.7	7.7
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	18.8	24.6	30.9	20.7	1.3	1.3	1.3	11.3	12.3	10.4
IT IM equity	意大利水泥	EUR	6.3	n.a	n.a	57.7	0.6	0.5	0.6	7.6	7.9	6.9
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,094.8	19.4	19.6	15.7	2.8	2.6	2.4	8.0	11.0	8.7
其他市场平均值				29.8	21.5	22.7	1.3	1.2	1.2	8.4	9.3	8.0
其他市场中位数				34.5	19.6	15.1	1.1	1.1	1.0	8.1	8.7	7.6

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V131013

编辑：赵静



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

