

# 一季度价格大幅下滑 下半年有望企稳回升

## 投资要点:

### 1. 事件

海螺水泥公布了2012年1季度业绩,公司1季度实现营业收入88.59亿元,同比负增长了4.89%,归属于母公司的净利润为12.49亿元,同比负增长了43.64%,EPS为0.24元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 价格大幅下跌,导致公司净利润下滑

公司1季度主战场华东地区由于基建投资持续下滑和较长时间雨水天气的影响,需求持续不振,另外区域内新增产能的压力不断的释放,导致公司水泥综合价格有较大幅度的下滑,我们预计公司1季度水泥平均价格为277元/吨,较去年1季度下降了44元/吨。公司吨毛利为73.67元,较去年同期下降了54.06元,净利润为39.03元,去年同期为76.42元。销量方面,我们预计公司1季度销量为3200万吨,较去年1季度增加了约300万吨,主要是由于公司去年投产的新增水泥产能约3000万吨,今年该部分产能开始释放。公司1季度成本也有所上升,为203元/吨,比去年同期上涨了10元/吨,主要是由于煤炭价格的上涨,和去年底几条万吨生产线投产产生的折旧成本的增加。

#### (二) 期间费用较同期有所上涨

公司1季度期间费用有较大幅度的上涨,吨期间费用达到了31.91元,较去年同期28.78元,上涨了3.13元,期间费用占营业收入比例由去年同期的8.96%上涨到11.53%,其中公司财务费用较去年同期增加了59.13%,是因为报告期内公司计提了95亿元的公司债券利息。

#### (三) 下半年市场将会稳定,盈利有望回升

虽然公司主要产能所在区域受到雨水天气和基建开工缓慢的影响,价格持续下滑,但是我们认为下半年随着重点工程的不断开工,加上新增产能投产释放完毕,下半年区域市场将会逐渐稳定。华东地区有着较好的协同基础,在供需稳定的情况下,市场有可能像2010年一样,盈利能力在下半年逐渐回升。

### 3. 投资建议

我们调低公司2012、2013、2014年的EPS至1.71、1.90、2.22元,对应目前17.31元的股价,PE为10x、9x、8x。我们认为公司所在区域价格下半年将会有所回调,维持“推荐”的投资评级。

海螺水泥 (600585.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师



洪亮

☎: (8610) 6656 8750

✉: hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010005

### 特此鸣谢:

张婧

☎: (8610) 66568757

✉: zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2012.04.19

A股收盘价(元)	17.31
A股一年内最高价(元)	19.90
A股一年内最低价(元)	16.47
上证指数	2378
市净率	1.76
总股本(万股)	529900
实际流通A股(万股)	400000
限售的流通A股(万股)	129900
流通A股市值(亿元)	917.31

### 相关研究

《价格大幅提升,推动公司业绩高速增长——海螺水泥2011年年报点评》2011.3.26

## 4. 风险提示

宏观货币政策持续紧缩的风险,重点工程速度慢于预期的风险,原材料价格大幅波动的风险。

表 1: 公司分季度业绩情况

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
<b>营业收入</b>	<b>607,005.00</b>	<b>779,822.40</b>	<b>849,007.49</b>	<b>1,214,993.28</b>	<b>931,451.97</b>	<b>1,301,274.49</b>	<b>1,264,754.93</b>	<b>1,367,899.49</b>	<b>885,949.99</b>
环比 yoy	-17.19%	28.47%	8.87%	43.11%	-23.34%	39.70%	-2.81%	8.16%	-35.23%
同比 yoy	17.98%	28.03%	32.00%	65.75%	53.45%	66.87%	48.97%	12.58%	-4.89%
销量	2740.00	3540.00	3580.00	3840.00	2900.00	4184.00	4000.00	4716.00	3200
价格	221.53	220.29	237.15	316.40	321.19	311.01	316.19	290.06	276.86
<b>营业成本</b>	<b>460444.00</b>	<b>576487.27</b>	<b>601186.33</b>	<b>705549.35</b>	<b>561028.00</b>	<b>723448.62</b>	<b>759334.47</b>	<b>880771.45</b>	<b>650,197.16</b>
吨成本	168.05	162.85	167.93	183.74	193.46	172.91	189.83	186.76	203.19
吨毛利	53.49	57.44	69.22	132.67	127.73	138.10	126.36	103.29	73.67
毛利率	24.14%	26.07%	29.19%	41.93%	39.77%	44.40%	39.96%	35.61%	26.61%
净利润	79231.96	100,436.20	136,257.59	301,214.53	221,607.97	377,797.02	306,115.92	253,461.78	124,901.82
吨净利	28.92	28.37	38.06	78.44	76.42	90.30	76.53	53.75	39.03
净利率	13.05%	12.88%	16.05%	24.79%	23.79%	29.03%	24.20%	18.53%	14.10%

资料来源: 中国银河证券研究部

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	8028	16209	25683	37270	营业收入	48654	49486	55375	61942
应收款项	12121	9574	11791	13534	营业成本	29246	33274	37544	41501
存货净额	4378	4683	4485	5592	营业税金及附加	278	297	303	355
其他流动资产	1246	1781	1993	2015	销售费用	1859	1781	1993	2230
流动资产合计	25850	32261	43952	58411	管理费用	1789	1794	2050	2280
固定资产	49174	49501	48396	48957	财务费用	629	745	546	339
无形资产及其他	4468	4356	4245	4133	投资收益	129	81	79	96
投资性房地产	4113	4113	4113	4113	资产减值及公允价值	(20)	0	0	0
长期股权投资	399	402	404	407	其他收入	0	0	0	0
资产总计	84003	90633	101109	116021	营业利润	14960	11675	13017	15333
短期借款及交易性金融负债	3311	3000	3187	3166	营业外净收支	692	300	485	492
应付款项	5092	5447	6126	6840	利润总额	15652	11975	13501	15825
其他流动负债	8588	6481	7335	9260	所得税费用	3828	2754	3240	3798
流动负债合计	16991	14928	16648	19267	少数股东损益	235	179	202	237
长期借款及应付债券	19239	20239	20239	22239	归属于母公司净利润	11590	9041	10059	11790
其他长期负债	932	832	835	869					
长期负债合计	20170	21070	21073	23108	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
负债合计	37162	35998	37722	42375	净利润	11590	9041	10059	11790
少数股东权益	2002	2155	2327	2528	资产减值准备	(35)	43	(1)	0
股东权益	44840	52454	61003	71025	折旧摊销	2571	4742	5217	5551
负债和股东权益总计	84003	90633	101109	116021	公允价值变动损失	20	0	0	0
					财务费用	629	745	546	339
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营运资本变动	(3386)	(103)	(695)	(198)
每股收益	2.19	1.71	1.90	2.22	其它	269	137	203	237
每股红利	0.35	0.27	0.28	0.33	经营活动现金流	11030	13860	14783	17380
每股净资产	8.46	9.90	11.51	13.40	资本开支	(12160)	(5000)	(4000)	(6000)
ROIC	20%	14%	16%	19%	其它投资现金流	(76)	63	14	0
ROE	26%	17%	16%	17%	投资活动现金流	(11607)	(4940)	(3988)	(6003)
毛利率	40%	33%	32%	33%	权益性融资	55	0	0	0
EBIT Margin	32%	25%	24%	25%	负债净变化	(1198)	1000	0	2000
EBITDA Margin	37%	35%	34%	34%	支付股利、利息	(1830)	(1427)	(1509)	(1769)
收入增长	41%	2%	12%	12%	其它融资现金流	11870	(311)	187	(21)
净利润增长率	88%	-22%	11%	17%	融资活动现金流	5869	(739)	(1321)	210
资产负债率	47%	42%	40%	39%	现金净变动	5292	8181	9474	11587
息率	2.0%	1.6%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	2736	8028	16209	25683
P/E	7.9	10.1	9.1	7.8	货币资金的期末余额	8028	16209	25683	37270
P/B	2.0	1.7	1.5	1.3	企业自由现金流	(1280)	9140	10770	11190
EV/EBITDA	7.1	7.5	6.9	6.3	权益自由现金流	9391	9255	10542	12911

**银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**洪亮，建材行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**覆盖股票范围：**

港股：海螺水泥(0914.HK)、中国建材(3323.HK)、中材股份(1893.HK)、中国玻璃(3300.HK)

A 股：海螺水泥(600585.SH)、华新水泥(600801.SH)、冀东水泥(000401.SZ)、金隅股份(601992.SH)、祁连山(600720.SH)、天山股份(000877.SZ)、青松建化(600425.SH)、赛马实业(600449.SH)、巢东股份(600318.SH)、南玻 A(000012.SS)、中国玻纤(600176.SH)。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908