

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 16.24元

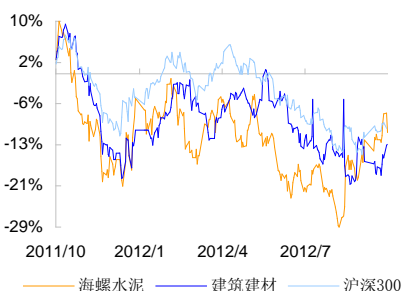
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2114.45
总股本(百万)	3999
流通股本(百万)	3999
流通市值(亿)	649
EPS	2.19
每股净资产(元)	8.46
资产负债率	44.24%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	10.33	11.31	-6.47
建筑建材	5.76	-1.78	-10.97
沪深300指数	5.14	-3.60	-11.98



相关报告

海螺水泥-行业经历底部带来公司整合良机 2012-08-21

海螺水泥-华东景气度继续回落,下半年难回景气高点 2012-04-20

海螺水泥-华东景气度继续回落,但有望下半年回暖 2012-03-27

海螺水泥

600585

推荐

高运转率+低费用率傲视同行

公司公布2012年3季度报告,1-9月份实现营业收入322.46亿元,同比下降7.8%,归属母公司股东净利润39.35亿元,同比下降56.54%,EPS0.74元。业绩基本符合预期。

投资要点:

- **华东、华南价格淡季持续回落致报告期盈利大幅下滑。**公司3季度单季盈利10.17亿元,同比降66.75%,华东和华南水泥价格同比大跌是主因。3季度以来受淡季影响华东和华南水泥价格持续回落,在此背景下3季度水泥单吨盈利降至20元/吨,此吨盈利水平是公司09年2季度以来的最低点,较2季度环比降了16元/吨,较去年同期同比降了56元/吨。进入4季度,伴随区域需求好转,华东和华南水泥价格凭借企业协同连续提价,预计4季度单吨盈利有望重回30元/吨以上。
- **高运转率战略不变。**公司在3季度销售水泥和熟料合计5200万吨,同比增28.39%,销量的增长主要来自11年底和12年上半年陆续投产的3条万吨线和3条5000t/d线。按此销量计算,3季度公司的窑运转率保持在90%以上的高位,而同期据我们了解南方水泥的产能利用率仅为70%左右。上半年在华东需求不振,供需矛盾凸显的背景下,公司依旧按期投产了芜湖2\*12000t/d,宿州和全椒2\*5000t/d熟料线,并且保持华东产能的高运转率,公司以价换量的战略清晰可见。
- **低费用率优势凸显,逆市扩张步伐加快。**公司的期间费用率一直控制在10%附近,即便在12年3季度,期间费用率依旧控制在12%以内,对应吨费用25元/吨,大幅低于行业平均的40元/吨。公司卓越的费用控制能力使得公司能够在行业大面积面临亏损(3季度)的情况下,仍能现20元/吨的吨净利,赋予公司足够深厚的盈利安全垫。公司未来的产能扩张将主要依靠行业整合,而行业经历底部无疑提供了绝佳的逆市扩张机会。公司在上半年完成了南威水泥等5个项目的收购,未来扩张步伐有望加快。
- **维持推荐评级。**我们预计12-14年归属于母公司的净利润分别为60.74/66.99/87.90亿元,对应12-14年的EPS分别为1.15/1.26/1.66元,考虑到公司能够凭借行业整合进一步扩大市场份额,给予推荐的评级。
- **风险提示:** 1.需求增速放缓; 2.产能投放超预期。

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	48654	45880	49140	52275
收入同比(%)	41%	-6%	7%	6%
归属母公司净利润	11590	6074	6699	8790
净利润同比(%)	88%	-48%	10%	31%
毛利率(%)	39.9%	28.2%	29.4%	33.6%
ROE(%)	25.8%	12.4%	12.0%	13.6%
每股收益(元)	2.19	1.15	1.26	1.66
P/E	7.42	14.16	12.84	9.78
P/B	1.92	1.75	1.54	1.33
EV/EBITDA	5	9	7	6

资料来源:中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	25850	19652	20480	24203
现金	8028	6000	6000	9192
应收账款	343	890	953	1014
其他应收款	1180	305	279	279
预付账款	620	659	694	694
存货	4378	4917	5183	5183
其他流动资产	11300	6882	7371	7841
<b>非流动资产</b>	58153	64906	70303	75125
长期投资	399	2250	2250	2250
固定资产	43035	51354	57938	63367
无形资产	4468	4423	4383	4343
其他非流动资产	10252	6879	5732	5165
<b>资产总计</b>	84003	84559	90783	99328
<b>流动负债</b>	16991	18476	15757	15201
短期借款	846	6273	3149	2500
应付账款	5051	6257	6595	6595
其他流动负债	11094	5947	6012	6106
<b>非流动负债</b>	20170	14806	16813	16813
长期借款	9773	14773	16773	16773
其他非流动负债	10397	33	40	40
<b>负债合计</b>	37162	33282	32570	32014
少数股东权益	2002	2217	2455	2766
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	11529	11529	11529	11529
留存收益	28011	32231	38930	47720
归属母公司股东权益	44840	49059	55758	64548
<b>负债和股东权益</b>	84003	84559	90783	99328

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	10492	10305	11504	14207
净利润	11824	6290	6936	9101
折旧摊销	2571	2948	3581	4168
财务费用	629	1085	1411	1406
投资损失	-129	-20	-30	-40
营运资金变动	-4420	-71	-416	-439
其他经营现金流	16	73	22	11
<b>投资活动现金流</b>	-1016	-1006	-8970	-8960
资本支出	8250	9000	9000	9000
长期投资	-1632	1272	0	0
其他投资现金流	-3545	212	30	40
<b>筹资活动现金流</b>	4728	-2272	-2534	-2055
短期借款	-1184	5427	-3124	-649
长期借款	-1198	5000	2000	0
普通股增加	1766	0	0	0
资本公积增加	-2460	0	0	0
其他筹资现金流	7805	-1269	-1411	-1406
<b>现金净增加额</b>	5058	-2028	0	3192

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>营业收入</b>	48654	45880	49140	52275
营业成本	29246	32930	34710	34710
营业税金及附加	278	280	300	319
营业费用	1859	2156	2310	2457
管理费用	1789	1973	2113	2248
财务费用	629	1085	1411	1406
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	-15	0	0	0
投资净收益	129	20	30	40
<b>营业利润</b>	14960	7476	8327	11175
营业外收入	703	800	800	800
营业外支出	11	0	0	0
<b>利润总额</b>	15652	8276	9127	11975
所得税	3828	1986	2190	2874
<b>净利润</b>	11824	6290	6936	9101
少数股东损益	235	215	237	311
<b>归属母公司净利润</b>	11590	6074	6699	8790
EBITDA	18160	11509	13318	16749
EPS (元)	2.19	1.15	1.26	1.66

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>成长能力</b>				
营业收入	41.0	-5.7%	7.1%	6.4%
营业利润	96.4	-50.0	11.4%	34.2
归属于母公司净利润	87.8	-47.6	10.3	31.2
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.9	28.2	29.4	33.6
净利率	23.8	13.2	13.6	16.8
ROE	25.8	12.4	12.0	13.6
ROIC	20.5	10.3	10.7	12.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.2	39.4	35.9	32.2
净负债比率	35.21	70.73	68.82	67.99
流动比率	1.52	1.06	1.30	1.59
速动比率	1.26	0.80	0.97	1.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	0.54	0.56	0.55
应收账款周转率	113	72	52	52
应付账款周转率	6.46	5.82	5.40	5.26
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.19	1.15	1.26	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.98	1.94	2.17	2.68
每股净资产(最新摊薄)	8.46	9.26	10.52	12.18
<b>估值比率</b>				
P/E	7.42	14.16	12.84	9.78
P/B	1.92	1.75	1.54	1.33
EV/EBITDA	5	9	7	6

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-08-21	行业经历底部带来扩张良机
2012-04-20	华东景气度继续回落，下半年难回景气高点
2012-03-27	华东景气度继续回落，但有望下半年回暖
2012-01-12	股价已经反映未来可能的业绩下滑

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

- 李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 7 年证券行业从业经验。  
高熠, 中投证券研究所建材行业分析师, 经济学硕士, 11 年加入中投证券。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434