建材行业

报告原因：年报披露

海螺水泥 (600585) 买入

四季度业绩大幅改善，2013 年有望延续 维持评级

2013 年 3 月 25 日

公司研究/点评报告

市场数据：2012 年 10 月 25 日

收盘价（元）	17.7
一年内最高/最低（元）	22.1/12.9
市净率	1.9
市盈率	10
流通 A 股市值（亿元）	646

基础数据：2012 年 12 月 30 日

每股净资产（元）	9.23
资产负债率%	41.53
总股本/流通 A 股(亿)	53/40
流通 B 股/H 股（万）	-/12.99

相关研究：

《海螺水泥 2011 年三季报点评：三季报同比增长 250.8% 区域水泥销售旺盛和产能释放是主因》

《海螺水泥（600585）2012 年半年报点评：吨毛利降幅超过 4 成，期待下半年行业景气回升》

分析师：赵红

执业证书编号： S0760511010022

邮箱：zhaohong@sxzq.com

电话：010-82190392

联系人：

孟军

邮箱： mengjun@sxzq.com

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

盈利预测： 单位：亿元、元、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	486.5	40.9	115.8	87.8	2.19	30.75	24.7	8
2012A	457.6	-5.9	63	-45.6	1.19	15.3	12.9	14
2013E	594	29.7	93	47.63	1.76	19.5	19.04	10
2014E	690	16.2	105	12.7	1.98	19.7	21.5	9

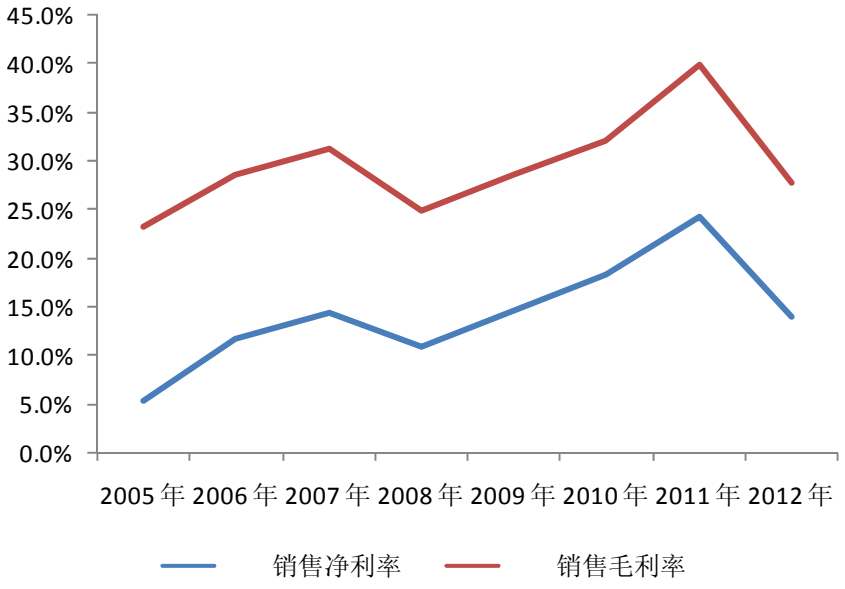
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司营业收入 450.63 亿，同比下降 6.41%，归属于母公司股东净利润 63.08 亿，同比下降 45.58%，每股收益 1.19 元。
- **需求不旺，2012 年公司量增价降。**2012 年底公司熟料、水泥产能分别为 1.84 亿吨、2.09 亿吨，产能分别增长 12.2%、16.1%，公司水泥（含熟料）销量 1.87 亿吨，同比增长 18.4%，但 2012 年在固定资产投资增速下降影响，水泥需求和价格下降，年产量增速降至个位数 7.44%，平均价格下降 15.5%，公司水泥（含熟料）单价 244 元/吨，同比下降 20.52%，毛利率下降 12 个百分点至 27.76%，吨毛利 67 元，同比下降 44.7%。
- **分区域：**分区域收入，东部、中部、南部、西部营业收入分别-15.13%、-19.13%、-2.39%、58.87%；分区域价格，东部、中部、南部价格分别下降 15.13%、19.13%、10.9%，西部区域价格平稳；分区域销量，东部、中部、南部、西部分别增长 17.82%、6.68%、9.56%、57.19%。
- **第四季度毛利率、净利润环比大幅好转。**公司第四季度毛利率 33.2%，环比提高 11 个百分点，是 2012 年单季度最高值，净利润环比增长达到 134.8%，净利率 18.11%，环比提高 10 个百分点。
- 2013 年公司资本性支出计划约 82 亿元（不含并购项目支出），主要用于保山海螺、乾县海螺等水泥熟料生产线及其配套的余热发电项目建设；预计将新增熟料产能约 1,540 万吨，水泥产能约 2,245 万吨，2013 年水泥产能达到 2.31 亿吨，产能增长 9.7%。
- 水泥行业 2013 年环境好于 2012 年。2013 年全国新增水泥产能将继续减少，供给压力下降，而需求端基建、房地产投资恢复增长，水泥需求增速有望高于 2012 年，成本端煤炭价格低位运行、产能利用率提高会降低产品单位成本，水泥今年面临的宏观、行业环境会好于 2012 年。
- 盈利预测和投资建议。我们预计 2013-2015 年公司 EPS1.76\1.98\2.07 元，2013 年 PE 只有 10 倍，给予“买入”评级
- 风险提示：需求恢复低于预期，水泥价格涨幅较低。

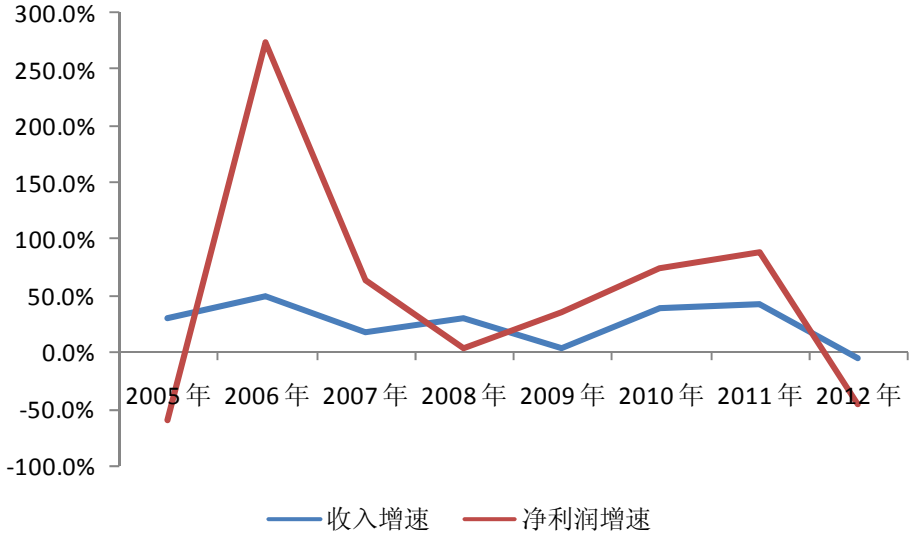
本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"

表:公司近几年毛利率和净利率比较



资料来源：公司公告，山西证券研究所

表:公司收入和净利润变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

利润表预测（单位：百万元）

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	48653.80	45,766.20	59400	69000	72000
二、营业总成本	33807.37	38757.23	47817.00	55407.00	57816.00
营业成本	29,245.83	33,061.92	41580.00	48300.00	50400.00
营业税金及附加	278.35	240.51	297.00	345.00	360.00
销售费用	1,859.21	2,279.77	2376.00	2760.00	2880.00
管理费用	1,789.41	2,173.05	2376.00	2622.00	2736.00
财务费用	629.09	1,002.06	1188.00	1380.00	1440.00
资产减值损失	5.48	-0.08	0	0	0
三、其他经营收益	113.85				
公允价值变动净收益	-14.89	2.71			
投资净收益	128.74	4.11	5	5	5
其中：对联营企业和合营企业的投资收益					
四、营业利润	14960.28	7015.79	11588.00	13598.00	14189.00
加：营业外收入	703.33	1,095.74	594.00	690.00	720.00
减：营业外支出	11.43	23.73	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	15652.18	8087.80	12182.00	14288.00	14909.00
减：所得税	3,827.85	1,625.59	2680.04	3572.00	3727.25
六、净利润	11824.33	6462.21	9501.96	10716.00	11181.75
减：少数股东损益	234.52	154.64	190.04	214.32	223.64
归属于母公司所有者的净利润	11589.81	6307.57	9311.92	10501.68	10958.12
增长率	87.80%	-45.58%	47.63%	12.78%	4.35%
股本	5300.00	5300.00	5300.00	5300.00	5300.00
EPS	2.19	1.19	1.76	1.98	2.07

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。