

2013年3月25日

朱吉翔  
C0044@capital.com.tw  
目标价(元) 23.0

**公司基本资讯**

产业别	建筑建材		
A 股价(2013/3/22)	17.86		
上证综指(2013/3/22)	2328.28		
股价 12 个月高/低	21.5/13		
总发行股数(百万)	5299.30		
A 股数(百万)	3999.70		
A 市值(亿元)	946.46		
主要股东	安徽海螺集团有 限责任公司 (36.20%)		
每股净值(元)	9.23		
股价/账面净值	1.94		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-3.4	-1.9	14.7

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	15.5	买入
2013-1-24	18.83	买入

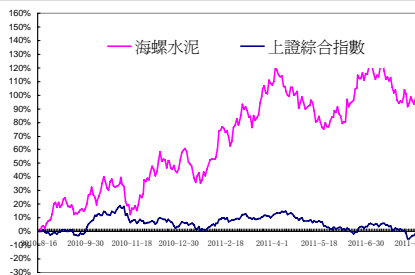
**产品组合**

水泥与熟料	100%
-------	------

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	6.3%
一般法人	57.2%
财务公司	0.0%

**股价相对大盘走势**



**海螺水泥(600585.SH / 0914.HK)**

Buy 买入

行业景气逐步回升, 2013 年业绩转头向上

**结论与建议:**

作为行业中最优秀的企业, 公司2012年业绩下降的主要原因在于外部需求放缓、行业景气下降, 致使公司毛利率水平以及三项费用率表现均为2009年以来的最差。展望2013年, 由于行业供需关系改善以及自身产能规模继续较快提升, 公司毛利率回升及三项费用率下降均为大概率事件, 预计公司业绩增速将回升到26%, A股2013年PE仅11.7倍, 估值偏低, 维持买入的投资建议

由于产能规模增长, 公司2012年水泥熟料销量同比增长18%至1.87亿吨, 但是受行业景气下降影响, 公司2012年营收减少5.9%至458亿元, 并且由于产品吨毛利由121元下降至67元/吨, 致使公司毛利率较上年同期下降12.1个百分点至27.8%, 为2009年以来的低点, 利润率下降直接导致公司2012年净利润下降45.6%至63亿元。除毛利率下降因素外, 由于营收下降以及产能扩张, 公司期间费用率较上年同期上升了3.2个百分点至12.1%, 为2009年以来的最高, 是公司净利润降幅大于营收降幅的另一重要因素。

分季度来看, 由于行业景气下降以及基期较高, 公司2012前三季度净利润下降56.5%, 第四季度随着行业需求提振以及基期走低, 公司净利润降幅大幅收窄, 四季度单季, 公司实现营收135亿元, 较上年同期下降1.1%; 实现净利润23.7亿元, 同比下降6.4%, 降幅较前三季度收窄约50个百分点, 业绩拐点确立。

从产能情况来看, 2012年公司共计9条熟料生产线、19台水泥磨投产, 并且收购了新疆哈密建材等6家水泥企业, 共计新增熟料产能2080万吨、水泥产能2830 万吨, 两项产能分别增长13.8%和15.7%至1.84亿吨和2.09亿吨, 产能继续保持较快的增长。并且从熟料的开工率情况来看, 公司2012年熟料产量1.54亿吨, 同比增长13.8%, 对应产能利用率为83.7%, 要明显高于全国平均78%左右的产能利用率。

展望2013年, 我们认为行业供需关系将有所改善, 一方面新增产能将大幅减少, 我们预计全国新增产能约1亿吨, 相当于总产能的3.4%, 增速较2012年回落约6个百分点, 另一方面我们预计房地产与基建投资将企稳回升, 将拉动2013年水泥需求增长8%, 增速较2012年回升0.6个百分点。虽然行业依然将受到产能过剩的困扰, 但是盈利能力继续恶化的概率也极低。公司作为行业龙头, 依靠自身成本与管理方面的优势将进一步占领小企业的市场, 预计公司2013年水泥熟料销量将较2012年增长两成, 并且水泥熟料吨毛利也将较2012年提升3元/吨, 预计公司2013、2014年净利润分别增长26.2%和22.3%, EPS分别为1.5元和1.84元, 目前A股股价对应PE分别为11.7倍和9.6倍, PB2.7倍, H股对应PE分别为14.1倍和11.5倍, 均给予买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	6171	11590	6308	7959	9730
同比增减	%	74.12%	87.80%	-45.58%	26.18%	22.25%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.747	2.187	1.190	1.502	1.836
同比增减	%	74.12%	25.20%	-45.58%	26.18%	22.25%
A 股市盈率(P/E)	X	10.1	8.0	14.8	11.7	9.6
H 股市盈率(P/E)		12.1	9.7	17.8	14.1	11.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.50	0.25	0.35	0.45
股息率 (Yield)	%	1.99%	2.85%	1.42%	1.99%	2.56%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	34508	48654	45766	54880	66640
经营成本	23437	29246	45766	54880	66640
营业税金及附加	163	278	38757	45934	55358
销售费用	1546	1859	33062	39200	47181
管理费用	1254	1789	241	379	460
财务费用	481	629	2280	2579	3132
资产减值损失	40	5	2173	2552	3099
投资收益	27	129	4	0	0
营业利润	7616	14960	7016	8946	11282
营业外收入	489	703	1096	1344	1344
营业外支出	27	11	24	55	55
利润总额	8078	15652	8088	10235	12571
所得税	1724	3828	1626	2081	2602
少数股东损益	183	235	155	196	239
归属于母公司所有者的净利润	6171	11590	6308	7959	9730

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	2736	8028	8234	9431	10369
应收账款	499	343	230	633	501
存货	2493	4378	4039	17414	7985
流动资产合计	13228	25850	23129	28605	31041
长期股权投资	1028	399	2117	2764	2083
固定资产	32752	43035	49296	51741	54503
在建工程	3737	4549	2395	2972	2130
非流动资产合计	47183	58153	64394	67900	69335
资产总计	60412	84003	87524	96505	100376
流动负债合计	13077	16991	14521	15241	14449
非流动负债合计	11703	20170	21826	24025	28688
负债合计	24780	37162	36347	39266	43137
少数股东权益	629	2002	2275	3105	3105
股东权益合计	35632	46842	51176	57239	57239
负债及股东权益合计	60412	84003	87524	96505	100376

## 附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	6010	10492	11509	8233	11024
投资活动产生的现金流量净额	-10341	-10162	-8470	-9289	-11539
筹资活动产生的现金流量净额	3447	4728	-2671	2376	1453
现金及现金等价物净增加额	-884	5058	364	1320	938

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。