

**水泥制造**

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@china-invs.cn

**6-12个月目标价:**

当前股价: 19.23元

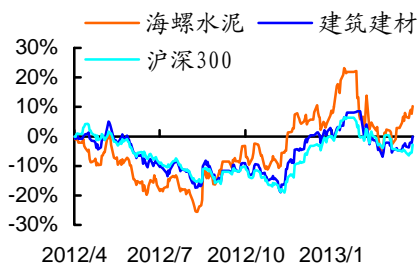
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2244.64
总股本(百万)	5299
流通股本(百万)	4000
流通市值(亿)	769
EPS	1.19
每股净资产(元)	9.23
资产负债率	41.5%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	7.67%	1.26%	13.72%
建筑建材	5.49%	-1.74%	9.92%
沪深300	0.35%	-2.37%	8.63%



**相关报告**

**海螺水泥**

**600585**

**强烈推荐**

**1 季度业绩符合预期, 2 季度盈利同比将恢复增长**

公司今晚公布 2013 年 1 季度报告, 报告期内实现营业收入 99.06 亿元, 同比增长 11.80%, 归属于母公司股东的净利润为 9.72 亿元, 同比减少 22.18%, 基本每股收益 0.18 元, 符合预期。

**投资要点:**

- **水泥价格同比下跌致业绩下滑, 煤炭成本下降部分抵消了水泥价格下滑对业绩的影响。**公司 1-3 月合计销售水泥和熟料约 4600 万吨, 同比增长 41.5%, 销量增长来自 12 年新投产能的完全发挥、收购企业产能的并表以及产能利用率的提升(春节因素和限产保价影响了 12 年 1 季度产能利用率的发挥)。但销量的增长难以抵消水泥销售价格的下滑, 1 季度公司水泥综合销售价格为 215 元/吨, 较 12 年同期下降 57 元/吨, 同比降幅为 21.0%, 在水泥价格同比出现较大幅度下降的背景下, 受益于煤价的下跌和产能利用率的提升, 1 季度公司水泥吨净利 21.7 元/吨, 仅较 12 年同期下降 16.7 元/吨。
- **华东涨价超预期, 2 季度盈利预计将大幅改善。**3 月底以来华东水泥价格止跌企稳, 近半个多月以来, 华东水泥出现超预期上涨, 累计涨幅超 80 元/吨, 目前华东地区水泥均价已经超过 12 年 4 季度高点。考虑到 5 月底之前华东地区都将处于施工旺季, 水泥价格在目前水平稳住的概率较大, 预计 2 季度水泥吨净利将在 40 元/吨左右, 此外按照公司日均 65 万吨的出货量来计算, 2 季度水泥销量预计在 5800 万吨附近, 按此测算, 2 季度盈利同比将恢复增长。
- **逆周期持续扩张, 13 年销量将突破 2 亿吨。**公司 13 年计划资本开支 70 亿元用于生产线新建和收购, 当前公司在建生产线有乾县海螺、保山海螺、宿州海螺二线、江华海螺、益阳海螺、黔东南州海螺、砚山海螺、遵义海螺二线等熟料生产线, 预计 13 年新增熟料 1540 万吨, 新增水泥产能 2245 万吨, 13 年水泥和熟料销量有望超 2 亿吨。
- **维持强烈推荐评级。**我们预计公司 13-15 年归属于母公司股东的净利润分别为 77.5 亿元/89.9 亿元/106.4 亿元, 对应于 13-15 年 EPS 分别为 1.46 元/1.70 元/2.01 元。当前股价对应于 13 年 PE 为 13.1 倍, 考虑到公司有望通过并购整合进一步扩大市场份额, 成长性仍存, 维持强烈推荐的投资评级。

**风险提示:** 1. 协同失败; 2. 固定资产投资增速大幅放缓; 3. 产能投放超预期

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	45766	50840	55470	60300
收入同比(%)	-6%	11%	9%	9%
归属母公司净利润	6308	7754	8999	10650
净利润同比(%)	-46%	23%	16%	18%
毛利率(%)	27.8%	27.8%	29.1%	30.2%
ROE(%)	12.9%	13.7%	13.7%	14.0%
每股收益(元)	1.19	1.46	1.70	2.01
P/E	16.16	13.14	11.32	9.57
P/B	2.08	1.80	1.55	1.34
EV/EBITDA	10	9	8	7

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	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	23129	20311	26034	39078
现金	8234	6000	10570	22389
应收账款	230	247	269	292
其它应收款	655	305	279	279
预付账款	674	734	787	842
存货	4039	4383	4700	5026
其他	9298	8643	9430	10251
<b>非流动资产</b>	64394	68146	69428	68459
长期投资	2117	2250	2250	2250
固定资产	49296	55211	57140	56509
无形资产	5110	5065	5025	4985
其他	7871	5621	5012	4715
<b>资产总计</b>	87524	88458	95462	10753
<b>流动负债</b>	14521	18302	13954	15022
短期借款	996	7068	2000	2500
应付账款	5137	5871	6295	6732
其他	8389	5363	5659	5790
<b>非流动负债</b>	21826	10962	13012	13012
长期借款	5612	10612	12612	12612
其他	16214	350	400	400
<b>负债合计</b>	36347	29264	26966	28034
少数股东权益	2275	2535	2838	3195
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	11141	11141	11141	11141
留存收益	32464	40219	49217	59867
归属母公司股东权益	48901	56659	65658	76308
<b>负债和股东权益</b>	87524	88458	95462	10753

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	11509	10719	13382	15091
净利润	6462	8015	9301	11008
折旧摊销	3276	3268	3705	3971
财务费用	1002	715	975	812
投资损失	-4	-20	-30	-40
营运资金变动	860	-1501	-581	-660
其它	-87	241	12	-1
<b>投资活动现金流</b>	-8470	-7493	-4970	-2960
资本支出	6815	8000	5000	3000
长期投资	486	-165	0	0
其他	-1168	342	30	40
<b>筹资活动现金流</b>	-2671	-5459	-3843	-312
短期借款	150	6072	-5068	500
长期借款	-4161	5000	2000	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-388	0	0	0
其他	1728	-1653	-775	-812
<b>现金净增加额</b>	364	-2234	4570	11819

利润表				
会计年度	2012	2013	2014	2015
<b>营业收入</b>	45766	50840	55470	60300
营业成本	33062	36695	39345	42075
营业税金及附加	241	310	338	368
营业费用	2280	2288	2496	2714
管理费用	2173	2034	2219	2412
财务费用	1002	715	975	812
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	4	20	30	40
<b>营业利润</b>	7016	8819	10127	11960
营业外收入	1096	1200	1500	1800
营业外支出	24	0	0	0
<b>利润总额</b>	8088	10019	11627	13760
所得税	1626	2004	2325	2752
<b>净利润</b>	6462	8015	9301	11008
少数股东损益	155	260	302	358
<b>归属母公司净利润</b>	6308	7754	8999	10650
EBITDA	11294	12802	14807	16743
EPS (元)	1.19	1.46	1.70	2.01

主要财务比率				
会计年度	2012	2013	2014	2015
<b>成长能力</b>				
营业收入	-5.9%	11.1%	9.1%	8.7%
营业利润	-53.1	25.7	14.8	18.1
归属于母公司净利润	-45.6	22.9	16.0	18.3
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.8	27.8	29.1	30.2
净利率	13.8	15.2	16.2	17.6
ROE	12.9	13.7	13.7	13.9
ROIC	10.4	11.2%	12.7	14.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.5	33.5	28.4	26.2
净负债比率	23.06	68.31	63.12	62.50
流动比率	1.59	1.09	1.81	2.53
速动比率	1.31	0.84	1.46	2.17
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.58	0.60	0.59
应收账款周转率	154	136	104	104
应付账款周转率	6.49	6.67	6.47	6.46
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.46	1.70	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	1.85	2.51	2.84
每股净资产(最新摊薄)	9.23	10.69	12.39	14.40
<b>估值比率</b>				
P/E	16.16	13.14	11.32	9.57
P/B	2.08	1.80	1.55	1.34
EV/EBITDA	10	9	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-25	高运转率+低费用率傲视群雄
2012-08-19	行业经历底部带来公司整合良机
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