

2013年8月16日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元) 20.0

**公司基本资讯**

产业别	建筑建材		
A 股价(2013/8/15)	16.17		
上证综指(2013/8/15)	2081.88		
股价 12 个月高/低	21.5/12.7		
总发行股数(百万)	5299.30		
A 股数(百万)	3999.70		
A 市值(亿元)	856.90		
主要股东	安徽海螺集团有 限责任公司 (36.20%)		
每股净值(元)	9.40		
股价/账面净值	1.72		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	13.2	-5.0	9.3

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	17.62	买入
2013-4-23	17.79	买入

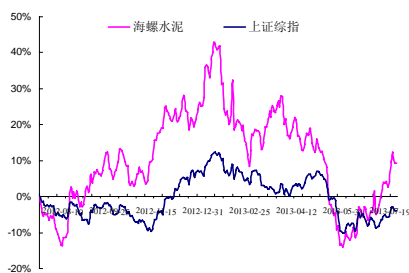
**产品组合**

水泥与熟料

**机构投资者占流通 A 股比例**

一般法人 57.2%

**股价相对大盘走势**



**海螺水泥(600585.SH / 0914.HK)**

Buy 买入

**2 季度吨毛利改善明显**

**结论与建议:**

作为国内最优秀的水泥企业, 虽然公司上半年净利润仅小幅增长, 但分季度来看, 2Q净利润增长25%, 吨毛利较前季回升17元/吨, 显示出行业景气恢复时公司较高的业绩弹性。展望2013年, 我们认为由于行业供需关系改善以及自身产能规模继续较快提升, 公司逐季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33%, A股2013年PE仅10.1倍, 估值偏低, 维持买入的投资建议

- 受益于公司产能规模增长以及市场占有率的提高, 公司2013上半年水泥和熟料合计净销量1.03亿吨, YOY增长28.3%, 实现营收236亿元, YOY增长14.7%, 实现净利润30.6亿元, YOY增长4.3%, EPS0.58元, 其中, 第二季度单季, 公司实现营收136.8亿元, YOY增长16.9%, 实现净利润20.9亿元, YOY增长25.2%, 公司业绩符合。公司净利润增速低于营收增速的主要原因在于: 1上半年公司收到的政府补贴同比下降19.1%至4.3亿元; 2所得税率较上年同期提高了3.6个百分点。
- 从毛利率情况来看, 尽管13H公司水泥熟料吨毛利64元/吨, 较上年同期下降5元/吨, 但受益于煤炭价格同比较大幅度下降, 公司综合毛利率较上年同期依然提高了1.4个百分点至28.5%。分季度来看, 公司吨水泥熟料毛利自2Q环比回升, 2Q吨毛利达到72元/吨, 环比提高17元/吨。由于8月以来水泥价格超预期的回升并且3Q12为公司盈利低点(当期吨毛利仅50元/吨), 公司业绩有望在2H13出现较快的增长。
- 展望未来, 我们维持行业供需关系改善、公司继续扩大市场份额的判断。一方面, 新增产能将大幅减少, 1H13全国新增熟料产能仅3884万吨, YOY下降57.3%, 为2006年以来同期的最低水准, 另一方面, 上半年水泥产量增长9.2%, 增速较上年同期提高了4.2个百分点, 供需关系有所改善, 随着煤炭价格的同比较大幅度下降, 我们认为2013年特别是下半年行业盈利能力较2012年是明显改善。
- 综合判断, 我们预计公司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4元/吨至71元/吨, 预计公司2013、2014年净利润分别为83.9亿元和107亿元, YOY分别增长33%和27.7%, EPS分别为1.58元和2.02元, 目前A股股价对应PE分别为10.1倍和7.9倍, PB2.7倍, H股对应PE分别为13.4倍和10.5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	8389	10710
同比增减	%	74.12%	87.80%	-45.58%	33.00%	27.66%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.747	2.187	1.190	1.583	2.021
同比增减	%	74.12%	25.20%	-45.58%	33.00%	27.66%
A 股市盈率(P/E)	X	9.2	7.3	13.5	10.1	7.9
H 股市盈率(P/E)		12.2	9.7	17.9	13.4	10.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.50	0.25	0.35	0.45
股息率 (Yield)	%	2.18%	3.12%	1.56%	2.18%	2.80%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

- 强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	34508	48654	45766	52192	64767
经营成本	23437	29246	45766	52192	64767
营业税金及附加	163	278	38757	42692	52218
销售费用	1546	1859	33062	36288	44271
管理费用	1254	1789	241	360	447
财务费用	481	629	2280	2453	3044
资产减值损失	40	5	2173	2427	3012
投资收益	27	129	4	0	0
营业利润	7616	14960	7016	9500	12549
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	10789	13838
所得税	1724	3828	1626	2193	2864
少数股东损益	183	235	155	206	263
归属于母公司所有者的净利润	6171	11590	6308	8389	10710

## 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	7984
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	100375
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	57238
负债及股东权益合计	60412	84003	87524	96505	100375

## 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,不在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j @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j @。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。