海螺水泥：毛利率提升 合市场预期

海螺水泥（600585.SH）

推荐 维持推荐

核心观点：

1. 事件

海螺水泥发布了 2013 年中期报告，上半年实现营业收入 232.09 亿元，较上年同期上升 14.33%；归属于上市公司股东的净利润为 30.60 亿元，较上年同期上升 4.89%；EPS 为 0.58 元。

2. 我们的分析与判断

价格下滑导致公司利润下滑。受到今年上半年整体宏观环境下行和水泥市场需求回落的不利影响，水泥行业竞争激烈。公司作为行业龙头企业，调整战略以增加销量为主，从而使得价格大幅下滑。上半年公司销量 1.03 亿吨，同比增长 28.30%，综合价格为 225.33 元/吨，同比去年的 252.01 元/吨，下降了 26.68 元/吨，吨毛利为 64.20 元/吨，较去年下滑了 4.06 元/吨。

综合成本较上年有较大幅度的下降，下降幅度 23.15 元/吨。从成本构成来看，燃料及动力成本同比下降 22.58 元/吨，降幅为 18.08%，主要是因为煤炭价格下降，煤电消耗等主要指标优化；折旧费用同比下降 2.55%，主要是由于公司销量增加，固定成本得到进一步摊薄。今年上半年公司的综合成本为 160.59 元/吨，同比下降 23.15 元/吨，降幅为 12.60%。

公司上半年产能投放有所放缓，新增水泥产能达到了 1210 万吨。公司今年上半年投产了 3 条 5000t/d 熟料生产线以及 11 台水泥磨，新增熟料产能 540 万吨、水泥产能 1,210 万吨。目前公司国内在建的生产线还有 2 条大约 300 万吨的产能，将在下半年投产。同时，公司首个海外项目——印度尼西亚南加水泥项目于去年底动工后进展顺利，部分工程子项已开始设备安装。

收购步伐慢于我们的预期，我们认为未来收购将成为公司的主要扩张方式。我们认为在全国水泥产能严重过剩的情况下，公司未来将会加大收购的步伐，以增加市场占有率。

今年 9 月价格或企稳回升，未来需要时间消化过剩产能。我们预计 9 月价格将会有回暖，但是上涨幅度不会太高。由于我国水泥产能严重过剩，未来还需要一段时间来消化过剩产能。

分析师
洪亮
☎：010-66568750
✉：hongliang@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511010005

特此鸣谢
岳思铭
☎：010-83574081
✉：yuesiming@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2013.08.15
A 股收盘价(元)	16.17
A 股一年内最高价(元)	22.10
A 股一年内最低价(元)	11.88
上证指数	2321.58
市净率	1.75
总股本（万股）	529930.26
实际流通 A 股(万股)	399970.26
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	646.75

相对指数表现图

资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

给予“推荐”的投资评级，看好公司的发展。虽然目前水泥行业处于全行业过剩的状况，但公司作为行业的龙头企业，具有较强的成本优势和规模效应，在全行业接近亏损的情况下，公司的吨净利依然有 20 元以上，我们认为公司未来将成为水泥行业整合的主导者，并将延伸至海外市场。预计公司 13/14/15 年的 EPS 为 1.27/1.49/1.91 元，给予“推荐”投资评级。

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E	利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	8028	11217	16993	23785	**营业收入**	**48654**	**53664**	**61743**	**72555**
应收款项	12121	10382	13147	15853	营业成本	29246	40194	46308	53744
存货净额	4378	4887	5693	7019	营业税金及附加	278	283	323	392
其他流动资产	1246	1754	1932	2166	销售费用	1859	2501	2668	3096
流动资产合计	**25850**	**28317**	**37842**	**48900**	管理费用	1789	2118	2365	2754
固定资产	49174	52722	54852	55953	财务费用	629	988	936	972
无形资产及其他	4468	4246	4023	3801	投资收益	129	57	71	86
投资性房地产	4113	4113	4113	4113	资产减值及公允价值变动	(20)	(50)	(36)	(36)
长期股权投资	399	399	399	399	其他收入	0	0	0	0
资产总计	**84003**	**89797**	**101229**	**113165**	营业利润	14960	7588	9178	11646
短期借款及交易性金融负债	3311	100	2221	1877	营业外净收支	692	500	300	497
应付款项	5092	7570	8049	9567	**利润总额**	**15652**	**8088**	**9478**	**12144**
其他流动负债	8588	9531	11630	13833	所得税费用	3828	1213	1422	1822
流动负债合计	**16991**	**17200**	**21900**	**25277**	少数股东损益	235	121	142	182
长期借款及应付债券	19239	19239	19239	19239	**归属于母公司净利润**	**11590**	**6754**	**7914**	**10140**
其他长期负债	932	1223	1505	1763					
长期负债合计	**20170**	**20462**	**20744**	**21002**	**现金流量表（百万元）**	**2012**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
负债合计	**37162**	**37663**	**42644**	**46279**	**净利润**	11590	6754	7914	10140
少数股东权益	2002	2095	2209	2356	资产减值准备	(35)	241	16	8
股东权益	44840	50039	56376	64531	折旧摊销	2571	4891	5541	6079
负债和股东权益总计	**84003**	**89797**	**101229**	**113165**	公允价值变动损失	20	50	36	36
					财务费用	629	988	936	972
关键财务与估值指标	**2012**	**2013E**	**2014E**	**2015E**	营运资本变动	(3386)	4675	(872)	(280)
每股收益	2.19	1.27	1.49	1.91	其它	232	(147)	97	138
每股红利	0.35	0.29	0.30	0.37	**经营活动现金流**	**10993**	**16463**	**12733**	**16121**
每股净资产	8.46	9.44	10.64	12.18	资本开支	(12160)	(8507)	(7501)	(7001)
ROIC	20%	11%	13%	16%	其它投资现金流	(76)	0	0	0
ROE	26%	13%	14%	16%	**投资活动现金流**	**(11607)**	**(8507)**	**(7501)**	**(7001)**
毛利率	40%	25%	25%	26%	权益性融资	55	0	0	0
EBIT Margin	32%	16%	16%	17%	负债净变化	(1198)	0	0	0
EBITDA Margin	37%	25%	25%	26%	支付股利、利息	(1830)	(1554)	(1577)	(1985)
收入增长	41%	10%	15%	18%	其它融资现金流	**11907**	**(3211)**	**2121**	**(343)**
净利润增长率	88%	-42%	17%	28%	**融资活动现金流**	5906	(4766)	544	(2328)
资产负债率	47%	44%	44%	43%	**现金净变动**	5292	3190	5776	6792
息率	2.1%	1.8%	1.8%	2.3%	货币资金的期初余额	2736	8028	11217	16993
P/E	7.4	12.7	10.8	8.5	货币资金的期末余额	8028	11217	16993	23785
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	企业自由现金流	(1280)	8342	5735	9481
EV/EBITDA	6.8	9.2	8.2	7.1	权益自由现金流	9428	4291	7060	8312

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

洪亮，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

A 股：海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻 A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn