

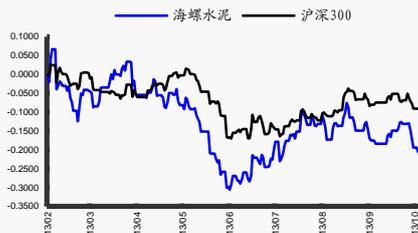
研究所

 证券分析师: 卜忠东 S0350513050002
0755-83707385 buzd01@ghzq.com.cn

盈利能力逐季提升, 四季度增长可期

——海螺水泥(600585) 2013 三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
海螺水泥	-3.7	3.2	-13.1
沪深300	-1.2	1.6	3.0

市场数据

2013-10-28

当前价格(元)	14.54
52周价格区间(元)	11.88-22.1
总市值(百万)	77051.86
流通市值(百万)	58155.68
总股本(万股)	529930.26
流通股(万股)	399970.26
日均成交额(百万)	448.13
近一月换手(%)	8.15

相关报告

 国海证券 * 公司研究 * 海螺水泥中报点评:
下半年增速有望加快 亮点在东部和中部 *
建材行业 * 卜忠东

合规声明

 国海证券股份有限公司持有该股票未超过
该公司已发行股份的1%

投资要点:

- 前三季度业绩快速增长** 公司2013年前三季度实现主营业务收入370.08亿元,同比增长14.76%;归属于上市公司股东的净利润为53.84亿元,同比增长36.82%;每股盈利1.02元。经营活动产生的现金流量净额为101.17亿元,同比增长19.63%。
- 盈利能力同比继续回升 期间费用率微降** 2013年前三季度销售毛利率为30.03%,同比提升4.53个百分点;销售净利率15.24%,同比提升2.79个百分点。期间费用率同比下降0.19个百分点。导致公司销售净利率增速低于毛利率增速的主要原因是公司综合所得税率由去年前三季度20.15%提升到今年的22.65%。
- 2013年盈利能力逐季提升 预计四季度业绩有望继续改善** 公司2013年第三季度销售毛利率为33.16%,较二季度销售毛利率环比提升2.57个百分点;第三季度销售净利率为18.41%,环比提升2.55个百分点。公司2013年单季度每股收益分别为0.18元、0.39元、0.44元。预计第四季度的业绩有望继续改善。
- 营运能力继续提升** 2013年前三季度,公司应收账款周转率为173.86,较上年同期的112.52同比提升了54.51%;应收账款周转天数为1.55天,接近公司2004年中报的历史最低点(1.46)。公司存货周转率为6.71,较上年同期的5.51同比提升了21.78%,营运能力呈现向好态势。
- 扩张有序推进 预收款同比增长49.38%** 2013年三季度末,公司在建工程余额较年初增加39.65%,工程物资余额较年初增加31.14%,主要是公司海外及国内工程项目投资增加,公司继续保持产能扩张和市场拓展态势;公司预收账款余额较年初增加49.38%,主要是客户预交货款增加,也预示了公司业绩增长有望持续。
- 四季度公司增速有望加快** 四季度是水泥行业旺季,预计公司有望继续受益于其所处区域的景气提升和环保限产导致的产品提价,第四季度业绩增速有望加快。

- **维持增持评级** 预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.66 元、1.85 元和 2.01 元，对应当前股价的市盈率分别为 8.8 倍、7.8 倍和 7.2 倍。维持增持的投资评级。
- **风险提示** 原材料价格波动，固定资产投资增速下滑、房地产调控政策进一步从严，以及公司相关项目进展的不确定性等，均可能对公司业绩构成一定的不确定性影响。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	45766	50400	55930	61250
增长率(%)	-6%	10%	11%	10%
净利润（百万元）	6308	8784	9781	10636
增长率(%)	-46%	39%	11%	9%
摊薄每股收益（元）	1.19	1.66	1.85	2.01
ROE(%)	12.33%	15.26%	15.13%	14.70%

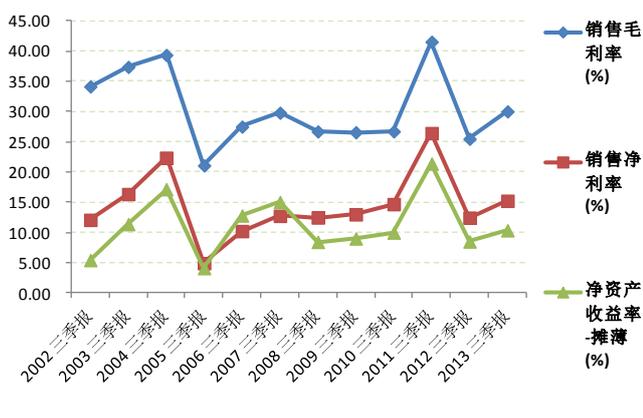
1、2013 年前三季度公司业绩快速增长 预计第四季度增速有望继续提升

公司 2013 年前三季度实现主营业务收入 370.08 亿元，同比增长 14.76%；归属于上市公司股东的净利润为 53.84 亿元，同比增长 36.82%；每股盈利 1.02 元。经营活动产生的现金流量净额为 101.17 亿元，同比增长 19.63%。其中第三季度公司营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别较去年同期增加 141.61%、132.92%、128.37%，同比增速较今年上半年显著加快。公司业绩的快速增长主要受益于报告期内产品销量和价格的同比增长。鉴于第四季度为传统的旺季，预计公司增速有望继续提升。

1.1、销售毛利率和销售净利率同比均有所提升，期间费用率同比微降

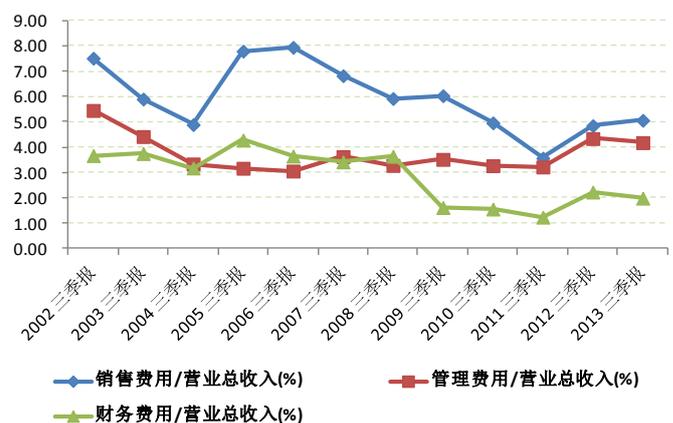
2013 年前三季度销售毛利率为 30.03%，同比提升 4.53 个百分点；销售净利率 15.24%，同比提升 2.79 个百分点。具体见下图 1。导致公司销售净利率增速低于毛利率增速的主要原因是公司综合所得税率同比提升了 2.5 个百分点，综合所得税率由去年前三季度 20.15%提升到今年的 22.65%。

图 1、公司三季报盈利能力变化



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、公司三季报费用控制情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

2013 年前三季度，公司期间费用率同比微幅下降 0.19 个百分点，其中销售费用率同比略微上升 0.21 个百分点，管理费用率和财务费用率则分别同比小幅下降 0.16 个百分点和 0.24 个百分点。

1.2、公司业绩的环比改善明显，预计公司四季度业绩有望持续向好

从下图 3、图 4 可发现：今年第三季度公司营业收入同比增长 14.83%，环比下降 14.83%；扣非后归属母公司股东的净利润同比增长 128.37%，环比增长 11.32%。虽然第三季度的营业收入同比增速低于今年二季度，但第三季度公司归属母公司股东的净利润因盈利能力的提升而加快增长。公司第一季度每股收益为 0.18 元，第二季度每股收益 0.39 元，第三季度每股收益 0.44 元。今年公司各季度业绩环比明显改善。

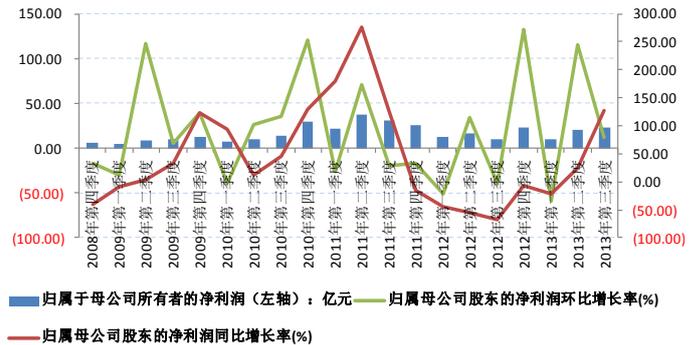
分季度看，公司 2013 年第三季度销售毛利率为 33.16%，较二季度销售毛利率环比提升 2.57 个百分点；第三季度销售净利率为 18.41%，环比提升 2.55 个百分点。2013 年以来公司单季度的销售毛利率、销售净利率、净利润均呈现逐季改善的态势。具体见下图 5、图 6。

图 3、公司单季度营业收入及同比、环比增速



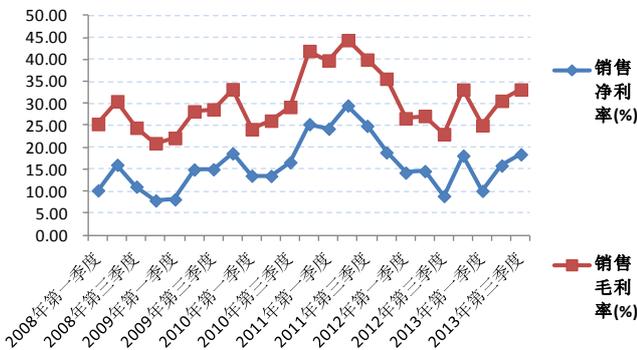
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、公司单季度净利润及同比、环比增速



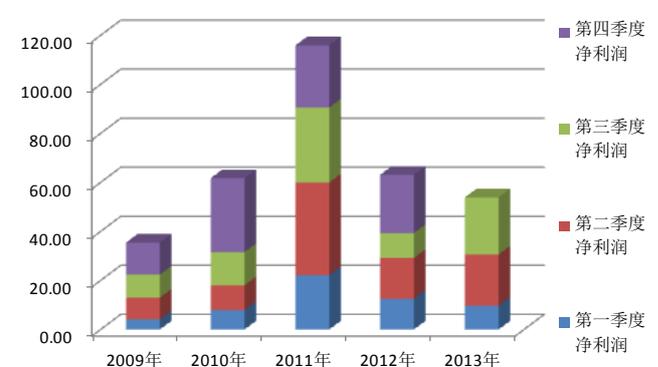
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、公司单季度销售毛利率及销售净利率



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、公司净利润的季度变化（单位：亿元）

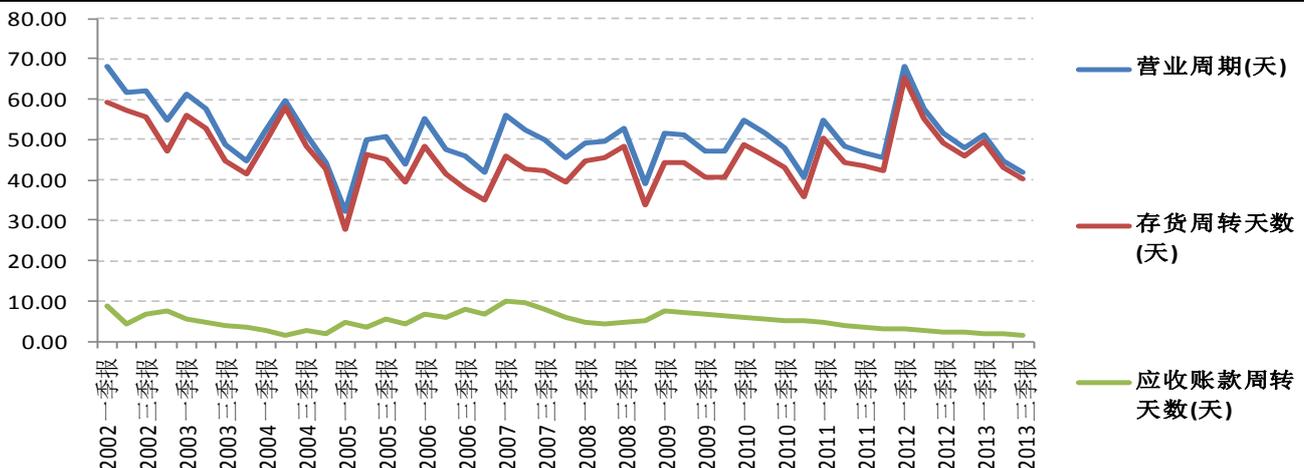


资料来源：WIND、国海证券研究所

1.3、营运能力继续改善

2013 年前三季度，公司应收账款周转率为 173.86，较上年同期的 112.52 同比提升了 54.51%；应收账款周转天数为 1.55 天，接近公司 2004 年中报的历史最低点（1.46）。公司存货周转率为 6.71，较上年同期的 5.51 同比提升了 21.78%，营运能力呈现向好态势。

图 7、公司 2002 年以来的营运能力变化



资料来源：wind，国海证券研究所

2013年三季度末，公司在建工程余额较年初增加 39.65%，工程物资余额较年初增加 31.14%，主要是公司海外及国内工程项目投资增加；公司继续保持产能扩张和市场拓展态势。三季度末，公司预收账款余额较年初增加 49.38%，主要是客户预交货款增加，也预示了公司业绩增长有望持续。

2、公司第四季度有望受益于消费旺季的来临及环保限产导致的提价

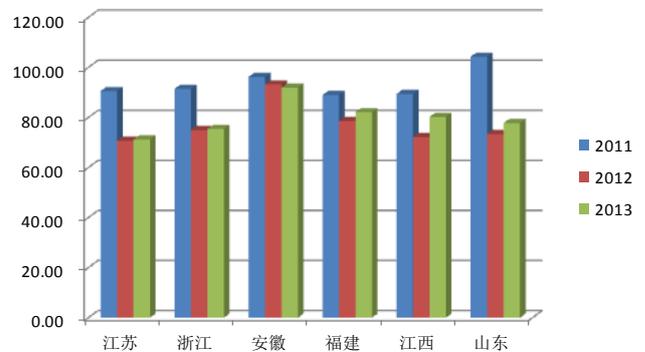
公司 2013 年业绩的显著增长，得益于其产品销量和价格的提升；成本端煤炭价格的同比下降，也对公司业绩增长有所贡献。图 8 为 2013 年 9 月重点联系水泥企业的销量、销售率，可见 2013 年水泥销售率呈现持续上升态势，图 9、图 10、图 11 为华东、华南和西南地区的水泥熟料产能利用率，可见 2013 年前 9 月华东、华南、西南地区的产能利用率情况好于上年同期。在行业景气提升的背景下，公司凭借其成本优势和管理优势，取得了更快的增长。

图 8、重点联系水泥企业的当月销量和销售率



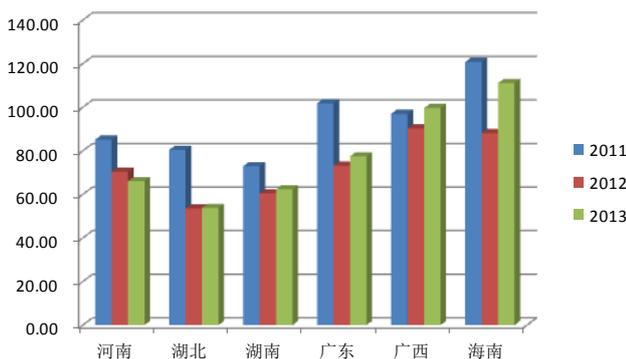
资料来源：中国建材信息总网、国海证券研究所

图 9、2013 年 9 月华东新型干法水泥熟料产能利用率



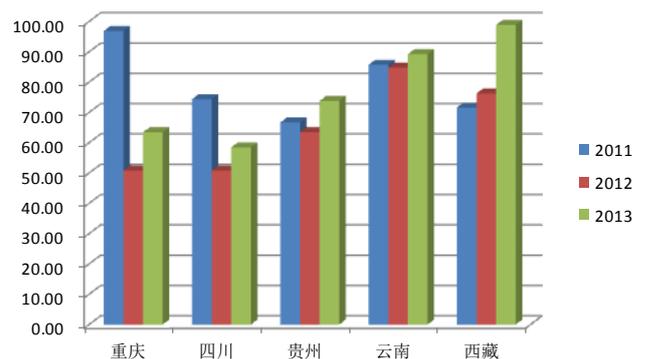
资料来源：中国建材信息总网、国海证券研究所

图 10、2013 年 9 月华南新型干法水泥熟料产能利用率



资料来源：中国建材信息总网、国海证券研究所

图 11、2013 年 9 月西南新型干法水泥熟料产能利用率



资料来源：中国建材信息总网、国海证券研究所

由于第四季度是水泥行业的销售旺季，且在 PM2.5 治理力度加大的情况下，不排除第四季度水泥企业因环保限产的可能，预计公司有望受益于第四季度的销售旺季及环保限产导致的提价，公司业绩增速有望加快。

3、风险提示

原材料价格波动，固定资产投资增速下滑、房地产调控政策进一步从严，以及公司相关项目进展的不确定性等，均可能对公司业绩构成一定的不确定性影响。

表 1、盈利预测

证券代码:	600585.sh				股票价格:	14.54	投资评级:	增持		日期:	2013/10/28	
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E			
盈利能力					每股指标							
ROE	12%	15%	15%	15%	EPS	1.19	1.66	1.85	2.01			
毛利率	29%	33%	33%	33%	BVPS	9.23	10.39	11.68	13.09			
期间费率	12%	12%	12%	12%	估值							
销售净利率	14%	17%	17%	17%	P/E	12.22	8.77	7.88	7.24			
成长能力					P/B	1.58	1.40	1.24	1.11			
收入增长率	-6%	10%	11%	10%	P/S	1.68	1.53	1.38	1.26			
利润增长率	-46%	39%	11%	9%								
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E			
总资产周转率	0.52	0.54	0.55	0.56	营业收入	45766	50400	55930	61250			
应收账款周转率	198.66	182.50	182.50	182.50	营业成本	32447	33810	37600	41250			
存货周转率	8.03	8.03	8.03	8.03	营业税金及附加	241	265	294	322			
偿债能力					销售费用	2280	2267	2514	2733			
资产负债率	42%	39%	36%	34%	管理费用	2173	2217	2460	2694			
流动比	1.59	1.74	2.06	2.43	财务费用	1002	1417	1357	1292			
速动比	1.31	1.45	1.76	2.11	其他费用/(-收入)	7	0	0	0			
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业利润	7016	10425	11706	12959			
现金及现金等价物	8234	9772	14245	20039	营业外净收支	1072	850	850	850			
应收款项	230	276	306	336	利润总额	8088	11275	12556	13809			
存货净额	4039	4241	4717	5174	所得税费用	1626	2266	2524	2900			
其他流动资产	10626	11691	12962	14185	净利润	6462	9009	10032	10909			
流动资产合计	23129	25872	32122	39625	少数股东损益	155	225	251	273			
固定资产	49296	51215	52014	51763	归属于母公司净利润	6308	8784	9781	10636			
在建工程	2395	4195	5195	6695	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E			
无形资产及其他	5110	5110	4599	4088	经营活动现金流	11509	11154	11493	12485			
长期股权投资	2117	2117	2117	2117	净利润	6462	9009	10032	10909			
资产总计	87524	93986	101523	109765	少数股东权益	155	225	251	273			
短期借款	996	996	996	996	折旧摊销	3276	3592	3712	3711			
应付款项	5151	5410	6016	6600	公允价值变动	3	0	0	0			
预收帐款	986	1086	1205	1319	营运资金变动	1613	(1672)	(2502)	(2408)			
其他流动负债	7389	7389	7389	7389	投资活动现金流	(8470)	(3719)	(1799)	(1249)			
流动负债合计	14521	14880	15605	16304	资本支出	(4107)	(3719)	(1799)	(1249)			
长期借款及应付债券	21080	20810	20524	20349	长期投资	(1719)	0	0	0			
其他长期负债	746	746	746	746	其他	(2644)	0	0	0			
长期负债合计	21826	21556	21270	21095	筹资活动现金流	(1501)	(2905)	(3220)	(3366)			
负债合计	36347	36436	36875	37399	债务融资	1991	(270)	(286)	(175)			
股本	5299	5299	5299	5299	权益融资	122	0	0	0			
股东权益	51176	57550	64648	72366	其它	(3614)	(2635)	(2934)	(3191)			
负债和股东权益总计	87524	93986	101523	109765	现金净增加额	1538	4530	6474	7870			

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

卜忠东，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
梁铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号4楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
赵洁	021-68591565	18917703196	zhaoj04@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5513761	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhaoj04@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
李芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn