



业绩改善继续，4 季增长确定

——海螺水泥（600585）2013 年 3 季报点评

2013 年 10 月 29 日

推荐/维持

海螺水泥

财报点评

赵军胜 建筑建材行业分析师

执业证书编号：S1480512070003

010-6655 4088

zhaojs@dxzq.net.cn

事件：

2013 年前三季度公司实现营业收入 370.08 亿元，同比增长 14.76%；营业利润为 66.12 亿元，同比增长 52.25%；利润总额为 72.93 亿元，同比增长 45.10%；归属于上市公司股东的净利润为 53.84 亿元，同比增长 36.82%；实现每股收益为 1.02 元。

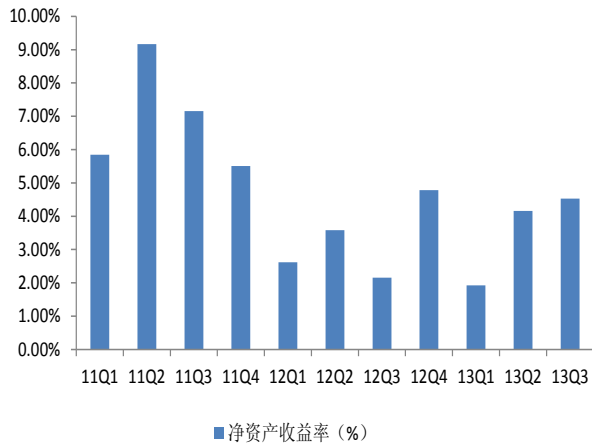
公司分季度财务指标评论：

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
营业收入（百万元）	13678.99	8859.50	11699.66	11687.74	13519.31	9905.80	13681.29	13420.93
增长率（%）	12.58%	-4.89%	-10.09%	-7.59%	-1.17%	11.81%	16.94%	14.83%
毛利率（%）	35.61%	26.61%	27.14%	23.01%	33.15%	25.02%	30.59%	33.16%
期间费用率（%）	10.74%	11.53%	10.96%	11.80%	13.11%	13.27%	10.44%	10.54%
营业利润率（%）	24.19%	14.65%	15.49%	10.54%	19.77%	11.23%	18.44%	22.18%
净利润（百万元）	2578.51	1262.39	1707.83	1042.99	2449.01	1000.55	2169.42	2471.30
增长率（%）	-16.02%	-44.08%	-55.53%	-66.86%	-5.02%	-20.74%	27.03%	136.94%
每股盈利（季度，元）	0.478	0.236	0.315	0.192	0.448	0.183	0.394	0.439
资产负债率（%）	44.24%	41.17%	41.83%	42.78%	41.53%	40.17%	39.23%	38.24%
净资产收益率（%）	5.50%	2.62%	3.58%	2.15%	4.79%	1.93%	4.16%	4.53%
总资产收益率（%）	3.07%	1.54%	2.09%	1.23%	2.80%	1.15%	2.53%	2.80%

- 海螺水泥的净利润增长符合我们 9 月份以来和机构交流时的判断：第三季度每股收益为 0.45 元左右。
- 第三季度量价齐升带动收入和盈利水平提升。公司水泥和熟料产品价格 7 月份略有回落之后在持续回升，3 季度综合价格为 227 元/吨，环比下降 13 元/吨，但是煤炭价格下降使得盈利水平持续提升，3 季度综合吨毛利为 75 元/吨，环比提高 2.1 元/吨。第三季度单月销量最高达到 2000 万吨，单季度销量同比增长 16.17%，公司处于满负荷运转当中。
- 产能充分利用和费用管理提升业绩增长。公司充分发挥规模化产能优势，以全负荷运转为目标，使得成本下降较快，3 季度吨成本降至 152 元左右，成本的下降和绝对优势形成公司在华东地区的市场定价权。同时在收入提升的情况下费用率也相应下降，3 季度期间费用率为 10.54%，同比下降 1.26 个百分点。
- 4 季度业绩将继续提升。10 月份以来公司水泥价格不断上涨，当前吨毛利将超过 90 元/吨，超过去年同期最高水平，同时销量继续保持旺盛状态，预计 2013 年第四季度每股收益将达到 0.62 元左右。

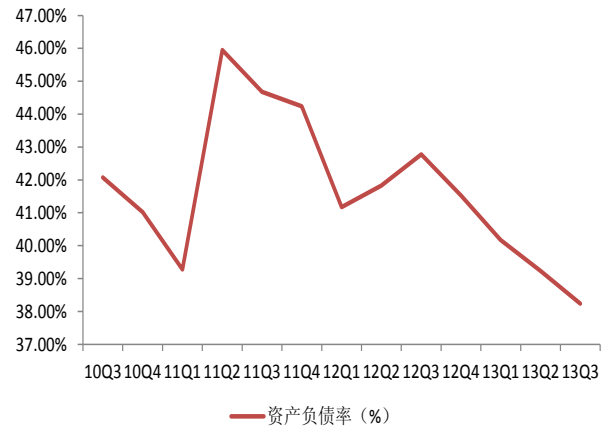
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2013 年到 2015 年的每股收益为 1.64 元、1.93 元和 2.22 元，以收盘价 15.18 元计算，对应的动态 PE 为 9 倍、8 倍和 7 倍，公司综合市场竞争力强，具有市场定价权地位、和未来广阔的发展空间，维持公司“推荐”的投资评级。

图 1：单季度净资产收益率



资料来源：wind, 东兴证券

图 2：资产负债率



资料来源：wind, 东兴证券

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产合计	25849.	23129.	24768.	32089.	40545.	营业收入	48653.	45766.	52959.	57023.	61220.	营业成本	29245.	33061.	35978.	37679.	39389.	
货币资金	8027.8	8233.7	13016.	19588.	27275.	营业税金及附加	278.35	240.51	275.39	296.52	318.35	营业费用	1859.2	2279.7	2748.6	2959.5	3177.3	
应收账款	343.47	230.37	203.13	218.72	234.82	管理费用	1789.4	2173.0	2436.1	2623.0	2816.1	财务费用	629.09	1002.0	346.02	296.78	268.26	
其他应收款	1180.2	654.64	757.53	815.66	875.69	资产减值损失	5.48	(0.08)	165.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	(14.89)	2.71	15.00	3.00	3.00	
预付款项	619.58	674.14	666.94	666.94	666.94	投资净收益	128.74	4.11	(7.00)	4.00	4.00	营业利润	14960.	7015.8	11017.	13175.	15257.	
存货	4378.4	4038.5	3450.0	3613.1	3777.1	营业外收入	703.33	1095.7	850.00	850.00	850.00	营业外支出	11.43	23.73	12.00	12.00	12.00	
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	营业外支出	11.43	23.73	12.00	12.00	12.00	利润总额	15652	8087.8	11855	14013	16095	
非流动资产合计	58153.	64394.	68281.	72518.	77233.	所得税	3827.8	1625.5	2726.8	3223.0	3701.9	净利润	11824.	6462.2	9128.9	10790.	12393.	
长期股权投资	398.67	2117.2	2117.0	2117.0	2117.0	少数股东损益	234.52	154.64	456.45	539.51	619.68	归属母公司净利润	11589.	6307.5	8672.4	10250.	11773.	
固定资产	43034.	49296.	54886.	60158.	65496.	EBITDA	18160.	11293.	15405.	17930.	20451.	BPS (元)	2.19	1.19	1.64	1.93	2.22	
无形资产	4467.9	5110.3	4599.3	4088.2	3577.2	主要财务比率												
其他非流动资产	350.86	396.86	400.00	400.00	400.00													
资产总计	84003.	87523.	93050.	104608.	117779.	成长能力												
流动负债合计	16991.	14521.	11377.	11631.	11894.	营业收入增长	40.99%	-5.94%	15.72%	7.67%	7.36%	营业利润增长	96.44%	-53.10	57.04%	19.58%	15.80%	
短期借款	845.80	995.52	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	87.80%	-45.58	37.49%	18.20%	14.86%	获利能力						
应付账款	5051.0	5137.2	2957.1	3096.9	3237.5	毛利率(%)	39.89%	27.76%	32.06%	33.92%	35.66%	净利率(%)	23.82%	13.78%	16.38%	17.98%	19.23%	
预收款项	901.08	985.71	879.79	993.83	1116.2	总资产净利润(%)		14.08%	7.38%	9.76%	10.32%	ROE(%)	25.85%	12.90%	15.06%	15.11%	14.79%	
一年内到期的非流	2465.6	1775.0	1800.0	1800.0	1800.0	偿债能力												
非流动负债合计	20170.	21826.	21865.	21865.	21865.	资产负债率(%)	44.24%	41.53%	35.54%	32.03%	28.79%	流动比率	1.52	1.59	2.18	2.76	3.41	
长期借款	9773.1	5612.2	5612.2	5612.2	5612.2	速动比率	1.26	1.31	1.87	2.45	3.09	营运能力						
应付债券	9465.6	15467.	15500.	15500.	15500.	总资产周转率	0.67	0.53	0.59	0.58	0.55	应收账款周转率	115.44	159.51	244.33	270.35	269.97	
负债合计	37161.	36347.	33243.	33497.	33760.	归属于母公司净利润	87.80%	-45.58	37.49%	18.20%	14.86%	应付账款周转率	6.46	6.49	8.89	12.45	12.44	
少数股东权益	2002.2	2274.8	2731.3	3270.8	3890.5	每股指标(元)						每股收益(最新摊薄)	2.19	1.19	1.64	1.93	2.22	
实收资本(或股本)	5299.3	5299.3	5299.3	5299.3	5299.3	每股净现金流(最新)	0.95	0.07	0.90	1.24	1.45	每股净资产(最新摊)	8.46	9.23	10.86	12.80	15.02	
资本公积	11528.	11140.	11140.	11140.	11140.	估值比率						P/E	7.01	12.91	9.39	7.94	6.91	
未分配利润	26208.	29814.	37966.	47602.	58669.	P/B	1.82	1.66	1.41	1.20	1.02	EV/EBITDA	5.28	8.59	4.63	4.73	3.77	
归属母公司股东权	44839.	48901.	57576.	67827.	79601.													
负债和所有者权益	84003.	87523.	93050.	104608.	117779.													
现金流量表	单位:百万元																	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E													
经营活动现金流	8447.3	8681.2	13513.	15043.	17074.	偿债能力												
净利润	11824.	6462.2	9128.9	0.41	10790.	资产负债率(%)	44.24%	41.53%	35.54%	32.03%	28.79%	流动比率	1.52	1.59	2.18	2.76	3.41	
折旧摊销	2571.0	3275.9	0.00	N/A	4458.2	速动比率	1.26	1.31	1.87	2.45	3.09	营运能力						
财务费用	(629.09)	(1002.0)	(346.02)	(296.78)	(268.26)	总资产周转率	0.67	0.53	0.59	0.58	0.55	应收账款周转率	115.44	159.51	244.33	270.35	269.97	
应付帐款的变化	1046.3	86.18	(2180.1)	139.79	140.57	应付账款周转率	6.46	6.49	8.89	12.45	12.44	每股指标(元)						
预收帐款的变化	137.97	84.62	(105.92)	114.05	122.44	每股收益(最新摊薄)	2.19	1.19	1.64	1.93	2.22	每股净现金流(最新)	0.95	0.07	0.90	1.24	1.45	
投资活动现金流	(10904.)	(6174.5)	(7459.9)	(8174.3)	(9118.8)	每股净资产(最新摊)	8.46	9.23	10.86	12.80	15.02	估值比率						
公允价值变动收益	(14.89)	2.71	15.00	3.00	3.00	P/E	7.01	12.91	9.39	7.94	6.91	P/B	1.82	1.66	1.41	1.20	1.02	
长期股权投资减少	(629.22)	1718.6	(0.29)	0.00	0.00	EV/EBITDA	5.28	8.59	4.63	4.73	3.77							
投资收益	128.74	4.11	(7.00)	4.00	4.00													
筹资活动现金流	9969.1	(1132.2)	(1270.7)	(296.78)	(268.26)													
应付债券增加	9465.6	6001.7	32.57	0.00	0.00													
长期借款增加	(1198.2)	(4160.9)	0.00	0.00	0.00													
普通股增加	1766.4	0.00	0.00	0.00	0.00													
资本公积增加	(2460.1)	(387.98)	0.00	0.00	0.00													
现金净增加额	7511.9	1374.4	4782.8	6571.9	7686.9													

分析师简介

赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建筑建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。