

2014年1月16日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) 20.0

公司基本资讯

产业别	建筑材料		
A 股价(2014/1/16)	16.19		
上证综指(2014/1/16)	2023.70		
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)	857.96		
主要股东	安徽海螺集团有 限责任公司 (36.20%)		
每股净值(元)	9.81		
股价/账面净值	1.65		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-6.5	9.7	-11.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	15.24	买入
2013-1-24	18.51	买入
2013-10-29	14.54	买入

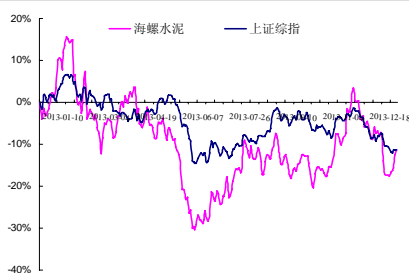
产品组合

42.5 级水泥	52.5%
32.5 级水泥	29.9%
熟料	17.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.91%
一般法人	57.16%

股价相对大盘走势



海螺水泥(600585.SH/0914.HK)

Buy 买入

4 季度业绩超预期，2013 年净利润增长 50%

结论与建议：

公司预计 2013 年度归属上市公司股东的净利润与上年同期相比增长 50% 左右，高于我们之前 40% 的预期，4 季度的净利润超预期是主要因素。经过测算，4 季度单季实现净利润达到 40.8 亿元，环比增长近 75%，同比增长近 72%，显示出行业景气恢复时公司较高的业绩弹性。展望未来，基于行业供需关系改善，我们预计公司 2014 年的利润仍将录得 23% 的增长，维持买入的投资建议。

- 公司预计2013年度归属上市公司股东的净利润较去年同期增长50%左右。我们推算公司将实现净利润94.8亿元，4度业绩的超预期增长，贡献较大，我们估算公司4季度单季实现净利润40.8亿元，环比增长75%，同比增长72%，公司单季业绩超出我们之前50%的预期。
- 2013年4季度公司净利润超过预期主要是源于公司产品主产区华东地区水泥价格普遍上涨80-100元每吨，超出我们此前50-60元每吨的预估。在旺季需求状况较好的前提下，节能限电和大企业协同控制供给致使水泥吨价格大幅上涨，同时，煤炭价格持续维持低位也有利于公司吨毛利的提升。我们预计公司4度单季吨毛利超过100元每吨，接近于2010年和2011年的最好水平。同时，我们看到，由于行业景气持续，华东地区低标号水泥均价目前达到369元每吨，较去年同期高约23%，并且华东地区的企业库存普遍处于45-55%的历史同期低位，这将有助于公司2014年1季度的业绩快速增长。
- 展望未来，我们认为2014年导致水泥行业景气超预期的基本面仍然存在。一方面，行业新增供给增速将持续下滑，预计全年新增产能增速将小于3%，低于我们8%的需求增速预估；另一方面，政策面对于水泥行业排污的控制可能进一步升级，近期《水泥工业大气污染物排放标准》落地，其力度严格也超出此前预期，显示出管理层对于高污染行业治理的决心，不排除阶段性的限产或水泥企业大规模技术改造的可能，或将进一步影响行业供给面。
- 基于2014年供需关系的持续改善的判断，我们预计公司2014年吨毛利将有望较2013年继续提升3元/吨至83元/吨，同时，我们预计公司产能方面有10%的增长，将带动销量提升约1500万吨。综合判断，预计2013、2014年净利润分别为94.8亿元和116.3亿元，YOY分别增长50%和22.6%，EPS分别为1.79元和2.19元，目前A股股价对应PE分别为8.6倍和7.0倍，H股对应PE分别为9.9倍和8.1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	9487	11628
同比增减	%	74.12%	87.80%	-45.58%	50.40%	22.57%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.747	2.187	1.190	1.790	2.194
同比增减	%	74.12%	25.20%	-45.58%	50.40%	22.57%
A 股市盈率(P/E)	X	8.3	6.6	12.2	8.6	7.0
H 股市盈率(P/E)		11.5	9.2	16.9	9.9	8.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.50	0.25	0.35	0.45
股息率 (Yield)	%	2.41%	3.44%	1.72%	2.27%	2.92%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	34508	48654	45766	57120	69888
经营成本	23437	29246	45766	57120	69888
营业税金及附加	163	278	38757	46209	56153
销售费用	1546	1859	33062	39200	47578
管理费用	1254	1789	241	394	482
财务费用	481	629	2280	2685	3285
资产减值损失	40	5	2173	2656	3250
投资收益	27	129	4	0	0
营业利润	7616	14960	7016	10911	13735
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	12200	15024
所得税	1724	3828	1626	2480	3110
少数股东损益	183	235	155	233	286
归属于母公司所有者的净利润	6171	11590	6308	9487	11628

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	15320
流动资产合计	13228	25850	23129	28605	38377
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	107712
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	3338
股东权益合计	35632	46842	51176	57239	64575
负债及股东权益合计	60412	84003	87524	96505	107712

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及意见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@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@。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。