

2014年4月29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(2014/4/28)	16.60		
上证综指(2014/4/28)	2036.52		
股价 12 个月高/低	19.1/12.7		
总发行股数(百万)	5299.30		
A 股数(百万)	3999.70		
A 市值(亿元)	879.68		
主要股东	安徽海螺集团有限责任公司 (36.20%)		
每股净值(元)	11.08		
股价/账面净值	1.50		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	5.9	4.5	-6.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

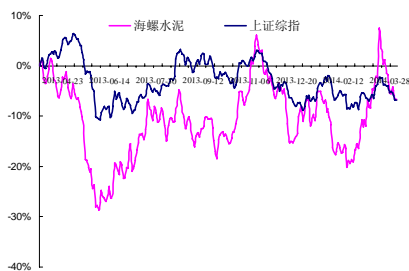
产品组合

42.5 级水泥	55.35%
32.5 级水泥	28.58%
熟料	14.11%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.6%
一般法人	56.8%

股价相对大盘走势



海螺水泥(600585.SH/0914.HK) Buy 买入/Hold 持有

1 季度业绩超预期，净利润增长 155%

结论与建议：

公司2014年实现净利24.73亿元，同比增长154.5%，高于我们之前100%的预期，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32%的增长，维持买入的投资建议。

- **一季度业绩超预期：**公司2014年一季度实现营收126.3亿元，同比增长27.5%；实现净利润24.73亿，同比增长154.5%，每股收益0.47元，超出我们之前预期。超出预期主要是由于吨毛利的提升较大。
- **吨毛利提升带动效果明显：**公司2014年一季度共实现水泥及熟料销量4795万吨，同比增长约4%，吨毛利由去年同期的54元大幅提升至90元，同比增长67%，进而推动公司综合毛利率同比增长10.6个百分点至35.6%。公司综合毛利率的提升主要源自于：1.公司产品所需的主要原料煤炭的价格持续下跌，同比约有11%的下降，使得成本有所降低；2.2014年年初水泥价格维持在高位，并且季节性的回落幅度有限，公司主产区华东、华南、华中一季度的水泥价格同比分别有17%、27%、5%的提升；3.公司的管理能力得到进一步的提升，三项费用率同比下降3个百分点至10.3%。
- **供需关系将持续改善：**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，区域供给关系将得到进一步的改善：1.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6%的需求增速预估，并且2014年新增产能主要集中在西部和西南，公司主产区区域内将无新增产能释放；2.政府对淘汰落后产能继续加码，计划今年淘汰落后产能4200万吨，并且声明要确保“十二五”淘汰任务提前一年完成，我们预计今年水泥落后产能将有望超过9000万吨，全年产能增加量将进一步收窄；3.政策面对于水泥行业的环保及质量的要求可能进一步升级，新版《水泥工业大气污染物排放标准》和《水泥窑协同处置固体废物污染控制标准》开始正式实行，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。《通用硅酸盐水泥》标准的已修订并发布征求意见稿，标准中计划将取消复合32.5强度等级水泥，标准审议工作计划于2014年6月完成，预计当此标准实施后，水泥供应量将有较大缩减，而公司主要产品为P042.5高标号水泥，有望受益。公司一季度净利润大幅增长155%，但在全年净利润占比较小，综合考虑，我们预计公司2014年净利润将增长32%。
- **沪港通将推动H/A股价差缩小：**中国证监会和香港证监会联合发布公告称沪港股市互联互通最快将于6个月内启动试点，而海螺水泥的H/A股一直处于溢价状态，溢价率最高达到60%，按4/28收盘价计，目前溢价为36%，随着沪港通开通的临近，溢价将会进一步收窄，将有益于A股股价的提升。
- **盈利预测：**基于整个行业新增供给的减少，淘汰落后产能力度的加强，供需关系得到持续改善的判断，我们预计公司2014、2015年净利润分别为123亿元和138亿，YOY分别增长31.8%和11.2%。EPS分别为2.32元和2.60元，目前A股股价对应PE分别为7.3倍和6.5倍，PB1.41倍，H股对应PE分别为10.4倍和9.3倍，PB2.02倍，对A股给予买入建议，H股基于沪港通H/A溢价持续收窄的影响，下调为持有建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	11590	6308	9380	12298	13769
同比增减	%	87.80%	-45.58%	48.71%	31.11%	11.96%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.187	1.190	1.770	2.321	2.598
同比增减	%	25.20%	-45.58%	48.71%	31.11%	11.96%
A 股市盈率(P/E)	X	7.6	13.9	9.4	7.1	6.4
H 股市盈率(P/E)		10.6	19.5	13.1	10.0	8.9
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.25	0.35	0.45	0.45
股息率 (Yield)	%	3.01%	1.51%	2.11%	2.71%	2.71%

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	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	48654	45766	55262	67075	74770
经营成本	29246	45766	55262	67075	74770
营业税金及附加	278	38757	43524	51997	57708
销售费用	1859	33062	37018	44888	50082
管理费用	1789	241	297	355	381
财务费用	629	2280	2685	2985	3215
资产减值损失	5	2173	2396	2683	2856
投资收益	129	4	-3	3	3
营业利润	14960	7016	11743	15080	17065
营业外收入	703	1096	914	1444	1430
营业外支出	11	24	25	55	65
利润总额	15652	8088	12631	16469	18430
所得税	3828	1626	2820	3739	4220
少数股东损益	235	155	431	433	440
归属于母公司所有者的净利润	11590	6308	9380	12298	13769

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	8028	8234	11256	15926	31323
应收账款	343	230	359	501	638
存货	4378	4039	3693	3837	4197
流动资产合计	25850	23129	24624	32134	40733
长期股权投资	399	2117	2372	2883	3600
固定资产	43035	49296	51527	53503	56832
在建工程	4549	2395	3137	3230	3663
非流动资产合计	58153	64394	68470	71195	77643
资产总计	84003	87524	93094	103329	118376
流动负债合计	16991	14521	14545	14829	16872
非流动负债合计	20170	21826	19784	22308	24966
负债合计	37162	36347	34329	37137	41838
少数股东权益	2002	2275	2647	3078	3511
股东权益合计	46842	51176	58765	66192	76538
负债及股东权益合计	84003	87524	93094	103329	118376

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	10492	11,508.64	15199	17024	20809
投资活动产生的现金流量净额	-10162	-8470	-12476	-10539	-11323
筹资活动产生的现金流量净额	4728	-2671	-4289	2922	5911
现金及现金等价物净增加额	5058	364	-1592	9407	15397

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，不对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和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。