

2014年8月22日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

22.0

公司基本资讯

产业别	建筑材料		
A 股价(2014/8/21)	17.55		
上证综指(2014/8/21)	2230.46		
股价 12 个月高/低	19.1/14.19		
总发行股数(百万)	5299.30		
A 股数(百万)	3999.70		
A 市值(亿元)	930.03		
主要股东	安徽海螺集团有 限责任公司 (36.78%)		
每股净值(元)	11.32		
股价/账面净值	1.55		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.1	8.4	13.6

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

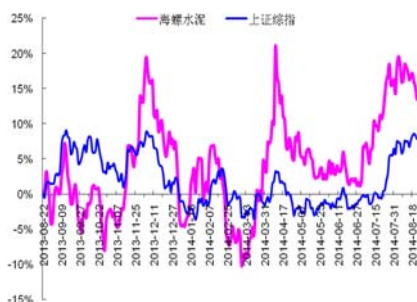
产品组合

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	1.4%
一般法人	56.0%

股价相对大盘走势



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

上半年净利润同比 90%，产能规模持续扩张

结论与建议：

公司上半年净利润同比增长90%，与业绩预告一致。一方面是由于去年基期较低，另一方面是由于公司销量的增长以及吨毛利的提升。展望未来，基于行业供需关系改善以及行业集中度的不断提升，我们预计公司2014年的利润将录得39%的增长，维持A股买入、H股持有的投资建议。

- **公司业绩：** 公司2014年上半年实现营业收入287.84亿元，同比增长22%；实现净利润58.21亿元，同比增长90%，EPS为1.1元。其中2Q公司实现营业收入161.5亿，同比增长18%，实现净利润33.48亿元，同比增长60%。
- **销量增加，吨毛利维持在较高水平：** 在今年上半年公司已通过并购增加水泥产能约1770万吨（总产能增长9%），并且公司的产能利用率持续维持在高位，带动公司上半年水泥及熟料销量同比增长10%至1.14亿吨。其中公司2Q销售水泥及熟料约6600万吨，同比增长约12%。同时，公司在吨毛利方面也有所改善，上半年煤炭价格同比下跌约20%，带动公司成本持续下降，公司主产区的水泥价格虽在5月末开始下调较多，使得公司2Q吨毛利较1Q下降6元/吨至88元/吨，但从上半年整体情况来看，公司吨毛利仍维持在90元每吨的较高水平，较去年同期提升26元/吨。
- **供需关系持续改善：** 展望未来，我们认为区域供需关系仍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%，并且2014年新增产能主要集中在西部和西南，公司主产区域内无新增产能释放；2.政府对淘汰落后产能力度不断增加，已由年初计划淘汰落后产能4200万吨增加至8211万吨，全年产能增加量将进一步收窄；3.后续PO32.5标号水泥将有望取消，水泥供应量预计将有较大幅度的缩减，而公司主要产品为PO42.5高标号水泥，有望受益；4.国家加大棚户区改造的支持力度，基建的投资也在不断增加，“微刺激”政策所带来的需求增长将会在下半年开始显现。
- **盈利预测：** 随着行业供给关系的持续改善，行业集中度的不断提升，公司销量的持续增长，我们预计2014、2015年净利润分别为131亿元和148亿，YOY分别增长39.2%和13.6%，EPS分别为2.46元和2.8元，目前A股股价对应PE分别为7.1倍和6.3倍，PB1.6倍，H股对应PE分别为9.3倍和8.2倍，PB2.1倍，对A股维持买入建议，由于H股受到H/A比价的影响（H/A目前溢价约29%），维持持有建议。

..... 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	27	19	9380	13058	14842
同比增减	%	1229.76%	-30.15%	49165.55%	39.20%	13.66%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.005	0.004	1.770	2.464	2.801
同比增减	%	786.50%	-30.15%	49165.55%	39.20%	13.66%
A 股市盈率(P/E)	X	3411.7	4884.6	9.9	7.1	6.3
H 股市盈率(P/E)		4456.1	6379.9	12.9	9.3	8.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.25	0.35	0.45	0.45
股息率 (Yield)	%	2.85%	1.42%	1.99%	2.56%	2.56%

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	69624	78467
经营成本	29246	45766	55262	69624	78467
营业税金及附加	278	38757	43524	53530	59970
销售费用	1859	33062	37018	46149	51966
管理费用	1789	241	297	369	400
财务费用	629	2280	2685	3098	3374
资产减值损失	5	2173	2396	2785	2997
投资收益	129	4	-3	3	3
营业利润	14960	7016	11743	16098	18501
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	17487	19866
所得税	3828	1626	2820	3969	4549
少数股东损益	235	155	431	460	475
归属于母公司所有者的净利润	11590	6308	9380	13058	14842

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	4983
流动资产合计	25850	23129	24624	32134	41519
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	119162
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	3538
股东权益合计	46842	51176	58765	66192	77324
负债及股东权益合计	84003	87524	93094	103329	119162

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j @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j @。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。