

2014年10月21日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

20/28

**公司基本资讯**

产业别	建筑材料		
A 股价(2014/10/21)	16.93		
上证综指(2014/10/21)	2339.66		
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)	897.17		
主要股东	安徽海螺集团有 限责任公司 (36.78%)		
每股净值(元)	11.81		
股价/账面净值	1.43		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-4.0	-3.8	8.6

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2014-08-22	17.55	买入
2014-07-03	15.76	买入

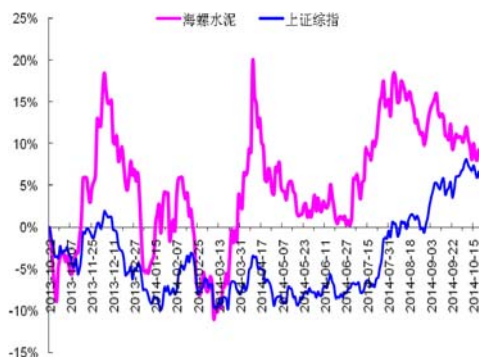
**产品组合**

42.5 级水泥	57.4%
32.5 级水泥	29.5%
熟料	12.9%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	5.4%
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/ Buy 买入**

**Q1-Q3 净利润同比增长 52%，Q3 吨毛利有所下降，符合预期**

**结论与建议：**

- **公司业绩：**公司2014年Q1-Q3实现营业收入436.8亿元，同比增长18%；实现净利润81.7亿元，同比增长51.8%，EPS为1.54元。其中3Q公司实现营业收入148.9亿，同比增长11%，实现净利润23.51亿元，同比持平。公司业绩符合预期。
- **3Q量增价跌，吨毛利有所下滑：**我们估算公司1-3Q水泥销量为1.78亿吨，同比增长10%。其中3Q销售水泥6400万吨，同比增长8.5%，吨毛利为69元/吨，同比下降6元/吨，环比下降19元/吨。公司吨毛利的下降主要是由于6-8月水泥价格持续下跌以及去年同期水泥涨价启动较早，基期较高；今年三季度末，公司主产区华东和华南区域的水泥低标号价格分别较去年同期降低25元/吨和30元/吨。
- **旺季价格上涨，吨毛利预计将环比改善：**今年受需求疲弱以及天气因素影响，水泥价格上涨启动慢于往年。9月中旬水泥价格开始止跌回升，目前水泥需求恢复较好的区域是华东、华南以及中部区域。截止到10月中旬，华东区域的低标号水泥价格涨至312元/吨，略低于去年同期的329元/吨，华南区域的低标号水泥价格涨至347元/吨，略高于去年同期的333元/吨。综合来看，考虑到公司销售区域占比影响（公司在华东销售区域占60%，华南区域占20%），我们认为公司目前的销售均价仍是低于去年同期。展望四季度，随着水泥价格的上涨，我们预计公司吨毛利将环比有所提升，考虑到后续需求提升不明显，提价动力不足，我们预计4Q公司的水泥销售均价总体将弱于去年同期的水平。我们下调了盈利预测，预计4Q净利润将同比下微降。
- **供需关系持续改善，公司通过收购提升市占率：**（1）公司将受益于区域供给关系的改善：公司水泥主要销售区域华东华南无新增产能释放，随着落后产能的不断淘汰以及环保要求的不断加强，区域供给关系持续得到改善。（2）公司将通过收购提升产能及市占率：公司上半年已通过收购增加水泥产能约600万吨，公司目前在售现金充裕（133.6亿），预计未来仍将以收购扩充产能为主。
- **盈利预测：**考虑到去年4Q以及今年上半年基期较高的因素，我们分别下调了2014/2015年的盈利预测。我们预计2014、2015年净利润分别为107亿元和116亿，YOY分别增长13.7%和9%，EPS分别为2元和2.2元，目前A股股价对应PE分别为8.5倍和7.8倍，PB1.4倍，H股对应PE分别为10倍和9.1倍，PB1.6倍，估值较低，对A股和H股继续给予买入的投资建议。

..... 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	10664	11616
同比增减	%	1229.76%	-30.15%	-13.80%	13.69%	8.92%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.005	0.004	1.770	2.012	2.192
同比增减	%	786.50%	-30.15%	-13.80%	13.69%	8.92%
A 股市盈率(P/E)	X	3411.7	4884.6	9.6	8.5	7.8
H 股市盈率(P/E)		4456.1	6379.9	11.3	9.9	9.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.25	0.35	0.45	0.45
股息率 (Yield)	%	2.85%	1.42%	2.05%	2.64%	2.64%

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	62951	69246
经营成本	29246	45766	55262	62951	69246
营业税金及附加	278	38757	43524	50061	55066
销售费用	1859	33062	37018	43388	48003
管理费用	1789	241	297	334	353
财务费用	629	2280	2685	2801	2978
资产减值损失	5	2173	2396	2518	2645
投资收益	129	4	-3	3	3
营业利润	14960	7016	11743	12893	14183
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	14282	15548
所得税	3828	1626	2820	3242	3560
少数股东损益	235	155	431	375	372
归属于母公司所有者的净利润	11590	6308	9380	10664	11616

## 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	2506
流动资产合计	25850	23129	24624	32134	39042
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	116685
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	3454
股东权益合计	46842	51176	58765	66192	74847
负债及股东权益合计	84003	87524	93094	103329	116685

## 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; @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。