

海螺水泥 (600585)

买入 (维持)

13年3季报点评: 淡季不淡, 旺季更旺

市场数据

报告日期	2013-10-28
收盘价(元)	14.54
总股本(百万股)	5299.30
流通股本(百万股)	5299.30
总市值(百万元)	77100
流通市值(百万元)	77100
净资产(百万元)	51977
总资产(百万元)	88305
每股净资产	9.36

相关报告

《海螺水泥3季报点评: 具备高安全边际的周期标的》
2012-10-25

《海螺水泥2012中报点评: 低成本优势发挥得淋漓尽致》
2012-08-15

《海螺水泥1季报点评: 低产能利用率推升单位成本、费用》
2012-04-19

分析师:

陈文

chenwyf@xyzq.com.cn

S0190512080005

021-38565950

王挺

wangting@xyzq.com.cn

S0190512040002

联系人: 钱佳佳

qianjiajia@xyzq.com.cn

021-38565440

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	45766	53058	60933	71518
同比增长(%)	-6%	16%	15%	17%
净利润(百万元)	6308	9102	10998	12380
同比增长(%)	-46%	44%	21%	13%
毛利率(%)	28%	33.4%	33.4%	32.1%
净利润率(%)	13.8%	17.2%	18.0%	17.3%
净资产收益率(%)	13.5%	17.0%	17.3%	16.5%
每股收益(元)	1.19	1.72	2.08	2.34
每股经营现金流(元)	2.17	2.56	2.86	3.37

投资要点

事件:

报告期内, 公司营业收入为 134 亿元, 较上年同期增长 15%; 归属于上市公司股东的净利润为 23.24 亿元, 较上年同期增长 128%; 每股盈利 0.44 元。1-3 季度实现营业收入 370 亿元, 增长 14.8%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 53.8 亿元, 同比增长 36.8%, EPS 为 1.02 元。1-3 季度各季度 EPS 分别为 0.18、0.40、0.44 元。

点评:

- **3 季度淡季不淡, 业绩略超预期。**公司 3 季度毛利率达到 33.2%, 同比提升 10 个百分点, 环比提升 3 个百分点, 明显强于季节性规律。我们测算公司 3 季度吨毛利达到 76 元, 环比继续提升 3 元。吨产品期间费用约 26 元, 同比和环比基本一致。吨产品净利润接近 40 元, 同比翻倍, 环比升 3 元左右。单季度经营性现金流 37.6 亿元。资产负债率持续下降至 38%, 有息负债规模持续降至 230 亿元。
- **华东、华南区域景气度持续上升。**虽然全国范围内水泥产量至今只有 9% 左右的增长, 但华南、华东区域需求端表现较好, 而这两个区域正好是海螺核心区域。以两广为代表的华南区域, 今年以来水泥需求异常旺盛, 基建及地产投资二者共振, 水泥行业景气度持续提升, 水泥价格已经接近 2011 年高点, 但由于成本端远低于当时水平, 行业景气度已经创出新高。华东区域需求虽然没有华南区域强势, 但良好的供给格局仍然推动行业景气度持续走高。

- **4 季度旺季更旺，明年确定性产销量增长，盈利能力有望稳中有升。**从目前水泥价格来看，华南区域盈利已经创新高，华东区域在逐步接近 2010 年底的超高景气进程中；核心区域 4 季度旺季成色较足。展望明年，海螺水泥依然能有 15% 左右的销量增长，由于供给端压力很小，只要宏观经济增速不出现大的下滑，行业景气度大幅下滑的概率不大，甚至稳中往上的概率不小。
- **长期来看，供给端改善的力量持续强化。**对于技术没有门槛的中游制造业，进入门槛低叠加地方政府的招商引资，必然导致行业产能过剩。但水泥行业而言，供给端改善的力量在持续强化。首先，行业市场集中度持续提升后，新增供给能有效得到控制，最典型的如华东、湖北等区域。其次，环保压力持续提升后能很大程度压抑地方政府新批生产线冲动，而且可以加快落后产能退出，京津冀区域是值得期待的区域。另外，低标号水泥的逐步取消有望得到落实，这将大大改善行业供给端。
- **维持公司“买入”评级。**我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.72、2.08、2.34 元，对应 PE 分别为 8.5\7.0\6.2 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济复苏低于预期，海外项目存在不确定性
-

表 1、海螺水泥分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	11-4Q	12-1Q	12-2Q	12-3Q	12-4Q	QOQ	2011-12	2012-12	YOY
营业收入	13679	8859	11700	11688	13519.3	-1.2%	48654	45766	-5.9%
营业成本	8808	6502	8524	8998	9037.8	2.6%	29246	33062	13.1%
毛利	4871	2358	3175	2690	4481.5	-8.0%	19408	12704	-34.5%
销售费用	610	402	561	600	716.9	17.5%	1859	2280	22.6%
管理费用	664	410	480	510	772.7	16.4%	1789	2173	21.4%
财务费用	194	209	241	269	282.8	45.4%	629	1002	59.3%
资产减值	6	0	-0	0	-0.1	-101.0%	5	-0	-101.4%
公允价值	-8	-3	-6	-3	14.9	-	-15	3	-
投资收益	4	-3	-4	-18	29.6	560.9%	129	4	-96.8%
营业利润	3309	1298	1813	1232	2673.0	-19.2%	14960	7016	-53.1%
利润总额	3476	1646	1992	1388	3061.6	-11.9%	15652	8088	-48.3%
净利润	2535	1249	1668	1018	2372.5	-6.4%	11590	6308	-45.6%
EPS	0.478	0.236	0.315	0.192	0.4	-6.4%	2.187	1.190	-45.6%
销售费用率	4.5%	4.5%	4.8%	5.1%	5.3%	0.8%	3.8%	5.0%	1.2%
管理费用率	4.9%	4.6%	4.1%	4.4%	5.7%	0.9%	3.7%	4.8%	1.1%
财务费用率	1.4%	2.4%	2.1%	2.3%	2.1%	0.7%	1.3%	2.2%	0.9%
所得税率	25.8%	23.3%	14.3%	24.8%	20.0%	-5.8%	24.5%	20.1%	-4.4%
毛利率	35.6%	26.6%	27.1%	23.0%	33.2%	-2.5%	39.9%	27.8%	-12.1%
净利润率	18.5%	14.1%	14.3%	8.7%	17.6%	-1.0%	23.8%	13.8%	-10.0%

资料来源: 天软投资系统

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn	冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。