

海螺水泥（600585）2014 年中报预增公告点评

“低基数效应”致中报盈利继续大增

2014 年 7 月 3 日

投资要点

- ❖ **2014 年中报预计归母净利润同比增长约 90%，略超预期。**公司公告预计 2014 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润将同比上升 90% 左右，对应中报归母净利润约 58.14 亿元，EPS1.10 元，略超预期（市场预期增长 80%）。
- ❖ **“低基数效应”致中报业绩继续大增，后续增速将逐季回落。**公司 2014 年上半年预计共实现水泥熟料综合销量约 1.1 亿吨，同比增长约 6.5%；由于华东地区需求增速大幅回落，公司销量增速较 2013 年上半年（+28%）同比明显下滑；公司上半年平均吨毛利预计约为 92 元（Q1/Q2 预计分别为 94/91 元），同比大幅提升 27 元，吨毛利同比大幅提升主要是去年同期华东华南地区水泥价格基数较低，因此 2014 年上半年公司销售均价同比大幅走高；其次是单位成本同比继续下降，上半年动力煤均价同比下滑 12%。综合来看，“低基数效应”是公司中报业绩继续大幅增长之主因，随着下半年基数逐渐抬高以及价格持续承压，预计公司未来两个季度业绩增速将逐步回落。
- ❖ **三季度协同之有效性将经受考验。**从房地产新开工到投资之传导效应来看，预计三季度房地产投资增速将继续下滑，叠加高温、多雨等淡季因素影响，三季度水泥行业协同之有效性势必会受到下游需求增速下滑之冲击，进而促使基本面亦将经受较大考验，预计华东华南等核心地区水泥价格将继续下行。
- ❖ **公司成本优势显著，并购及海外扩张打开增长空间。**海螺水泥吨水泥生产成本较行业平均水平低约 20-30 元/吨。强大的成本优势赋予公司更为灵活的销售策略，行业景气上行时公司可大幅提价赢得高毛利率，行业景气大幅下行时公司具有更为强大的抗风险能力；未来公司将显著受益于行业集中度的提升，后续公司的并购重组动作将成为其增长之新亮点。此外，公司国际化战略稳步推进，印尼项目已完成土建施工，印尼孔雀港粉磨站项目正式签约，此外越南、缅甸等国家亦是公司未来积极开拓之方向。
- ❖ **风险提示：**房地产投资增速断崖式下跌，下游资金紧张导致需求不达预期等。
- ❖ **盈利预测及估值：**基于对区域水泥景气走势的判断，我们维持公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 2.13/2.66/2.97 元的盈利预测，6-12 个月目标价 18 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	45766	55262	62553	71779	78141
增长率 YoY%	-5.9	20.7	13.2	14.7	8.9
净利润（百万元）	6308	9380	11309	14101	15734
增长率 YoY%	-45.6	48.7	20.6	24.7	11.6
每股收益 EPS（摊薄）（元）	1.19	1.77	2.13	2.66	2.97
毛利率%	27.8	33.0	34.1	36.0	36.5
净资产收益率 ROE%	12.9	17.9	21.4	19.5	18.7
PE	13	9	7	6	5
PB	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	10	7	6	5	4

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 7 月 2 日收盘价



买入（维持）

当前价：15.76 元

目标价：18.00 元

中信证券研究部

曾豪

电话：021-20262107

邮件：zenghao@citics.com

执业证书编号：S1010511020001

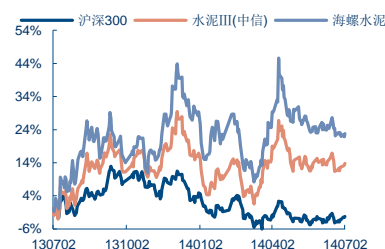
邱友锋

电话：021-20262123

邮件：qyf@citics.com

执业证书编号：S1010513080007

相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	2170.87 点
总股本/流通股本	5299.3/3999.7 百万股
近 12 月最高/最低价	19.1 元/15.1 元
近 1 月绝对涨幅	-2.65%
近 6 月绝对涨幅	2.37%
今年以来绝对涨幅	-2.3%
12 个月日均成交额	372.78 百万元

相关研究

1. 海螺水泥（600585）2014 年一季报点评—业绩略超预期，一季度实现靓丽开局(2014-04-25)
2. 海螺水泥（600585）2013 年年报点评暨跟踪快报—2014 年盈利水平有望创历史新高(2014-03-25)
3. 海螺水泥（600585）2013 年业绩预增公告点评—业绩同比大幅增长，边际供需继续改善(2014-01-15)

利润表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	45,766	55,262	62,553	71,779	78,141
营业成本	33,062	37,018	41,240	45,939	49,614
毛利率	27.76%	33.01%	34.07%	36.00%	36.51%
营业税金及附加	241	297	313	359	391
营业费用	2,280	2,685	3,090	3,517	3,829
营业费用率	4.98%	4.86%	4.94%	4.90%	4.90%
管理费用	2,173	2,396	2,715	3,086	3,360
管理费用率	4.75%	4.34%	4.34%	4.30%	4.30%
财务费用	1,002	969	979	1,009	973
财务费用率	2.19%	1.75%	1.57%	1.41%	1.25%
投资收益	4	-3	5	5	5
营业利润	7,016	11,743	14,218	17,874	19,982
营业利润率	15.33%	21.25%	22.73%	24.90%	25.57%
营业外收入	1,096	914	1,033	1,136	1,227
营业外支出	24	25	26	27	28
利润总额	8,088	12,631	15,225	18,983	21,181
所得税	1,626	2,820	3,395	4,233	4,723
所得税率	20.10%	22.32%	22.30%	22.30%	22.30%
少数股东损益	155	431	520	649	724
归属于母公司股东的净利润	6,308	9,380	11,309	14,101	15,734
净利率	13.78%	16.97%	18.08%	19.64%	20.13%
每股收益(元)(摊薄)	1.19	1.77	2.13	2.66	2.97

现金流量表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	6,308	9,380	11,309	14,101	15,734
少数股东损益	155	431	520	649	724
折旧和摊销	3,276	3,574	3,074	3,398	3,722
营运资金变动	860	748	-3,010	-1,112	-836
其他	911	1,065	1,005	1,004	966
经营现金流	11,509	15,199	12,899	18,040	20,310
资本支出	-6,815	-7,562	-8,656	-7,093	-7,093
投资收益	24	0	5	5	5
资产变卖	27	44	-30	-30	-30
其他	-1,706	-4,959	8	8	8
投资现金流	-8,470	-12,476	-8,673	-7,110	-7,110
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	953	-1,614	328	0	0
股息支出	-3,098	-2,725	-2,262	-2,820	-3,147
其他	-526	49	-979	-1,009	-973
融资现金流	-2,671	-4,289	-2,913	-3,829	-4,120
现金净增加额	368	-1,567	1,312	7,100	9,080

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	8,234	11,256	12,568	19,669	28,749
存货	4,039	3,693	4,948	5,512	5,953
应收账款	230	359	300	344	375
其他流动资产	10,626	9,317	13,964	15,884	17,236
流动资产	23,129	24,624	31,780	41,408	52,312
固定资产	49,296	51,527	56,072	59,193	61,989
长期股权投资	2,117	2,372	2,372	2,372	2,372
无形资产	5,110	6,048	6,986	7,361	7,736
其他长期资产	7,871	8,523	8,683	8,943	9,203
非流动资产	64,394	68,470	74,113	77,868	81,299
资产总计	87,524	93,094	105,893	119,276	133,611
短期借款	996	472	800	800	800
应付账款	5,137	3,852	6,186	6,891	7,442
其他流动负债	8,389	10,221	10,762	11,511	11,984
流动负债	14,521	14,545	17,748	19,202	20,226
长期负债	5,612	3,732	3,732	3,732	3,732
其他长期负债	16,214	16,052	16,052	16,052	16,052
非流动性负债	21,826	19,784	19,784	19,784	19,784
负债合计	36,347	34,329	37,532	38,986	40,010
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	11,141	10,273	10,273	10,273	10,273
股东权益合计	48,904	56,146	65,193	76,474	89,060
少数股东权益	2,275	2,647	3,168	3,817	4,541
负债股东权益总计	87,524	93,094	105,893	119,276	133,611

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	-5.9	20.7	18.1	10.0	8.9
营业利润	-53.1	67.4	42.1	7.1	11.8
净利润	-45.6	48.7	40.1	7.3	11.6
利润率 (%)					
毛利率	27.8	33.0	36.8	36.0	36.5
EBIT Margin	17.5	23.3	27.1	26.3	26.8
EBITDA Margin	24.7	29.8	31.8	31.0	31.6
净利率	13.8	17.0	20.1	19.6	20.1
回报率 (%)					
净资产收益率	12.9	17.9	21.4	19.5	18.7
总资产收益率	7.4	10.7	13.5	12.7	12.7
其他 (%)					
资产负债率	41.5	36.9	35.2	32.3	29.6
所得税率	20.1	22.3	22.3	22.3	22.3
股利支付率	21.0	19.8	20.0	20.0	20.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。