

春江水暖，海螺先知

——海螺水泥调研报告

✍ 唐笑

☎ 86-10-5836-2159

✉ tangxiao@bhzq.com

核心观点:

- 公司水泥销售环比、同比均好转
- 09年公司煤炭成本将大幅下降，毛利率有所回升

我们于近日赴公司调研，与管理层就未来公司发展进行了讨论

投资要点:

● 公司水泥销售环比、同比均好转

08年第4季度海螺销售水泥3000多万吨，比07年同期大幅增长。根据我们的调查，公司高成本的库存在08年第4季度已经基本消耗干净，2009年公司轻装上阵。

2009年1月公司销售水泥1045万吨，与08年1月份基本持平，2月份（截至2月16日）销售情况强于08年同期。我们认为，2008年的春节是在2月份，而09年的春节假期主要是在1月份，出现以上销售情况的唯一原因，就是水泥需求确实是在回暖。

● 09年公司煤炭成本将大幅下降，毛利率有所回升

公司预计2009年全年煤炭成本下降100元/吨左右，这将带来两个好处：

（1）煤炭价格下跌直接带来的水泥制造成本下降，预计100元/吨的煤炭价格下降带来水泥成本下降8元/吨，在价格不变的情况下，这将带来毛利率的提高；

（2）由于煤炭企业存货和销售的压力，煤炭企业在谈判中处于劣势，为促进煤炭销售，煤炭的质量也将上升，如此，吨水泥的煤耗将降低10Kg/t，我们测算，这又变相降低了公司的煤耗成本达6.5元/吨，在价格不变的情况下，这又带来毛利率的提高。

我们调研得知，公司正在酝酿水泥销售价格涨价，如果能够成功提价，无疑又提高了水泥的销售毛利；即使不能提价，毛利率也很可观。

● 投资建议

海螺水泥的销售旺季分为两部分：一是从2月下旬到6月份；二是第4季度，根据公司反映的情况，09年1季度将强于08年1季度，在基本面环比、同比都变好的情况下，预计水泥股的行情在4月之前将会延续。

模型计算结果：公司2008-2010年的EPS分别为1.59元、2.04元、2.65元，复合增长率达到29%。在当前水泥股估值普遍在17倍PE左右的情况下，海螺水泥作为龙头公司应该享受较高的估值溢价。给予20倍PE估值，2009年目标价：40元。

投资建议：买入

评级:

买入

上次评级:

买入

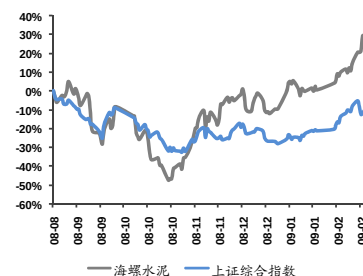
目标价格:

¥40

当前价格:

¥37.03

海螺水泥近半年来走势



公司简介

公司总部地处安徽芜湖，主要产品是水泥熟料和水泥成品，是目前亚洲第一、世界第四水泥生产企业，技术和成本优势明显，资金充裕。

最近报告

《快马加鞭，祁连山飞速向前--祁连山价值分析报告--渤海证券研究所》

《背靠中材，赛马实业挺进甘肃青海--赛马实业调研报告--渤海证券研究所》

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	16,096	18,776	22,919	24,490	33,984
(+/-)%	49%	17%	22%	7%	39%
经营利润 (EBIT)	2873	3776	3992	4946	6200
(+/-)%	128%	31%	6%	24%	25%
净利润	1519	2494	2815	3595	4681
(+/-)%	508%	64%	13%	28%	30%
每股净收益 (元)	1.21	1.59	1.59	2.04	2.65
每股股利 (元)	0.05	0.23	0.2	0.1	0.11
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	28.50%	31.16%	28.00%	30.84%	29.00%
ROE (%)	17.12%	21.60%	10.86%	12.04%	13.37%
ROIC (%)	10.78%	11.10%	8.53%	9.02%	9.61%
PE	18.45	14.01	14.00	10.96	8.42
PB	3.16	3.03	1.52	1.32	1.13
EV/EBITDA	10.11	9.90	8.31	6.50	5.16

三大表

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1339	1418	4224	7707	10655	营业收入	16096	18776	22919	24490	33984
应收票据	547	3241	4395	4697	6518	营业成本	11509	12926	16501	16936	24129
应收账款	393	230	314	335	466	营业税金及附加	105	134	147	160	226
预付款项	382	349	349	349	349	销售费用	1091	1219	1488	1590	2207
其他应收款	293	187	228	244	338	管理费用	518	721	790	857	1222
存货	1273	1563	4521	3712	3966	财务费用	523	607	841	804	734
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	3	0	0	0
长期股权投资	163	163	163	163	163	公允价值变动收益	-50	0	0	0	0
固定资产	14982	18860	19314	21533	23713	投资收益	8	4	0	0	0
在建工程	1502	1650	3325	4163	4581	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	636	1375	1375	1375	1375	营业利润	2304	3171	3151	4141	5466
无形资产	1224	1383	1337	1291	1245	营业外收支净额	283	314	314	314	314
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	2586	3485	3465	4456	5781
资产总计	22936	31041	40353	46377	54178	减：所得税	687	781	780	1025	1358
短期借款	1708	2479	0	0	0	净利润	1899	2704	3092	3952	5144
应付票据						归属于母公司的净					
	3	0	0	0	0	利润	1519	2494	2815	3595	4681
应付账款	1102	1931	2713	2784	3441	少数股东损益	381	210	277	356	462
预收款项	305	414	414	414	414	基本每股收益	1.21	1.59	1.59	2.04	2.65
应付职工薪酬	114	134	134	134	134	稀释每股收益	1.21	1.59	1.59	2.04	2.65
应交税费	535	595	595	595	595	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	1237	1555	1555	1555	1555	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	48.7%	16.7%	22.1%	6.9%	38.8%
长期借款	7169	9822	9822	11822	13822	EBIT 增长率	128.2%	31.5%	5.7%	23.9%	25.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	508.0%	64.2%	12.9%	27.7%	30.2%
负债合计	14066	19493	15795	17867	20524	盈利性					
股东权益合计	8870	11548	25918	29870	35014	销售毛利率	28.5%	31.2%	28.0%	30.8%	29.0%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	9.4%	13.3%	12.3%	14.7%	13.8%
净利润	1899	2704	3092	3952	5144	ROE	17.1%	21.6%	10.9%	12.0%	13.4%
折旧与摊销	965	1149	1573	1989	2447	ROIC	10.78%	11.10%	8.53%	9.02%	9.61%
经营活动现金流	3053	2669	2130	7287	6683	估值倍数					
投资活动现金流	-3319	-5735	-5282	-5000	-5000	PE	18.4	14.0	14.0	11.0	8.4
融资活动现金流	118	3143	5958	1196	1266	P/S	1.7	1.9	1.7	1.6	1.2
现金净变动	-148	76	2806	3483	2949	P/B	3.2	3.0	1.5	1.3	1.1
期初现金余额	1184	1339	1418	4224	7707	股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1036	1415	4224	7707	10655	EV/EBITDA	10.1	9.9	8.3	6.5	5.2

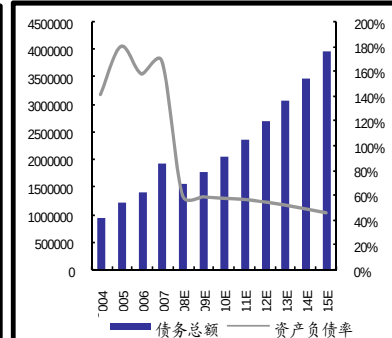
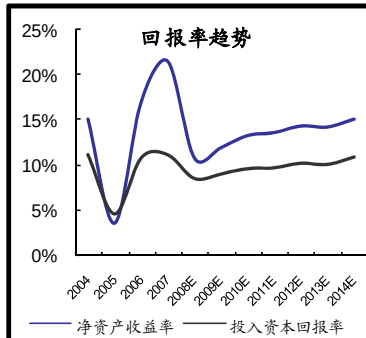
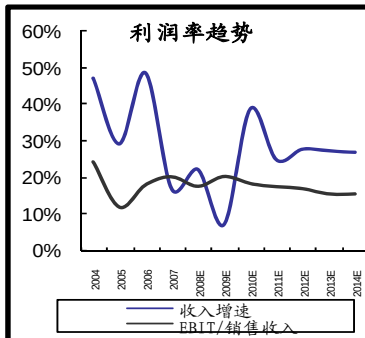
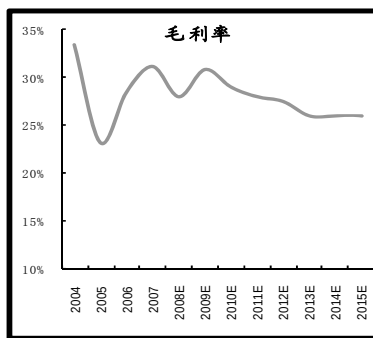
DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
--	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

EBIT	377632.9	399197.9	494572.2	620049.4	734217.8	909597.9	1052693.3	1335916.2	1688319.1	2129069.3	2495987.6
所得税	84626.6	89819.5	113751.6	145711.6	176212.3	222851.5	263173.3	333979.1	422079.8	532267.3	623996.9
NOPLAT	210962.9	293006.3	309378.4	380820.6	474337.8	558005.5	686746.4	789520.0	1001937.2	1266239.3	1596802.0
营运资金净变动	-4391.4	-134225.4	-345625.3	54173.7	-164227.4	-74464.0	-122458.2	-551207.6	-780352.2	-1039319.8	-311491.0
资本支出	-476586.4	-500000.0	-500000.0	-500000.0	-600000.0	-630000.0	-720000.0	-750000.0	-900000.0	-900000.0	-900000.0
自由现金流	-202893.7	-378938.1	133928.4	54857.2	181194.6	289894.5	-61104.8	-37843.8	-102515.1	1040873.4	1738990.2

WACC	9.8%	Ke	11.3%
永续增长率	1%	Kd	8.0%
终值	759690.7	t	22%
企业价值	9659068.0	Rf	4%
非核心资产价值	438662.8	E(Rm)	0.105
债务价值	1033973.70	Rm - Rf	6%
股权价值	8625094.4	D/A	20.8%
股本	176643.42	E/A	79.2%
每股价值	48.827714	Beta	1.13

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	8.29%	58.87	62.64	66.91	71.82	77.50
	8.79%	53.20	56.40	60.01	64.12	68.83
	9.29%	48.23	50.97	54.04	57.51	61.45
	9.79%	43.83	46.20	48.83	51.78	55.11
	10.29%	39.93	41.98	44.25	46.78	49.61
	10.79%	36.45	38.24	40.21	42.39	44.82
	11.29%	33.34	34.90	36.62	38.51	40.61



1、公司 08 年末 09 年初经营情况

我国水泥需求总体下降是在 10 月份，第 4 季度为零增长。海螺早在 8 月份已经感到阵阵寒意，9 月中下旬酝酿提价失败，4 季度上海、浙江、苏南的水泥需求同比负增长，由于公司水泥的 45%销往华东地区，对公司的整体毛利率形成很大的压力。但是公司的其他销售区域（广西、湖南、江西、安徽等地区）水泥需求依然强劲。08 年第 4 季度海螺销售水泥 3000 多万吨，比 07 年同期大幅增长。根据我们的调查，公司高成本的库存在 08 年第 4 季度已经基本消耗干净，2009 年公司将轻装上阵。

2009 年 1 月公司销售水泥 1045 万吨，与 08 年 1 月份基本持平，2 月份（截至 2 月 16 日）销售情况强于 08 年同期。我们认为，2008 年的春节是在 2 月份，而 09 年的春节假期主要是在 1 月份，出现以上销售情况的唯一原因，就是水泥需求确实是在回暖。

2、公司 2009 年经营目标

公司计划 2009 年加大销售力度，争取 2009 年水泥销售量同比增长 10%-20%。

我们认为，我国每年的水泥产量虽然很大，但是产出结构上明显不合理，日产量较低的生产线大量存在，这些生产线耗能高、污染大，逐渐被淘汰掉：先是 1000t/d 的被淘汰，然后是 1500t/d，等等。如果说以前水泥行业处于俱荣俱损的状态，今后水泥公司赚钱的模式将以成本控制为主的管理水平的较量。

2009 年下半年，海螺在西部规划的几条生产线陆续达产，预计熟料产能增加 1800 万吨左右，考虑到公司显著的成本优势，我们认为 2009 年销售量增长 15%是有保障的。

3、公司 2009 年成本将大幅下降

海螺水泥 2008 年 8 月底煤炭成本达到最高点（827 元/吨），之后煤炭成本逐渐下降，全年平均价格为 749 元/吨（含税），预计公司 2009 年全年煤炭成本下降 100 元/吨左右，这将带来两个好处：

（1）煤炭价格下跌直接带来的水泥制造成本下降，预计 100 元/吨的煤炭价格下降带来水泥成本下降 8 元/吨，在价格不变的情况下，这将带来毛利率的提高；

（2）由于煤炭企业存货和销售的压力，煤炭企业在谈判中处于劣势，为促进煤炭销售，煤炭的质量也将上升，如此，吨水泥的煤耗将降低 10Kg/t，我们测算，这又变相降低了公司的煤耗成本达 6.5 元/吨，在价格不变的情况下，这又带来毛利率的提高。

我们调研得知，公司正在酝酿水泥销售价格涨价，如果能够成功提价，无疑又提高了水泥的销售毛利。

我们的煤炭研究员认为，煤炭价格下跌还没有结束，最终煤炭价格下跌幅度将会超过公司的预期（即下跌 100 元以上），公司的毛利率也将会超过预期。

4、盈利预测与投资建议

根据 DCF 分析方法，公司的合理股价为 48.83 元/股。

模型计算结果。公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 1.59 元、2.04 元、2.65 元，复合增长率达到 29%。

我们认为，中国水泥市场将在 2015 年左右达到产量和销售高峰，在这个过程中，管理技术高超、理念先进的海螺水泥将占尽天时地利人和，目前公司账上还有 60 个亿的现金，此外还拥有 300 多亿的授信额度，在一系列市场整合中海螺水泥会做大做强。在当前水泥股估值普遍在 17 倍 PE 左右的情况下，海螺水泥作为龙头公司应该享受较高的估值溢价。给予 20 倍 PE 估值，2009 年目标价：40 元。

投资建议：买入。

我们认为，08 年底的翻番行情是市场对于 4 万亿的期待，但是对于开过年之后 4 万亿能否落实并没有底。从海螺公司反映出来的情况看，水泥需求确实回暖，这意味着大型工程项目确实在上马，于是市场开始了对水泥股的第二波炒作。

海螺水泥的销售旺季分为两部分：一是从 2 月下旬到 6 月份；二是第 4 季度，根据公司反映的情况，09 年 1 季度将强于 08 年 1 季度，在基本面环比、同比都变好的情况下，预计水泥股的行情在 4 月之前将会延续。我们会时刻关注水泥行业的销售情况。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘差别在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：行业股票指数落后大盘 10%以上。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	IT 行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	电力设备行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808		
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn