



2009年3月31日

建材行业

业绩回顾

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

审慎推荐

海螺水泥(600585.CH)

08年业绩低于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	18,776	24,228	26,436	28,639
(+/-)	23.2%	29.0%	9.1%	8.3%
主营业务利润	5,716	5,888	6,239	6,904
(+/-)	29.7%	3.0%	6.0%	10.7%
净利润	2,494	2,607	2,897	3,159
(+/-)	74.7%	4.5%	11.1%	9.0%
每股收益(RMB)	1.59	1.48	1.64	1.79
(+/-)	40.1%	-7.3%	11.1%	9.0%
市盈率	22.4	24.2	21.8	20.0
市净率	5.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.3	10.7	9.9	8.6
净资产回报率(%)	22.5%	10.5%	10.7%	10.5%
投入资本回报率(%)	9.5%	7.2%	7.8%	7.7%
股息收益率(%)	0.0%	0.8%	0.5%	0.5%
每股经营现金流	1.70	2.98	3.40	4.48
股票回购现金流	20.9	12.0	10.5	8.0

股票估值

	A股	H股
股票代码	600585.CH	914.HK
当前股价(元)	人民币35.7	港币44.55
目标价	5.96	港币40
成交量(百万股)	5.96	4.85
52周最高/最低价	人民币65.14/14.45	港币76.5/13.5
总市值(百万元)	64,622	73,252
发行股数(百万股)	1,766	1,766
其中:流通股(百万股)	526	433
主要股东(持股比例)	安徽海螺集团有限公司(35.66%)	

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600585.SH]	-3.51	+13.23	+37.68	+25.18
[上证A股指数]	+1.39	+13.18	+29.45	+25.33
[中金建材股指数]	+4.61	+18.72	+61.71	+60.64

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

08年业绩低于预期:

海螺水泥公布了08年业绩, 公司全年实现营业收入242亿, 同比增长29%; 净利润为26亿, 同比增加4.3%, 每股收益为1.48元, 同比下降7.3%, 低于我们和市场预期。分红方案为每10股派3元现金红利。

正面:

- 水泥及熟料净销量10206万吨, 同比增加19.2%, 水泥价格同比上升8.3%。东部(江浙沪闽)收入同比大幅增加42%, 市场占有率稳步提高。首次进入西部市场(川渝), 开拓新的利润增长点。
- 三项费用率下降1.2个百分点。营业费用率、管理费用率和财务费用率分别下降0.78、0.32和0.09个百分点。
- 负债率显著改善。资产负债率和净负债率分别大幅下降至40.6%和16.5%, 源于公司08年A股融资112亿。

负面:

- 四季度毛利率大幅下降13.3个百分点至20.9%, 全年毛利率下降6.2个百分点至24.9%。
- 盈利最高的三家子公司均出现净利润同比下降, 其中英德海螺下降41%。

发展趋势:

因房地产需求低迷, 基建需求释放仍需时日, 上半年整体需求将弱于去年同期。预计一季度毛利率环比继续降低, 二季度因产量释放, 水泥价格上涨动力不强, 但随成本下降和规模扩大, 毛利率有望环比改善。

估值与投资建议:

维持盈利预测。当前公司09年市盈率为21.8倍, 估值偏高。公司超过40%的收入来自东部和南部等受房地产影响较大的地区, 基建需求短期内不能弥补房地产需求下降, 水泥价格在旺季上涨动力不足。但是, 公司09年和2010年将逐步扩大中西部等盈利能力强的市场, 盈利能力将稳步改善, 维持“审慎推荐”评级。

08 年业绩低于预期

公司全年实现营业收入 242 亿，同比增长 29%；净利润 26 亿，同比增加 4.3%，每股收益为 1.48 元，同比下降 7%，低于预期 8%。扣除非经常性损益后净利润 24.2 亿。经营现金流 52.7 亿，同比增加 97.3%。分红方案为每 10 股派 3 元现金红利。

正面：

- 水泥及熟料净销量 10206 万吨，同比增加 19.2%。08 年，公司共建成 5 条 5000t/d 和 1 条 2500t/d 新型干法生产线及 19 台水泥粉磨站，全部按期投产，截至年底，熟料产能 8568 万吨，水泥产能 9460 万吨。
- 公司在江浙沪市场占有率已接近 15%。东部市场收入增长 42%，占总收入比重 43%。公司首次进入西部川渝市场，09 年以后将成为新的利润增长点。
- 所有运行产能均匹配余热发电。08 年共 24 套机组投入运行，并网发电 19.2 亿千瓦时，节约成本约 6.7 亿。09 年再有 13 套机组投产，节约成本 10 亿以上。
- 三项费用率连续第三年下降。营业费用、管理费用和财务费用同比分别增长 12%、16.7% 和 23.7%，占营业收入比重分别下降 0.78、0.32 和 0.09 个百分点，三项费用率下降 1.2 个百分点。
- 负债率显著改善。公司于 08 年 5 月完成 A 股公开发行 2 亿股，融资净额 112 亿元，偿还长期贷款 13.5 亿。资产负债率从 63% 下降至 40.6%，净负债率从 121% 下降至 16.5%。

负面：

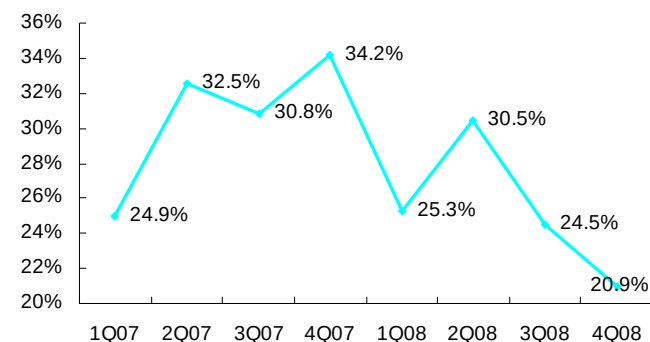
- 全年毛利率下降 6.2 个百分点至 24.9%。全年水泥价格上涨 8.3%，但煤炭平均采购价格 750 元/吨，同比大幅上涨 70%，导致水泥单位成本上升 18%，远高于价格上涨。
- 四季度毛利率大幅下降 13.3 个百分点至 20.9%，为三年来单季最低毛利率。四季度，水泥需求减弱，水泥价格环比下跌 5.8%，而成本仅下降 1.4%，导致毛利率环比下降 3.5 个百分点。
- 净利润最高的三家子公司盈利均同比下降。其中英德海螺同比下降 41%，主要因原燃料价格大幅上涨及房地产水泥需求显著下降，水泥销量和价格均受到较大影响。

图 1：分区域销售情况

区域	2008 年		2007 年		销售金额	销售
	销售金额 (千元)	比重 (%)	销售金额 (千元)	比重 (%)	增减 (%)	比重增减 (百分点)
东部区域	10,406,404	43.5	7,325,028	39.6	42.1	3.9
中部区域	5,987,365	25.0	4,636,892	25.0	29.1	0.0
南部区域	4,716,103	19.7	3,626,334	19.6	30.1	0.1
西部区域	120,311	0.5	-	-	-	-
出口	2,696,808	11.3	2,922,962	15.8	-7.7	-4.5
合计	23,926,991	100.0	18,511,216	100.0	29.3	-

资料来源：公司资料

图 2：分季度毛利率



资料来源：公司资料

上半年整体需求弱于去年同期，水泥价格上涨动力不足

公司收入 40% 以上来自江浙沪闽粤等东南部经济发达地区，受国际国内宏观经济影响很大。上半年，房地产投资难有起色，基建需求释放还需时日，该区域水泥需求将弱于去年同期。此外，水泥出口同比下降，回流国内，加剧供需矛盾。

上半年水泥价格上涨动力不足，原因有三：1) 房地产需求下降，基建需求短期不能弥补，2) 煤炭价格将环比走弱，水泥价格难以得到成本支撑，3) 旺季小水泥企业恢复生产，供给增加。

09-2010 年，增长来自中西部

09 年公司增加水泥产量 2000 万吨，主要来自 08 年投产的 6 条生产线和 09 年投产的 4 条生产线。其中 60% 的产量位于江西、湖南、广西和甘肃等中西部地区，这些地区因房地产占比低，基建需求大以及落后产能淘汰空间大，吨水泥盈利能力高于东部地区。

2010 年公司将增加水泥产量 1500 万吨，全部来自四川、甘肃、湖南和湖北等中西部地区。

估值和投资建议

维持 09-2010 年 1.64 和 1.79 元的盈利预测。当前公司 09

年市盈率为 21.8 倍，估值偏高。

公司超过 40%的收入来自东部和南部等受房地产影响较大的地区，基建需求短期内不能弥补房地产需求下降，水泥价格上涨动力不足。但是，公司 09 年和 2010 年将逐步扩大中西部等盈利水平高的市场，盈利能力将稳步改善，维持“审慎推荐”评级。

图 4: 08 年年报业绩分析

人民币 (百万元)	Quarterly data				YoY data			CICC Comments
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ %	2007	2008	
产品销量(万吨)	2057	2443	2550	3156	23.8%	8562	10206	19.2%
平均价格 (元/吨)	224	228	254	239	-5.8%	219	237	8.3%
单位成本 (元/吨)	168	159	192	189	-1.4%	151	178	18.1%
营业收入	4,615	5,583	6,478	7,553	16.6%	18,776	24,228	29.0%
营业成本	(3,447)	(3,881)	(4,893)	(5,971)	22.0%	(12,927)	(18,192)	40.7%
销售毛利	1,168	1,702	1,585	1,582	-0.2%	5,850	6,037	3.2%
毛利率 (%)	25.3%	30.5%	24.5%	20.9%	-3.5%	31.2%	24.9%	-6.2%
销售费用	(306)	(328)	(353)	(380)	7.8%	(1,219)	(1,366)	12.1%
管理费用	(175)	(169)	(203)	(294)	45.2%	(721)	(841)	16.7%
财务费用	(223)	(209)	(175)	(145)	-17.3%	(607)	(751)	23.7%
营业利润	435	981	820	752	-8.3%	3,213	2,987	-7.0%
营业外净收入	48	93	54	64	19.5%	272	259	-4.8%
税前利润	483	1,073	873	816	-6.5%	3,485	3,246	-6.9%
所得税	(12)	(179)	(157)	(219)	39.4%	(781)	(566)	-27.5%
少数股东权益	(21)	(31)	(12)	(8)	-31.8%	(219)	(73)	-66.9%
净利润	449	864	704	589	-16.3%	2,494	2,607	4.5%
净利润率 (%)	9.7%	15.5%	10.9%	7.8%	-3.1%	13.3%	25.5%	12.3%
每股收益 (元)	0.25	0.49	0.40	0.33	-16.3%	1.59	1.48	-7.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 5: 主要财务数据

损益表(人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	15,246	18,776	24,228	26,436	28,639
主营业务利润	4,407	5,716	5,888	6,239	6,904
营业费用	1,149	1,219	1,366	1,467	1,618
管理费用	499	721	841	918	994
财务费用	529	607	751	314	351
营业利润	2,238	3,169	2,987	3,540	3,941
税前利润	2,498	3,485	3,246	3,605	4,037
所得税	693	781	566	629	704
少数股东权益	377	210	73	79	173
净利润	1,428	2,494	2,607	2,897	3,159
现金流量表(人民币百万元)					
经营活动现金流	2,927	2,669	5,266	5,998	7,905
投资活动现金流	-3,333	-5,735	-6,360	-6,560	-6,995
融资活动现金流	366	3,143	6,433	-2,369	360
货币资金增加额	-41	277	5,340	-2,931	1,269
资产负债表(人民币百万元)					
流动资产	3,830	6,987	13,533	10,903	12,200
长期投资	180	163	323	323	323
固定资产	17,651	21,886	25,506	29,359	32,653
无形资产和其他资产	645	1,599	1,899	1,486	1,431
总资产	22,306	31,041	42,532	43,342	47,877
流动负债	6,560	9,600	11,174	8,460	8,952
长期负债	7,206	9,892	6,090	7,090	8,090
少数股东权益	1,488	468	472	620	793
股东权益	7,052	11,080	24,797	27,173	30,042
负债和权益	22,306	31,041	42,532	43,342	47,877
财务指标					
主营业务利润率	28.9%	30.4%	24.3%	23.6%	24.1%
息税前利润率	18.1%	20.1%	15.2%	14.6%	15.0%
净利润率	9.4%	13.3%	10.8%	11.0%	11.0%
净资产收益率	20.2%	22.5%	10.5%	10.7%	10.5%
总资产收益率	6.4%	8.0%	6.1%	6.7%	6.6%
总资产负债率	61.7%	62.8%	40.6%	35.9%	35.6%
净负债率	135.2%	121.1%	16.5%	20.2%	17.4%
流动比率	0.58	0.73	1.21	1.29	1.36
速动比率	0.40	0.57	1.04	0.96	1.06
利息保障倍数	5.23	6.22	4.90	12.29	12.24
应收帐款周转期	8	4	5	8	7
存货周转期	29	30	30	38	35

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 6: 主要假设

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
产品销量(万吨)	7551	8652	10206	12000	13000
+/- %	32.7%	14.6%	18.0%	17.6%	8.3%
平均价格(元/吨)	202	217	237	220	220
+/- %	6.2%	7.5%	9.4%	-7.2%	0.0%
单位成本(元/吨)	142	149	178	167	166
+/- %	-2.6%	5.0%	19.3%	-6.3%	-0.7%
吨水泥毛利(元/吨)	60	68	59	53	54
+/- %	35%	13%	-13%	-10%	2%
毛利率(%)	29.5%	31.2%	24.9%	24.2%	24.7%
销售收入(百万元)	15,246	18,776	24,228	26,436	28,639
+/- %	41%	23%	29%	9%	8%
净利润(百万元)	1,428	2,494	2,607	2,897	3,159
+/- %	251%	75%	5%	11.1%	9%
净利润率(%)	9.4%	13.3%	10.8%	11.0%	11.0%
每股收益(元)	1.14	1.59	1.48	1.64	1.79
+/- %	251%	40%	-7%	11.1%	9%
吨水泥净利(元)	18.9	28.8	25.5	24.1	24.3
+/- %	165%	52%	-11%	-5%	1%

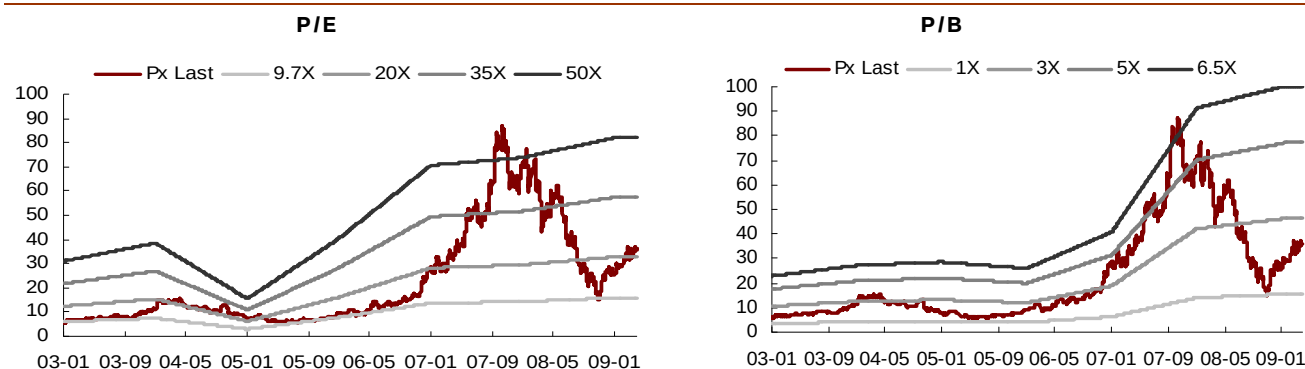
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 7：可比公司估值表

交易货币			最近一日 收盘价	市 盈 率				市 净 率				EV/EBITDA				
				2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	
水泥																
A 股																
海螺水泥	CNY	35.7	25.3	24.2	21.8	20.0	5.7	2.5	2.3	2.1	14.3	10.7	9.9	8.6		
冀东水泥	CNY	13.85	45.6	32.3	25.4	22.4	6.3	2.6	2.4	2.1	20.3	15.3	12.2	9.7		
华新水泥	CNY	22.51	31.3	19.8	17.3	15.8	5.5	2.3	2.0	1.5	11.9	11.9	12.4	10.0		
祁连山	CNY	11.66	847.3	26.2	18.0	13.5	5.1	4.4	3.5	2.8	31.6	10.2	10.5	8.2		
天山股份	CNY	14.57	43.4	23.7	16.9	13.9	3.9	3.5	2.8	2.2	12.5	12.4	9.8	8.5		
赛马实业	CNY	25.92	58.5	18.5	14.7	13.4	4.5	2.9	2.5	2.2	18.8	13.2	11.0	9.1		
青松建化	CNY	10.8	40.0	29.6	20.8	16.0	3.1	2.6	2.3	2.1	30.1	17.6	11.1	7.9		
A 股 平均			44.5	23.9	17.7	14.8	5.3	2.8	2.5	2.1	16.5	12.2	10.7	8.8		
H 股																
海螺水泥	HKD	44.55	31.5	30.2	27.2	24.9	6.3	3.2	2.9	2.6	17.1	13.2	12.1	10.5		
中国建材	HKD	11.54	24.6	15.1	15.7	13.4	3.0	2.5	2.1	1.8	17.5	11.9	10.1	8.4		
中材股份	HKD	3.93	22.7	15.4	10.2	9.4	2.0	1.8	1.7	1.6	7.6	5.0	3.1	3.2		
H 股 平均			24.6	15.4	15.7	13.4	3.0	2.5	2.1	1.8	17.1	11.9	10.1	8.4		
欧洲																
Cemex SAB de CV	USD	6.43	2.1	4.2	5.1	3.4	0.3	0.3	0.3	0.3	n.a	n.a	n.a	n.a		
Holcim	CHF	40.66	4.1	5.2	6.5	6.1	0.6	0.6	0.5	0.5	3.9	4.9	5.4	5.3		
HeidelbergCement AG	EUR	22.1	1.8	3.0	3.5	3.4	0.4	0.3	0.3	0.3	6.2	5.0	5.5	5.5		
Lafarge SA	EUR	33.505	3.5	3.5	4.4	4.3	0.5	0.5	0.4	0.4	6.1	5.4	5.8	5.6		
欧洲 平均			2.8	3.9	4.8	3.9	0.5	0.4	0.4	0.4	6.1	5.0	5.5	5.5		
印度																
ACC Ltd	INR	570	7.7	9.4	11.8	14.0	2.6	2.2	1.9	1.8	4.8	5.7	6.5	7.1		
Grasim Industries	INR	1546.05	8.1	5.8	6.4	7.8	2.2	1.6	1.2	1.1	6.1	4.2	4.6	5.1		
India Cements	INR	105.5	5.5	4.1	5.1	5.9	1.3	1.1	0.8	0.7	6.4	3.8	3.9	4.1		
Shree Cement	INR	696.8	7.1	n.a	5.2	7.0	3.9	n.a	n.a	n.a	5.7	n.a	4.0	4.4		
Ultra Tech Cement	INR	533	8.5	6.5	7.3	9.0	4.0	2.4	1.9	1.6	6.3	4.6	5.0	5.3		
Adelaide Brighton	AUD	2	9.8	9.1	8.5	7.4	1.7	1.6	1.5	1.4	6.9	6.3	5.9	5.6		
印度 平均			7.9	6.5	6.9	7.6	2.4	1.6	1.5	1.4	6.2	4.6	4.8	5.2		
亚太地区																
Asia Cement	TWD	29.55	7.9	10.3	11.3	10.8	1.2	1.2	1.1	1.1	47.9	40.2	40.9	35.4		
Taiwan Cement	TWD	27.55	10.2	15.8	14.4	12.9	1.2	1.2	1.1	1.1	24.0	25.6	21.0	19.0		
Siam City Cement	THB	126	8.3	9.4	9.2	8.4	1.8	1.8	1.8	1.7	5.6	6.4	6.3	5.8		
TPI Polene	THB	2.74	2.5	-3.8	3.8	3.8	0.1	0.1	0.1	0.1	3.7	8.3	4.1	3.7		
Indocement TP	IDR	5000	20.9	12.0	11.0	9.1	2.7	2.2	1.9	1.6	9.5	6.5	6.3	5.4		
Semen Gresik	IDR	3775	13.8	10.2	10.1	9.0	3.4	2.8	2.4	2.1	7.1	5.3	5.2	4.6		
亚太地区 平均			9.3	10.3	10.5	9.1	1.5	1.5	1.5	1.4	8.3	7.4	6.3	5.6		
石膏板及新型建材																
Saint-Gobain	EUR	20.1	3.5	4.1	5.1	5.0	0.5	0.5	0.5	0.4	4.1	4.4	4.8	4.8		
USG Corporation	USD	8.49	7.7	n.a	n.a	n.a	0.4	0.4	0.5	0.5	5.7	-711.9	-31.2	20.6		
Owens Comings	USD	9.85	9.0	8.1	10.2	7.4	n.a	n.a	n.a	n.a	5.0	5.4	5.6	5.2		
Boral Ltd	AUD	3.65	7.2	9.2	14.5	12.1	0.7	0.7	0.8	0.7	5.7	6.4	7.7	7.2		
CSR Ltd	AUD	1.215	4.6	6.0	8.4	6.9	1.0	0.8	0.8	0.8	5.9	5.8	5.6	4.8		
CRH	EUR	16.11	6.2	7.0	8.6	8.5	1.1	1.0	1.0	0.9	5.2	5.6	6.2	6.3		
平均			6.7	7.0	8.6	7.4	0.7	0.7	0.8	0.7	5.5	5.5	5.6	5.8		
玻璃纤维																
Asahi Glass	JPY	538	8.7	10.4	17.9	12.4	0.6	0.7	0.7	0.7	3.7	4.2	6.1	5.6		
Nitto Boseki	JPY	169	9.1	7.3	-5.0	29.8	0.6	0.6	0.6	0.6	3.8	3.5	5.3	4.9		
Saint-Gobain	EUR	20.1	3.5	4.1	5.1	5.0	0.5	0.5	0.5	0.4	4.1	4.4	4.8	4.8		
平均			8.7	7.3	5.1	12.4	0.6	0.6	0.6	0.6	3.8	4.2	5.3	4.9		

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 8：P/E 和 P/B 的走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。