

增 持 维 持

海螺水泥（600585）

2009 年 3 月 31 日

区域需求下滑导致毛利率下降影响公司业绩

建筑工程行业首席分析师：江孔亮

kljiang@htsec.com

021-23219422

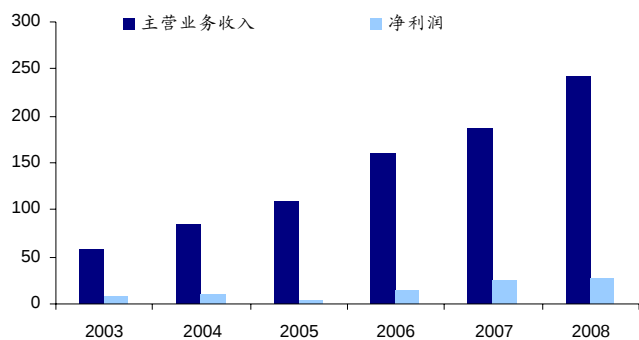
建筑建材行业助理分析师：蒲世林

pusl@htsec.com

021-23219054

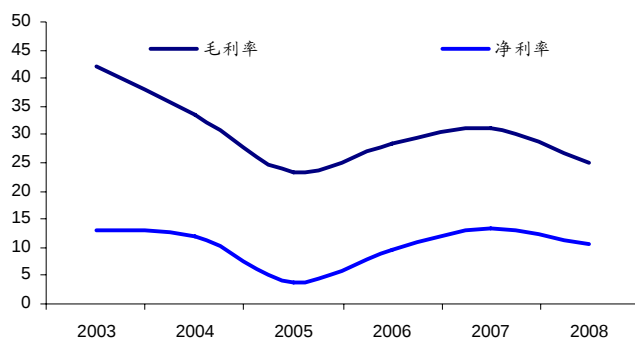
受累于需求萎缩净利润大幅下滑。公司今日公布 2008 年年报，共销售水泥和熟料 10206 万吨，同比增长 18.0%，实现营业收入 242.3 亿元，同比增长 29.0%，增速相比 2007 年提高 12.4 个百分点，主要源于熟料和水泥销量的增长以及水泥平均售价的提高。实现归属于母公司股东的净利润 26.1 亿元，同比仅增长 4.5%，增速相比 2007 年大幅回落 60 个百分点，主要源于水泥需求下滑带来的毛利率的大幅下滑，2008 年综合毛利率为 24.9%，比 2007 年下滑 6.2 个百分点。公司全年实现每股收益 1.55 元（全面摊薄每股收益 1.48 元）。

图 1 2003-2008 年收入和净利润（亿元）



资料来源：海通证券研究所

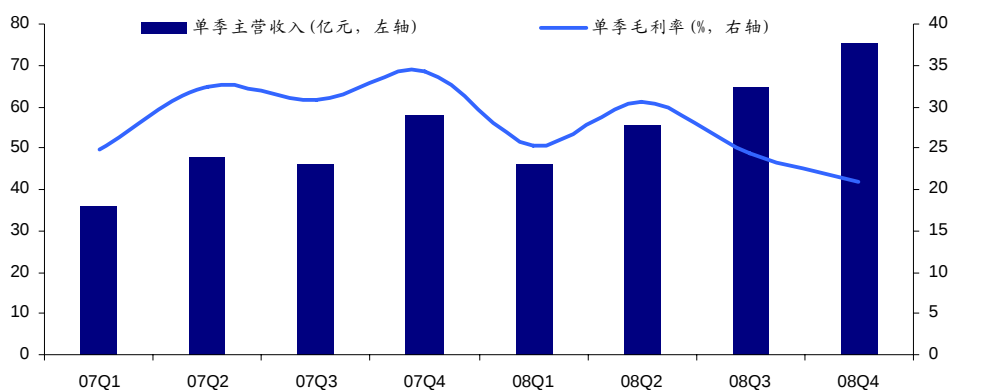
图 2 2003-2008 年毛利率和净利率（%）



资料来源：海通证券研究所

2008 年第四季度公司实行了保量不保价的策略。由于东部地区需求下滑明显，且产能相对过剩，公司 2008 年第四季度在浙江、江苏市场采取了大幅降价促销的措施，以求消化高价原材料库存，使公司能够在 2009 年轻装上阵。从单季度经营情况来看，第四季度销售情况良好，营业收入同比增长 30.1%，但毛利率出现大幅下滑，第四季度毛利率为 20.9%，同比回落 13.2 个百分点，环比回落 3.5 个百分点。

图 3 2007Q1-2008Q4 单季度收入和毛利率



资料来源：海通证券研究所

东部地区仍然是公司主要市场，水泥出口小幅下滑。从公司 2008 年各区域市场收入比重来看，东部地区收入比重达到 43.5%，比上一年提高 3.9 个百分点。公司一直推行“T”型战略，以安徽为熟料基地，江苏、上海、浙江为主要水泥市场。虽然公司加大了西部市场的开拓，但由于西部地区大部分产能尚处于在建或拟建状态，西部地区的收入占比仍然较小，仅占 0.5%。出口由于受到金融危机影响，水泥和熟料销量有所下滑，但仍高达 1200 万吨，这跟公司积极拓展俄罗斯、澳大利亚和巴西等新市场有关。出口的稳定对于缓解华东市场的压力起到了积极的作用。

2009 年资本性支出主要集中在西部市场、成为新的利润增长点。2008 年公司熟料产能达到 8600 万吨，水泥产能 9500 万吨，其中 2008 年新增熟料产能 1000 万吨，新增水泥产能 1500 万吨。

2009 年公司计划安排资本性支出约 80 亿元，用于水泥、熟料生产线以及余热发电项目的建设。公司的在建项目大都集中于西部区域，预计可于 2009 年底和 2010 年初陆续投产，预计新增熟料产能 2160 万吨，新增水泥产能 2530 万吨。

2009 年公司将加快甘肃平凉、四川达州和广元、重庆忠县等项目的建设；稳步推进安徽全椒、湖南临湘等日产 5000 吨水泥熟料生产线项目、以及安徽六安、江西赣江年产 200 万吨粉磨站等项目的工程建设；积极做好陕西礼泉和千阳等项目的开工准备和建设、以及安徽 3 条日产 12000 吨熟料生产线的相关准备工作。

我们判断公司产能扩张的西部地区的四川、重庆、湖南和陕西等地。这些地区由于需求比较旺盛，盈利能力强于东部地区，将是 2009 年公司利润增长的主要来源。但是另一方面，公司在上述地区产能的释放大多在 2009 年下半年，随着这些地区大量新增产能的释放，供需压力必然会显现。

余热发电进一步加强公司成本优势。截至 2008 年末，公司所有在运行的生产线都配备了余热发电，共有 24 套余热发电机组，装机容量达 40.3 万千瓦；报告期内并网电量达 19.2 亿千瓦时。2009 年预计将新增余热发电装机容量 19.8 万千瓦，使本集团余热发电装机容量达到 60 万千瓦，年发电量可达 45.6 亿千瓦时，大约能节约成本 10 亿元左右。但是由于目前全国范围内新建的新型干法线一般会配备余热发电，已建的生产线也有很多开始逐渐配备余热发电，我们认为余热发电的成本优势会逐渐淡化。

盈利预测和投资评级。我们认为 2009 年东部地区水泥供需形势仍然比较严峻。东部地区由于受到金融危机影响比较明显，且基础设施已比较完善，需求面难以乐观，而供给面一直存在过剩产能，未来 1、2 年毛利率水平预计仍然会徘徊低位。西部地区 2009 年供需形势将会好于东部地区，但是随着新增产能的大量释放，未来较高的毛利率水平可能难以维持。我们预测公司 2009、2010 年每股收益为 1.83、2.07 元，维持“增持”评级。

表 1 海螺水泥 1Q07—4Q08 分季度利润表

	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	2007	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008
一、营业总收入(万元)	362081	473424	461661	580444	1877610	461499	558260	647778	755290	2422827
YOY (QOQ) (%)					16.65	27.46	17.92	40.31	30.12	29.04
二、营业总成本(万元)	325420	386816	387203	461537	1560975	418045	462033	566342	683381	2129801
营业成本(万元)	271758	319484	319199	382130	1292571	344690	388066	489306	597103	1819166
毛利率 (%)	24.95	32.52	30.86	34.17	31.16	25.31	30.49	24.46	20.94	24.92
营业税金及附加(万元)	2253	2988	3940	4226	13408	2964	3336	4045	4498	14844
营业税金率 (%)	0.62	0.63	0.85	0.73	0.71	0.64	0.60	0.62	0.60	0.61
销售费用(万元)	24673	33270	30480	33501	121923	30556	32836	35257	37994	136642
销售费用率 (%)	6.81	7.03	6.60	5.77	6.49	6.62	5.88	5.44	5.03	5.64
管理费用(万元)	12496	15207	19360	25013	72076	17547	16874	20268	29433	84123
管理费用率 (%)	3.45	3.21	4.19	4.31	3.84	3.80	3.02	3.13	3.90	3.47
财务费用(万元)	14241	15867	14224	16381	60713	22287	20920	17466	14451	75124
财务费用率 (%)	3.93	3.35	3.08	2.82	3.23	4.83	3.75	2.70	1.91	3.10
三、非经营性净收益(万元)					424	37	1857	517	3278	5688
投资净收益(万元)	-44	160	126	182	424	37	1857	517	3278	5688
四、营业利润(万元)	36618	86768	74584	119089	317058	43491	98084	81953	75187	298714
加：营业外收入(万元)	5175	12000	8471	6752	32398	4989	9350	5631	6762	26732
减：营业外支出(万元)	116	120	658	63	957	146	140	252	334	872
五、利润总额(万元)	41677	98648	82396	125778	348499	48333	107294	87333	81615	324575
减：所得税费用(万元)	12283	25537	19455	20822	78098	1246	17842	15681	21853	56623
有效所得税率 (%)	29.47	25.89	23.61	16.55	22.41	2.58	16.63	17.96	26.78	17.45
六、净利润(万元)	29394	73110	62941	104956	270401	47088	89451	71651	59762	267952
销售净利率 (%)	8.12	15.44	13.63	18.08	14.40	10.20	16.02	11.06	7.91	11.06
母公司所有者净利润(万元)	22649	66777	60845	99151	249422	44960	86386	70427	58928	260701
少数股东损益(万元)	6745	6334	2096	5805	20979	2127	3065	1224	835	7251
七、每股收益										
全面摊薄每股收益 (元)	0.13	0.38	0.34	0.56	1.41	0.25	0.49	0.40	0.33	1.48

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、冀东水泥、海螺水泥。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。