



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 20 日

建材行业

研究部

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)

上半年业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	15,246	18,776	24,228	25,638	28,358
(+/-)	40.8%	23.2%	29.0%	5.8%	10.6%
主营业务利润	4,407	5,716	5,888	6,506	7,555
(+/-)	80.2%	29.7%	3.0%	10.5%	16.1%
净利润	1,428	2,494	2,607	3,185	3,763
(+/-)	250.9%	74.7%	4.5%	22.2%	18.2%
每股收益(RMB)	0.81	1.41	1.48	1.80	2.13
(+/-)	250.9%	74.7%	4.5%	22.2%	18.2%
市盈率	50.1	28.7	27.4	22.5	19.0
市净率	10.1	6.5	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	16.6	15.8	12.1	10.6	8.8
净资产回报率(%)	20.2%	22.5%	10.5%	11.6%	12.2%
投入资本回报率(%)	7.4%	9.5%	7.2%	8.5%	8.9%
股息收益率(%)	0.2%	0.0%	0.7%	0.4%	0.4%
每股经营现金流	2.33	1.70	2.98	3.49	4.75
股价/经营性现金流	17.4	23.8	13.6	11.6	8.5

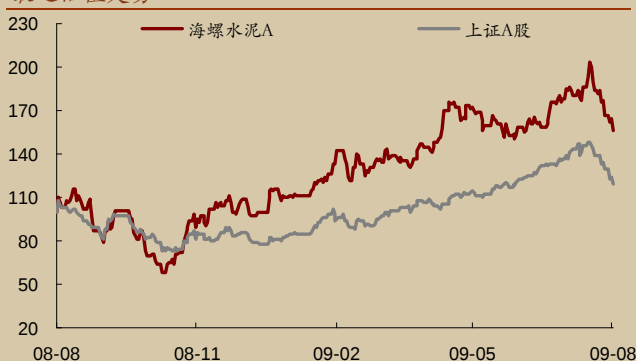
股票信息

	A股	H股
股票代码	600585.CH	914.HK
当前股价(元)	人民币40.5	港币48.3
目标价格		港币60
日成交量(百万股)	5.09	3.39
52周最高价/最低价	人民币53.13/14.45	港币61.3/13.5
总市值(百万元)	72,443	82,170
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

	1周	1月	3月	年初至今
[600585.SH]	-11.48	-15.75	-7.37	+56.19
[上证A股指数]	-10.51	-14.75	+6.70	+59.81

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

09 年上半年业绩符合市场预期:

海螺水泥公布了 09 年上半年业绩, 公司实现营业收入 112.4 亿, 同比增长 10.2%; 净利润 12.97 亿, 每股收益为 0.73 元, 同比下降 1.2%, 符合市场预期, 略高于我们预期。

正面:

- 上半年水泥及熟料净销量 5433 万吨, 同比增长 20.5%。全年销量有望超出我们 1.2 亿吨的预测。
- 财务费用同比下降 57%, 财务费用率下降 2.6 个百分点, 因银行贷款较上年同期大幅减少及贷款利率下降。
- 2010 年中西部(四川、湖南、湖北和甘肃)高盈利能力产能投产, 贡献 1500 万吨产量。

负面:

- 毛利率同比下降 2.88 个百分点。虽然单位成本较去年同期下降 4.3%, 但水泥销售价格下降幅度更大。

发展趋势:

9 月份, 水泥价格将走出低谷。四季度, 在房地产新开工的带动下, 长三角和珠三角地区水泥需求将有显著改善, 水泥价格有望环比明显提升。

估值与建议:

我们认为海螺水泥上半年受到房地产投资低迷的影响, 下半年房地产投资环比会有明显改善, 价格及盈利能力都将有提升。维持“审慎推荐”。

风险提示

房地产新开工情况低于预期, 水泥价格涨幅低于预期。

上半年业绩符合市场预期

海螺水泥公布了 09 年上半年业绩，公司实现营业收入 112.4 亿，同比增长 10%；净利润 12.97 亿，每股收益为 0.73 元，同比下降 1.2%，符合市场预期，略高于我们预期。

- 上半年量增价跌。上半年水泥及熟料净销量 5433 万吨，同比增长 20.5%，全年销量有望超出我们 1.2 亿吨的预测。但产品综合价格同比下降 8.7%，体现出房地产水泥需求及出口需求下降增大了公司主要区域的供应压力。
- 上半年综合毛利率 25.4%，同比下降 2.7 个百分点。因煤炭成本低于去年同期，公司单位成本较去年同期下降 5.3%，但水泥销售价格下降幅度更大。
- 财务费用同比下降 57%，即 2.48 亿元，财务费用率下降 2.6 个百分点，因银行贷款较上年同期下降 17% 及贷款利率下降。

9 月起进入旺季，房地产新开工成为拉动水泥需求的主要力量

上半年，华东华南地区呈现出明显的价跌量增，主要原因是这两大区域水泥供过于求。上半年，华东华南地区水泥需求增长约 5-10%，而产能增长 10-15%。“跑量”为上的经营策略使水泥价格受到压制。从年初开始，水泥价格逐步走弱，上半年价格同比下降 10%。

经测算，上半年华东华南地区房地产水泥需求下降 10-15%，成为上半年两区域需求低迷的主要原因。

9 月起，华东华南地区进入一年最旺的季节。一方面，房地产新开工数据有望从上半年的同比负增长升至正增长，房地产投资 1-7 月 11.6%，7 月单月已经达到 19.6%。另一方面，去年年底至今年上半年陆续开工的基础设施将在四季度进入集中建设期。

四季度水泥需求将明显好于上半年，我们预计可以达到 10-15% 的同比增长，高于上半年的同比增速。水泥价格将在需求边际变化较大的情况下实现较为明显的上升。

2010 年中西部产能投产

2010 年产量的增加来自四川、湖南、湖北和甘肃平凉生产线投产，增加产量 1500 万吨，其中四川 870 万吨，湖南湖北 480 万吨，甘肃 150 万吨。

虽然四川、湖南及湖北地区近期水泥价格都有所回落，但市场价格仍然显著高于华东华南地区。海螺水泥凭借较强的成本控制能力，中西部产能的吨盈利能力将高于华东华南产能的盈利能力，预计为 30-40 元/吨。甘肃地区明年供不应求，吨盈利将达到 60-80 元/吨。

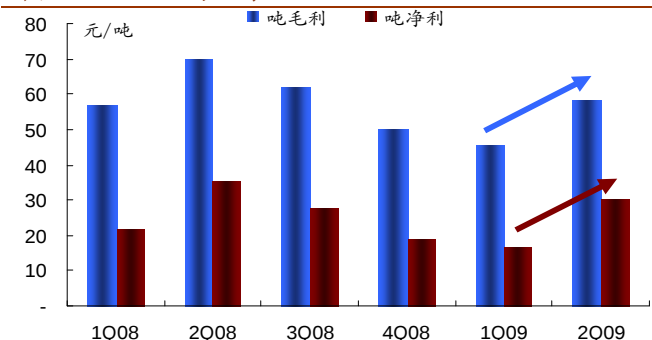
2011 年，公司还有 6 条 5000t/d 熟料生产线投产，分布在广东、陕西、湖南和安徽，预计 2011 年增加水泥产量约 2000 万吨。

图 1：2009 年上半年营业收入分产品构成

(百万元)	主营业务收入	YoY	主营业务成本	YoY	毛利率	YoY
42.5 级水泥	5780	↑ 22.9%	4357	↑ 21.3%	24.6%	-2.5%
32.5 级水泥	3577	↑ 23.9%	2531	↑ 25.9%	29.2%	-5.8%
熟料	1793	↓ 27.5%	1425	↓ 33.8%	20.5%	-2.3%
合计	11150	↑ 10.8%	8312	↑ 13.3%	25.5%	-2.9%

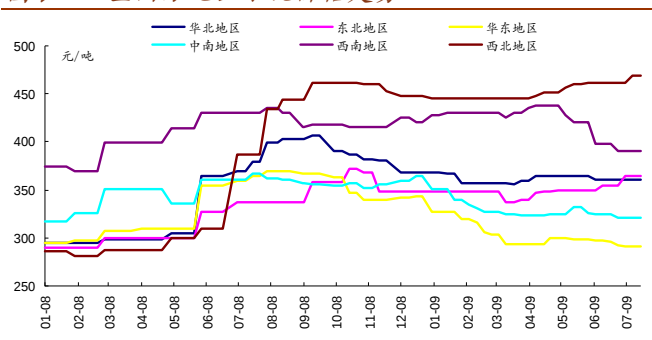
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 2：吨毛利与吨净利



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 3：全国分地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

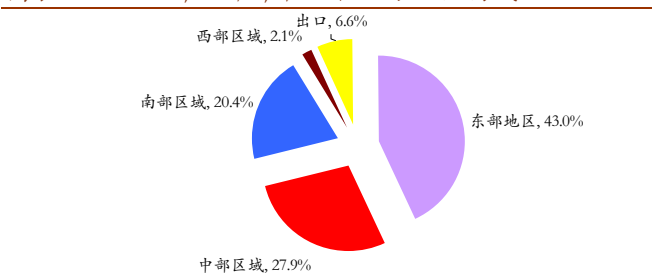
图 4：华东与华南地区水泥需求变化

	1H09 增长率	2H09 增长率	占比
城镇房屋	-12%	8%	40%
基础设施建设	20%	20%	30%
农村建设	15%	15%	24%
其他	2%	2%	6%

华东与华南水泥总需求	4.9%	12.9%
------------	------	-------

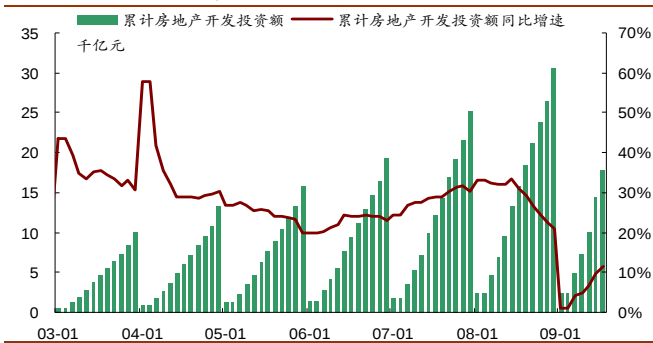
资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

图 5：2009 年上半年营业收入分地区构成



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6: 全国房地产累计投资



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

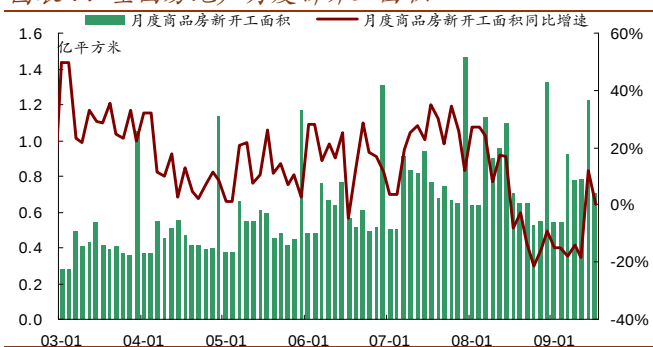
估值与建议:

我们认为海螺水泥上半年受到房地产投资低迷的影响,下半年房地产投资环比会有明显改善,价格及盈利能力都将有提升。维持“审慎推荐”。

风险提示

房地产新开工情况低于预期,水泥价格涨幅低于预期。

图表 7: 全国房地产月度新开工面积



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 8：2009 年第 2 季度业绩分析

人民币 (百万元)	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	QoQ	YoY	1H08	1H09	YoY
产品销量(万吨)	2443	2550	3156	2487	2946	↑ 18.5%	↑ 20.6%	4,500	5,433	↑ 20.7%
平均价格 (元/吨)	228	254	239	207	207	↓ 0.1%	↓ 9.5%	227	207	↓ 8.7%
单位成本 (元/吨)	159	192	189	161	148	↓ 7.8%	↓ 6.5%	163	154	↓ 5.3%
营业收入	5,583	6,478	7,553	5,145	6,091	↑ 18.4%	↑ 9.1%	10,198	11,236	↑ 10.2%
营业成本	(3,881)	(4,893)	(5,971)	(4,007)	(4,374)	↑ 9.2%	↑ 12.7%	(7,328)	(8,381)	↑ 14.4%
销售毛利	1,702	1,585	1,582	1,138	1,717	↑ 50.8%	↑ 0.9%	2,870	2,855	↓ 0.5%
毛利率 (%)	30.5%	24.5%	20.9%	22.1%	28.2%	+6.1%	-2.3%	28.1%	25.4%	-2.7%
销售费用	(328)	(353)	(380)	(333)	(371)	↑ 11.3%	↑ 13.1%	(634)	(704)	↑ 11.1%
管理费用	(169)	(203)	(294)	(197)	(204)	↑ 3.3%	↑ 20.5%	(344)	(401)	↑ 16.5%
财务费用	(209)	(175)	(145)	(91)	(94)	↑ 3.7%	↓ 55.1%	(432)	(184)	↓ 57.3%
营业利润	981	820	752	497	1,008	↑ 102.7%	↑ 2.8%	1,416	1,505	↑ 6.3%
营业外净收入	93	54	64	31	65	↑ 107.4%	↓ 29.4%	141	97	↓ 31.1%
税前利润	1,073	873	816	528	1,074	↑ 103.4%	↑ 0.0%	1,556	1,602	↑ 2.9%
所得税	(179)	(157)	(219)	(108)	(163)	↑ 50.7%	↓ 9.1%	(191)	(270)	↑ 41.7%
少数股东权益	(31)	(12)	(8)	(11)	(23)	↑ 105.2%	↓ 25.9%	(52)	(34)	↓ 34.4%
净利润	864	704	589	409	888	↑ 117.2%	↑ 2.7%	1,313	1,297	↓ 1.2%
净利润率 (%)	15.5%	10.9%	7.8%	7.9%	14.6%	+6.6%	-0.9%	12.9%	11.5%	-1.3%
每股收益 (元)	0.49	0.40	0.33	0.23	0.50	↑ 117.2%	↑ 2.7%	0.74	0.73	↓ 0.9%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 9：主要盈利假设

	2007A	2008A	2009E	2010E
产品销量(万吨)	8652	10206	12000	13000
+/- %	14.6%	18.0%	17.6%	8.3%
平均价格 (元/吨)	217	237	214	218
+/- %	7.5%	9.4%	-10.0%	2.1%
单位成本 (元/吨)	149	178	158	159
+/- %	5.0%	19.3%	-11.3%	0.4%
吨水泥毛利 (元/吨)	68	59	56	59
+/- %	13%	-13%	-6%	7%
毛利率(%)	31.2%	24.9%	26.0%	27.3%
吨水泥净利 (元)	29	26	27	29
+/- %	52%	-11%	4%	9%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 10: 历史和预测的财务指标

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	25,638	28,358
主营业务利润	4,407	5,716	5,888	6,506	7,555
营业费用	1,149	1,219	1,366	1,423	1,574
管理费用	499	721	841	890	985
财务费用	529	607	751	308	324
营业利润	2,238	3,169	2,987	3,885	4,672
税前利润	2,498	3,485	3,246	3,950	4,768
所得税	693	781	566	689	832
少数股东权益	377	210	73	77	173
净利润	1,428	2,494	2,607	3,185	3,763
现金流量表(人民币百万元)					
经营活动现金流	2,927	2,669	5,266	6,158	8,381
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	-2,364	357
货币资金增加额	-41	277	5,340	-2,765	1,744
资产负债表(人民币百万元)					
流动资产	3,830	6,987	13,533	10,862	12,772
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	43,301	48,450
流动负债	6,560	9,600	11,174	8,133	8,665
长期负债	7,206	9,892	6,090	7,090	8,090
少数股东权益	1,488	468	472	617	791
股东权益	7,052	11,080	24,797	27,460	30,904
负债和权益	22,306	31,041	42,532	43,300	48,450
财务指标					
主营业务利润率	28.9%	30.4%	24.3%	25.4%	26.6%
息税前利润率	18.1%	20.1%	15.2%	16.4%	17.6%
净利润率	9.4%	13.3%	10.8%	12.4%	13.3%
净资产收益率	20.2%	22.5%	10.5%	11.6%	12.2%
总资产收益率	6.4%	8.0%	6.1%	7.4%	7.8%
总资产负债率	61.7%	62.8%	40.6%	35.2%	34.6%
净负债率	135.2%	121.1%	16.5%	19.4%	14.8%
流动比率	0.58	0.73	1.21	1.34	1.47
速动比率	0.40	0.57	1.04	1.01	1.16
利息保障倍数	5.23	6.22	4.90	13.61	15.42
应收帐款周转期	8	4	5	8	7
存货周转期	29	30	30	38	35

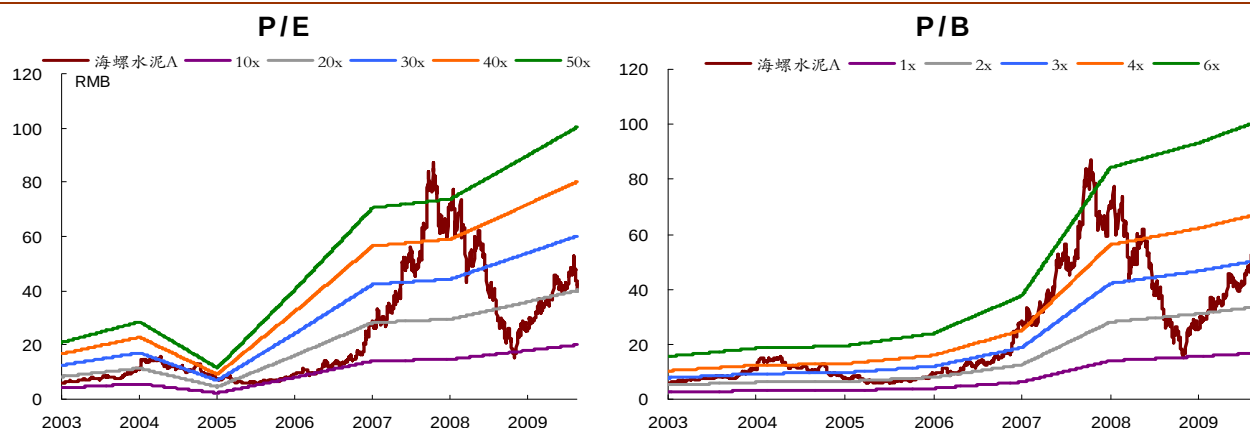
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 11：可比公司估值

公司名称	交易货币	最近一日收	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
		盘价	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
2009-8-19											
水泥											
A股											
海螺水泥	CNY	40.5	27.4	22.5	19.0	2.9	2.6	2.3	12.1	10.6	8.8
冀东水泥	CNY	13.41	36.5	23.2	19.8	2.7	2.5	2.2	15.6	11.5	9.5
华新水泥	CNY	20.78	18.2	15.9	14.6	2.1	1.8	1.7	11.1	11.9	10.3
祁连山	CNY	11.39	30.7	13.6	9.4	5.1	3.9	2.8	11.7	9.2	6.9
天山股份	CNY	12.8	20.8	14.9	12.2	4.7	3.7	3.0	11.5	9.0	7.9
赛马实业	CNY	26.15	18.7	14.9	13.5	3.2	2.7	2.3	13.3	11.0	9.2
青松建化	CNY	10.12	30.7	17.8	12.8	2.7	2.4	2.1	22.6	12.1	8.6
A股平均			26.1	17.5	14.5	3.3	2.8	2.3	14.0	10.8	8.7
A股中值			27.4	15.9	13.5	2.9	2.6	2.3	12.1	11.0	8.8
H股											
海螺水泥	HKD	48.3	28.1	23.6	20.7	3.0	2.7	2.5	12.4	11.1	9.5
中国建材	HKD	15.18	21.4	14.5	11.9	3.7	2.6	2.2	11.0	8.8	6.9
中材股份	HKD	6.37	34.7	18.1	14.4	2.9	2.6	2.4	8.0	5.8	4.6
H股平均			28.1	18.8	15.7	3.2	2.6	2.4	10.5	8.6	7.0
A股中值			28.1	18.1	14.4	3.0	2.6	2.4	11.0	8.8	6.9
欧洲											
Cemex SAB de CV	USD	11.52	n.a	20.4	19.3	n.a	0.7	0.6	n.a	n.a	n.a
Holcim	CHF	64.6	10.4	16.7	15.9	1.2	1.1	1.1	7.6	9.2	8.5
HeidelbergCement AG	EUR	34.59	2.4	10.1	9.1	0.6	0.5	0.5	5.2	7.2	6.9
Lafarge SA	EUR	51.55	7.2	12.3	12.1	0.9	1.0	0.9	6.9	8.2	7.9
欧洲平均			6.6	14.9	14.1	0.9	0.8	0.8	6.6	8.2	7.8
欧洲中值			7.2	14.5	14.0	0.9	0.8	0.8	6.9	8.2	7.9
印度											
ACC Ltd	INR	766	13.0	9.9	11.9	3.0	2.4	2.1	6.8	6.1	6.9
Grasim Industries	INR	2483	7.9	10.6	9.2	2.5	2.0	1.7	6.1	7.0	5.7
India Cements	INR	128.3	5.3	6.8	6.9	1.1	1.0	0.9	5.1	5.1	5.0
Shree Cement	INR	1484.7	19.9	n.a	7.8	7.7	n.a	n.a	7.0	n.a	4.4
Ultra Tech Cement	INR	705.15	8.7	9.5	8.1	3.2	2.4	1.9	5.6	5.8	4.8
Adelaide Brighton	AUD	2.65	11.9	14.5	14.1	2.1	2.1	2.0	10.1	9.2	8.9
印度平均			11.1	10.2	9.7	3.3	2.0	1.7	6.8	6.7	5.9
印度中值			10.3	9.9	8.7	2.7	2.1	1.9	6.4	6.1	5.3
亚太地区											
Asia Cement	TWD	36.35	14.4	14.5	13.5	1.6	1.5	1.5	85.9	29.1	26.7
Taiwan Cement	TWD	34.65	19.8	21.3	17.3	1.6	1.5	1.5	45.7	27.0	23.8
Siam City Cement	THB	208	15.1	16.0	14.2	3.0	3.0	2.8	10.0	10.0	9.0
TPI Polene	THB	7.25	n.a	9.0	8.0	0.3	0.3	0.4	4.8	5.3	4.6
Indocement TP	IDR	9350	19.7	16.8	14.2	4.0	3.4	2.9	11.0	9.5	8.4
Semen Gresik	IDR	5600	13.1	12.3	11.1	4.1	3.4	2.9	7.5	6.8	6.0
亚太地区平均			16.4	15.0	13.1	2.4	2.2	2.0	27.5	14.6	13.1
亚太地区中值			15.1	15.2	13.9	2.3	2.3	2.2	10.5	9.8	8.7
石膏板及新型建材											
Saint-Gobain	EUR	28.7	8.6	18.5	14.2	0.8	0.9	0.8	4.9	7.2	6.8
USG Corporation	USD	13.81	n.a	n.a	n.a	0.9	0.9	1.0	n.a	44.6	20.5
Owens Corning	USD	20.67	n.a	22.3	22.3	1.0	0.9	0.9	9.2	8.8	8.4
Boral Ltd	AUD	5.87	14.4	29.8	30.6	1.2	1.2	1.2	9.0	10.7	11.0
CSR Ltd	AUD	2.06	11.2	18.1	19.1	1.4	1.4	1.8	10.8	8.3	8.0
CRH	EUR	17.44	8.3	15.9	14.5	1.3	1.2	1.2	7.0	9.1	8.7
平均			10.6	20.9	20.1	1.1	1.1	1.2	8.2	14.8	10.6
中值			9.9	18.5	19.1	1.1	1.1	1.1	9.0	8.9	8.5
玻璃纤维											
Asahi Glass	JPY	807	24.1	n.a	22.0	1.3	1.4	1.4	5.5	8.8	7.3
Nitto Boseki	JPY	182	7.6	n.a	43.3	0.6	0.6	n.a	4.8	9.0	n.a
Saint-Gobain	EUR	28.7	8.6	18.5	14.2	0.8	0.9	0.8	4.9	7.2	6.8
平均			13.4	18.5	26.5	0.9	1.0	1.1	5.1	8.3	7.1
中值			8.6	18.5	22.0	0.8	0.9	1.1	4.9	8.8	7.1
建材工程服务											
China Sinoma Intl Engineering	CNY	30.97	33.3	18.3	14.7	9.9	5.9	4.7	5.1	4.1	3.3
FLSmidth	DKK	236.5	8.2	8.3	10.9	2.5	1.9	1.7	4.6	5.8	6.9
平均			20.7	13.3	12.8	6.2	3.9	3.2	4.9	5.0	5.1

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 12：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，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。