

销售旺季需求回升可以期待

事件:

海螺水泥上半年实现主营业务收入为 111.50 亿元,较上年同期增长 10.81%;归属于上市公司股东的净利润为 12.97 亿元,较上年同期减少 1.24%;每股盈利 0.73 元。

研究结论

- 公司半年报业绩基本符合预期。上半年实现了水泥和熟料净销量 5,433 万吨,较上年同期增长 20.46%。得益于高速铁路、高速公路、机场等项目以及城镇化建设等需求增长的拉动,公司在中部区域销售好于东部和南部区域市场,中部区域销售金额同比增长 35.42%。由于受国际金融危机的影响,国际市场需求大幅回落,出口金额同比下降了 43.54%。
- 上半年公司所覆盖区域的水泥价格同比综合下滑约 7%,虽然通过控制煤电能耗,综合成本同比下降了 4.31 个百分点,但毛利率同比仍然下滑了 2.88 个百分点。上半年公司由于增发不久现金充足,财务费用率大幅下降了 2.64 个百分点,三费费用率有所降低。
- 中报同时显示公司继续持有冀东水泥、同力水泥、华新水泥等水泥上市公司股权,同时通过买卖其他上市公司股权获得投资收益 637 万元。
- 作为水泥行业龙头,公司 08 年通过增发融资 100 多亿,正加大资金投入,在四川、贵州、甘肃、湖南、湖北等地大量扩建生产线,依靠成本优势快速占领区域市场,公司未来的成长性也将得到保证。
- 上半年房地产开工不振导致东部地区水泥需求处于低谷,下半年房地产开工恢复非常明显。我们预测公司 09 年和 10 年每股收益分别为 2.15 元和 2.62 元,目前 09 年的动态市盈率为 19 倍,考虑房地产复苏的大概率事件,我们维持公司“买入”的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材建筑行业资深分析师

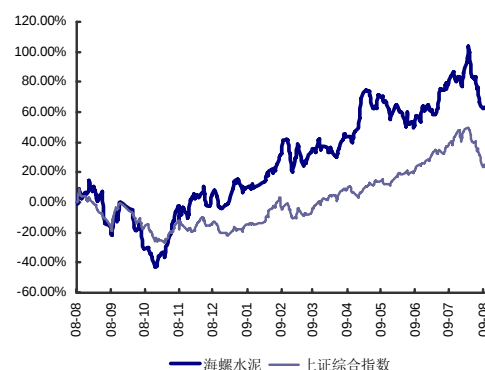
8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2009年8月19日) 42.60 元
目标价格(6个月) 60.00 元
总股本/A股(万股) 176643/133323
A股市值(百万元) 752.31
国家/地区 中国
行业 水泥行业
报告日期 2009年8月20日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-14	-6	63
相对表现 (%)	0	-17	38

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	24228	29941	33891	41125
同比(%)	29.0%	23.6%	13.2%	21.3%
归属母公司净利润	2607	3806	4623	5290
同比(%)	4.5%	46.0%	21.5%	14.4%
毛利率(%)	24.9%	27.5%	28.2%	27.2%
ROE(%)	10.5%	13.6%	14.3%	14.3%
每股收益(元)	1.48	2.15	2.62	2.99
P/E	27.92	19.12	15.74	13.76
P/B	2.93	2.59	2.26	1.97

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

图 1：主营业务分产品情况

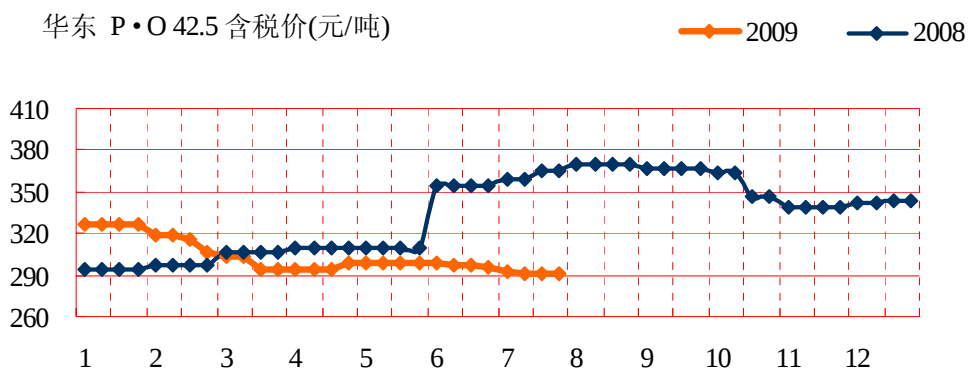
分行业或分产品	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	毛利率比上年同 期增减
42.5 水泥	578021	435704	24.62	-2.47
32.5 水泥	357656	253062	29.24	-5.82
熟料	179285	142479	20.53	-2.31
合计	1114962	831246	25.45	-2.88

资料来源：公司公告

图 2：主营业务上半年分地区情况

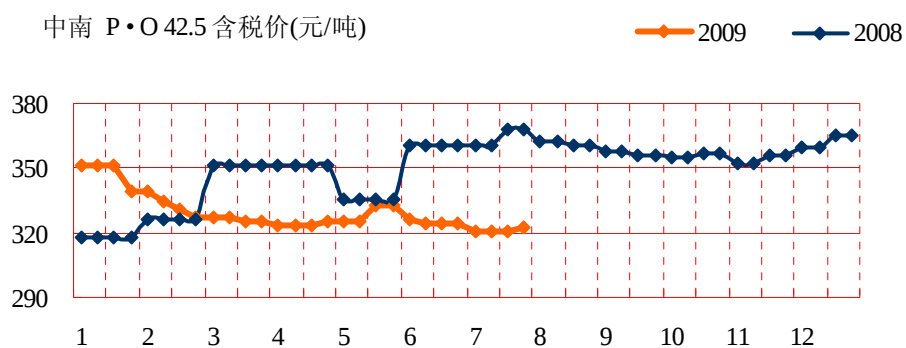
区域	营业收入 (万元)	销售比重 (%)	销售金额同比 增减 (%)	销售比重同比增 减 (百分点)
东部区域	479250	42.98	6.99	-1.54
中部区域	311360	27.93	35.42	5.08
南部区域	227328	20.39	24.82	0.71
西部区域	23432	2.10	-	2.10
出口	73593	6.60	-43.54	-6.35
合计	1114962	100.00	10.81	-

资料来源：公司公告（东部区域包括江苏省、浙江省、福建省及上海市；中部区域包括安徽省、江西省及湖南省；南部区域包括广东省及广西省；西部区域包括四川省及重庆市。）

图 1：华东地区 P.O42.5 水泥价格走势（含税价：元/吨）


资料来源：数字水泥网，中国水泥协会

图 2：华中及华南地区 P·O42.5 水泥价格走势（含税价：元/吨）



资料来源：数字水泥网，中国水泥协会

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	13533	11989	13769	15883	营业收入	24228	29941	33891	41125
现金	6799	4062	4534	4754	营业成本	18192	21717	24350	29925
应收账款	447	499	559	694	营业税金及附加	148	198	224	265
其它应收款	200	302	320	389	销售费用	1366	1677	1796	2139
预付账款	306	490	521	629	管理费用	841	1018	1101	1388
存货	1870	2375	2657	3237	财务费用	751	595	625	730
其他	3911	4260	5177	6180	资产减值损失	-1	2	1	1
非流动资产	28999	34260	39319	43762	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	323	222	236	260	投资净收益	57	30	30	39
固定资产	22435	28822	33309	37326	营业利润	2987	4765	5822	6717
无形资产	1660	2034	2517	2881	营业外收入	267	350	400	339
其他	4581	3182	3257	3295	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	42532	46249	53088	59645	利润总额	3246	5106	6213	7047
流动负债	11174	11517	14064	15736	所得税	566	1200	1460	1656
短期借款	2268	3009	4492	5049	净利润	2680	3906	4753	5391
应付账款	3471	3621	4185	5186	少数股东损益	73	100	130	101
其他	5435	4886	5387	5501	归属于母公司净利润	2607	3806	4623	5290
非流动负债	6090	6088	6094	6091	EBITDA	5182	6926	8433	9803
长期借款	6033	6033	6033	6033	EPS (元)	1.48	2.15	2.62	2.99
其他	56	55	60	57	主要财务比率				
负债合计	17264	17605	20158	21827	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	472	572	702	802	成长能力				
股本	1766	1766	1766	1766	营业收入	29.0%	23.6%	13.2%	21.3%
资本公积	14117	14117	14117	14117	营业利润	-5.8%	59.5%	22.2%	15.4%
留存收益	8914	12190	16346	21133	净利润	4.5%	46.0%	21.5%	14.4%
归属母公司股东权益	24797	28073	32229	37016	获利能力				
负债和股东权益	42532	46249	53088	59645	毛利率	24.9%	27.5%	28.2%	27.2%
现金流量表					净利率	10.8%	12.7%	13.6%	12.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	10.5%	13.6%	14.3%	14.3%
经营活动现金流	5266	4854	6894	7681	ROIC	13.6%	15.4%	16.1%	16.5%
净利润	2680	3906	4753	5391	偿债能力				
折旧摊销	1444	1566	1985	2356	资产负债率	40.6%	38.1%	38.0%	36.6%
财务费用	751	595	625	730	净负债比率				
投资损失	-57	-30	-30	-39	流动比率	1.21	1.04	0.98	1.01
营运资金变动	359	-1300	-420	-789	速动比率	1.04	0.83	0.79	0.80
其它	89	116	-19	32	营运能力				

投资活动现金流	5266	-6885	-6989	-6776	总资产周转率	0.66	0.67	0.68	0.73
资本支出	5153	7305	6311	6272	应收账款周转率	68	60	61	62
长期投资	-1114	-793	184	142	应付账款周转率	6.74	6.12	6.24	6.39
其他	9305	-373	-493	-362	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	6433	-706	566	-685	每股收益	1.48	2.15	2.62	2.99
短期借款	-211	741	1483	557	每股经营现金流	2.98	2.75	3.90	4.35
长期借款	-3789	0	0	0	每股净资产	14.04	15.89	18.24	20.96
普通股增加	200	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	10910	0	0	0	P/E	27.92	19.12	15.74	13.76
其他	-678	-1447	-917	-1242	P/B	2.93	2.59	2.26	1.97
现金净增加额	5340	-2737	472	220	EV/EBITDA	13	10	8	7

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

罗果：建筑建材行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn