

动态报告

建筑建材

建材

海螺水泥(600585)

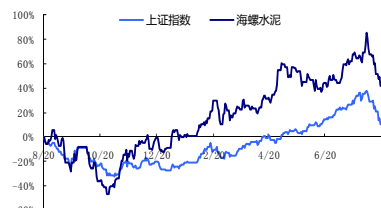
2009 年中报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 8 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	40.50
总股本/流通 A 股(百万股)	1,766.43/1,022.39
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	71,540.58/58,951.55
上证综指/深圳成指	2,785.58/11,209.93
12 个月最高/最低 (元)	52.97/15.04

财务数据

净资产值(百万元)	26,128.44
每股净资产(元)	14.79
市净率	2.74
资产负债率	36.99%
息率	0.74%

相关研究报告:

《海螺水泥:需求放缓 成本上升 考验公司的抗压能力》——2008-9-1

《海螺水泥:能源成本吞噬利润 关注长期价值》——2008-8-17

《海螺水泥:08 年开局不错 余热发电对冲成本压力》——2008-4-14

分析师: 杨昕

电话: 021-68864596

E-mail: yangxin@guosen.com.cn

财报点评

增长乏力源于区域市场需求不振

业绩不佳如期 上半年公司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。公司的业绩表现不佳在于区域需求不振,上半年东部地区收入增速仅为 6.99%。上半年公司水泥和熟料合计净销量为 5433 万吨,同比增长 20.46%。公司 42.5 级水泥销售占比有所提升,得益于基建项目的拉动。

毛利率下降源于跌价 08 年公司综合毛利率为 25.45%,同比下降了 2.88 个百分点。其中熟料毛利率为 20.53%,同比下降了 2.31 个百分点,42.5 级和 32.5 级水泥毛利率分别为 24.62%和 29.24%,同比分别下降了 2.47 和 5.82 个百分点,毛利率下降原因在于销价降幅大于成本降幅。上半年公司煤电支出占总成本的比重为 64.58%,同比下降了 4.03 个百分点。预期 3 季度公司的煤炭采购成本同比会显著下降,而预期销售价格会略有下降,因此季度毛利率会明显提升。

产能扩张不如预期 上半年公司建成 3 条 5000t/d 熟料生产线以及 7 台水泥磨,新增熟料产能 540 万吨、水泥产能 550 万吨。新增余热发电能力 6.3 万千瓦。按照当前进度,公司年初计划新增熟料产能 2160 万吨、新增水泥产能 2530 万吨的目标难以实现。

维持“谨慎推荐”评级 我们维持对 09 年华东和华南的水泥市场供需形势相对悲观的预期,当前的量升价跌的销售局面会持续。但考虑到销价下降幅度略低于我们预期,因此略微提升 09 年的业绩预测值。

预期公司 09、10 年的净利润分别为 29.32 和 30.76 亿元,对应 EPS 为 1.66 和 1.74 元,动态 PE 为 24.4 和 23.3 倍,动态 PB 为 2.64 倍,维持“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	18,776.10	24,228.27	26,046	28,863	31,032
(+/-%)	16.65%	29.04%	7.5%	10.8%	7.5%
净利润(百万元)	2,494.22	2,607.01	2932	3076	3196
(+/-%)	64.23%	4.52%	12.5%	4.9%	3.9%
每股收益 (元)	1.59	1.48	1.66	1.74	1.81
EBIT Margin	21.93%	16.78%	15.5%	15.0%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	22.51%	10.51%	10.8%	10.4%	9.9%
市盈率 (PE)	25.44	27.44	24.4	23.3	22.4
EV/EBITDA	14.38	14.49	15.9	14.5	13.5
市净率 (PB)	5.73	2.89	2.64	2.42	2.22

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	6799	6000	6000	6000	营业收入	24228	26046	28863	31032
应收款项	4409	4638	5140	5526	营业成本	18192	19499	21821	23651
存货净额	1870	1967	2180	2342	营业税金及附加	148	156	173	186
其他流动资产	455	154	171	184	销售费用	1366	1446	1573	1660
流动资产合计	13533	12760	13491	14052	管理费用	841	916	978	1014
固定资产	25506	30815	33728	36264	财务费用	751	543	648	680
无形资产及其他	1660	1578	1496	1414	投资收益	57	20	20	20
投资性房地产	1510	1510	1510	1510	资产减值及公允价值变动	1	15	15	0
长期股权投资	323	2123	2623	3123	其他收入	0	0	0	0
资产总计	42532	48786	52848	56363	营业利润	2987	3521	3705	3860
短期借款及交易性金融负债	4803	8426	9373	9850	营业外净收支	259	250	250	250
应付款项	3471	3688	4087	4392	利润总额	3246	3771	3955	4110
其他流动负债	2901	3034	3354	3595	所得税费用	566	754	791	822
流动负债合计	11174	15148	16815	17836	少数股东损益	73	84	88	92
长期借款及应付债券	6033	6033	6033	6033	归属于母公司净利润	2607	2932	3076	3196
其他长期负债	56	(44)	(144)	(244)					
长期负债合计	6090	5990	5890	5790					
负债合计	17264	21138	22704	23626					
少数股东权益	472	505	540	577					
股东权益	24797	27143	29603	32160					
负债和股东权益总计	42532	48786	52848	56363					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2607	2932	3076	3196
资产减值准备	(4)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	1444	1789	2185	2547
公允价值变动损失	(1)	(15)	(15)	0
财务费用	751	543	648	680
营运资本变动	(352)	225	(113)	(116)
其它	51	34	35	37
经营活动现金流	3745	4965	5169	5664
资本开支	(5020)	(7001)	(5001)	(5001)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(5180)	(8801)	(5501)	(5501)
权益性融资	11282	0	0	0
负债净变化	(3789)	0	0	0
支付股利、利息	(918)	(586)	(615)	(639)
其它融资现金流	4948	3623	947	477
融资活动现金流	6817	3037	332	(163)
现金净变动	5382	(799)	0	(0)
货币资金的期初余额	1418	6799	6000	6000
货币资金的期末余额	6799	6000	6000	6000
企业自由现金流	(890)	(1765)	527	1046
权益自由现金流	269	1426	955	979

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	1.48	1.66	1.74	1.81
每股红利	0.52	0.33	0.35	0.36
每股净资产	14.04	15.37	16.76	18.21
ROIC	10%	9%	8%	8%
ROE	11%	11%	10%	10%
毛利率	25%	25%	24%	24%
EBIT Margin	15%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	21%	22%	23%	23%
收入增长	29%	8%	11%	8%
净利润增长率	5%	12%	5%	4%
资产负债率	42%	44%	44%	43%
息率	1.3%	0.8%	0.9%	0.9%
P/E	27.4	24.4	23.3	22.4
P/B	2.9	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	17.3	15.9	14.5	13.5

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔 嵘	021- 68866202		高 健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖 喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵 谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方 焱	0755-82130648		凌 晨	021-68866233	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈 煊	010- 82254212		黄道立	0755-82130833		王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭 波	0755-82133909		李 君	021-68866235		郑 东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左 涛	021-68866253		秦 波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱 伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆 震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
			张栋梁	0755-82130532				
石油与石化			电力设备			传媒		
李 晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021- 68866253		皮家银	021- 68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁 丹	0755-82130678	
						陈 栋	021-68866235	
通信			造纸			家电		
严 平	021- 68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 峰	021-68864599							
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨 昕	021-68864596		廖绪发	021-68866237	
			徐蔚昌	021-68866233		刘智景	021-68866233	
中小股票			食品饮料			农业		
高芳敏	021-68864586		黄 茂	0755-82133476		张 如	021-68866233	
陈爱华	0755-82133397		谢鸿鹤	0755-82130646				
煤炭			建筑			固定收益与基金		
李 然	0755-82130681		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-68866233	
苏绍许	0755-82133476		李遵庆	0755-82133343		张 旭	010-82254210	
						杨 涛	0755-82133339	
金融工程			金融工程			金融工程		
葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297		焦健	0755-82131822	
董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532		赵学昂	0755-82131822	
戴 军	021-68864585		林晓明	021-68866946				

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn				