

水泥制造



王金祥

建材行业研究员

021-38565931

wangjx@xyzq.com.cn

海螺水泥（600585）

盈利能力环比明显回升

——公司 2009 年中报点评

推荐（维持）

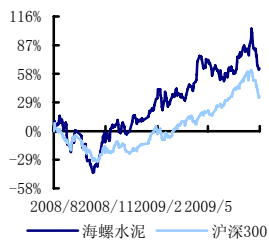
市场数据

报告日期	2009-8-19
收盘价(元)	40.50
52周最高/最低(元)	52.97/15.04
总股本(百万股)	1766.43
流通股本(百万股)	1455.68
总市值(百万元)	71540.58
流通市值(百万元)	58955.04
每股净资产(元)	14.57

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	24228	26520	31185	37975	11236
同比增长(%)	29.0%	9.5%	17.6%	21.8%	10.2%
净利润(百万元)	2607	3354	4416	5982	1297
同比增长(%)	4.5%	28.6%	31.7%	35.5%	-1.2%
毛利率(%)	24.9%	26.7%	28.7%	31.0%	25.4%
净利率(%)	10.8%	12.6%	14.2%	15.8%	11.5%
每股收益(元)	1.48	1.90	2.50	3.39	0.73
每股经营现金流(元)	2.98	3.17	3.80	5.11	-

股价走势



相关报告

《经营已经见底，未来逐渐回升》2009-5-15

《业绩基本符合预期》2009-4-27

《09 年业绩将呈现先抑后扬》2009-3-31

投资要点

事件：

- 2009 年上半年公司实现营业收入 112.36 亿元，同比增长 10.2%；实现净利润 12.97 亿元，同比下降 1.2%；实现每股收益 0.73 元。

点评：

- 考虑余热发电退税因素，公司业绩是增长的。公司上半年净利润小幅下降，据我们了解，公司上半年约有 2 亿元的余热发电补贴尚未返还，如果考虑这一因素，公司净利润实际是增长的，业绩符合我们预期。
- 盈利同比指标呈现下降，但环比指标呈明显改善迹象。
 - ✓ 同比指标来看：1H09Y 水泥及熟料综合售价为 206.8 元/吨，同比回落 19.3 元/吨，综合成本 154.3 元/吨，同比回落 8.2 元/吨，由于价格回落幅度大于成本回落幅度，使得公司 1H09Y 综合毛利率为 25.4%，同比下降 2.7 个百分点。
 - ✓ 环比指标来看：2Q09Y 公司水泥及熟料综合售价为 204.2 元/吨，环比回落 5.8 元/吨，综合成本 146.6 元/吨，同比回落 16.9 元/吨，受益于煤炭价格的回落，公司成本回落幅度大于价格回落幅度，使得公司产品综合盈利能力环比有所提升，公司 2Q09Y 综合毛利率为 28.2%，环比提升 6.1 个百分点。

- **预计三季度水泥价格见底，期待四季度水泥价格的表现。**由于二季度是水泥消费旺季，正常情况公司二季度水泥价格要高于一季度，但是公司二季度水泥均价低于一季度，表明区域供需关系尚未好转；由于受梅雨季节影响，华东水泥价格 6-7 月仍呈现下跌态势，由于华南水泥价格 08 年 4 月率先全国下跌，目前该区域水泥价格已经呈现回升趋势，综合来看，我们预计三季度水泥价格环比仍回升，但价格已经逐渐见底；由于华东、华南是全国经济最发达区域、且房地产投资占固定资产投资比例也比较高，我们认为随着房地产新开工面积恢复、区域经济的恢复，我们认为四季度华东、华南的水泥价格回升值得期待。
- **我们认为公司下半年业绩表现明显快于上半年。**主要是由于：（1）如上文分析，水泥价格有望逐渐回升；（2）08 年煤价是从 6 月中旬开始快速拉升，从 08 年 9 月份开始回落，公司高煤价库存直至 11 月中旬才消化完，我们认为 09 年下半年煤价同比回落幅度将会很大。
- **维持盈利预测及投资评级。**维持公司 09-11 年 EPS 分别为 1.90 元、2.50 元、3.39 元的预测，维持公司“推荐”评级。

表 1、公司主要财务指标同比、环比情况

	1H2008	1H2009	YOY	1Q2009	2Q2009	QOQ
营业收入（万元）	1019759	1123606	10.2%	514516	609090	18.4%
营业成本（万元）	732757	838141	14.4%	400713	437428	9.2%
净利润（万元）	131346	129712	-1.2%	40894	88818	117.2%
销量（万吨）	4510	5433	20.5%	2450	2983	21.8%
综合售价（元/吨）	226.1	206.8	-19.3	210.0	204.2	-5.8
综合成本（元/吨）	162.5	154.3	-8.2	163.6	146.6	-16.9
销售毛利率（%）	28.1	25.4	-2.7	22.1	28.2	6.1
吨水泥毛利（元）	63.6	52.5	-11.1	46.5	57.5	11.1
吨水泥净利润（元）	29.1	23.9	-5.2	17.1	29.8	12.6

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

表 2、海螺水泥分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	QOQ	2008-06	2009-06	YOY	说明
营业收入	5583	6478	7553	5145	6091	9.1%	10198	11236	10.2%	
营业成本	3881	4893	5971	4007	4374	12.7%	7328	8381	14.4%	
毛利	1702	1585	1582	1138	1717	0.9%	2870	2855	-0.5%	
销售费用	328	353	380	333	371	13.0%	634	704	11.1%	
管理费用	169	203	294	197	213	26.1%	344	410	19.2%	
财务费用	209	175	145	91	94	-55.2%	432	184	-57.3%	
资产减值	0	0	-1	0	0	-	0	0	-	
公允价值	0	0	0	-0	0	-	0	0	-	
投资收益	19	5	33	6	1	-96.4%	19	7	-65.6%	
营业利润	981	820	752	497	1008	2.7%	1416	1505	6.3%	
利润总额	1073	873	816	528	1074	0.1%	1556	1602	2.9%	
净利润	864	704	589	409	888	2.8%	1313	1297	-1.2%	
EPS	0.49	0.40	0.33	0.23	0.50	2.8%	0.74	0.73	-1.2%	
销售费用率	5.9%	5.4%	5.0%	6.5%	6.1%	0.2%	6.2%	6.3%	0.1%	
管理费用率	3.0%	3.1%	3.9%	3.8%	3.5%	0.5%	3.4%	3.7%	0.3%	
财务费用率	3.8%	2.7%	1.9%	1.8%	1.5%	-2.2%	4.2%	1.6%	-2.6%	
所得税率	16.6%	18.0%	26.8%	20.4%	15.1%	-1.5%	12.3%	16.9%	4.6%	
毛利率	30.5%	24.5%	20.9%	22.1%	28.2%	-2.3%	28.1%	25.4%	-2.7%	
净利润率	15.5%	10.9%	7.8%	8.0%	14.6%	-0.9%	12.9%	11.5%	-1.3%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	13533	14142	16503	20060
货币资金	6799	6774	7796	9494
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	447	504	741	1010
其他应收款	200	231	271	330
存货	1870	2117	2422	2855
非流动资产	28999	35203	44061	54373
可供出售金融资产	1202	1562	1875	2062
长期股权投资	323	300	300	300
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	22435	27867	35686	44961
在建工程	1696	1848	2324	2912
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1660	1920	2180	2439
资产总计	42532	49345	60564	74432
流动负债	11174	12002	16138	21298
短期借款	2268	2600	6008	10132
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3471	3888	4448	5243
其他	5435	5514	5681	5922
非流动负债	6090	8593	11093	13593
长期借款	6033	8533	11033	13533
其他	56	60	60	60
负债合计	17264	20595	27231	34891
股本	1766	1766	1766	1766
资本公积	14117	14117	14117	14117
未分配利润	8442	11461	15435	20818
少数股东权益	472	599	767	994
股东权益合计	25268	28749	33333	39541
负债及权益合计	42532	49345	60564	74432

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2607	3354	4416	5982
折旧和摊销	1444	1543	2029	2659
资产减值准备	-17	41	37	46
无形资产摊销	41	40	40	40
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	751	642	788	1075
投资损失	-57	-6	-8	-10
少数股东损益	73	127	168	227
营运资金的变动	-503	75	732	952
经营活动产生现金流量	5294	5600	6707	9025
投资活动产生现金流量	-4917	-7732	-10904	-12977
融资活动产生现金流量	6476	2105	5220	5650
现金净变动	6853	-26	1023	1698
现金的期初余额	1418	6799	6774	7796
现金的期末余额	8271	6774	7796	9494

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	24228	26520	31185	37975
营业成本	18192	19438	22241	26215
营业税金及附加	148	159	187	228
销售费用	1366	1459	1709	2073
管理费用	841	888	1023	1219
财务费用	751	642	788	1075
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	57	6	8	10
营业利润	2987	3940	5245	7175
营业外收入	267	314	354	406
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	3246	4245	5589	7572
所得税	566	764	1006	1363
净利润	2680	3481	4583	6209
少数股东损益	73	127	168	227
归属母公司净利润	2607	3354	4416	5982
EPS (元)	1.48	1.90	2.50	3.39

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.0%	9.5%	17.6%	21.8%
营业利润增长率	-5.8%	31.9%	33.1%	36.8%
净利润增长率	4.5%	28.6%	31.7%	35.5%
盈利能力(%)				
毛利率	24.9%	26.7%	28.7%	31.0%
净利率	10.8%	12.6%	14.2%	15.8%
ROE	10.5%	11.9%	13.6%	15.5%

偿债能力(%)

资产负债率	40.6%	41.7%	45.0%	46.9%
流动比率	1.21	1.18	1.02	0.94
速动比率	1.04	1.00	0.87	0.81

营运能力(次)

资产周转率	0.66	0.58	0.57	0.56
应收帐款周转率	68.1	53.4	47.6	41.2

每股资料 (元)

每股收益	1.48	1.90	2.50	3.39
每股经营现金	2.98	3.17	3.80	5.11
每股净资产	14.04	15.94	18.44	21.82

估值比率 (倍)

PE	24.19	18.80	14.28	10.54
PB	2.54	2.24	1.94	1.64

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。