

水泥制造

李凡

0755-82026745

lifan@cjis.cn

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 55.00 元

当前股价: 46.54 元

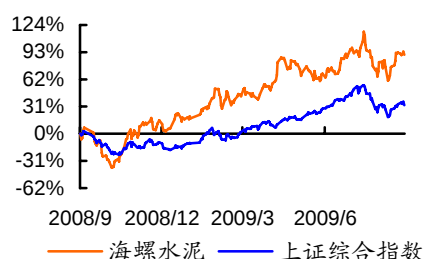
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2962.67
总股本(百万)	1766
流通股本(百万)	1456
流通市值(亿)	677
EPS (TTM)	1.47
每股净资产(元)	14.30
资产负债率	40.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	9.25	14.02	32.56
上证综合指数	1.78	3.81	33.23



相关报告

- 《海螺水泥-中西部加速布局, 公司区域市场结构日趋均衡》 2009-8-19
- 《海螺水泥-盈利能力仍处筑底回升阶段》 2009-4-27
- 《海螺水泥-估值修复阶段告以断落, 静待下半年盈利能力回升》 2009-3-31

海螺水泥

600585

推荐

持续提价超预期, 短期股价波动取决于三因素

根据我们了解, 公司华南地区水泥出厂价自 9 月 21 日起将上调 30 元/吨, 超出我们之前预期, 本文中我们分析了可能对海螺短期股价产生短期影响的三个因素, 并坚持我们前期对水泥行业长期“中性”的判断。

投资要点:

- **8 月以来三次提价, 超出预期。**本次提价是华南市场继 8 月初和 9 月初以来的第三次提价, 比我们之前的判断略早, 我们认为这种提价在华东地区同样可能进行, 我们认为提价的主要原因是房地产投资恢复。我们不排除公司为了提高其他公司收购成本而在未来的一段时间内放弃原来的“弃价保量”而转向“保价弃量”的营销策略;
- **短期内股价表现取决于水泥价格、房地产销量和海螺集团股权变动三因素, 影响程度依次递增。**其中水泥价格有可能保持到今年年底。房地产在 9 和 10 月份的销量具有一定的不确定性, 这可能影响到由于提价引发行情的上涨幅度。而目前市场传闻的股权变动一旦兑现, 将对股价无疑是正面影响而且上涨幅度可能较大;
- **对公司实际控制人海螺集团股权变动传言的两种情景分析。**当前市场传言基本上都是关于以中国建材或者中材股份为主的水泥行业的央企与海创之间对海螺集团的股权争夺战的。如果前者的任一央企成功, 股东和管理层之间的关系将会变得较为微妙, 但水泥行业未来从依靠新增产能模式向收购兼并增长模式的转换进程可能加快。如果海创成为海螺集团的第一大股东, 激励机制的理顺对海螺的长期增值更为有利, 但这种情况下行业的长期整合进度可能有被拖后的风险。虽然这两者结果孰优孰劣还很难判断, 但短期内都会对公司股价有极为正面的影响。
- **维持对水泥行业长期“中性”的投资评级。**从长期而言, 我们认为未来两年全国水泥行业都将处于过剩产能的消化阶段, 这一过程较为痛苦, 可能会影响未来两年的业绩增速, 维持行业“中性”的投资评级。
- **维持对公司“推荐”的投资评级。**公司主要布局的华南、华东属于产能增长相对缓和的区域, 同时公司在行业内具有较好的战略制定与生产管理, 面对日益激烈的行业竞争预计仍能保持相对领先地位。我们上调公司 09 年 EPS 至 1.89 元, 维持 10 和 11 年公司的 EPS 为 2.09 和 2.41 元, 维持“推荐”的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	24228	26938	31900	37019
同比(%)	29%	11%	18%	16%
归属母公司净利润(百万元)	2607	3343	3685	4262
同比(%)	5%	28%	10%	16%
毛利率(%)	24.9%	27.0%	26.3%	26.1%
ROE(%)	10.5%	12.1%	11.9%	12.4%
每股收益(元)	1.48	1.89	2.09	2.41
P/E	31.53	24.59	22.31	19.29
P/B	3.32	2.98	2.66	2.38
EV/EBITDA	16	14	12	10

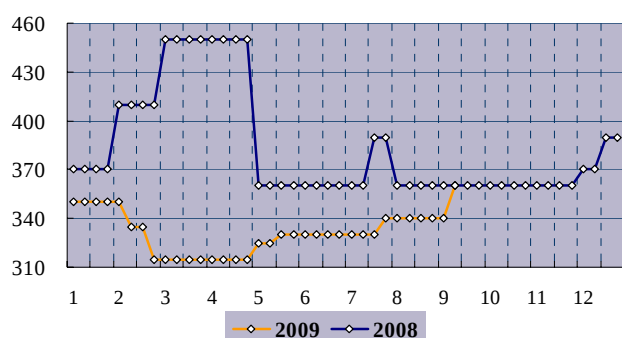
资料来源: 中投证券研究所

1、 短期提价超预期

1.1 华南地区 8 月以来 3 次提价

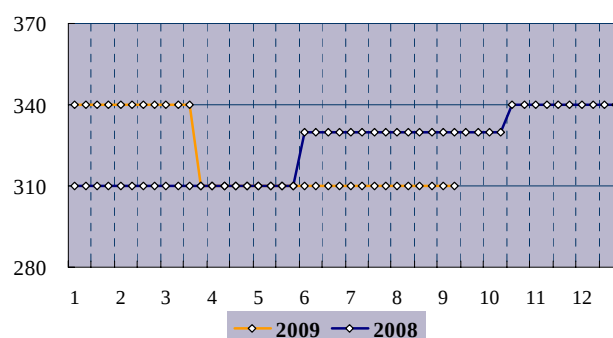
本次提价是以广东为主的华南地区的第三次提价，也是提价幅度最大的一次。之前两次分别在 8 月 5 日和 9 月 5 日，提价幅度分别为 10 元/吨和 30 元/吨。

图 1 广州 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）



资料来源：中国水泥协会

图 2 南宁 PO42.5 价格走势（含税价）

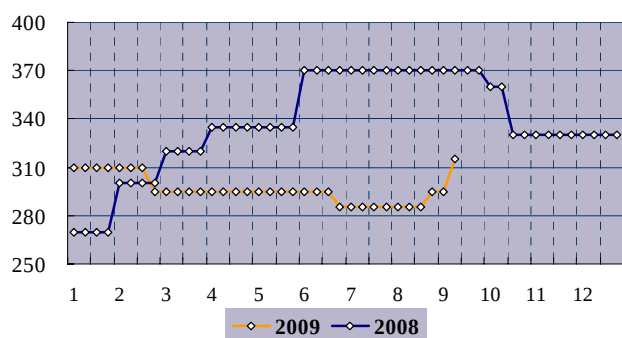


资料来源：中国水泥协会

1.2 华东地区也将在短期内继续提价

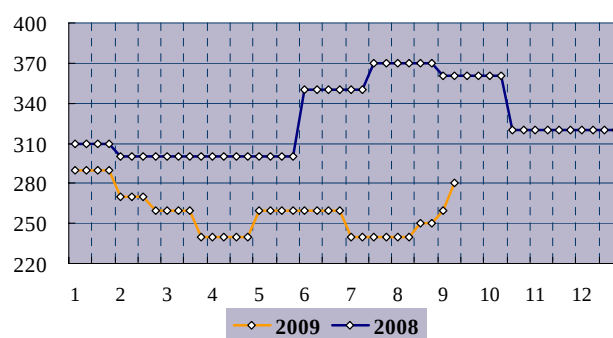
我们预计华东地区也将继 9 月初提价后，在短期内继续明显涨价。

图 3 上海 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）



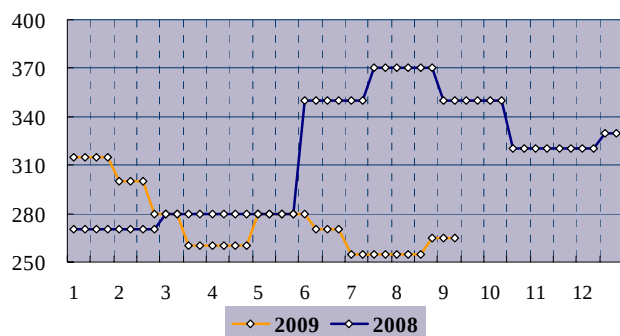
资料来源：中国水泥协会

图 4 南京 PO42.5 价格走势（含税价）



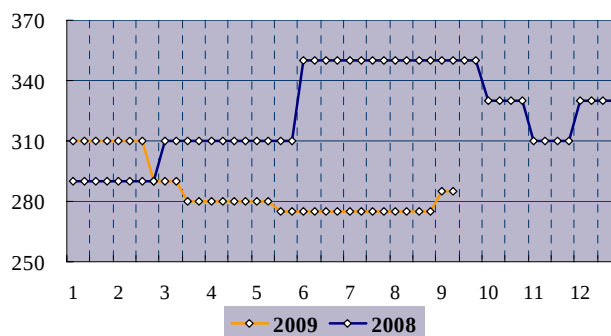
资料来源：中国水泥协会

图 5 杭州 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）



资料来源：中国水泥协会

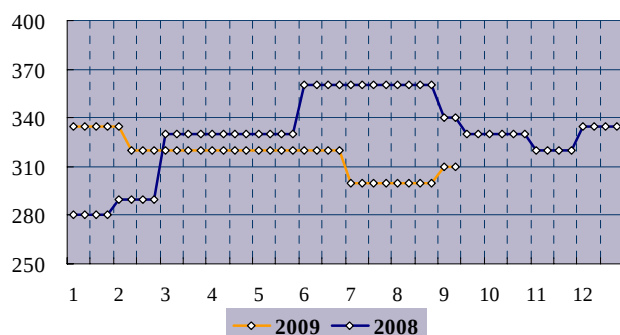
图 6 南昌 PO42.5 价格走势（含税价）



资料来源：中国水泥协会

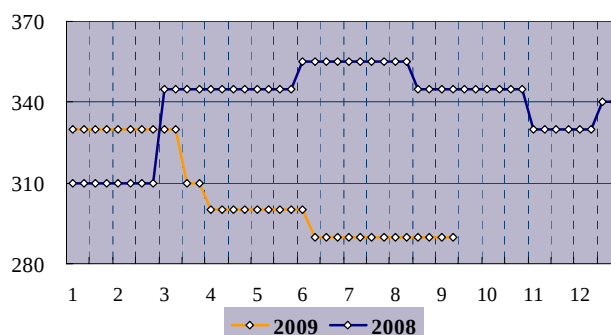
● 中南主要城市水泥价格

图 7 武汉 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）



资料来源：中国水泥协会

图 8 长沙 PO42.5 价格走势（含税价）



资料来源：中国水泥协会

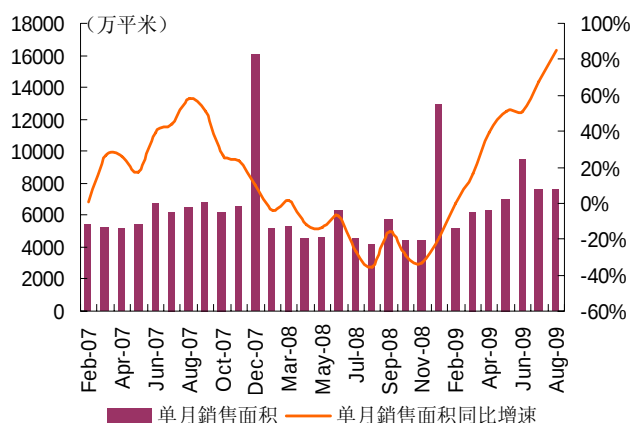
2、 短期内股价取决于三因素

短期内股价表现除了近期的水泥价格以外，更取决于房地产销量和海螺集团股权变动。我们认为这三个因素对公司业绩的影响周期依次增加，对股价的影响也依次递增。其中水泥价格有可能保持到今年年底，而房地产是否会出现“金九银十”具有一定的不确定性，这可能影响到由于提价引发行情的上涨幅度。而目前市场传闻的股权变动一旦兑现，将对股价无疑是正面影响而且上涨幅度可能较大。

2.1 房地产销量的将会影响预期，进而影响估值水平

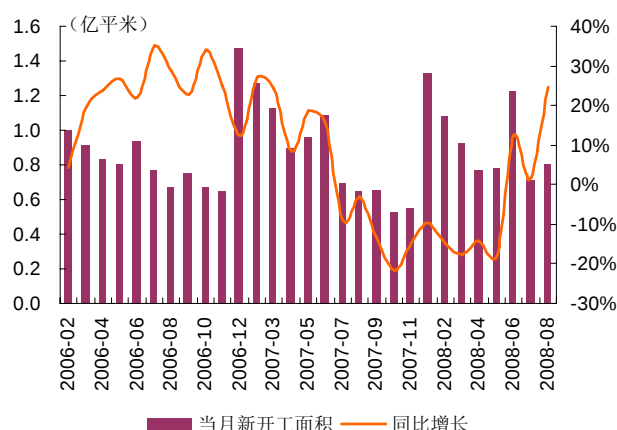
我国 8 月新开工面积环比增长 14.1%，同比增长 24.6%。销售面积环比增长 0.2%，同比增长 85.1%。随着房地产销量的复苏，今年下半年房地产投资明显增长，这是推动目前水泥价格上涨的主要原因。我们认为房地产销售的持续性将直接影响到市场对未来水泥行业的判断，从而影响水泥行业的估值水平，因此房地产销售的“金九银十”是否能出现将对短期股价有明显影响。

图 9 商品房月度销售面积变化



资料来源：国家统计局

图 10 商品房新开工面积月度变化



资料来源：国家统计局

2.2 海螺集团的股权争夺战有可能是影响股价的决定性因素

我们认为目前传闻不断地海螺集团股权争夺战可能是影响近期股价的关键因素，因为这种股权的变动可能对海螺水泥，乃至中国水泥行业影响深远。后文我们将对股权变动进行情景分析。

3、对实际控制人股权可能变动的情景分析

目前关于海螺集团股权之争的传闻不断。基本上都是关于以中国建材或者中材股份为主的水泥行业的央企与海创之间对海螺集团的股权争夺战的。

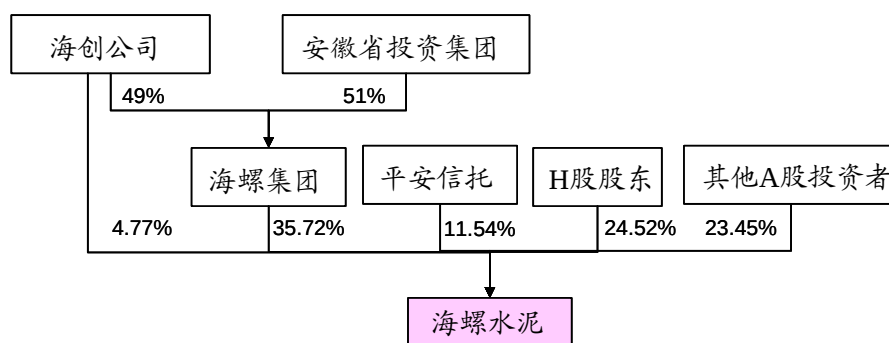
认为此事件对海螺未来的发展具有决定性的意义，具体影响可以分为两种情况进行情景分析：

情景一：两家央企之一拿到海螺集团的股权，成为海螺的第一大股东。我们分析海螺长期以来赖以生存的实际上是公司优秀的管理能力，而这种结果将可能在一定时间内对股东与管理层之间的关系产生负面影响，从而对公司的管理能力有所削弱。但同时按照我们之前的分析水泥行业未来依靠新增产能模式的增长需要向收购兼并的增长转换，而在目前我国的企业环境下，就兼并收购的能力而言，央企明显好于民营企业。如果海螺能成为央企控股的企业，这方面的能力必将加强，这种变化无疑是“强强联合”。

情景二：海创成为海螺集团的第一大股东。在这种情况下，我们可以期待海螺目前的管理团队和管理模式仍将保持，而且激励机制解决以后，管理层和股东的利益更加统一，将对海螺的长期增值更为有利。但是如果是这种情况，行业的长期整合进度可能被拖后，整合的时间可能被延长。

我们判断无论两种结果出现那一种，短期内市场都有可能给予正面的理解，因此对公司的短期股价较为有利。

图 11 公司当前股权结构

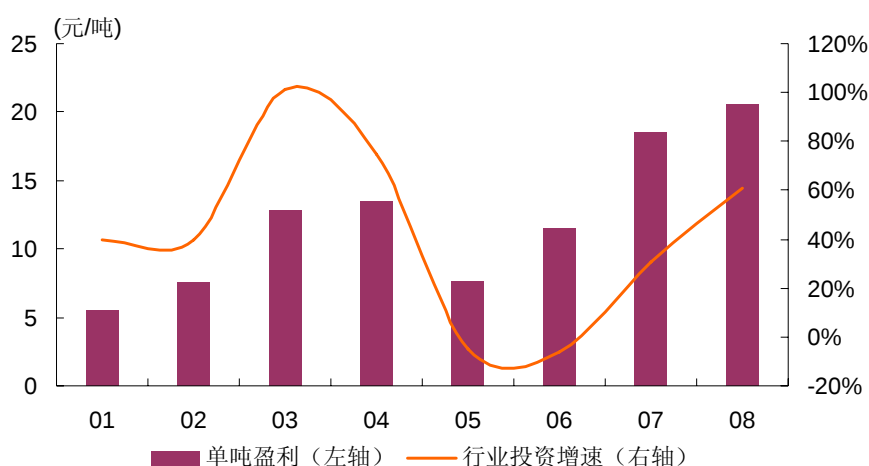


资料来源：公司公告

4、未来两年水泥行业将处于消化过剩产能阶段

05 年以来的本轮水泥投资随水泥景气复苏快速增长，07、08 年分别增长 30.5%、60.8%。09 年上半年随国家财政刺激方案的出台，行业产能扩张仍未放缓，前 8 月的水泥行业新增投资已达 1032 亿元，接近 08 年的全年水平。

图 12 2001 年以来水泥行业投资增速与行业盈利水平的对应关系



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

下表中我们对明年行业的供需形势进行了模拟分析。新增供给方面，由于近两年开建的多条生产线将在 2010 年进入集中点火期，我们即使按明年行业投资下滑 10% 的保守预计，2010 年新增熟料产能也将在 1.4 亿吨左右，折合为水泥产能并扣除 5000 万吨落后产能的淘汰量后，2010 年全年的新增净产能为 1.32 亿吨。而需求方面，在经历了 09 年诸多短期因素叠加带来的高速增长后，预计 2010 年的增量需求将回落至 1 亿吨左右，行业新增供给将较需求增量高出 3200 万吨，行业的供需关系届时将承受一定压力。

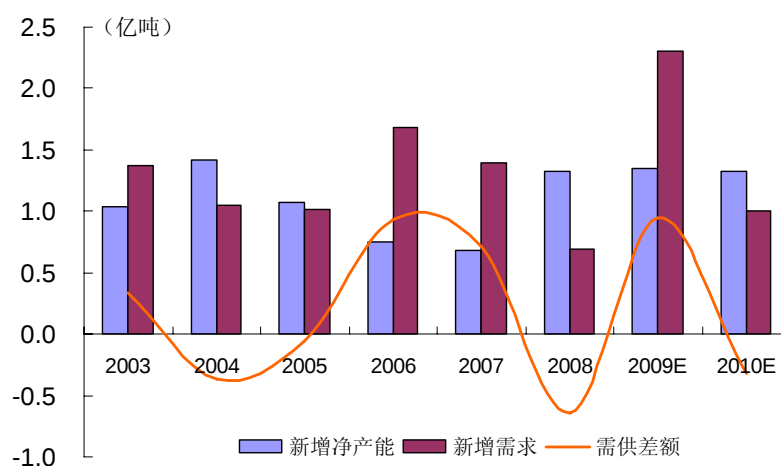
表 1 水泥行业年度需供差额分析

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
投资额	562	534	501	654	1051	1500	1350
+/-	75.0%	-5.0%	-6.1%	30.5%	60.8%	42.7%	-10.0%

新型干法新增熟料产能 (万吨)	12984	10205	8448	8940	14334	15000	14000
+/-	60.8%	-21.4%	-17.2%	5.8%	60.3%	4.6%	0.0%
落后水泥淘汰量 (万吨)	2700	2500	3500	5200	5300	6000	5000
新增水泥净产能 (万吨)	14179	10767	7482	6422	13335	13500	13200
新增需求 (万吨)	10474	10203	16792	14000	6900	23000	10000
需供差额 (万吨)	(3705)	(564)	9309	7578	(6435)	9500	(3200)

资料来源: 数字水泥网, 中投证券研究所

图 13 历年水泥新增净产能与新增需求分析



资料来源: 中投证券研究所

5、盈利预测假设

- 1、我们预计公司 09-11 年的销量分别增长 20%、19%和 15%，2011 年公司产销量有望达到 1.67 亿吨。
- 2、预计 09 年水泥产品综合销售均价为 221 元/吨，2010 年-2011 年微幅变动至 220、222 元/吨。
- 3、结合下表中我们对煤炭、电力成本以及公司余热发电贡献的预计，公司 09-11 年的单吨毛利分别为 59.5、57.8 和 58.0 元。

预计公司 09-11 年的净利润分别为 33.43、36.85 和 42.62 亿元，09-11 年 EPS 分别为 1.89、2.09 和 2.41 元

表 2 公司产品销量、价格及收入预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销量(万吨)	5,692.00	7551.00	8,652.00	10,206.00	12,200.00	14,500.00	16,675.00
+/-	51.46%	32.66%	14.58%	17.96%	19.54%	18.85%	15.00%
价格(元/吨)	190.2	213.2	217.0	237.4	221	220.0	222.0
+/-	-14.76%	12.07%	1.81%	9.39%	-6.99%	-0.36%	0.91%

销售收入（百万元）	10,826.21	16,096	18,776	24,228	26,938	31,900	37,019
+/-		48.7%	16.7%	29.0%	11.2%	18.4%	16.0%

资料来源：公司数据、中投证券研究所

表 3 公司分项成本预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
单吨熟料煤耗(吨)	0.156	0.156	0.164	0.175	0.162	0.164	0.164
单吨水泥煤耗(吨)	0.126	0.126	0.127	0.135	0.125	0.127	0.127
采购煤价(含税)(元/吨)	459.00	475.00	517.00	750.000	675.000	685.000	700.000
1、煤炭成本(不含税)(元/吨)	49.35	51.08	56.05	86.76	72.28	74.26	75.89
+/-	1.59%	3.49%	9.73%	54.80%	-16.69%	2.73%	2.19%
单吨电耗(度)	95.00	90.00	93.00	93.00	93.00	93.00	93.00
电价(元/度)	0.55	0.58	0.59	0.62	0.63	0.63	0.63
2、电力成本(不含税)(元/吨)	44.66	44.62	46.90	49.28	50.08	50.08	50.08
+/-	5.77%	-0.10%	5.11%	5.08%	1.61%	0.00%	0.00%
3、余热发电节省平均成本(元/吨)		0.47	3.27	6.96	11.31	12.35	12.20
能源成本小计(元/吨)	94.01	95.22	99.67	129.08	111.05	111.99	113.76
原材料成本	26.61	31.55	26.10	26.10	26.10	26.10	26.10
制造费用成本	18.84	17.22	16.99	16.99	16.99	16.99	16.99
人工成本	2.78	3.05	2.91	2.91	2.91	2.91	2.91
其他成本	4.53	5.64	4.24	4.24	4.24	4.24	4.24
一、单吨成本合计（元/吨）	146.77	152.69	149.92	179.32	161.29	162.23	164.00
+/-	-1.22%	4.03%	-1.82%	19.62%	-10.06%	0.58%	1.09%
二、销售总成本(百万元)	8,314	11,509	12,926	18,192	19,677	23,523	27,347
+/-	38.4%	12.3%	40.7%	8.2%	19.5%	16.3%	38.4%

资料来源：公司数据、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	13533	10000	10438	10887	营业收入	24228	26938	31900	37019
现金	6799	3841	3000	2500	营业成本	18192	19677	23523	27347
应收账款	447	498	590	685	营业税金及附加	148	182	218	253
其它应收款	200	187	187	188	营业费用	1366	1616	1914	2221
预付账款	306	601	715	832	管理费用	841	944	1148	1332
存货	1870	2179	2756	2981	财务费用	751	564	647	721
其他	3911	2694	3190	3702	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	28999	33873	39847	43432	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	323	163	163	163	投资净收益	57	0	0	0
固定资产	22435	28394	34413	38031	营业利润	2987	3954	4451	5145
无形资产	1660	1625	1590	1554	营业外收入	267	360	430	500
其他	4581	3691	3682	3683	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	42532	43873	50285	54319	利润总额	3246	4314	4881	5645
流动负债	11174	9600	12652	12905	所得税	566	863	1074	1242
短期借款	2268	1500	4058	3643	净利润	2680	3451	3807	4403
应付账款	3471	2841	3337	3879	少数股东损益	73	108	122	141
其他	5435	5260	5256	5382	归属母公司净利润	2607	3343	3685	4262
非流动负债	6090	6084	6084	6084	EBITDA	5182	6073	7101	8275
长期借款	6033	6033	6033	6033	EPS（元）	1.48	1.89	2.09	2.41
其他	56	50	50	50					
负债合计	17264	15684	18735	18988					
少数股东权益	472	579	701	843	主要财务比率				
股本	1766	1766	1766	1766	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
资本公积	14117	14117	14117	14117	成长能力				
留存收益	8914	11727	14966	18605	营业收入	29.0%	11.2%	18.4%	16.0%
归属母公司股东权益	24797	27610	30849	34488	营业利润	-5.8%	32.4%	12.6%	15.6%
负债和股东权益	42532	43873	50285	54319	归属于母公司净利润	4.5%	28.2%	10.2%	15.7%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	24.9%	27.0%	26.3%	26.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	净利率	10.8%	12.4%	11.6%	11.5%
经营活动现金流	5266	5671	5782	7259	ROE	10.5%	12.1%	11.9%	12.4%
净利润	2680	3451	3807	4403	ROIC	11.2%	10.8%	9.9%	10.4%
折旧摊销	1444	1554	2003	2409	偿债能力				
财务费用	751	564	647	721	资产负债率	40.6%	35.7%	37.3%	35.0%
投资损失	-57	0	0	0	净负债比率	62.77	62.64%	65.62	62.56%
营运资金变动	359	56	-714	-291	流动比率	1.21	1.04	0.83	0.84
其它	89	45	39	18	速动比率	1.04	0.81	0.60	0.61
投资活动现金流	-6360	-6449	-8000	-6000	营运能力				
资本支出	5153	7500	8000	6000	总资产周转率	0.66	0.62	0.68	0.71
长期投资	-1114	-1035	0	0	应收账款周转率	68	54	54	54
其他	-2321	16	0	0	应付账款周转率	6.74	6.24	7.62	7.58
筹资活动现金流	6433	-2181	1377	-1759	每股指标（元）				
短期借款	-211	-768	2558	-415	每股收益(最新摊薄)	1.48	1.89	2.09	2.41
长期借款	-3789	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	3.21	3.27	4.11
普通股增加	200	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	14.04	15.63	17.46	19.52
资本公积增加	10910	0	0	0	估值比率				
其他	-678	-1412	-1182	-1344	P/E	31.53	24.59	22.31	19.29
现金净增加额	5340	-2958	-841	-500	P/B	3.32	2.98	2.66	2.38
					EV/EBITDA	16	14	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李凡, 中投证券研究所建筑建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 4 年证券行业从业经验。

罗泽兵, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。3 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、中国中铁、中国铁建、中材国际、海油工程、中海油服、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434