

一、季度业绩显示良好增长态势

- 海螺水泥公告一季度业绩同比增长 90% 左右，扣除少数股东权益后净利润：408,937,957 元，每股收益：0.23 元。我们认为海螺水泥的一季度业绩基本符合我们的预期。
- 根据我们的了解，海螺水泥 2010 年一月份每吨的毛利为 60 元，二月份每吨的毛利为 55 元，均高于 2009 年一季度每吨 46 元的毛利水平。淡季水泥价格不淡，大大好于 09 年同期。同时公司新增产能逐步释放，产量同比有 20% 左右增长。
- 由于一季度是水泥行业的传统淡季，我们预计公司 2010 年水泥吨毛利将呈现逐季提升，2010 年整体业绩向好。公司 09 年末尚有余热退税未返还，这部分将计入 2010 年利润表，预计全年退税在 6 亿元左右，也对 2010 年的业绩有正面作用。
- 海螺水泥 2010 年和 2011 年通过目前新建产生的新增产能会达到每年 3000 万吨，预计公司 2010、2011 年水泥数量销量为 1.5 亿吨和 1.8 亿吨。由于行业集中度的提高，公司同其他大企业的协同效应正在增强，海螺将一改过去低价竞争策略，与其他大企业协同提高市场价格。
- 近期由于基建和房地产投资的延续效益，全国大部分地区水泥需求情况依然十分旺盛，落后产能淘汰力度正在不断加大，对行业有正面影响效应，我们依然看好水泥行业走势。
- 我们小幅上调海螺水泥 2010 年和 2011 年 EPS 预测分别至 2.88 元和 3.30 元，维持公司的买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208060127

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 4 月 7 日) 44.38

目标价格 (6 个月) 60.00

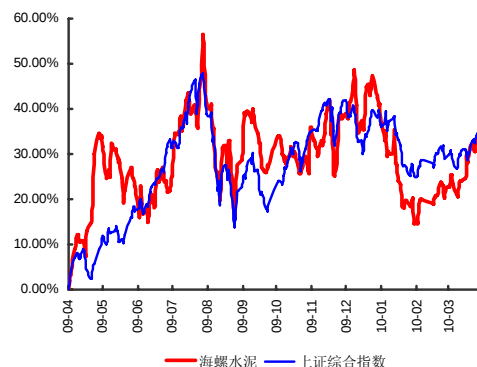
总股本/A 股 (万股) 176643/145568

国家/地区 中国

行业 非金属建材

报告日期 2010 年 4 月 8 日

股价表现



财务预测

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	24998	30997	37962	44763
同比(%)	3%	24%	22%	18%
归属母公司净利润	3662	5189	5951	6523
同比(%)	36%	44%	14%	10%
毛利率(%)	28.5%	29.9%	30.2%	29.4%
ROE(%)	12.3%	15.3%	15.2%	14.6%
每股收益(元)	2.01	2.88	3.30	3.63
P/E	22.18	15.45	13.50	12.27
P/B	2.73	2.37	2.05	1.79
EV/EBITDA	12	9	7	6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10097	12480	14308	15865	营业收入	24998	30997	37962	44763
现金	3627	4316	4500	4293	营业成本	17865	21741	26513	31597
应收账款	442	527	663	777	营业税金及附加	134	167	214	245
其它应收款	319	333	417	501	销售费用	1420	1705	2012	2328
预付账款	380	451	538	651	管理费用	976	1082	1234	1588
存货	2172	2505	3056	3675	财务费用	356	595	625	730
其他	3156	4347	5134	5968	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	37052	42911	49531	56468	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	481	322	376	393	投资净收益	16	30	30	25
固定资产	25609	33256	39394	45360	营业利润	4260	5736	7394	8299
无形资产	2064	2542	2898	3295	营业外收入	257	650	210	200
其他	8896	6791	6864	7420	营业外支出	41	20	23	28
资产总计	47148	55391	63840	72333	利润总额	4477	6366	7581	8471
流动负债	12073	15956	19062	21961	所得税	815	1178	1630	1948
短期借款	1706	5671	7333	8847	净利润	3662	5189	5951	6523
应付账款	3339	3956	4907	5824	少数股东损益	118	100	130	116
其他	7028	6329	6822	7290	归属于母公司净利润	3544	5089	5821	6407
非流动负债	5772	5562	5595	5643	EBITDA	6269	8208	10441	11978
长期借款	5394	5394	5394	5394	EPS（元）	2.01	2.88	3.30	3.63
其他	379	168	201	249	主要财务比率				
负债合计	17846	21518	24657	27604	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	543	643	773	889	成长能力				
股本	1766	1766	1766	1766	营业收入	3.2%	24.0%	22.5%	17.9%
资本公积	15065	15065	15065	15065	营业利润	42.6%	34.6%	28.9%	12.2%
留存收益	11928	16398	21579	27008	净利润	36.0%	43.6%	14.4%	10.1%
归属母公司股东权益	28760	33230	38410	43840	获利能力				
负债和股东权益	47148	55391	63840	72333	毛利率	28.5%	29.9%	30.2%	29.4%
现金流量表					净利率	14.2%	16.4%	15.3%	14.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	12.3%	15.3%	15.2%	14.6%
经营活动现金流	7029	5575	8805	9892	ROIC	14.2%	15.3%	16.8%	16.4%
净利润	3662	5189	5951	6523	偿债能力				
折旧摊销	1652	1877	2423	2949	资产负债率	37.8%	38.8%	38.6%	38.2%
财务费用	356	595	625	730	净负债比率				
投资损失	-16	-30	-30	-25	流动比率	0.84	0.78	0.75	0.72
营运资金变动	1282	-1848	-224	-369	速动比率	0.66	0.62	0.59	0.55
其它	93	-207	61	84	营运能力				

投资活动现金流	7029	-7665	-9032	-9887	总资产周转率	0.56	0.60	0.64	0.66
资本支出	8002	8388	8287	9317	应收账款周转率	54	62	61	60
长期投资	47	-1212	374	154	应付账款周转率	5.25	5.96	5.98	5.89
其他	15078	-488	-370	-415	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-2395	2779	411	-212	每股收益	2.01	2.88	3.30	3.63
短期借款	-563	3966	1661	1514	每股经营现金流	3.98	3.16	4.98	5.60
长期借款	-640	0	0	0	每股净资产	16.28	18.81	21.74	24.82
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	949	0	0	0	P/E	22.18	15.45	13.50	12.27
其他	-2141	-1187	-1251	-1726	P/B	2.73	2.37	2.05	1.79
现金净增加额	-3178	689	184	-207	EV/EBITDA	12	9	7	6

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn