

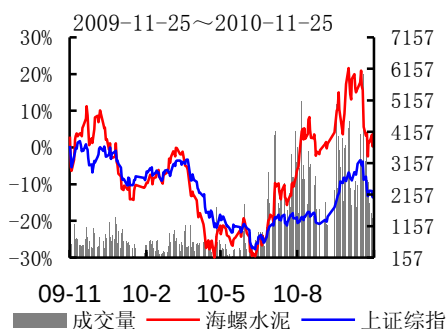
海螺水泥(600585) 成长性良好的水泥行业领军企业

研究员：朱勤
执业证书编号：S0570210030026
电话：025-84457777-379(办公室)
E-mail: chuqinghome@163.com
地址：南京市中山东路 90 号

投资评级：买入(维持)

建筑材料 II
当前价格(元)：23.29
目标价格(元)：30.4

股价走势图



相关研究

- 1 《海螺水泥(600585):业绩快速增长的行业龙头》2010.10
- 2 《海螺水泥(600585): (个股追踪) 行业龙头 受益景气周期》2010.10

投资要点:

◆海螺水泥低成本竞争策略符合水泥市场现状。中国水泥行业仍然处于成长期，产能分散，行业竞争激烈，低成本带来的低价格是最有力的竞争工具，海螺水泥良好的执行能力能够保障低成本策略的顺利实施。从公司目前的经营策略来看，公司未来两年的产能扩张仍然会以自建生产线为主，对其他水泥企业的收购兼并日益受到管理层的重视，但目前不会大规模进行。

◆拉闸限电提高水泥价格，公司业绩快速增长。1-3 季度营业收入 223.6 亿元，同比增长 26.5%，营业利润 39.1 亿元，同比增长 39.9%，净利润 31.6 亿元，同比增长 41.4%，前三季度每股收益为 0.89 元。净利润维持快速增长的态势，期内海螺水泥的综合毛利率比二季度上升 3.69 个百分点至 29.1%，主要原因是华东华南地区从九月份以来的拉闸限电导致区域内水泥供应紧张，水泥价格出现明显上涨。受拉闸限电影响，公司安徽地区的熟料生产基地将从 10 月底开始停产检修，时间在 1 个月左右，预计四季度公司水泥产量增速同比将出现下降，但随着安徽和江浙地区水泥价格的快速上涨（平均涨幅超过 15%），公司水泥产品四季度的毛利率水平出现明显上升，弥补产能增速下降带来负面影响。公司目前的吨毛利已经接近 100 元，为三年来的最高水平，业绩超出市场预期可能比较大。

◆2005 年以来海螺水泥的期间费用水平一直维持在行业较低水平，并呈现不断下降的趋势，从 05 年的 15.08% 下降到 10 年 3 季度的 9.79%，说明公司整体的费用控制水平较高。

◆产能扩张保障公司业绩的稳定增长。公司 09 年资本支出 80 亿，今年公司计划拿 100 亿元进行产能扩张。2010-2011 年每年 3000 万吨的新增产能（项目已核准，不计入可能的并购），销量每年也有 3000 万吨增长，12 年预计新增产能 2000 万吨。预计 2010 年公司水泥产能 1.37 亿吨，12 年将达到产能 1.9 亿吨。今年销量约在 1.5 亿吨左右。

◆盈利预测与估值。我们预计海螺水泥 2009-2011 年 EPS 分别为 1.49、1.84、2.31 元，目前的股价相当于 2010/2011 年 16/13 倍 PE，因为公司具有良好的成长性，所以估值偏低，维持对公司的“买入”评级。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10097	16768	23637	32264
现金	3627	7574	13452	20950
应收账款	442	594	693	776
其它应收款	319	376	436	501
预付账款	380	498	545	609
存货	2172	2765	3100	3440
其他	3156	4962	5410	5986
非流动资产	37052	35056	33897	32553
长期投资	481	375	402	406
固定资产	25609	26061	25393	24161
无形资产	2064	2461	2818	3188
其他	8896	6158	5284	4797
资产总计	47148	51824	57534	64817
流动负债	12073	12991	13901	14640
短期借款	1706	2022	1958	1937
应付账款	3339	4366	4978	5453
其他	7028	6602	6965	7250
非流动负债	5772	4473	3084	1903
长期借款	5394	4253	2838	1644
其他	379	220	246	259
负债合计	17846	17463	16985	16542
少数股东权益	543	963	1479	2130
股本	1766	3533	3533	3533
资本公积	15065	13299	13299	13299
留存收益	11928	16566	22238	29312
归属母公司股东权益	28760	33397	39070	46144
负债和股东权益	47148	51824	57534	64817

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	7029	5430	8923	10051
净利润	3662	5676	7003	8825
折旧摊销	1652	1654	1749	1796
财务费用	356	480	186	-196
投资损失	-16	-28	-29	-26
营运资金变动	1282	-2204	-20	-373
其它	93	-149	34	26
投资活动现金流	-7813	410	-567	-428
资本支出	8002	0	0	0
长期投资	47	-823	195	40
其他	236	-412	-372	-388
筹资活动现金流	-2395	-1893	-2479	-2124
短期借款	-563	316	-64	-21

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	24998	34943	39672	44748
营业成本	17865	23997	26897	29580
营业税金及附加	134	207	229	257
营业费用	1420	2229	2539	2846
管理费用	976	1342	1523	1718
财务费用	356	480	186	-196
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收				
益	0	0	0	0
投资净收益	16	28	29	26
营业利润	4260	6715	8325	10568
营业外收入	257	272	266	267
营业外支出	41	10	20	20
利润总额	4477	6977	8571	10814
所得税	815	1301	1568	1990
净利润	3662	5676	7003	8825
少数股东损益	118	420	516	651
归属母公司净利润	3544	5256	6487	8174
EBITDA	6269	8850	10260	12168
EPS (元)	1.01	1.49	1.84	2.31

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	3.2%	39.8%	13.5%	12.8%
营业利润	42.6%	57.6%	24.0%	26.9%
归属于母公司净利润	36.0%	48.3%	23.4%	26.0%
获利能力				
毛利率	28.5%	31.3%	32.2%	33.9%
净利率	14.2%	15.0%	16.4%	18.3%
ROE	12.3%	15.7%	16.6%	17.7%
ROIC	11.6%	17.5%	21.6%	27.2%
偿债能力				
资产负债率	37.8%	33.7%	29.5%	25.5%
净负债比率	53.75%	50.26%	42.98%	36.77%
流动比率	0.84	1.29	1.70	2.20
速动比率	0.66	1.08	1.48	1.97
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.71	0.73	0.73
应收账款周转率	54	65	59	59
应付账款周转率	5.25	6.23	5.76	5.67
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.49	1.84	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	1.54	2.53	2.84

长期借款	-640	-1141	-1415	-1194	每股净资产(最新摊薄)	8.14	9.45	11.06	13.06
普通股增加	0	1766	0	0	估值比率				
资本公积增加	949	-1766	0	0	P/E	11.42	15.41	12.48	9.91
其他	-2141	-1069	-999	-909	P/B	1.41	2.42	2.07	1.75
现金净增加额	-3178	3947	5878	7499	EV/EBITDA	13	10	8	7

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	24998	34943	39672	44748
同比(%)	3%	40%	14%	13%
归属母公司净利润				
润	3544	5256	6487	8174
同比(%)	36%	48%	23%	26%
毛利率(%)	28.5%	31.3%	32.2%	33.9%
ROE(%)	12.3%	15.7%	16.6%	17.7%
每股收益(元)	2.01	1.49	1.84	2.31
P/E	11.42	15.41	12.48	9.91
P/B	1.41	2.42	2.07	1.75
EV/EBITDA	13	10	8	7

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 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；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。