

海螺水泥 (600585.SH) 水泥行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

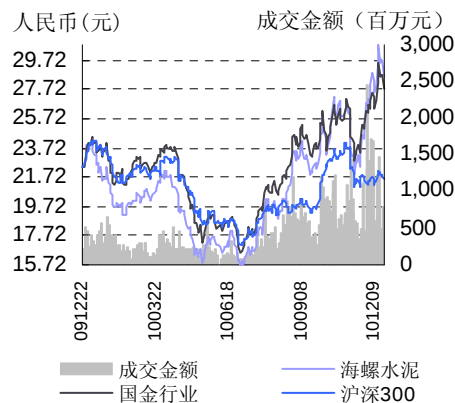
市价(人民币): 29.58元

再次上调海螺盈利预测

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,666.47
流通港股(百万股)	866.40
总市值(百万元)	104,502.25
年内股价最高最低(元)	30.77/15.72
沪深300指数	3249.51
上证指数	2904.11



相关报告

1. 《三季度点评:上调海螺明年盈利预测》, 2010.10.26
2. 《海螺水泥2010年半年报点评》, 2010.8.17
3. 《相信龙头的力量》, 2010.3.30

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 分析师 SAC 执业编号: S1130210090001
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.476	2.007	1.648	2.576	3.459
每股净资产(元)	14.04	16.28	9.47	11.92	15.25
每股经营性现金流(元)	2.98	3.98	2.00	2.96	3.99
市盈率(倍)	17.57	24.85	17.95	11.48	8.55
行业优化市盈率(倍)	25.55	50.09	50.09	50.09	50.09
净利润增长率(%)	4.52%	35.96%	64.24%	56.32%	34.31%
净资产收益率(%)	10.51%	12.32%	17.39%	21.61%	22.69%
总股本(百万股)	1,766.43	1,766.43	3,532.87	3,532.87	3,532.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

年未年初之际,我们再次走访了海螺水泥,基于对公司和行业的判断,我们继上篇海螺水泥的上调盈利预测跟踪报告后,再次充满信心的上调了海螺水泥未来的盈利预测,以下观点是近期与投资者、水泥业内人士以及海螺高管交流的一些心得,与大家一起分享。

我们的观点

- **观点一: 我们认为水泥行业,尤其华东水泥未来盈利模式将发生大的变化,这种变化将催化行业估值水平得到大幅度提升。**
 - 促使行业估值水平的提高,关键的要素在于未来供求关系预期的改善,这个我们不做多论述,因为市场基本已经达成一致,2011年华东区域供给基本呈现零增长状态,只要需求不出现负增长,行业景气继续提升的概率很大——这就是我们之前强调的供给面减法逻辑。
 - 我们今天还需要重点强调的是,行业盈利模式发生重要变革(盈利模式将之前的由供需双方博弈的量和价配合的模式,逐步过渡到靠价取胜为主的模式)将催化估值水平的大幅度提高,估值大幅度提高的时间点或许就在2011年,主要理由在于,我们认为只要国家政策对华东市场的新增产能审批不放开,按照华东目前的市场结构和企业之间的协同机制,华东市场的吨毛利将在中长期步入高盈利时代,也就是未来很长时间华东都可能出于盈利黄金时期,而2010年下半年到2011年时这种模式逐渐过渡的时间段,是上述盈利模式发生蜕变的时间段,这种盈利模式的变化将主要在盈利数据上体现出来,更重要的将带来估值水平全面提升,因此我们认为这个时间段之内对于我们资本市场投资者来说存在的机会是战略性的,是黄金投资时机。
- **观点二: 即将到来的春节价格下降不会影响水泥股的表现。**这个问题我们阐述过多次,淡季正常的价格变化不会影响股价,因为股价 $PRI CE = EPS \times PE$,而决定 PE 的因素是未来供需预期的变化和盈利模式的变化,当然淡季降价会影响 EPS ,但我们在给全年盈利做预期的时候,已经充分考虑淡季降价因素,而衡量淡季降价的风险还是要靠同比数据,根据我们和华东企业最近反复的沟通,基本可以确定华东水泥价格即使在1季度度淡季同比也还有100(超过30%)的涨幅,也就是华东水泥企业基本都能实现1季度100的业绩增长,部分去年基数很低的企业将远远超

100%以上的增长，我们预计这种业绩增速可能延长至明年的半年报。

- **观点三：明年限电结束后，供需关系是否又会恶化？我们的答案是不会。**
 很多投资者希望我们给出限电到底减少了多少产量，我们只能根据抽样调查得出结论，大致为5%——这是一个抽样调查的结果。但我们有两组数据来说明限电的影响不大：其一，安徽省限电是11月10日结束的，限电结束后，水泥价格还在涨，库位基本处于空库状况；其二，我们在本周周报中提供了一组数据，华东市场9/10/11月份的产销量，分别为5205万吨、5481万吨、5875万吨，环比都保持了一定的增长，这一定程度上能解释华东市场限电对量的影响不是很大。**这是对我们前期观点的一种验证——限电只是一个外因，将明年供给面做减法的逻辑提前了，将涨价现象提前了。**
- **观点四：如何选择投资时点的问题？**首先我们给出的结论是和淡旺季价格变化的相关性很弱，这在前面论述过，也在2008~2010年的几个淡季旺季的实证研究过程中得到验证，我们之前给出的股价判断是“震荡向上”，引起震荡的原因只在于供需的预期变化，其实更多的宏观层面的因素，比如CPI、货币政策、房地产政策等等，当然，短期投资者之间的博弈也是一个考量的因素，但从中期的角度来看，水泥股时点选择最终还是估值水平，按照我们目前的估值水平，主流公司大约在2011年11~12倍左右，很显然这是一个盈利向上的周期性行业的一个底部估值水平，因此，我们建议投资者目前的估值水平就可以买入水泥股！

投资建议

- 我们将对行业的判断体现在公司的盈利预测上，再次上调海螺水泥的盈利预测，预计公司2010~2012年EPS分别为1.648、2.576、3.459元，而且我们判断，随着明年的行业运行局势进一步明朗，公司盈利存在继续上调的空间，按照最新给出的盈利预测，目前估值相当于2011年11.5倍，这是一个底部估值水平，中期我们给予海螺水泥2011年20倍PE，12个月目标价格51元，给予买入投资评级。
- 我们对上述观点的阐述同样适合东部的其他水泥企业，包括塔牌集团、江西水泥、华新水泥、冀东水泥、巢东水泥、以及在江苏有业务的天山股份等公司，我们对这些公司同样给予买入评级。

风险

- 风险方面，我们一直强调的，也是我们目前时点能看得见的就是产能放开的政策风险。
- 对于宏观层面引起的预期变化带来的振荡，我们更认为是介入的良机，因为明年的固定资产投资增速最终会维持在一个适当较高增速水平，比如20%以上。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	18,776	24,228	24,998	34,124	42,542	53,969
增长率		29.0%	3.2%	36.5%	24.7%	26.9%
主营业务成本	-12,926	-18,192	-17,865	-23,764	-27,714	-34,605
% 销售收入	68.8%	75.1%	71.5%	69.6%	65.1%	64.1%
毛利	5,850	6,037	7,133	10,360	14,828	19,364
% 销售收入	31.2%	24.9%	28.5%	30.4%	34.9%	35.9%
营业税金及附加	-134	-148	-134	-171	-213	-270
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,219	-1,366	-1,420	-1,706	-1,914	-2,429
% 销售收入	6.5%	5.6%	5.7%	5.0%	4.5%	4.5%
管理费用	-721	-841	-976	-1,024	-1,191	-1,511
% 销售收入	3.8%	3.5%	3.9%	3.0%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	3,776	3,681	4,603	7,460	11,510	15,154
% 销售收入	20.1%	15.2%	18.4%	21.9%	27.1%	28.1%
财务费用	-607	-751	-356	-434	-427	-233
% 销售收入	3.2%	3.1%	1.4%	1.3%	1.0%	0.4%
资产减值损失	-3	1	-2	-6	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	57	16	20	20	20
% 税前利润	0.1%	1.8%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	3,171	2,987	4,260	7,040	11,102	14,939
营业利润率	16.9%	12.3%	17.0%	20.6%	26.1%	27.7%
营业外收支	314	259	216	295	368	467
税前利润	3,485	3,246	4,477	7,335	11,470	15,406
利润率	18.6%	13.4%	17.9%	21.5%	27.0%	28.5%
所得税	-781	-566	-815	-1,320	-2,065	-2,773
所得税率	22.4%	17.4%	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	2,704	2,680	3,662	6,015	9,405	12,633
少数股东损益	210	73	118	194	306	411
归属于母公司的净利润	2,494	2,607	3,544	5,821	9,100	12,222
净利率	13.3%	10.8%	14.2%	17.1%	21.4%	22.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2,704	2,680	3,662	6,015	9,405	12,633
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,152	1,443	1,654	1,881	2,271	2,615
非经营收益	589	706	380	-24	183	-20
营运资金变动	-1,769	359	1,282	-798	-1,407	-1,134
经营活动现金净流	2,676	5,188	6,978	7,074	10,452	14,095
资本开支	-5,561	-5,118	-7,985	-3,082	-6,465	-3,717
投资	-97	-1,284	37	-1	0	0
其他	-77	42	135	20	20	20
投资活动现金净流	-5,735	-6,360	-7,813	-3,063	-6,445	-3,697
股权募资	0	11,282	1	0	0	0
债权募资	4,134	-3,931	-1,252	-1,104	-323	-2,849
其他	-991	-918	-1,144	-534	-1,684	-927
筹资活动现金净流	3,143	6,433	-2,395	-1,638	-2,008	-3,776
现金净流量	84	5,261	-3,229	2,373	2,000	6,622

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,418	6,799	3,627	6,000	8,000	14,622
应收款项	3,658	4,409	3,377	4,342	5,838	7,946
存货	1,563	1,870	2,172	2,930	3,417	4,266
其他流动资产	349	455	921	477	556	694
流动资产	6,987	13,533	10,097	13,749	17,811	27,528
% 总资产	22.5%	31.8%	21.4%	26.3%	29.3%	38.2%
长期投资	490	1,525	2,825	2,826	2,825	2,825
固定资产	21,886	25,506	31,954	33,623	38,208	39,799
% 总资产	70.5%	60.0%	67.8%	64.4%	62.8%	55.2%
无形资产	1,399	1,676	2,080	2,043	2,023	2,002
非流动资产	24,054	28,999	37,052	38,495	43,058	44,629
% 总资产	77.5%	68.2%	78.6%	73.7%	70.7%	61.8%
资产总计	31,041	42,532	47,148	52,243	60,869	72,157
短期借款	4,947	4,803	4,199	3,172	2,849	0
应付款项	3,900	5,722	7,161	7,388	7,729	9,295
其他流动负债	754	650	713	2,085	1,746	2,143
流动负债	9,600	11,174	12,073	12,645	12,325	11,438
长期贷款	9,822	6,033	5,394	5,394	5,394	5,394
其他长期负债	70	56	379	0	0	0
负债	19,493	17,264	17,846	18,038	17,718	16,832
普通股股东权益	11,080	24,797	28,760	33,468	42,109	53,871
少数股东权益	468	472	543	737	1,042	1,454
负债股东权益合计	31,041	42,532	47,148	52,243	60,869	72,157

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.592	1.476	2.007	1.648	2.576	3.459
每股净资产	7.073	14.038	16.281	9.473	11.919	15.249
每股经营现金净流	1.704	2.981	3.979	2.002	2.959	3.990
每股股利	0.070	0.200	0.000	0.315	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	22.51%	10.51%	12.32%	17.39%	21.61%	22.69%
总资产收益率	8.04%	6.13%	7.52%	11.14%	14.95%	16.94%
投入资本收益率	11.13%	8.41%	9.61%	14.30%	18.36%	20.47%
增长率						
主营业务收入增长率	23.15%	29.04%	3.18%	36.51%	24.67%	26.86%
EBIT增长率	36.49%	-2.54%	25.06%	62.07%	54.29%	31.66%
净利润增长率	74.67%	4.52%	35.96%	64.24%	56.32%	34.31%
总资产增长率	39.16%	37.02%	10.85%	10.81%	16.51%	18.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.5	5.1	6.5	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	39.3	34.4	41.3	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	48.3	54.2	69.6	55.0	50.0	46.0
固定资产周转天数	366.6	338.0	373.9	313.2	288.9	237.1
偿债能力						
净负债/股东权益	115.62%	15.97%	20.36%	7.50%	0.56%	-16.68%
EBIT利息保障倍数	6.2	4.9	12.9	17.2	27.0	65.0
资产负债率	62.80%	40.59%	37.85%	34.53%	29.11%	23.33%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	7	24	25	46
买入	0	0	5	5	13
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.14	1.15	1.20

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-03-31	买入	17.27	N/A
2 2009-08-20	买入	20.57	N/A
3 2010-03-30	买入	21.83	N/A
4 2010-08-17	买入	19.46	N/A
5 2010-10-26	买入	26.56	40.00 ~ 40.00

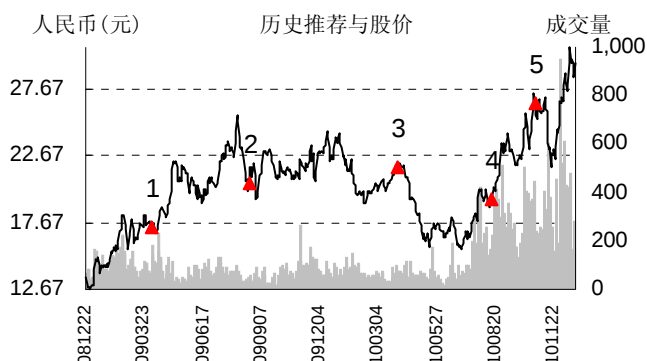
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室