

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

业绩大幅预增，符合市场预期

事件描述

海螺水泥今日发布 2010 年业绩预增公告，主要内容如下：

- 预计 2010 年全年实现归属上市公司股东净利润将超过 53 亿，同比增长 50%以上
- 综合考虑公司未来在区域市场整合中的龙头地位，预计 10-12 年 EPS 分别为 1.57、2.28 和 3.01 元，对应 1 月 10 日股价 29.38 元，PE 分别为 18.71、12.89 和 9.76 倍，维持“推荐”评级

事件评论

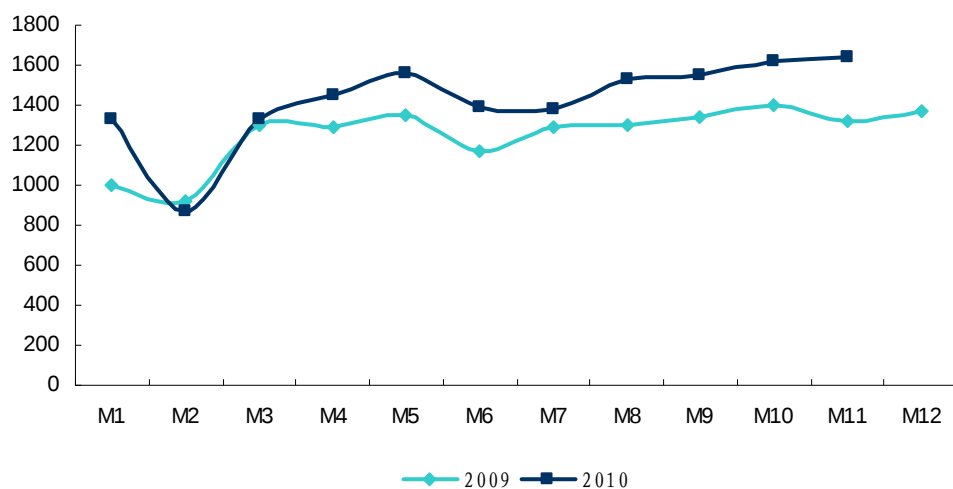
第一，量价齐升，业绩大幅增长，符合预期

公司预计 2010 年度归属于上市公司股东的净利润同比上升 50% 以上，业绩的大幅增长符合我们之前的预期。公司在 10 年的表现呈现出量价齐升的局面，我们认为主要是受益于以下因素：

- 受益于国家固定资产投资的拉动，水泥需求保持一定的增长
- 在国家节能减排政策的作用下，落后产能淘汰进一步加快，使得水泥市场的供求关系不断改善
- 华东华南地区的限电限产作为催化剂带来了当地水泥价格的大幅上涨，并逐步形成区域协同

量增：截至 2010 年 11 月底，公司水泥产量为 15649.6 万吨，同比增速约为 14.29%。

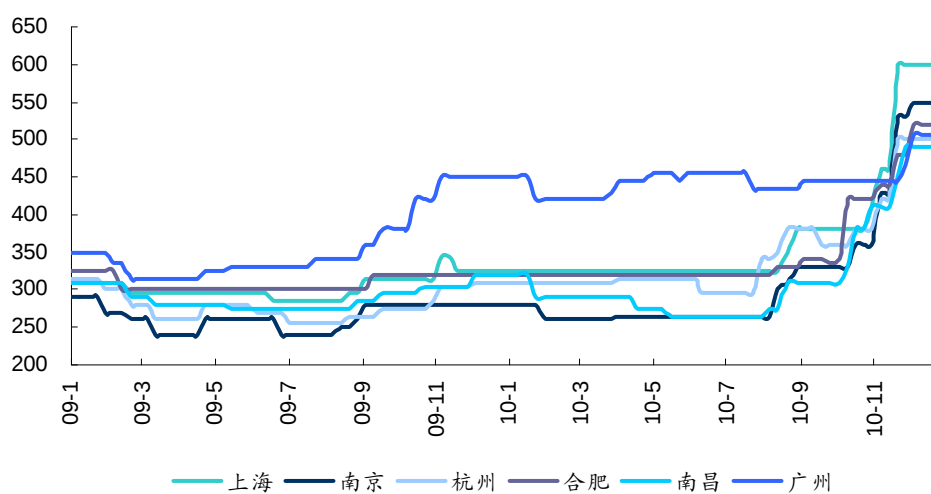
图 1: 公司 2010 年水泥产量明显优于 09 年



资料来源: 中国建材信息总网, 长江证券研究部

价升: 我们通过观察公司主要布局地区省会城市的水泥周价格变化发现, 由于限电的影响, 2010 年六地价格自 8 月份起均出现显著上扬。

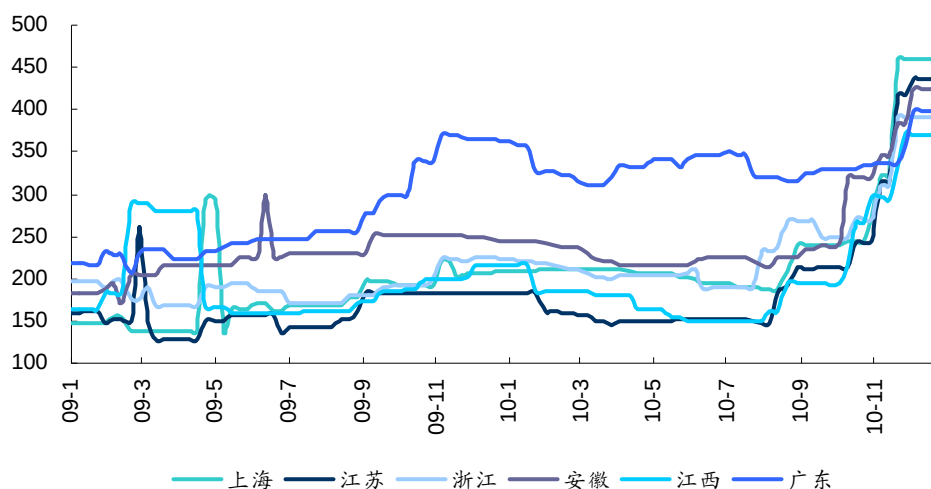
图 2: 公司 2010 年水泥价格出现明显上扬



资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

从盈利能力上来看, 虽然 10 年煤炭价格也出现较大幅度的上扬, 但六地水泥煤炭价格差仍优于 09 年。

图 3: 公司 2010 年水泥煤炭价格差优于 09 年



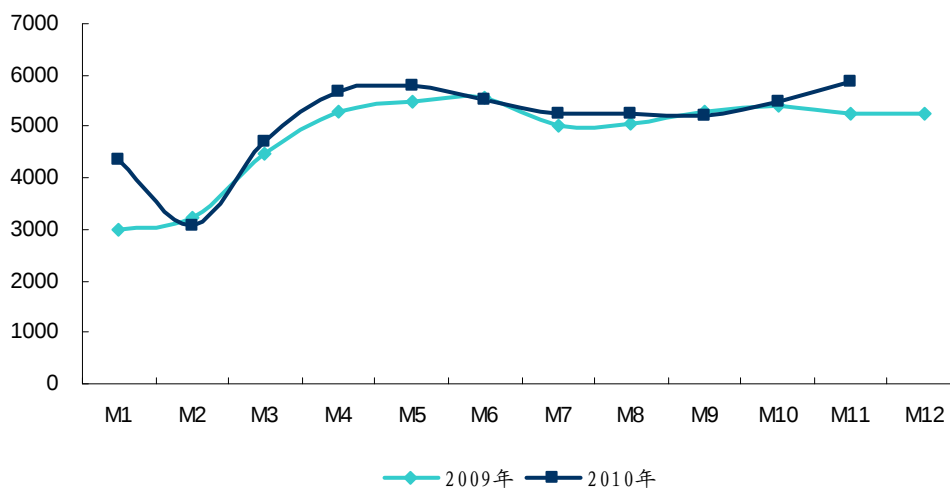
资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

第二, 季节性下调不代表公司未来表现将走弱

限电带来了 10 年四季度华东、华南地区水泥价格的大幅上扬。我们认为这是由两方面因素决定的: 限电带来产量的下降和限电背后区域内协同效应的逐步体现。

事实上, 我们对比 09、10 年华东地区的水泥产量增长在限电前后的变化发现, 1-6 月水泥产量增速约为 8%, 7-11 月产量增速约为 4%, 由此我们大致估算认为限电带来的水泥产量下降约为 4%, 并没有想象的那么大。

图 4: 华东地区限电对产量的影响幅度并不大



资料来源: 中国建材信息总网, 长江证券研究部

第三, 明年供需形势向上, 公司作为多区域龙头将显著受益

我们在 2011 年度策略报告中指出, 今年 2 季度之后边际供需关系将有显著改善, 行业也将迎来新的提价周期。虽然 4 万亿政策的淡出, 水泥需求增速将放缓, 但产能限制政策将带来边际供给更大幅度的下降, 再加上城镇化进程对水泥持续增长的需求和“建材下乡”的新增长点, 整个水泥行业将在今年重拾上升趋势。

从行业生命周期来看，在行业处在集中化速度加快期间，也是形成大的行业龙头（价格领袖）之时；未来几年无论是政策导向，还是企业自身拥有的资金实力，大企业将成为故事的主角，通过加速扩张（兼并重组）完成最终的布局，公司作为多区域龙头更将显著受益。

第四，给予“推荐”评级

我们预计 10-12 年 EPS 分别为 1.57、2.28 和 3.01 元，对应 1 月 10 日股价 29.38 元，PE 分别为 18.71、12.89 和 9.76 倍，维持“推荐”评级

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	24998	32827	41907	52299	货币资金	3627	3283	4191	10780
营业成本	17865	23169	28266	34820	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7133	9658	13640	17479	应收账款	762	1000	1277	1593
% 营业收入	28.5%	29.4%	32.5%	33.4%	存货	2172	2817	3435	4231
营业税金及附加	134	176	225	280	预付账款	380	493	602	741
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	541	593	757	944
销售费用	1420	1477	1886	2353	流动资产合计	10097	11619	14645	23761
% 营业收入	5.7%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	2344	2344	2344	2344
管理费用	976	1149	1467	1830	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	481	481	481	481
财务费用	356	492	498	371	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.5%	1.2%	0.7%	固定资产合计	31954	38435	44556	43480
资产减值损失	2	14	16	19	无形资产	2064	1961	1863	1770
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	16	16	16	16
投资收益	16	0	0	0	递延所得税资产	60	3	3	3
营业利润	4260	6349	9549	12625	其他非流动资产	132	132	132	132
% 营业收入	17.0%	19.3%	22.8%	24.1%	资产总计	47148	54992	64040	71988
营业外收支	216	657	629	784	短期贷款	4199	5039	4492	0
利润总额	4477	7006	10178	13410	应付款项	4280	5550	6769	8338
% 营业收入	17.9%	21.3%	24.3%	25.6%	预收账款	552	725	925	1155
所得税费用	815	1275	1852	2440	应付职工薪酬	196	254	310	381
净利润	3662	5731	8326	10969	应交税费	500	765	1095	1434
归属于母公司所有者的净利润	3544.4	5547.1	8058.2	10617.2	其他流动负债	2346	2987	3660	4515
少数股东损益	118	184	267	352	流动负债合计	12073	15319	17250	15822
EPS (元/股)	1.00	1.57	2.28	3.01	长期借款	5394	5394	5394	5394
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	7029	8468	11581	14568	递延所得税负债	302	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	77	77	77	77
收回现金	14	0	0	0	负债合计	17846	20790	22721	21293
长期股权投资	-10	0	0	0	归属于母公司	28760	33475	40324	49349
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-7985	-8328	-8419	-1523	少数股东权益	543	727	995	1347
其他	182	0	0	0	股东权益	29303	34202	41319	50696
投资活动现金流净额	-7813	-8328	-8419	-1523	负债及股东权益	47148	54992	64040	71988
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	1	0	0	0	EPS	1.003	1.570	2.281	3.005
银行贷款增加 (减少)	-1252	840	-547	-4492	BVPS	16.28	18.95	11.41	13.97
筹资成本	1144	-1324	-1706	-1963	PE	27.91	17.83	12.28	9.32
其他	-2288	0	0	0	PEG	0.63	0.40	0.28	0.21
筹资活动现金流净额	-2395	-484	-2254	-6455	PB	1.72	1.48	2.45	2.00
现金净流量	-3178	-344	908	6590	EV/EBITDA	16.73	12.07	8.41	5.96
					ROE	12.3%	16.6%	20.0%	21.5%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。