

海螺水泥 (600585.SH) 水泥行业

评级：买入 维持评级

公司点评

贺国文

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

年报预增 50% 以上，数据在超预期验证逻辑

事件

海螺水泥发布 2010 年业绩预增公告：2010 年公司归属上市公司股东的净利润同比增长 50% 以上。

评论

数据在验证之前的逻辑：四季度华东地区水泥价格的快速上涨是造成业绩快速增长的原因，直接促发因素当然是节能减排，更深层次的逻辑在于由于节能减排使得供给面做一段时间之内做了减法，这是华东中长期供给面做减法逻辑的提前体现，而且华东是全国供给面做减法逻辑最早发挥威力的地方。

图表1：华东地区水泥价格的表现



来源：国金证券研究所

目前时点市场比较关注：如何看待上周江苏、浙江部分区域的水泥价格下降？我们还是维持之前的观点，淡季降价属于正常的季节性变化，正常范围的降价即不会影响全年 EPS，也不会影响估值因素，决定股价的还是行业景气趋势，宏观因素和估值水平，当然我们对于这一轮淡季降价，我们更建议投资者将视点转移到一季度的最低点是多少，这个价格将是全年价格的底部，我们认为如果 PO42.5 在一年中最淡的春季能维持在 400 元左右（目前价格还在 500 元左右），则华东水泥股的 EPS2011 年都将再一次超市场预期。

投资建议

我们根据行业的运行趋势，再次上调海螺水泥 2010 年到 2012 年的 EPS 分别至 1.763、2.734、3.977 元/股，维持走势将呈振荡向上的判断，一年之内 50 元以上的目标价格，同时提醒市场重视同处安徽，内部管理明显改善，且是华东水泥股中量增速最快的小华东水泥—巢东股份的投资机会。

图表2：三大报表预测

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	34,814	43,370	55,956
增长率		29.0%	3.2%	39.3%	24.6%	29.0%
主营业务成本	-12,926	-18,192	-17,865	-23,898	-27,822	-34,207
% 销售收入	68.8%	75.1%	71.5%	68.6%	64.1%	61.1%
毛利	5,850	6,037	7,133	10,916	15,549	21,749
% 销售收入	31.2%	24.9%	28.5%	31.4%	35.9%	38.9%
营业税金及附加	-134	-148	-134	-174	-217	-280
% 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	-1,741	-1,952	-2,518
% 销售收入	6.5%	5.6%	5.7%	5.0%	4.5%	4.5%
管理费用	-721	-841	-976	-1,044	-1,214	-1,567
% 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	7,957	12,166	17,384
% 销售收入	20.1%	15.2%	18.4%	22.9%	28.1%	31.1%
财务费用	-607	-751	-356	-422	-383	-175
% 销售收入	3.2%	3.1%	1.4%	1.2%	0.9%	0.3%
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	7,549	11,801	17,227
营业利润率	16.9%	12.3%	17.0%	21.7%	27.2%	30.8%
营业外收支	314	259	216	301	375	484
税前利润	3,485	3,246	4,477	7,851	12,177	17,712
利润率	18.6%	13.4%	17.9%	22.6%	28.1%	31.7%
所得税	-781	-566	-815	-1,413	-2,192	-3,188
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	6,438	9,985	14,524
少数股东损益	210	73	118	208	325	475
归属于母公司的净利润	2,494	2,607	3,544	6,230	9,660	14,049
净利率	13.3%	10.8%	14.2%	17.9%	22.3%	25.1%

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	6,438	9,985	14,524
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	2,616
非经营收益	589	706	380	-43	132	-68
营运资金变动	-1,769	359	1,282	-831	-1,432	-1,294
经营活动现金净流	2,676	5,188	6,978	7,444	10,956	15,777
资本开支	-5,561	-5,118	-7,985	-3,076	-6,458	-3,700
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	-3,057	-6,438	-3,680
股权募资	0	11,282	1	0	0	0
债权募资	4,134	-3,931	-1,252	-1,493	-878	-1,905
其他	-991	-918	-1,144	-521	-1,641	-896
筹资活动现金净流	3,143	6,433	-2,395	-2,014	-2,519	-2,800
现金净流量	84	5,261	-3,229	2,373	2,000	9,297

来源：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	17,297
应收款项	3,658	4,409	3,377	4,430	5,952	8,239
存货	1,563	1,870	2,172	2,946	3,430	4,217
其他流动资产	349	455	921	480	558	686
流动资产	6,987	13,533	10,097	13,856	17,940	30,439
% 总资产	22.5%	31.8%	21.4%	26.5%	29.4%	40.5%
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%	64.2%	62.6%	53.0%
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%	73.5%	70.6%	59.5%
资产总计	31,041	42,532	47,148	52,350	60,999	75,068
短期借款	4,947	4,803	4,199	2,783	1,905	0
应付款项	3,900	5,722	7,161	7,444	7,777	9,259
其他流动负债	754	650	713	2,103	1,769	2,197
流动负债	9,600	11,174	12,073	12,329	11,452	11,456
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	17,723	16,845	16,850
普通股股东权益	11,080	24,797	28,760	33,877	43,077	56,667
少数股东权益	468	472	543	751	1,076	1,551
负债股东权益合计	31,041	42,532	47,148	52,350	60,999	75,068

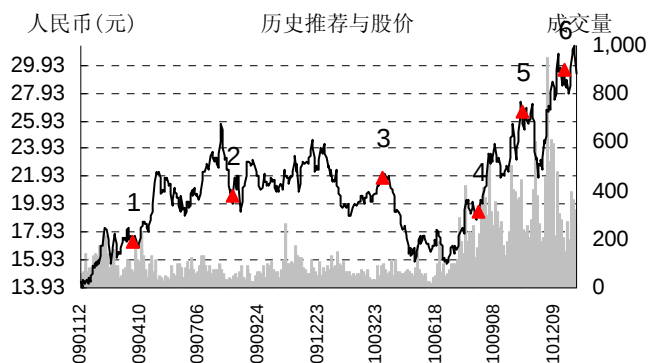
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.592	1.476	2.007	1.763	2.734	3.977
每股净资产	7.073	14.038	16.281	9.589	12.193	16.040
每股经营现金净流	1.704	2.981	3.979	2.107	3.101	4.466
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%	18.39%	22.42%	24.79%
总资产收益率	8.04%	6.13%	7.52%	11.90%	15.84%	18.71%
投入资本收益率	11.13%	8.41%	9.61%	15.24%	19.39%	22.41%
增长率						
主营业务收入增长率	23.15%	29.04%	3.18%	39.27%	24.58%	29.02%
EBIT增长率	36.49%	-2.54%	25.06%	72.86%	52.90%	42.89%
净利润增长率	74.67%	4.52%	35.96%	75.77%	55.06%	45.43%
总资产增长率	39.16%	37.02%	10.85%	11.03%	16.52%	23.06%
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	307.0	283.4	228.7
偿债能力						
净负债/股东权益	115.62%	15.97%	20.36%	6.29%	-1.59%	-20.45%
EBIT利息保障倍数	6.2	4.9	12.9	18.9	31.8	99.6
资产负债率	62.80%	40.59%	37.85%	33.85%	27.62%	22.45%

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
6	2010-12-22	买入	29.55	51.00 ~ 51.00

来源：国金证券研究所


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