



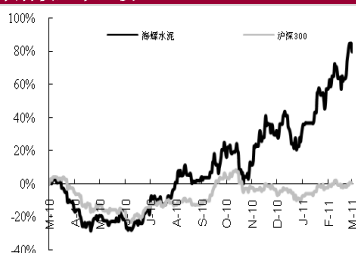
建材 - 水泥

Construction material - Cement

2011 年 3 月 29 日

市场数据	2011 年 3 月 28 日
当前价格 (元)	39.19
52 周价格区间 (元)	14.50-45.59
总市值 (百万)	104499
流通市值 (百万)	104499
总股本 (万股)	353287
流通股 (万股)	266647
日均成交额 (百万)	757
近一月换手 (%)	19.03
第一大股东	安徽海螺集团有限责任公司
公司网址	www.conch.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
海螺水泥	14.3%	39.5%	79.5%
沪深 300	2.9%	8.1%	0.5%

相关报告

2009.4.1 《海螺水泥 2008 年报点评》
 2009.8.20 《海螺水泥 2009 中报点评》
 2009.10.27 《海螺水泥 2009 三季报点评》
 2010.3.30 《海螺水泥 2009 年报点评》
 2010.8.17 《海螺水泥 2010 中报点评》
 2010.10.26 《海螺水泥 2010 三季报点评》

王昕

+86 755 21515547

Wangxin2@jyzq.cn

执业证书编号: S0370510120004

海螺水泥 (600585) 2010 年报点评

——持续稳定增长

评级: 买入

会计年度	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	24228	24998	34508	45600	53650
同比 (%)	29%	3%	38%	32%	18%
归属于母公司的净利润 (百万元)	2607	3544	6171	10641	12600
同比 (%)	5%	36%	74%	72%	18%
毛利率 (%)	24.92%	28.53%	32.08%	38.82%	39.02%
每股收益 (元)	1.48	2.01	1.75	3.01	3.57
PE	26.55	19.53	22.43	13.01	10.99

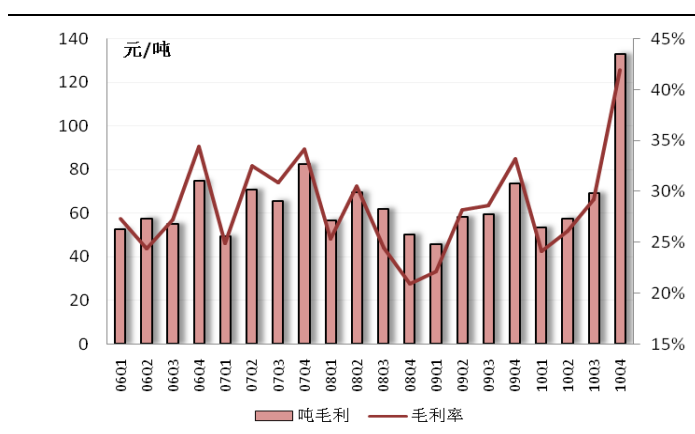
数据来源: 金元证券研究所

报告期内公司实现营业收入 345.08 亿元, 同比增长 38.04%; 实现营业利润 76.16 亿元, 同比增长 78.77%; 实现归属于母公司净利润 61.71 亿元, 同比增长 74.12%。综合毛利率为 32.08%, 较去年同期增加 3.55 个百分点。按全部股本摊薄计算每股收益 1.75 元。分配预案为每 10 股转增 5 股派现金 3 元 (含税)。

- **公司业绩超出预期, 价格提升使公司毛利率创出新高。**受益于经营区域内的产品价格上涨, 公司四季度收入及毛利率水平大幅提升。四季度实现收入 121.5 亿元, 同比提高 66%, 环比提高 40%。四季度综合毛利率达到 42%, 同比提高 8.7 百分点, 环比提高 12.7 个百分点。四季度的收入及毛利率水平平均达到近年来的最好水平。
- **价格提升弥补了产量的减少。**受去年下半年拉闸限电的影响, 公司全年水泥及熟料销售为 1.37 亿吨, 略低于我们之前的预期。其中四季度销售水泥及熟料 3834 万吨, 同比提高了 16%, 但四季度的收入同比提高 66%, 价格则同比提高了 43%, 价格的提高弥补了产量下降带来的影响。
- **优异的管理能力提升公司业绩。**公司作为国内水泥行业的龙头企业, 其卓越的管理能力一直处于行业领先水平。报告期内公司的期间费用率达到了 9.5% 的极低水平, 同比下降了 1.5 个百分点, 创造了国内水泥企业管理的典范, 有力的推动了公司业绩大幅提升。

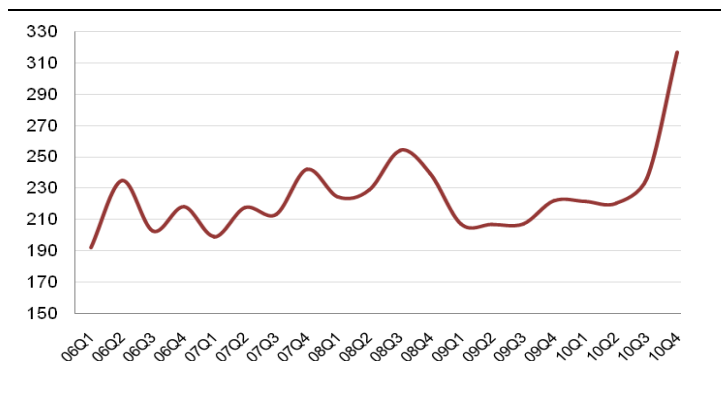
- **产业结构布局进一步完善，西部地区收入占比增加。**报告期内公司有达州海螺、广元海螺、重庆海螺、临湘海螺等 14 条 5,000t/d 熟料生产线，以及平凉海螺、达州海螺、赣江海螺等 37 台水泥磨建成投产，新增熟料产能 2520 万吨、水泥产能 4010 万吨。公司熟料产能达 1.3 亿吨，水泥产能达 1.5 亿吨。随着西部地区生产线的陆续投产，公司的产业布局进一步得到完善，报告期内西部地区的收入占比由上年的 1.6% 提升至 4.5%，西部地区的销售额达到 15.26 亿元，同比提升 287%。
- **资本支出保持稳定，未来将采取新建与收购并举的发展策略。**报告期内，公司完成资本支出 93 亿元，主要用于水泥、熟料生产线以及余热发电工程项目的建设投资。2011 年，公司计划安排 90 亿元的资本支出，并将根据经济结构调整的需要，转变发展方式，采取新建与收购并举的发展策略，进一步完善产业布局。并将推广利用水泥生产线处理城市垃圾的环保工程，适当延伸产业链。
- **区域价格有望保持稳定。**我们认为公司所处区域的水泥价格有望保持稳定，主要是基于以下原因：1）在国家严控产能增加的政策下，水泥行业的供需形势已发生了变化，需求端基本保持稳定，而供给端的新增产能很少，部分地区完全没有新增产能。2）供需形势将在今年下半年到明年进一步明朗，如果届时生产线审批仍未放开，部分地区可能会出现供给紧张的局面。3）在目前的行业背景下，企业的增长将更多依赖于对存量产能的整合，去年下半年的拉闸限电也使企业认识到市场整合及协作的重要性，在整合意识占据主流的情况下，市场集中度将会提高，而价格更容易维持在一个相对稳定水平。
- **投资建议：**我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 3.01 元和 3.57 元，对应市盈率为 13 倍和 11 倍。公司管理能力优异，作为行业龙头未来将显著受益于行业整合和价格的稳定。给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设进度；区域内投资及房地产的波动；水泥价格波动。

图表 1 公司去年四季度吨毛利及毛利率创新高



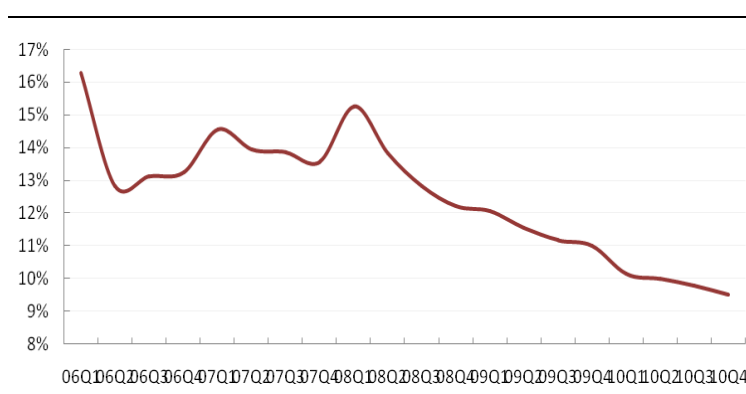
数据来源: Wind 资讯, 金元证券研究所

图表 2 去年四季度价格大幅提升



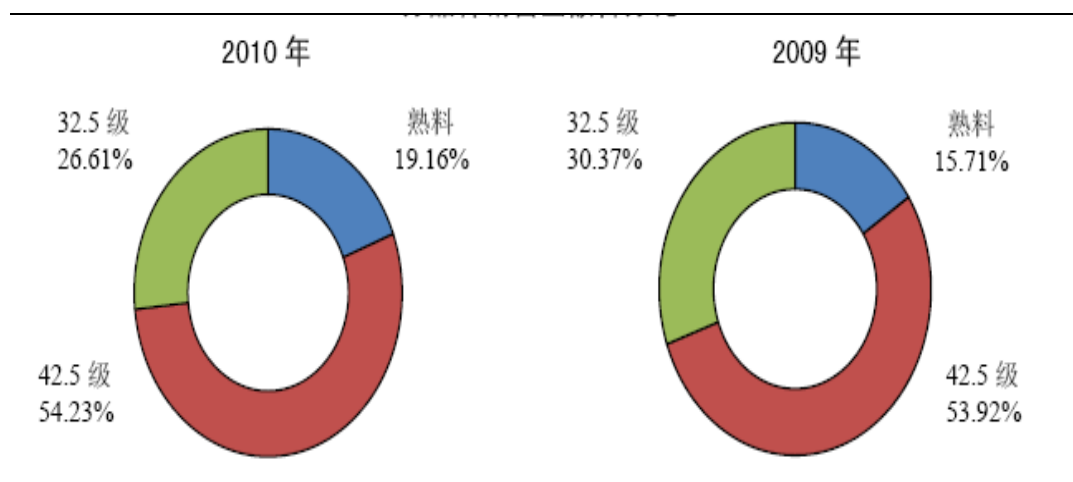
数据来源: 公司公告, 金元证券研究所

图表 3 期间费用率持续改善



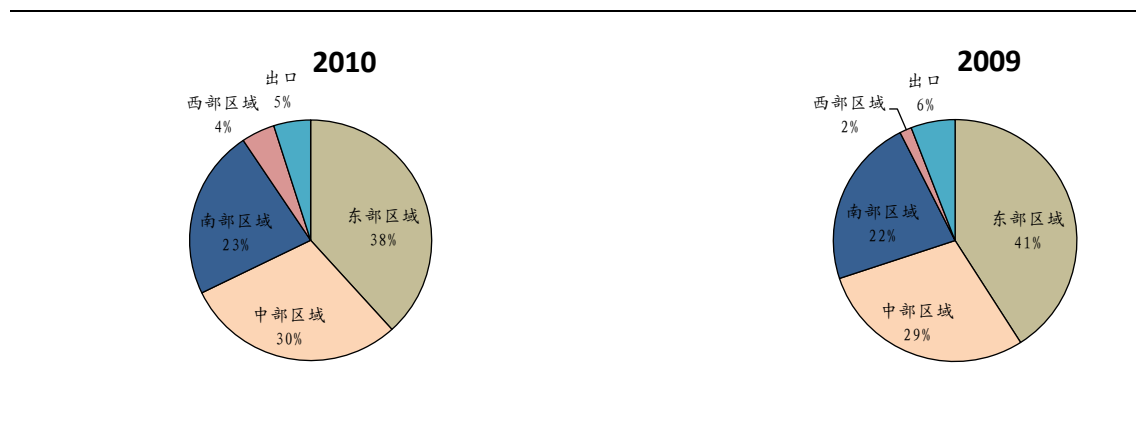
数据来源: 公司公告

图表 4 产品结构基本保持稳定



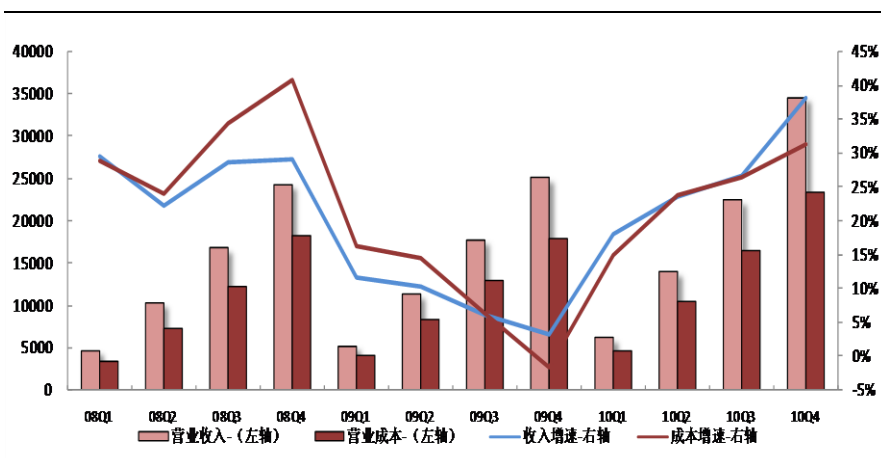
数据来源：公司公告

图表 5 西部地区收入占比提升



数据来源：公司公告

图表 6 公司季度营业收入与成本比较



数据来源：公司公告

金元证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;
- 中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;
- 减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

- 买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;
- 增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;
- 中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;
- 减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.