

受益行业高景气 盈利有望持续超预期

——海螺水泥 2010 年报暨 2011 年一季报预增 150%点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件：海螺水泥发布11年业绩预增公告，归属于上市公司股东净利润同比上升150%以上，上年同期归属于上市公司股东净利润7.92亿元，11年一季度EPS达0.56元。

2010年年报主营业务收入为340.36亿元，较上年同期增长37.89%；归属于上市公司股东净利润为61.71亿元，较上年同期增长74.12%；2010年EPS 1.75元。

投资要点

- 公司业绩大幅增长，把握住供求关系改善的良机，提升市场份额和盈利能力，新增熟料产能 2,520 万吨、水泥产能 4,010 万吨。截至 2010 年底，集团熟料产能达 1.3 亿吨，水泥产能达 1.5 亿吨。2010 年，海螺集团生产熟料 1.15 亿吨，同比增长 18%；生产水泥1.1 亿吨，同比增长 12%。
- 通过管理创新、技术创新，节能降耗进一步降低成本，运营质量持续提升。截止 2010 年底，海螺集团已累计建成 43 套余热发电机组，总装机容量达 623MW。同时，铜陵海螺利用日产 5,000 吨熟料生产线处理城市生活垃圾工程正式投入运行，日处理生活垃圾 300 吨。
- 海螺集团水泥和熟料的销售市场主要为：华东38%、中部29%、华南23%及西部四大区域，2010 年各区域市场销量稳步提升，市场统筹能力和控制能力不断增强，未来将充分受益行业景气度提高。
- 2011年，预计全年将新增熟料产能约3,180万吨，水泥产能约2,690万吨，新增余热发电装机容量约166MW。
- 我们预测，2011—2012年的每股收益分别为3.4元、4.19元，对应2011年的PE为12倍，对应现在行业PE平均16倍，仍有35%以上的上涨空间。维持之前的目标价位 55元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：水泥新增产能建设放开，淘汰落后产能进度减缓
主要财务数据：

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	24998	34508	48657	58388
增长率(%)	3.18%	38.04%	41.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	3544	6171	12011	14787
增长率(%)	35.96%	74.12%	94.62%	23.11%
每股收益(EPS)	1.00	1.75	3.40	4.19
每股经营现金流	1.99	1.66	5.64	5.46
销售毛利率	28.53%	32.08%	39.00%	39.50%
市盈率(P/E)	40.70	23.37	12.01	9.76
市净率(P/B)	5.02	4.12	3.13	2.42

海螺水泥 2011-04-08

评级 强烈推荐

目标价格 55 元
当前价格 40.8 元

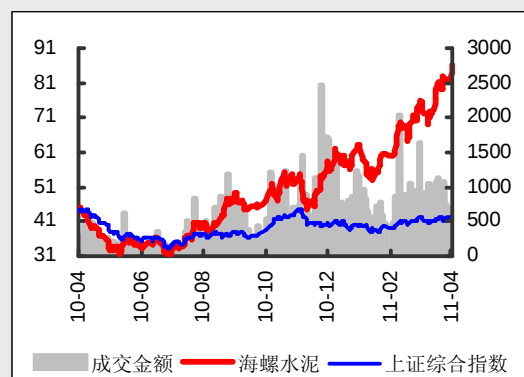
基础数据

总市值(亿) 1427
总股本/流通 A 股 (亿) 35.33/26.66
流通 A 股市值 (亿) 1077
每股净资产 9.91
净资产收益率 19.39%

交易数据

52 周内股价区间 14.50/45.45
10 年市盈率 23
市净率 4.08

一年期走势图



联系人：谢非非

行业研究员：左红英

证书编号 S0820209120023
电话 021-32229888-3501
E-mail xiefeifei@ajzq.com

相关报告

抓大放小 寻找业绩增长明确的个股---水泥行业
二季度投资策略报告 2011.3.30
紧盯供给端 行业机会提升——水泥行业跟踪分
析报告 2011.2.21

一、海螺水泥2010年盈利大幅增长，归属于上市公司股东的净利润为61.71 亿元，较上年同期增长 74.12%，2011年一季度净利润同比增长150%。

2010年年报主营业务收入为340.36亿元，较上年同期增长37.89%；归属于上市公司股东的净利润为61.71 亿元，较上年同期增长 74.12%；2010年EPS 1.75元。主营业务收入增长不如净利润增长快，是产品的盈利能力增强而不仅仅是由于收入总量增长。公司对此的解释是，行业供需关系改善、海螺水泥的市场份额、盈利能力、运营质量提升。

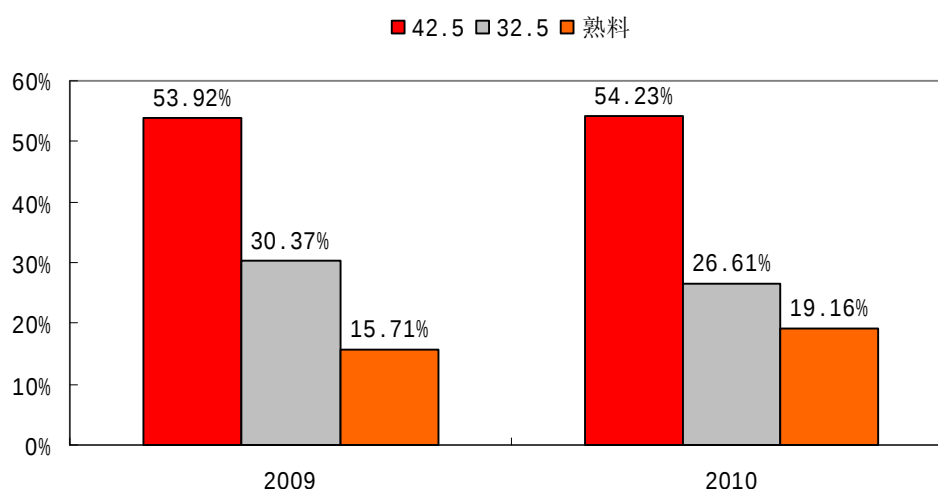
表 1：海螺水泥盈利状况分析

项目	2010年（千元）	2009年（千元）	本报告期比上年同期增减（%）
主营业务收入	34,036,282	24,683,638	37.89
营业利润	7,615,883	4,260,155	78.77
利润总额	8,078,332	4,476,543	80.46
归属于上市公司股东的净利润	6,171,403	3,544,365	74.12

资料来源：公司年报 爱建证券

海螺水泥的销售品种变化。占比一半以上的42.5高标号水泥比重小幅上升至54.23%，熟料销售金额比重上升3.45%，低标号32.5的水泥占比降低3.76%。

图 1：海螺水泥分品种销售金额百分比变化



资料来源：公司年报 爱建证券

2010年综合毛利率增长3.72%，达到32.42%，高毛利产品占比小幅下降。产品综合毛利率达 32.42

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

%，较上年上升 3.72%，32.5 级和 42.5 级水泥毛利率分别较上年上升 5.63% 和 4.39 %。32.5 级水泥原来的毛利率最高，当年增长率也最高，但是公司在销售金额中占比减少最大的是该产品；熟料原来的毛利率最低，当年增长率也最低，反而是公司在销售金额中占比增长最大的产品。因为水泥市场供求关系好转，销价大幅增长，产品盈利能力从总体看是增强的。

表 2：2010 年分品种毛利及同比变动

产品	主营业务收入 (千元)	主营业务成本 (千元)	本报告期毛 利率(%)	上年同期毛 利率(%)	毛利率比上年同期增减 (%)
42.5级水泥	18,459,908	12,606,342	31.71	27.32	4.39
32.5级水泥	9,055,767	5,573,977	38.45	32.82	5.63
熟料	6,520,607	4,820,807	26.07	25.45	0.62
合计	34,036,282	23,001,126	32.42	28.70	3.72

注：42.5级水泥包括42.5级和42.5级以上的水泥

资料来源：公司年报 爱建证券

海螺水泥区域销售金额——东部：中部：南部大体比例为4：3：2，西部增长2.87倍后占销售金额4.5%，中部、南部增速近40%，东部增长近30%。2010 年，海螺集团共实现水泥和熟料合计净销量1.37 亿吨，同比增长 15.89%；东部、中部、南部区域以阶段性节能限电限产、供求关系改善为契机，提升产品销价，销售金额有较大幅度的增长；西部区域新建项目按计划投产，销量同比上升229.02%，销售金额同比大幅增长 287.20%。

表 3：分区域市场和销售情况

区域	2010		2009		增减(%)	比重增减 (百分点)
	销售金额 (千元)	比重(%)	销售金额 (千元)	比重(%)		
东部区域 注1	13,015,389	38.24	10,099,796	40.92	28.87	(2.68)
中部区域 注2	10,072,893	29.59	7,166,334	29.03	40.56	0.56
南部区域 注3	7,734,749	22.73	5,567,900	22.56	38.92	0.17
西部区域 注4	1,526,353	4.48	394,204	1.60	287.20	2.88
出口	1,686,898	4.96	1,455,404	5.89	15.91	(0.93)
合计	34,036,282	100	24,683,638	100	37.89	-

注：1、东部区域包括江苏省、浙江省、福建省、山东省及上海市；

2、中部区域包括安徽省、江西省、湖南省及湖北省；

3、南部区域包括广东省及广西省；

4、西部区域包括四川省、重庆市、甘肃省及陕西省。

资料来源：公司年报 爱建证券

各区域市场特点各异：

请务必阅读正文之后的重要声明

东部市场：区域内因阶段性的节能限电减产使供求关系得到明显改善，销售价格稳步上涨，盈利水平大幅提高。2010 年，本集团在东部区域的销售金额为 1,301,539 万元，同比增长 28.87%，占本集团总销售金额的 38.24%；在东部区域的销量同比增长 3.92%，占本集团总销量的37.33%。

中部市场：受益于国家中部崛起战略、皖江城市带承接产业转移示范区战略的实施，区域内基础设施、高速铁路、城镇化建设促进了水泥需求增长，本集团适时调整销售策略，保持了销量的稳步增长。2010 年，本集团在中部区域的销量同比增长 19.52%，占本集团总销量的 30.47%。

南部市场：因广东省、广西省固定资产投资同比分别增长了 20.7%和 37.7%，基础设施建设项目较多，水泥需求稳步增长，本集团取得了“贵广铁路”、“厦深铁路”、“云桂铁路”等一大批重点工程水泥供应权。2010 年，本集团在南部区域的销量同比增长 16.48%，占本集团总销量的20.97%。

西部市场：因灾后重建使固定资产投资仍然保持较高水平，带动水泥需求增长，但川渝地区新增产能集中释放，市场竞争比较激烈。2010 年，本集团在西部区域内的新建项目相继建成投产，实现销量同比大幅增长229.02%。

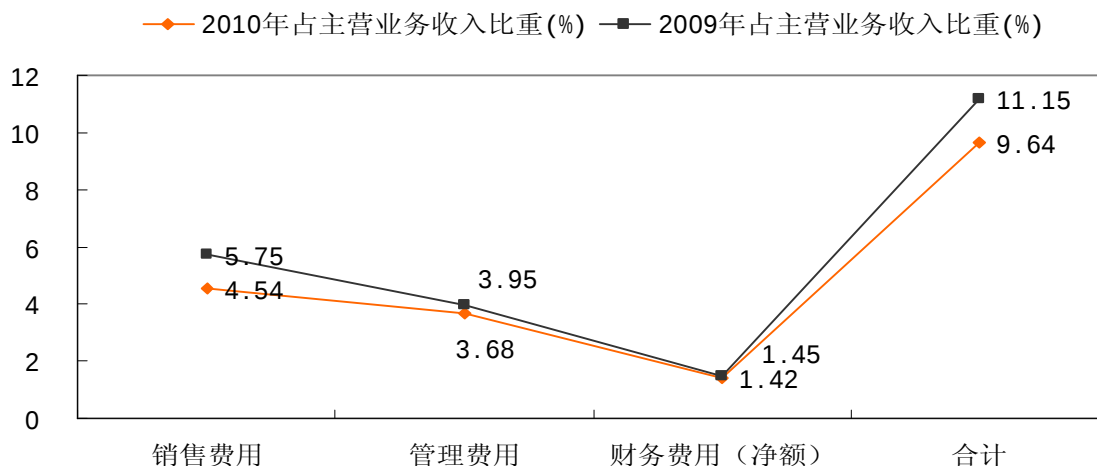
国际市场：市场开始逐步复苏，水泥需求有所上升，本集团加大对非洲、南美洲等新兴市场的拓展，提高销量，全年出口产品销量同比增长14.34%。

海螺集团的运营质量更上层楼，三项费用（销售费用、管理费用、财务费用）合计占主营业务收入比重为 9.64%，较上年同期比重下降了 1.51 个百分点。三项费用控制较好，占主营业务收入比重均有不同程度的降低。

表 4：三项费用（销售费用、管理费用、财务费用）变动情况

期间费用	2010年金额 (千元)	2009年金额 (千元)	2010年占主 营业务收入 比重(%)	2009年占主 营业务收入 比重(%)	占主营业务 收入比重增 减百分点
销售费用	1,546,451	1,419,569	4.54	5.75	(1.21)
管理费用	1,254,146	976,170	3.68	3.95	(0.27)
财务费用 (净额)	480,986	356,469	1.42	1.45	(0.03)
合计	3,281,583	2,752,208	9.64	11.15	(1.51)

图 2：销售费用、管理费用、财务费用占比变动



资料来源：公司年报 爱建证券

通过2009~2010年度杜邦分析，海螺水泥盈利能力提高主要原因是：销售净利率、资产周转率、归属母公司股东的净利润占比提高，公司的杠杆维持在低位。

图 3：海螺水泥 2010、2009 年报杜邦分析



注：灰色为2009年数据

资料来源：公司年报 爱建证券

海螺水泥产业投资成功，持有其他上市公司股权期末账面值37.5亿，为初始投资金额17亿的2.2倍。

表 5：公司持有其他上市公司股权情况

证券代码	简称	初始投资金额 (元)	占该公司股权 比例 (%)	期末账面值 (元)	报告期 损益	报告期所有者权 益变动 (元)
600318	巢东水泥	98,019,695	16.28	459,631,119-		156,743,270
000401	冀东水泥	1,563,997,644	11.28	3,232,808,225	-	739,519,202
000885	同力水泥	44,349,667	2.12	62,235,174	-	(13,355,188)
合计		1,706,367,006	-	3,754,674,518	-	882,907,284

注：本公司持有之上述股份均计入“可供出售金融资产”科目。

资料来源：公司年报 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

二、海螺水泥受益于行业景气度提高，调高2011年盈利预测到3.4元，维持“强烈推荐”评级。

2011年，海螺集团计划安排资本性支出约90亿元，以自有资金为主，银行贷款为辅。将稳步推进祁阳海螺等新建水泥熟料生产线、礼泉海螺等续建水泥熟料生产线和芜湖海螺、铜陵海螺等3条日产12,000水泥熟料生产线及其配套的余热发电项目的建设，预计全年将新增熟料产能约3,180万吨，水泥产能约2,690万吨，新增余热发电装机容量约166MW。

由于行业景气度随着水泥销售旺季到来维持高位，假设今年销售均价上升 34.5元至 282.8元/吨，综合考虑煤价的上涨、余热发电规模的成本节约，毛利率达到 39%，销量 1.7亿吨，我们预测公司2011年-2012年EPS约为3.4元、4.19元，对应现在股价的PE为12倍、9.76倍，对应现在行业PE16倍左右的水平，仍有35%以上的上涨空间。维持2月份跟踪报告、二季度行业投资策略中的目标价位 55元，维持“强烈推荐”评级。

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	24228.27	24998.01	34508.28	48656.68	58388.01
减：营业成本	18191.66	17865.40	23436.67	29680.57	35324.75
营业税金及附加	148.44	133.95	162.73	194.63	233.55
营业费用	1366.42	1419.57	1546.45	1751.64	2335.52
管理费用	841.23	976.17	1254.15	1459.70	1868.42
财务费用	751.24	356.47	480.99	517.35	61.67
资产减值损失	-0.98	2.23	40.42	14.00	16.00
加：投资收益	56.88	15.94	27.25	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	1.75	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2987.14	4260.15	7615.88	15038.79	18548.11
加：其他非经营损益	258.61	216.39	462.45	312.48	312.48
利润总额	3245.75	4476.54	8078.33	15351.27	18860.59
减：所得税	566.23	814.60	1724.00	3070.25	3772.12
净利润	2679.52	3661.95	6354.33	12281.01	15088.47
减：少数股东损益	72.51	117.58	182.92	270.18	301.77
归属母公司股东净利润	2607.01	3544.37	6171.40	12010.83	14786.70

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	24228.27	24998.01	34508.28	48656.68	58388.01
增长率(%)	29.04%	3.18%	38.04%	41.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	2607.01	3544.37	6171.40	12010.83	14786.70
增长率(%)	4.52%	35.96%	74.12%	94.62%	23.11%
每股收益(EPS)	0.74	1.00	1.75	3.40	4.19
每股股利(DPS)	0.00	0.15	0.18	0.28	0.35
每股经营现金流	1.49	1.99	1.66	5.64	5.46
销售毛利率	24.92%	28.53%	32.08%	39.00%	39.50%

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

销售净利率	11.06%	14.65%	18.41%	25.24%	25.84%
净资产收益率(ROE)	10.51%	12.32%	17.63%	26.10%	24.82%
投入资本回报率(ROIC)	13.28%	14.25%	20.46%	28.17%	32.51%
市盈率(P/E)	55.33	40.70	23.37	12.01	9.76
市净率(P/B)	5.82	5.02	4.12	3.13	2.42
股息率(分红/股价)	0.000	0.004	0.004	0.007	0.009

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述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，爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，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“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。