

分析师：	邹戈，刘元瑞	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120022
联系人：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn		

1 季度增长强势延续，全年业绩仍有望超预期——海螺水泥 1 季报点评

事件描述

海螺水泥今日发布 2011 年 1 季报，主要内容为：

- 报告期内实现营业收入 931,451.97 万元，营业利润 283,289.11 万元，同比分别增长 53.45%和 244.3%；
- 实现利润总额 301,124.5 万元，同比增长 198.12%
- 归属于母公司股东净利润 221,607.971 万元，比上年同期增长 179.7%，对应每股收益 0.63 元。

事件评论

第一，四季度高景气得到延续，盈利能力大幅提升

报告期内，公司业绩保持高速增长，营业收入为 931,451.97 万元，同比增速达到 53.45%；归属于母公司股东净利润 221,607.971 万元，比上年同期增长 179.7%，主要是由于水泥价格同比大幅上涨及销量增加。事实上，报告期内公司下属部分子公司所得税率优惠陆续到期，不考虑所得税的话，利润总额的同比增长接近 200%。

公司销售毛利率和销售净利率分别为 39.77%和 24.24%，较 09 年同期 24.14%和 13.55%有大幅提高，即使与去年最好的四季度 41.93%和 25.27%相比，也仅是略有下滑。水泥价格的高位运行充分消化了成本的上涨，公司盈利能力同比大涨，环比略有下滑。这主要得益于供需形势的持续向好和行业盈利模式的变化，企业间通过协同维护市场的机制已经形成。

公司投资收益较去年同期增长 2084.20%，主要是两家合营企业（贵定海螺盘江水泥和贵阳海螺盘江水泥）净利润同比大幅增长所致，不过合计贡献也仅为 500 多万，对业绩贡献有限。

由于销售收入的迅速增加及应收客户的银行承兑汇票余额下降，我们看到公司经营活动产生的现金流量净额超出 17 亿，较去年同期增长 9312.32%。

第二，二季度乃至以后，强劲趋势将持续

根据历史经验，二季度随着天气回暖，进入施工期，水泥需求和价格都会有所上升。从今年的价格数据来看，进入四月中旬，全国水泥价格已经连续四周环比增长，江浙地区的限电再次推高当地水泥价格。水泥价格的走势不断印证着我们的逻辑：水泥行业长期以来“以量补价”的盈利模式将逐渐过渡到“以价取胜”的模式，在 2011 和 12 年产能释放压力逐步减弱的情况下，供需形势持续改善，东部水泥市场将在中长期步入高盈利时代。

从 1 季度全国水泥产量数据来看，水泥需求仍然保持强劲增长态势。2011 年 3 月份全国累计水泥产量 3.7 亿吨，同比增长 18.15%；当月产量 1.65 亿吨，同比增长 29.75%，累计和单月产量均创历史新高。

第三，2011 年公司产能将继续增长

2011 年公司将推进祁阳、礼泉和芜湖、铜陵等 3 条日产 12,000 水泥熟料生产线的建设，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。其中，芜湖、铜陵、祁阳均位于东中南部，新增产能将充分享受区域供需改善带来的价格上涨。

第三，维持“推荐”评级

综合考虑公司未来在区域市场整合中的龙头地位，预计公司 2011-12 年的 EPS 分别为 3.51 和 4.31 元，对应 PE 分别为 11.3 和 9.2 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	34508	49347	61684	货币资金	3627	3212	4211	12619
营业成本	17865	23437	29115	37010	交易性金融资产	0	2	2	2
毛利	7133	11072	20232	24673	应收账款	762	1051	1503	1879
% 营业收入	28.5%	32.1%	41.0%	40.0%	存货	2172	2851	3538	4498
营业税金及附加	134	163	233	291	预付账款	380	499	620	788
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	541	632	903	1129
销售费用	1420	1546	2211	2763	流动资产合计	10097	11857	15942	27371
% 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	1253	1791	2239	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%	长期股权投资	481	509	539	578
财务费用	356	489	476	349	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.0%	0.6%	固定资产合计	31954	38452	44645	43658
资产减值损失	2	17	27	22	无形资产	2064	1961	1863	1770
公允价值变动收益	0	2	0	0	商誉	16	16	16	16
投资收益	16	27	33	39	递延所得税资产	60	4	6	5
营业利润	4260	7633	15527	19048	其他非流动资产	132	132	132	132
% 营业收入	17.0%	22.1%	31.5%	30.9%	资产总计	47148	55274	65486	75873
营业外收支	216	462	704	874	短期贷款	4199	4918	3652	0
利润总额	4477	8095	16231	19923	应付款项	4280	5618	6972	8863
% 营业收入	17.9%	23.5%	32.9%	32.3%	预收账款	552	762	1089	1362
所得税费用	815	1727	3464	4251	应付职工薪酬	196	257	319	405
净利润	3662	6368	12767	15671	应交税费	500	996	1948	2394
归属于母公司所有者的净利润	3544.4	6184.3	12399.9	15220.1	其他流动负债	2346	3040	3834	4864
少数股东损益	118	183	367	451	流动负债合计	12073	15590	17814	17889
EPS (元/股)	1.00	1.75	3.51	4.31	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	9158	16013	19384	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	21061	23285	23360
长期股权投资	-10	0	0	0	归属于母公司	28760	34016	44556	57493
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-7985	-8345	-8493	-1617	少数股东权益	543	727	1094	1545
其他	182	0	0	0	股东权益	29303	34743	45650	59038
投资活动现金流净额	-7813	-8345	-8493	-1617	负债及股东权益	47148	55804	68935	82398
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	1.751	3.510	4.308
银行贷款增加 (减少)	-1252	719	-1266	-3652	BVPS	16.28	19.26	12.61	16.27
筹资成本	1144	-1417	-2336	-2632	PE	27.91	16.00	7.98	6.50
其他	-2288	0	0	0	PEG	0.45	0.26	0.13	0.10
筹资活动现金流净额	-2395	-698	-3602	-6284	PB	1.72	1.45	2.22	1.72
现金净流量	-3178	115	3918	11484	EV/EBITDA	16.73	10.53	5.64	4.15
					ROE	12.3%	18.2%	27.8%	26.5%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。