

湘财证券研究所

建材行业研究小组

许雯 分析师

执业编号：S0500511050001

Tel：021-68634510-8221

E-mail：xw3315@xcsc.com

联系人：

黄顺卿

Tel：021-68634510-8078

E-mail：hsq3332@xcsc.com

发行数据：

发行前总股本(万股) 10000

本次拟发行量(万股) 3400

发行方式 网下发行+网上申购

保荐机构 广发证券

财务指标 (2010.12.31)

营业收入(百万) 707.56

净利润(百万) 85.84

摊薄 EPS(元) 0.86

□ 海南国际旅游岛建设下的大背景

按照国务院 2010 年 6 月 6 日正式批复的《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》的精神，海南省计划 2010 年至 2020 年总投资达到 35200 亿元，平均年投资 3520 亿元，是 2010 年海南全社会固定资产投资额的 2.6 倍，当地房地产、基础设施建设将进入高速发展期。

□ 公司海南混凝土及新型墙体材料龙头企业

公司作为海南最大的混凝土生产企业，商品混凝土作为公司最主要的业务占据整个收入的 90%以上，新型墙体材料（灰砂砖、加气砖）占比 9%左右。2010 年商品混凝土产能 270 万方，产量 183.86 万方，产能利用率 68.1%，其中在三亚、琼海市场占有率第一，分别为 38.64%、78.59%，在海口排名第四，占有率 8.8%（第一名也仅 10%，差距不大），三亚、海口占全省 GDP 的 40%。

□ 禁止现场搅拌和禁止使用实心砖政策深化将直接利好公司

禁止现场搅拌及实心砖政策虽非新出，但随着时间推移政策的执行力度和广度不断增加，2010 年 10 月海南新增琼海市禁止现场搅拌，禁止现场搅拌区域还在不断增加，同时 2010 年底全国各城市将禁止使用实心砖。2011 年全省混凝土预搅拌率及新型墙体材料使用率将继续提升，直接利好公司。目前海南商品混凝土使用率接近 30%，省内还有 14 个县市和一个经济开发区未明确“禁止现场搅拌”计划，未来可提升空间较大。

□ 继续完善岛内布局

一方面产能利用率已经处于较高水平（高于行业水平），产能提升空间较小，需要补充新线；另一方面继续完善岛内的布局，海南由于地理位置特殊市场相对独立，提前布局在当前“渠道为王”的时代意味着抢占先机。公司商混除了目前在海口、三亚、琼海有搅拌站，募集资金将用于儋州、澄迈新建两条线，新增 120 万方产能，届时投产后公司产能将达 390 万方。

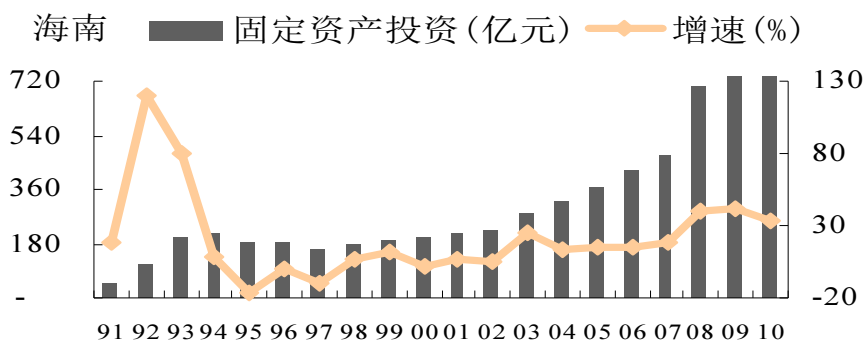
□ 估值

预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.78、1.09、1.25，给予 15-20 倍市盈率，合理价值在 11.07-15.6 元之间。

一、海南国际旅游岛建设的大背景

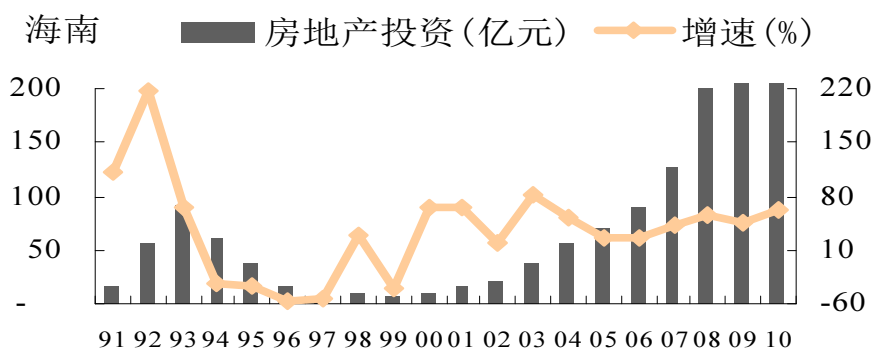
为充分利用海南独特的区位和资源优势,打造世界级旅游胜地,2009年底国务院发布了《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》,之后2010年6月8日发改委正式批复了《海南国际旅游岛建设规划纲要》,根据《海南国际旅游岛建设规划纲要》,未来10年内已经明确的关于旅游的大型及特大型项目已经有超过18个,基建方面交通、能源、水利的大项目亦非常多。海南省2011-2020年计划投资35200亿元用于全方位打造海南岛,平均年投资额3520亿元,是2010年海南全社会固定资产投资额的2.6倍,海南的基础建设相对基础较差,未来十年间当地的房地产、基础设施建设将进入高速发展期。

图1 1991-2010年海南固定资产投资额及增速



数据来源：国家统计局、湘财证券研究所

图2 1991-2010年海南房地产投资额及增速

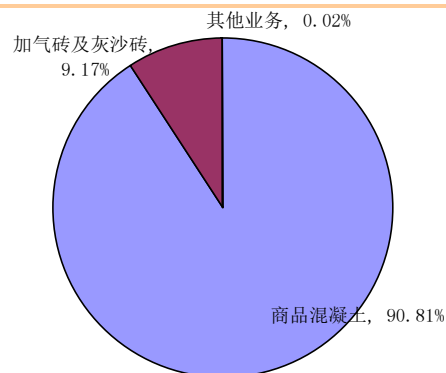


数据来源：国家统计局、湘财证券研究所

二、公司是海南混凝土及新型墙体材料龙头企业

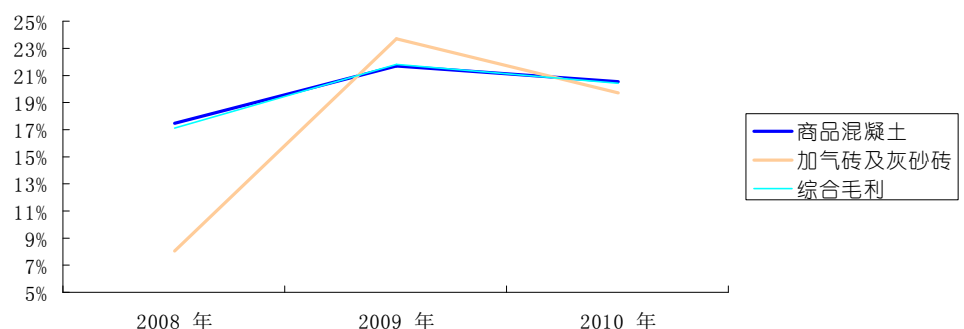
公司作为海南最大的混凝土生产企业,商品混凝土作为公司最主要的业务占据整个收入的 90%以上,新型墙体材料(灰砂砖、加气砖)占比 9%左右。2010 年商品混凝土产能 270 万方,产量 183.86 万方,产能利用率 68.1%,其中在三亚、琼海市场占有率第一,分别为 38.64%、78.59%,在海口排名第四,占有率 8.8%(第一名也仅 10%,差距不大),而三亚、海口占全省 GDP 的 40%。

图 3 2010 年主营业务构成



资料来源：公司招股书，湘财证券研究所

图 4 各业务毛利润及综合毛利润率



资料来源：公司招股书，湘财证券研究所

表 1 海口混凝土市场占有率

公司名称	2010 年当地市场占有率
1 海南智海混凝土有限公司	10.73%
2 海南华盛混凝土有限公司	9.66%
3 海南鑫海混凝土有限公司	9.66%
4 海南瑞泽新型建材	8.80%

5 海南海岛混凝土有限公司

8.58%

资料来源：公司招股书，湘财证券研究所

表 2 三亚混凝土市场占有率

公司名称	2010 年当地市场占有率
1 海南瑞泽新型建材股份有限公司	38.64%
2 三亚鑫海混凝土有限公司	23.22%
3 三亚蓝钻混凝土配送有限公司	14.29%
4 三亚华盛新混凝土有限公司	12.81%
5 三亚洪昆混凝土配送有限公司	6.90%
6 三亚伟基混凝土配送有限公司	4.15%

资料来源：公司招股书，湘财证券研究所

表 3 琼海混凝土市场占有率

公司名称	2010 年当地市场占有率
1 琼海瑞泽混凝土配送有限公司	78.59%
2 琼海鑫海混凝土有限公司	21.41%

资料来源：公司招股书，湘财证券研究所

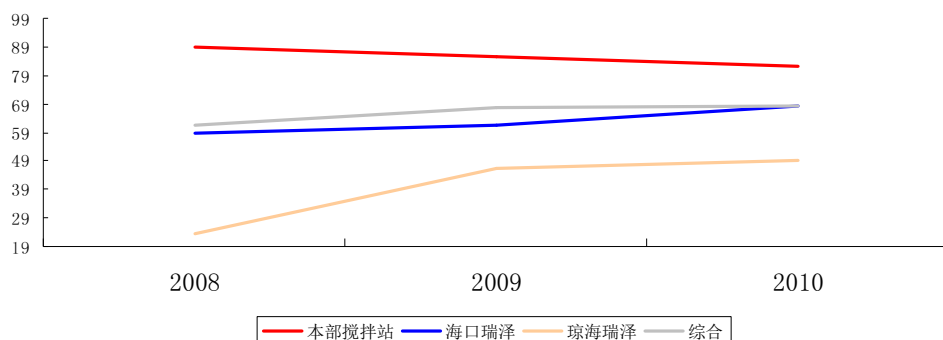
表 4 海南新型墙体材料市场占有率

公司名称	地区	2009 年市场占有率
1 海南建鹏新型墙体材料有限公司	海口	7.99%
2 三亚润泽新型建筑材料有限公司	三亚	7.19%
3 海南广益多新型建材有限公司	澄迈	4.45%
4 海南万绿新型建筑材料有限公司	澄迈	4.39%
5 海口广联环保砖厂	海口	4.21%
6 海口能博万环保建材有限公司	海口	3.97%
7 海口通泰环保砖厂	海口	3.57%
8 琼海财隆建材有限公司	琼海	2.97%
9 三亚和厦现代墙体材料公司	三亚	2.93%
10 三亚坤泰建材有限公司	三亚	2.59%
11 马村三海加气砖厂	澄迈	2.57%
12 白沙鸿桥环保砖厂	白沙	2.55%
13 昌江鸿桥环保砖厂	昌江	2.46%
14 三亚金泰新型环保墙体砖公司	三亚	2.37%
15 保亭家茂南茂环保砖厂	保亭	2.05%
16 海口广海环保砖厂	海口	1.70%
17 金江三海加气砖厂	澄迈	1.41%
合计		59.37%

资料来源：公司招股书，湘财证券研究所

海口混凝土竞争者较多，且竞争激烈，毛利润率相对较低，2010 年毛利润率 8.45%，而在三亚、琼海地区公司处于龙头地位，毛利润率分别为 20.73%、29.93%。

图 5 产能利用率 (单位: %)



资料来源: 公司招股书, 湘财证券研究所

公司产能利用率一直处于高位, 综合产能利用率达到 60%以上, 行业平均产能利用率在 50%左右, 已有产能下产量提升空间不大。

三、禁止现场搅拌和禁止使用实心砖政策深化将直接利好公司

禁止现场搅拌及实心砖政策虽非新出, 但随着时间推移政策的执行力度和广度不断增加, 2010 年 10 月海南新增琼海市禁止现场搅拌, 禁止现场搅拌区域还在不断增加, 同时 2010 年底全国各城市将禁止使用实心砖。2011 年全省混凝土预搅拌率及新型墙体材料使用率将继续提升, 直接利好公司。目前海南商品混凝土使用率接近 30%, 省内还有 14 个县市和一个经济开发区未明确“禁止现场搅拌”计划, 未来可提升空间较大。

表 4 各地区“禁现”时间表

	城市名称	“禁现”时间
1	三亚市	2003 年 07 月 01 日起
2	海口市	2005 年 08 月 01 日起
3	陵水县	2008 年 05 月 15 日起
4	琼海市	2010 年 10 月 1 日起
5	其他地区	暂无具体时间计划

数据来源: 公司招股书, 湘财证券研究所

2005 年 6 月 6 日国务院办公厅发布的《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》中, 明确提出到 2010 年底, 所有城市禁止使用实心粘土砖, 全国实心粘土砖年产量控制在 4000 亿块以下。2006 年 11 月, 海南省建设厅发布《海南省建设科技“十一五”规划》, 其中进一步明确“2008 年海口、三亚、儋州市禁止使用粘土砖, 2010 年全面禁止使用粘土砖。”根据上述规定, 三亚市在 2008 年底和 2009 年加大力度实施“禁实”工作, 加快取缔生产实心粘土砖的砖厂, 导致市场对公司新型墙体材料的需求增长较快。

四、募投项目

目前公司产能 270 万方，三亚本部产能 120 万方，海口 60 万方，琼海 90 万方。本次募集资金主要用于 2 个新搅拌站（儋州 60 万方、澄迈 60 万方）和 3 个新型墙体材料生产厂：

（单位：万元）

1	商品混凝土生产网点建设项目	15,558.19	9 个月	
1.1	儋州搅拌站	7480.74	9 个月	琼工信备[54]号
1.2	澄迈搅拌站	8077.45	9 个月	琼工信备[55]号
2	新型墙体材料生产网点建设项目	17,810.05	12 个月	
2.1	儋州新型墙体材料生产厂	5787.68	12 个月	琼工信备[56]号
2.2	澄迈新型墙体材料生产厂	6374.45	12 个月	琼工信备[57]号
2.3	琼海新型墙体材料生产厂	5647.92	12 个月	琼工信备[58]号
3	技术研发中心建设项目	1,887.34	12 个月	琼工信备[53]号
4	其他与主营业务相关的业务			

由于搅拌站的建筑周期相对较短，预计今年末基本可以投入生产，届时公司产能将达到 390 万方。

五、估值

预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.78、1.09、1.25，给予 15-20 倍市盈率，合理价值在 11.07-15.6 元之间。

六、风险提示

海南固定资产投资减速；原材料价格大幅涨价；营销渠道开拓不力。

附表 1 分项产品盈利预测表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
商品混凝土	产能 (万方)	210	210	270	390	450	510
	销量 (万方)	129.03	142.04	183.86	198	270	306
	YoY %		10.08%	29.44%	7.69%	36.36%	13.33%
	单价 (元/立方)	338	336	349	360	367	375
	YoY %		-0.69%	4.10%	3.00%	2.00%	2.00%
	收入	43620	47686	64255	71273	99134	114599
	成本	35998	37313	51086	56940	79199	91554
	单位成本 (元/立方)	278.99	262.69	277.85	287.58	293.33	299.19
	YoY %		-5.84%	5.77%	3.50%	2.00%	2.00%
	单位毛利 (元/立方)	59.07	73.03	71.63	72.39	73.84	75.31
	YoY %		23.62%	-1.91%	1.06%	2.00%	2.00%
	毛利率	17.47%	21.75%	20.50%	20.11%	20.11%	20.11%
加气砖	收入	1274	2668	4368	5023	6027	6931
	YoY %		109.43%	63.73%	15.00%	20.00%	15.00%
	成本	1191	2049	3512	4039	4847	5574
	毛利率	6.48%	23.18%	19.58%	19.58%	19.58%	19.58%
	收入	1289.38	2159.79	2119.06	2542.87	3051.45	3509.16
灰砂砖	YoY %		67.51%	-1.89%	20.00%	20.00%	15.00%
	成本	1165.35	1636.49	1697.95	2037.54	2445.05	2811.81
	毛利率	9.62%	24.23%	19.87%	19.87%	19.87%	19.87%
总收入		46183	52513	70742	78839	108213	125040

数据来源：湘财证券研究所

附表 2 财务报表预测

损益表(百万)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	708	788	1,082	1,250
营业成本	563	630	865	999
毛利润	141	154	212	244
销售费用	34	42	58	70
管理费用	31	39	51	58
财务费用	1	-0	0	-0
营业利润	102	111	152	173
营业外收入净额	9	16	25	30
利润总额	111	127	177	203
所得税	25	22	31	35
净利润	86	105	146	168
少数股东权益	-	-	-	-
归属母公司净利润	86	105	146	168
税率(%)	23	17	17	17
资产负债表(百万)	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	295	519	487	646
现金	46	123	37	107
存货	15	118	119	125
应收帐款	193	215	258	309
其他流动	-	-	-	-
长期投资	1	1	1	1
固定资产	167	186	336	486
其它资产	106	263	278	175
资产总额	528	906	1,029	1,204
流动负债	131	188	235	294
长期负债	-	-	-	-
其它负债	0	0	-	-
负债总额	135	192	239	299
少数股东权益	-	-	-	-
股本(万)	100	134	134	134
资本公积与盈	129	340	340	340
股东权益	392	714	789	905
负债与股东权益总	528	906	1,029	1,204
现金流量表(百万)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	86	105	146	168
折旧与摊销	28	25	45	65
营运资本变动	-62	-91	-6	-29
其它营业资产	4	65	49	10
经营活动现金流量	56	104	234	214
资本支出净额	68	15	20	-
本期长期投资	-1	4	-1	-
其它资产变动	-4	-30	-35	-15
投资活动现金流量	-72	-41	-56	-15
自由现金流量	114	266	222	272
现金增资	-7	312	20	20
配股付息	15	31	25	12
其它	-9	-18	-12	-6
融资活动现金流量	-32	263	-17	2
本期产生现金流量	-48	327	162	201

财务报表分析	2010	2011E	2012E	2013E
每股资料分析(元)				
每股收益(EPS)	0.86	0.78	1.09	1.25
每股净值(BVPS)	0.04	0.05	0.06	0.07
每股营收	0.07	0.06	0.08	0.09
估值				
市盈率(PE)				
市净率(PB)				
PEG				
企业价值(EV)/营收				
EV/EBITDA				
EV/自由现金流				
盈利能力(%)				
毛利润率	19.88	19.54	19.55	19.55
营业利润率	14.41	14.09	14.04	13.87
EBITDA/营收	19.80	19.27	20.56	21.46
EBIT/营收	15.82	16.07	16.39	16.25
净利润率	12.13	13.28	13.50	13.42
资本回报率(%)				
净资产回报率	21.89	14.66	18.51	18.54
总资产回报率	16.27	11.55	14.20	13.94
投资资产回报率	16.54	11.60	14.29	13.99
年成长率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	33.64	11.42	37.26	15.55
EBITDA	28.69	8.47	46.47	20.60
EBIT	26.79	13.24	39.96	14.59
每股收益	-9.47	-9.17	39.60	14.81
每股净值	-71.20	35.84	10.57	14.61
偿债能力				
负债比率(%)	25.67	21.19	23.27	24.84
利息保障倍数	116.39			
净负债/EBITDA	3.06			
流动比率(X)	2.25	2.77	2.07	2.19
速动比率(X)	2.13	2.14	1.57	1.77

数据来源：湘财证券研究所

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。