



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年8月5日

建材

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

关雪

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010035
guanxue@cicc.com.cn

推荐

海螺水泥 (600585.SH)

广西限电停窑影响中性偏正面

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	24,228	24,998	34,508	54,450	67,275
(+/-)	29.0%	3.2%	38.0%	57.8%	23.6%
主营业务利润	5,888	6,999	10,909	22,261	27,333
(+/-)	3.0%	18.9%	55.9%	104.1%	22.8%
净利润	2,607	3,544	6,171	13,416	16,631
(+/-)	4.5%	36.0%	74.1%	117.4%	24.0%
全面摊薄每股收益(元)	0.74	1.00	1.75	2.53	3.14
(+/-)	4.5%	36.0%	74.1%	44.9%	24.0%
市盈率	35.5	26.1	15.0	10.3	8.3
市净率	3.7	3.2	2.6	2.9	2.2
净资产回报率(%)	10.5%	12.3%	17.6%	28.3%	26.8%
投入资本回报率(%)	7.2%	9.0%	12.2%	20.3%	21.0%
股息收益率(%)	1.1%	1.3%	1.1%	1.5%	1.8%
每股经营现金流	2.98	3.98	1.70	2.56	3.80
股价/经营性现金流	8.8	6.6	15.4	10.2	6.9

股票信息

	A股	H股
股票代码	600585.CH	914.HK
当前股价(元)	人民币26.19	港币36.85
目标价格		港币46.5
日成交量(百万股)	30.18	11.22
52周最高价/最低价	人民币29.48/12.107	港币41/17.1
总市值(百万元)	144,284	174,793
发行股数(百万股)	5,299	5,299
其中:流通股(百万股)	4,000	1,300
主要股东(持股比例)	安徽海螺集团有限公司(36.2%)	

最近估值走势

	1w	1m	3m	YTD
[600585.SH]	+3.80	-7.68	+6.58	+33.44
[上证A股指数]	-0.92	-4.73	-6.28	-4.60

最近估值走势



资料来源: Wind 资讯、公司信息、中金公司研究部

事件:

广西入夏以来遭遇了严重电荒, 主要因夏季来水过少叠加用电高峰期, 目前电力缺口接近 30%。受此影响广西工业企业停产或部分停产的企业已经超过 1000 家。水泥企业是主要被停产的工业企业, 最严重的停产区域在贵港、平南、北流、扶绥等广西东南部区域。

评论:

根据我们了解, 广西水泥企业于 7 月下旬接到停产通知。目前, 占全省产能 25% 的立窑全部停产。除此之外。华润水泥停产产能占其广西总产能的 25%, 台泥(贵港 5 条生产线 3 条已停) 60%, 海螺(扶绥、北流和兴安共 3 条已停) 40%。总体来看, 全省停产面积大约为 45%, 预计 8 月广西产量将下降 45%。

价格方面, 7 月 28 日, 华润等大企业下发提价通知, 熟料及水泥均上调, 幅度 20-30 元, 大部分地区是 30 元。广西和广东市场由西江联通, 广西输入量占珠三角消费量的 25%。如果广西产量下降 45%, 意味着珠三角地区水泥供应量将降低 10% 左右。广东地区经过 1 个月的库存消化, 加之 9 月旺季来临, 预计水泥价格在 8 月下旬攀升。当前广西和广东市场 PC425 价格分别为 350 元和 410 元, 去年 4 季度高点价格分别为 400 元和 500 元。我们认为, 由于此次限电幅度很大, 对水泥供应量的影响也超过去年的节能减排拉闸限电(去年华润减少产量 100 万吨, 今年预计为 210 万吨), 预计四季度价格将超过去年高点。

对盈利的影响:

考虑到 10 月以后用电高峰过去, 大企业生产能力将有所恢复, 预计海螺水泥未来 5 个月在广西的产量减少 100 万吨, 占下半年其广西产量 12% 左右, 而广西价格较之前预期可高出 15-18%, 考虑到固定成本上升, 广西地区影响中性。广东地区产量不受影响, 预计 8-12 月吨净利可高出预期 30 元。2011 年盈利预测有望因此提高 2%。单看此事件, 塔牌集团和华润水泥受益将更大。

投资建议: 推荐

华东和中部地区价格已在淡季底部, 9 月之后价格将上升, 华南价格已经率先上涨。前期股价下跌已基本消化了宏观不利预期。当前估值 10.4x, 为板块最低, 重申推荐。同时, 提示关注塔牌集团和华润水泥(1313.hk)的交易性机会。

图表 1: 盈利预测与主要假设

		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
产品销量(万吨)		10206	11838	13700	16500	19500
平均价格(元/吨)	+/- %	18.0%	16.0%	15.7%	20.4%	18.2%
单位成本(元/吨)	+/- %	237	211	252	330	345
吨水泥毛利(元/吨)	+/- %	9.4%	-11.0%	19.3%	31.0%	4.5%
毛利率(%)	+/- %	178	151	171	193	203
销售收入(百万元)	+/- %	19.3%	-15.3%	13.4%	13.0%	5.0%
净利润(百万元)	+/- %	59	60	81	137	142
净利润率(%)	+/- %	-13%	2%	34%	69%	4%
每股收益(元)	+/- %	24.9%	28.5%	32.1%	41.4%	41.2%
吨水泥净利(元)	+/- %	24,228	24,998	34,508	54,450	67,275
煤炭采购价格(不含税, 元/吨)	+/- %	29%	3%	38%	58%	24%
电价(不含税, 元/度)	+/- %	2,607	3,544	6,171	13,416	16,631
	+/- %	5%	36.0%	74%	117%	24%
	+/- %	10.8%	14.2%	17.9%	24.6%	24.7%
	+/- %	0.49	0.67	1.16	2.53	3.14
	+/- %	5%	36.0%	74%	117%	24%
	+/- %	26	30	45	81	85
	+/- %	-11%	17%	50%	81%	5%
		750	563	653	731	767
		0.50	0.50	0.53	0.57	0.60

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 历史与预测的财务指标

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	24,228	24,998	34,508	54,450	67,275	流动资产	13,533	10,097	13,228	23,633	34,958
营业成本	18,192	17,865	23,437	31,897	39,581	长期投资	323	481	1,028	1,028	1,028
主营利润	5,888	6,999	10,909	22,261	27,333	固定资产	25,506	31,954	39,426	46,039	51,231
营业费用	1,366	1,420	1,546	2,124	2,624	无形资产和其他资产	1,968	2,273	2,975	2,875	2,763
管理费用	841	976	1,254	1,797	2,153	总资产	42,532	47,148	60,412	77,329	93,735
息税折旧前利润	3,681	4,603	8,108	18,341	22,557	流动负债	11,174	12,073	13,077	16,245	20,560
财务费用	751	356	481	585	360	长期负债	6,090	5,772	11,703	12,703	9,703
营业利润	2,929	4,246	7,627	17,756	22,197	少数股东权益	472	543	629	1,022	1,495
税前利润	3,246	4,477	8,078	18,056	22,447	母公司股东权益	24,797	28,760	35,003	47,360	61,978
所得税	566	815	1,724	4,514	5,612	负债和权益	42,532	47,148	60,412	77,330	93,735
少数股东损益	73	118	183	126	204	财务指标					
归属母公司股东的净利润	2,607	3,544	6,171	13,416	16,631	综合毛利率	24.3%	28.0%	31.6%	40.9%	40.6%
期末总股本	1,766	1,766	3,532	5,298	5,298	净利润率	10.8%	14.2%	17.9%	24.6%	24.7%
基本每股收益(元)	1.55	2.01	1.16	2.53	3.14	净资产收益率	10.5%	12.3%	17.6%	28.3%	26.8%
当期现金股利	521	618	1,060	2,012	2,495	总资产收益率	6.1%	7.5%	10.2%	17.3%	17.7%
每股现金股利(元)	0.30	0.35	0.30	0.38	0.47	总资产负债率	40.6%	37.8%	41.0%	37.4%	32.3%
现金流量表(百万元)						净负债率	43.9%	34.7%	42.7%	37.4%	25.5%
经营活动现金流	5,266	7,029	6,010	13,553	20,153	流动比率	1.2	0.8	1.0	1.5	1.7
投资活动现金流	-6,360	-7,813	-10,341	-8,973	-7,973	速动比率	1.0	0.7	0.8	1.2	1.4
融资活动现金流	6,433	-2,395	3,447	1,403	-4,004	利息保障倍数	4.9	12.9	16.9	31.3	62.7
货币资金增加额	5,340	-3,178	-884	5,983	8,176	应收款项周转期	66	49	72	59	59
						存货周转期	28	32	26	30	29

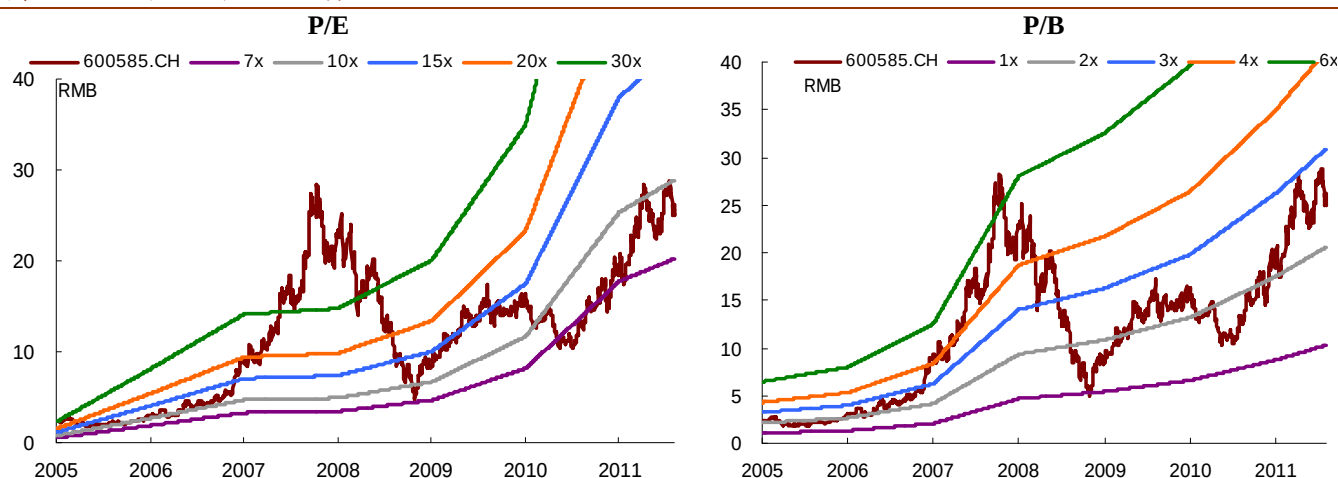
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-8-4	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	26.2	22.4	10.3	8.3	4.0	2.9	2.2	15.5	7.5	6.1
000401.SZ	冀东水泥	CNY	22.8	19.8	12.9	10.9	3.4	2.7	2.2	9.4	6.3	5.3
600801.SH	华新水泥	CNY	27.7	39.0	13.9	10.7	4.4	3.4	2.6	17.4	8.1	6.5
600720.SH	祁连山	CNY	17.1	16.5	14.1	10.2	3.2	2.5	2.1	14.4	9.9	7.0
600449.SH	赛马实业	CNY	31.8	11.1	9.6	7.7	2.4	2.2	1.7	10.2	7.0	5.4
000877.SZ	天山股份	CNY	31.8	24.5	12.2	8.9	2.7	2.3	1.9	15.9	8.9	6.7
600425.SH	青松建化	CNY	19.0	29.7	18.8	13.3	3.8	3.4	2.9	21.8	13.2	9.4
average	中金覆盖A股平均值			23.3	13.1	10.0	3.4	2.8	2.2	14.9	8.7	6.6
median	中金覆盖A股中位数			22.4	12.9	10.2	3.4	2.7	2.2	15.5	8.1	6.5
000789.SZ	江西水泥	CNY	18.8	48.6	16.9	15.0	6.1	4.6	3.6	20.1	6.4	5.9
002233.SZ	塔牌集团	CNY	15.5	45.1	24.8	20.6	6.0	2.6	2.1	23.5	13.9	12.1
601992.SH	金隅股份	CNY	14.4	22.8	14.7	11.3	3.7	2.6	2.2	22.3	14.1	10.9
600881.SH	亚泰集团	CNY	7.6	29.3	11.4	8.5	2.0	1.7	1.4	15.6	10.3	8.4
000885.SZ	同力水泥	CNY	15.5	30.5	52.1	22.2	3.2	n.a	n.a	11.2	n.a	n.a
	A股市场平均值			194.5	19.0	13.8	5.4	3.0	2.4	29.5	9.9	7.8
	A股市场中位数			33.6	15.8	12.3	3.9	2.7	2.2	20.1	9.9	7.0
914.HK	海螺水泥	HKD	36.9	27.2	12.4	10.0	4.8	3.5	2.7	13.3	6.4	5.2
3323.HK	中国建材	HKD	15.4	21.2	9.1	7.5	3.7	2.4	1.9	11.2	5.9	5.1
average	中金覆盖H股平均值			24.2	10.7	8.7	4.3	3.0	2.3	12.2	6.1	5.2
median	中金覆盖H股中位数			24.2	10.7	8.7	4.3	3.0	2.3	12.2	6.1	5.2
1313.HK	华润水泥	HKD	7.6	24.1	12.9	10.2	3.3	2.7	2.2	17.8	9.8	7.4
1893.HK	中材股份	HKD	5.4	15.1	9.7	7.8	1.7	1.5	1.3	4.5	3.5	3.0
2009.HK	金隅股份	HKD	10.9	13.4	9.0	7.0	2.2	1.9	1.5	15.1	8.0	6.2
691.HK	山水水泥	HKD	9.7	23.8	9.2	7.5	4.1	3.0	2.3	9.8	5.2	4.3
743.HK	亚洲水泥	HKD	7.0	18.1	8.0	7.0	1.3	1.1	1.0	9.0	5.1	4.6
2233.HK	西部水泥	HKD	2.4	8.1	7.5	6.2	2.5	1.9	1.5	5.6	4.5	3.6
	H股市场平均值			20.4	10.0	8.1	3.0	2.3	1.8	11.5	6.3	5.1
	H股市场中位数			21.2	9.2	7.5	3.3	2.4	1.9	11.2	5.9	5.1
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	50.2	13.6	13.0	10.1	0.9	0.9	0.8	7.1	7.0	6.2
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	35.9	19.6	10.6	7.6	0.6	0.5	0.5	7.7	6.4	5.7
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	32.1	11.1	10.6	8.2	0.6	0.6	0.5	7.3	7.1	6.4
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	12.5	20.5	14.2	10.7	0.9	0.8	0.8	7.8	7.3	6.2
IT IM equity	意大利水泥	EUR	5.1	30.7	20.2	11.3	0.4	0.4	0.4	5.9	6.3	5.4
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	982.8	17.2	16.5	13.9	2.9	2.6	2.4	9.6	9.3	8.0
	其他市场平均值			18.8	14.2	10.3	1.0	1.0	0.9	7.6	7.2	6.3
	其他市场中位数			18.4	13.6	10.4	0.7	0.7	0.7	7.5	7.1	6.2

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 4: 历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

