

海螺水泥 (600585)

业绩符合预期，估值仍有优势

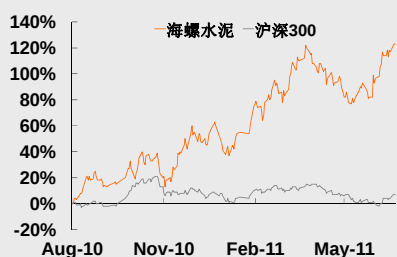
强烈推荐 (维持)

现价：25.49 元

主要数据

行业	非金属类建材
公司网址	www.conch.cn
大股东/持股	海螺集团/36.20%
实际控制人/持股	安徽省国资委/18.46%
总股本(百万股)	5,299
流通 A 股(百万股)	4,000
流通 B/H 股(百万股)	1,299
总市值(亿元)	1350.79
流通 A 股市值(亿元)	1019.52
每股净资产(元)	7.16
资产负债率(%)	39.3

行情走势图



相关研究报告

《天山股份 (000877)：量价齐升带来靓丽中报》(强烈推荐) 2011-08-10

《利源铝业 (002501)：向产业链下游延伸，把转型进行到底》(强烈推荐) 2011-06-30

《葛洲坝 (600068)：旱涝灾害推进水利建设，估值提升依赖注入预期》(强烈推荐) 2011-06-29

《建材行业2011下半年策略：自下而上精选成长股，是金子总会闪光》(推荐) 2011-06-16

证券分析师

龚泽云 S1060511010005
0755-22627752
yuwei850@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 水泥价格上涨是上半年业绩高增长的最主要原因

我们预测公司全年收入增长 43%、净利润增长 110%、EPS 为 2.45 元，半年报的情况基本符合我们预期。上半年的收入和利润增长主要来自于水泥价格的同比大幅上涨，受翘尾因素影响，公司下半年的收入和利润增速均将回落，我们目前仍维持对公司全年收入和利润预测。

■ 费用率创出新低，低费用趋势有望持续

上半年公司营业费用率为 3.59%、同比下降 1.55 个百分点，管理费用率为 3.15%、同比下降 0.05 个百分点。我们认为，公司营业费用率显著改善，主要得益于今年以来公司收入增长模式的变化，即由过去主要靠销量增加，转变为主要靠价格拉动。公司上半年的财务费用率为 1.26%、同比下降了 0.41 个百分点。在此期间公司发行了 95 亿元的公司债，5 年期利率 5.08%、7 年期利率 5.20%。公司运用募集的资金偿还了部分短期和长期借款，有效的改善了债务结构。

■ 安全边际高，坚定看好四季度行情

我们坚定看好四季度的水泥板块行情：从供求角度看，4Q2011 将是供求关系最好的时段、水泥价格最有可能超预期上涨；从公司治理角度看，海螺的国际化扩张举措打开了下一步产能产量增长的想象空间。目前以海螺为代表的东部水泥股，估值均在 10~12 倍左右，安全边际较高。我们坚持认为，在国内固定资产投资增速放缓、水泥需求接近顶部的背景下，水泥股的行情由“价格的超预期变化”决定，换句话说，水泥股“赚的是业绩的钱”。

■ 维持“强烈推荐”评级

我们维持对公司的盈利预测，即预测公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 2.45 元、3.33 元，该预测对应当前股价的动态 PE 分别为 10.4 倍、7.7 倍。我们认为，水泥行业可能迎来最好的一个季度，公司今年业绩确定性强、明年业绩有保障，目前估值的安全边际较高，维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

■ 风险提示

固定资产投资增速出现大幅下滑；应收账款上升幅度较大。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	24,998	34,508	49,443	64,513
YoY(%)	3%	38%	43%	30%
净利润(百万元)	3,544	6,171	12,982	17,649
YoY(%)	36%	74%	110%	36%
毛利率(%)	28.5%	32.1%	44.4%	46.8%
净利率(%)	14.2%	17.9%	26.3%	27.4%
ROE(%)	12.3%	17.6%	27.7%	28.2%
EPS(摊薄/元)	0.67	1.16	2.45	3.33
P/E(倍)	38.1	21.9	10.4	7.7
P/B(倍)	4.7	3.9	2.9	2.2

海螺水泥发布 2011 年半年报，公司 1H2011 实现营业收入 223.3 亿元，同比增长 61%；实现净利润 59.9 亿元，同比增长 234%，按最新股本摊薄的 EPS 为 1.13 元。

一、水泥价格上涨是业绩高增长的最主要原因

1.1 业绩符合预期，预计下半年增速将明显回落

我们预测公司全年收入增长 43%、净利润增长 110%、EPS 为 2.45 元，半年报的情况基本符合我们预期。上半年的收入和利润增长主要来自于水泥价格的同比大幅上涨。1H2011 全国高标号水泥均价同比上涨 19%，其中在公司的主要经营区域内，华东地区上涨 53.5%、中南地区上涨 27.4%。由于去年 9 月份后的水泥价格出现较大幅度上涨，我们认为，受翘尾因素影响，公司下半年的收入和利润增速均将回落，我们目前仍维持对公司全年收入和利润预测。

1.2 水泥价格上涨推高业绩增速

我们认为水泥价格上涨是公司半年业绩高增速的最主要原因。

1H2011 公司主要经营区域的上海、江苏、浙江、安徽四省市水泥产量加权平均增速仅为 3.2%，显著低于市场和我们预期。由于公司在该区域的市场占有率较高，短期内不太可能出现市占率大幅波动，因此我们判断公司上半年的产销量增长应当是低于预期的。

而在水泥价格方面，如前所述，1H2011 华东地区高标号水泥均价同比上涨 165.7 元/吨、涨幅 53.5%，中南地区同比上涨 92.5 元/吨、涨幅 27.4%，由于水泥的生产成本相对稳定（每吨水泥消耗标煤约 120kg、石灰石价格较稳定），公司业绩相对于水泥价格的弹性较大，我们预测公司全年吨毛利增速可超过 60%。

二、费用率创出新低，低费用趋势有望持续

公司 2Q2011 的三项费用率仅为 7.33%、1H2011 则为 8.0%，均为上市以来的新低。我们认为，行业维持高景气和公司领先的管理能力，将使低费用的趋势得以延续。

2.1 营业费用率和管理费用率较低：受益于收入增长模式转变

上半年公司营业费用率为 3.59%、同比下降 1.55 个百分点，管理费用率为 3.15%、同比下降 0.05 个百分点。我们认为，公司营业费用率显著改善，主要得益于今年以来公司收入增长模式的变化，即由过去主要靠销量增加，转变为主要靠价格拉动。由于营业费用主要与公司新增产能情况、新进市场竞争格局有关，而上半年收入增长主要依靠既有生产线产品价格提高、既有市场市占率提升来实现，营业费用率和管理费用率的下降属情理之中。我们相信收入增长模式的转变将是一个长期过程，公司营业费用率不断改善的趋势将得到延续。

2.2 财务费用率改善：得益于高效团队的管理能力

公司上半年的财务费用率为 1.26%、同比下降了 0.41 个百分点。在此期间公司发行了 95 亿元的公司债，5 年期利率 5.08%、7 年期利率 5.20%。公司运用募集的资金偿还了部分短期和长期借款，有效的改善了债务结构，特别是在目前宏观的资金环境较紧张的情况下，充足的现金为公司的进一步通过资本性支出不断扩张提供了保证。

三、安全边际高，坚定看好四季度行情

我们坚定看好四季度的水泥板块行情：从供求角度看，4Q2011 将是供求关系最好的时段、水泥价格最有可能超预期上涨；从公司治理角度看，海螺的国际化扩张举措打开了下一步产能产量增长的想象空间。

目前以海螺为代表的东部水泥股，估值均在 10~12 倍左右，安全边际较高。我们坚持认为，在国内固定资产投资增速放缓、水泥需求接近顶部的背景下，水泥股的行情由“价格的超预期变化”决定，换句话说，水泥股“赚的是业绩的钱”。

从供给面看，持续了近 2 年的水泥“限制新建产能”政策进入了真正的见效阶段，水泥行业的固定资产投资已经连续 4 个月负增长，预计下半年新投产的产能将出现大幅度的环比、同比下降。此外，早前工信部公布的今年淘汰落后产能目标为 1.53 亿吨，较我们预期乐观的多，且从去年的情况看，淘汰目标主要将在下半年完成。因此，四季度将是年内供给增量最少、甚至可能出现负增长的季节。

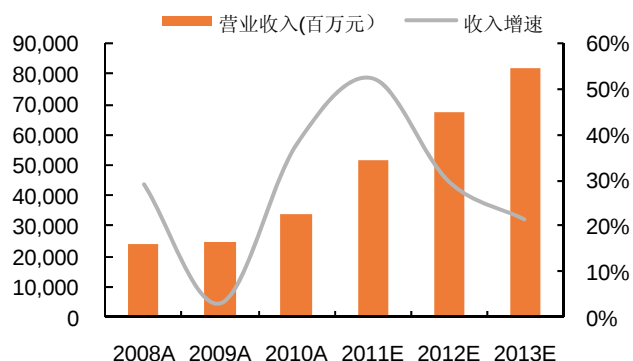
从需求面看，水泥毕竟是刚性需求，无论是保障房建设下半年集中开工的临急抱佛脚，还是水利建设取代高铁成为未来 3 年水泥消费的生力军，都预示着水泥需求仍将有增长动力。预计 2011 年我国财政收入将突破 10 万亿大关，中央政府家底殷实，同时考虑到我们的发展阶段，基建投入回报较高，固定资产投资将依然是 GDP 最重要的组成部分。

从公司治理的角度看，我们过去一直强调要关注海螺的并购动向，随着公司 7 月份在其官网上宣布的“海螺水泥拟在南加里曼丹省建设一条日产 3200 吨水泥熟料生产线，配套余热发电和粉磨站”，公司正式进军国际级水泥市场，打开了下一步产能产量增长的想象空间。

四、维持“强烈推荐”评级

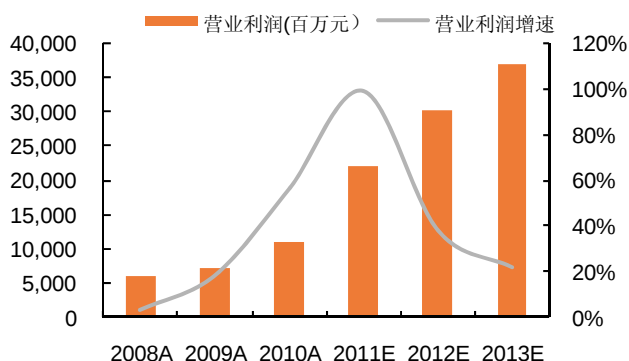
我们维持对公司的盈利预测，即预测公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 2.45 元、3.33 元，该预测对应当前股价的动态 PE 分别为 10.4 倍、7.7 倍。我们认为，水泥行业可能迎来最好的一个季度，公司今年业绩确定性强、明年业绩有保障，目前估值的安全边际较高，维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

图表 1：营业收入及增速



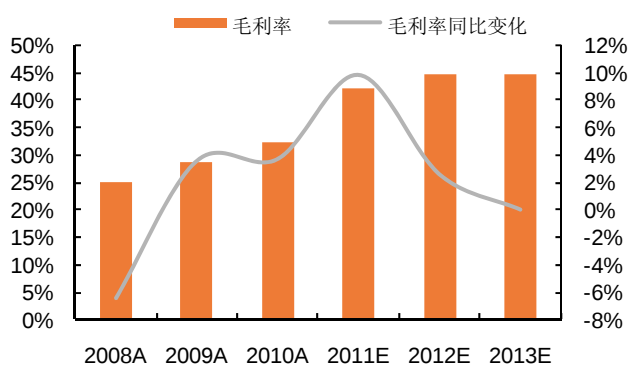
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 2：营业利润及增速



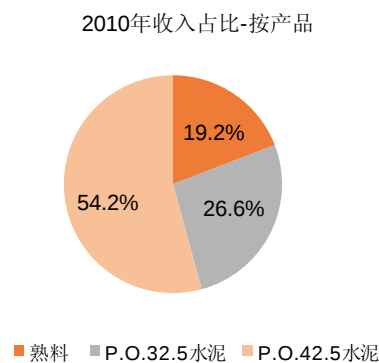
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 3：毛利率及同比变化



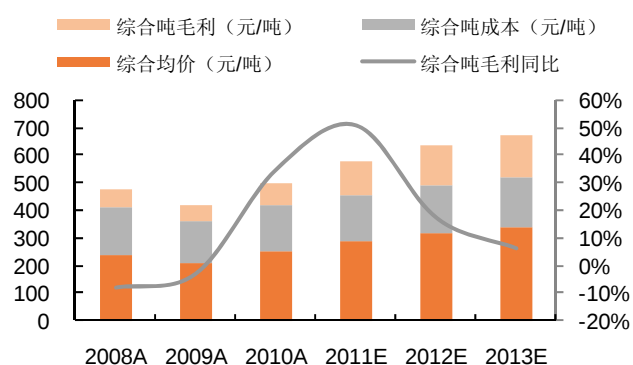
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 4：收入结构



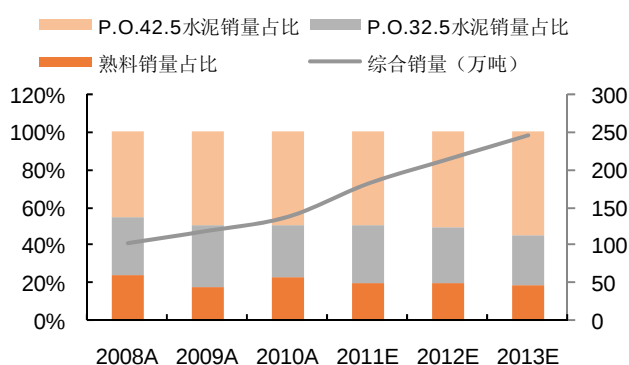
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 5：综合吨毛利持续上涨



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 6：销量结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
流动资产	10097	13228	22926	33250					
现金	3627	2736	9882	16869					
应收账款	442	499	834	1051					
其他应收款	319	352	518	715					
预付帐款	380	508	548	720					
存货	2172	2493	3134	3785					
其他流动资产	3156	6640	8010	10109					
非流动资产	37052	47183	57168	68674					
长期投资	481	1028	611	707					
固定资产	25609	32752	43765	54211					
无形资产	2064	2768	3313	3822					
其他非流动资产	8896	10636	9480	9934					
资产总计	47148	60412	80094	101924					
流动负债	12073	13077	12696	13833					
短期借款	1706	2030	0	0					
应付帐款	3339	4005	5498	6369					
其他流动负债	7028	7042	7199	7464					
非流动负债	5772	11703	19446	23870					
长期借款	5394	10971	18971	23284					
其他非流动负债	379	732	475	586					
负债合计	17846	24780	32142	37703					
少数股东权益	543	629	1026	1591					
股本	1766	3533	5299	5299					
资本公积	15065	13989	12223	12223					
留存收益	11928	17481	29403	45106					
归属母公司股东权益	28760	35003	46926	62629					
负债和股东权益	47148	60412	80094	101924					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
经营活动现金流	7029	6010	14321	20046					
净利润	3662	6354	13379	18215					
折旧摊销	1652	2019	1902	2514					
财务费用	356	481	1031	1279					
投资损失	-16	-27	-33	-26					
营运资金变动	1282	-2866	-1820	-2098					
其它经营现金流	93	49	-138	162					
投资活动现金流	-7813	-10341	-11828	-14050					
资本支出	8002	9267	13000	13000					
长期投资	47	-528	-1738	507					
其他投资现金流	236	-1602	-567	-544					
筹资活动现金流	-2395	3447	4654	991					
短期借款	-563	324	-2030	0					
长期借款	-640	5578	8000	4313					
普通股增加	0	1766	1766	0					
资本公积增加	949	-1076	-1766	0					
其他经营现金流	-2141	-3145	-1316	-3322					
现金净增加额	-3178	-884	7147	6987					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
营业收入	24998	34508	49443	64513					
营业成本	17865	23437	27488	34348					
营业税金及附加	134	163	267	333					
营业费用	1420	1546	2604	3317					
管理费用	976	1254	1815	2411					
财务费用	356	481	1031	1279					
资产减值损失	2	40	14	19					
公允价值变动收益	0	2	1	1					
投资净收益	16	27	33	26					
营业利润	4260	7616	16258	22833					
营业外收入	257	489	500	550					
营业外支出	41	27	34	30					
利润总额	4477	8078	16724	23353					
所得税	815	1724	3345	5138					
净利润	3662	6354	13379	18215					
少数股东损益	118	183	397	566					
归属母公司净利润	3544	6171	12982	17649					
EBITDA	6269	10116	19191	26626					
EPS	2.01	1.75	2.45	3.33					

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	3.2%	38.0%	43.3%	30.5%
营业利润	42.6%	78.8%	113.5%	40.4%
归属于母公司净利润	36.0%	74.1%	110.4%	36.0%
获利能力				
毛利率(%)	28.5%	32.1%	44.4%	46.8%
净利率(%)	14.2%	17.9%	26.3%	27.4%
ROE(%)	12.3%	17.6%	27.7%	28.2%
ROIC(%)	11.6%	14.9%	24.7%	27.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	37.8%	41.0%	40.1%	37.0%
净负债比率(%)	53.8%	57.4%	65.2%	66.8%
流动比率	0.84	1.01	1.81	2.40
速动比率	0.66	0.82	1.56	2.13
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.64	0.70	0.71
应收账款周转率	54.36	71.46	72.24	66.40
应付账款周转率	5.25	6.38	5.79	5.79
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.16	2.45	3.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.13	2.70	3.78
每股净资产(最新摊薄)	5.43	6.61	8.86	11.82
估值比率				
P/E	38.1	21.9	10.4	7.7
P/B	4.7	3.9	2.9	2.2
EV/EBITDA	23	14	7	5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257