

强烈推荐-A (维持)

海螺水泥 600585.SH

目标估值: 32.00 元

当前股价: 25.49 元

2011 年 8 月 16 日

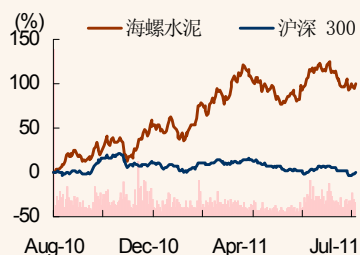
盈利具备持续改善能力

基础数据

上证综指	2627
总股本(万股)	529930
已上市流通股(万股)	399970
总市值(亿元)	1351
流通市值(亿元)	1020
每股净资产(MRQ)	7.6
ROE(TTM)	25.7
资产负债率	46.0%
主要股东	安徽海螺集团有限责
主要股东持股比例	36.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	14	104
相对表现	-4	23	102



相关报告

- 1、《海螺水泥(600585)-好风频借力,送我上青云》, 2011/3/28
- 2、《海螺水泥(600585)-良好开局,企业意识是关键》, 2011/4/19
- 3、《海螺水泥(600585)-投资印尼备忘录点评及印尼水泥行业简介》, 2011/7/4

王晶晶

0755-82943246
wangjj@cmschina.com.cn
S1090511040035

公司公告 2011 年半年报,实现归属上市公司净利润 59.9 亿元,同比增长 233.6%,实现 EPS1.13 元。毛利率、净利率持续提升。华东、华中区域是超预期的地区,下半年需求面临考验,放眼明年,我们认为海螺的华南、西部产能盈利存在提升空间。并购和国际化使海螺并未失去扩张能力。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

□ **2011 半年归属上市公司净利润增长 233.6%, 实现 EPS1.13 元。**公司半年度主营业务收入为 221.18 亿元,较上年同期增长 61.66%;归属于上市公司股东净利润为 59.94 亿元,较上年同期增长 233.62%;每股盈利 1.13 元。基本符合预期。毛利率 42.5%,同比和环比分别提升 17.2、2.7 个百分点。仅次于 04 年上半年(48%)的高点。净利率为 26.8%,同比和环比分别提升 13.9、3 个百分点,仅次于 04 年上半年(29%)。

□ **吨盈利能力创出历史新高。**上半年公司共实现水泥和熟料合计净销量 7,084 万吨,同比增长 12.80%;吨毛利约 134 元,吨净利 85 元。二季度单季度吨毛利 141 元,吨净利 92 元。可谓创历史新高。东部、中部区域供求关系持续改善,产品销价同比上升幅度较大,销售金额分别同比增长 73%和 85%;西部区域的礼泉海螺、重庆海螺等项目陆续投产,销售额同比大幅增长 225%。

□ **下半年来看,需求面临着考验,供给决定底。**限购效果出现、房地产投资逐步下降,基建投资增速逐步下滑(7月约为 8%),如果货币政策不出现松动,则需求面临向下的压力。在这样的情况下,华东地区由于集中度和企业意识的好转,我们判断价格维持平稳的概率较大。供给逻辑不够坚强的区域会面临压力。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。**二季度盈利能力持续改善,预计三季度略逊于此,四季度仍存提价预期。我们相信从中期来看,海螺并未失去扩张动力、并未失去吨盈利持续改善的机会。因为充足的资本(中期拥有货币资金 80 亿元)是海螺持续扩张的重要基础,并购、国际化都是重要手段。产能的广泛分布(中西部、华南的改善)是盈利持续改善的机遇所在。预测 2011-2013 年 EPS 为 2.68、3.40、3.89 元。供给保障 EPS,需求决定估值变动。紧缩是否放开是后续估值能否提升重要原因所在。**风险提示:**有效供给释放超预期,产能审批放开,保障房等开工低于预期。

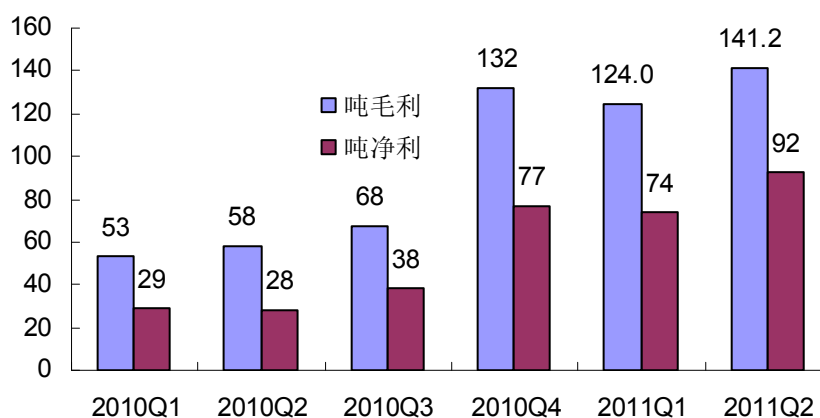
财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	24998	34508	52563	63470	72990
同比增长	3%	38%	52%	21%	15%
营业利润(百万元)	4260	7616	18533	23554	26983
同比增长	43%	79%	143%	27%	15%
净利润(百万元)	3544	6171	14222	18011	20613
同比增长	36%	74%	130%	27%	14%
每股收益(元)	2.01	1.75	2.68	3.40	3.89
PE	13.0	14.9	9.7	7.6	6.7
PB	1.6	2.6	2.8	2.1	1.6

资料来源:招商证券

二季度吨盈利水平继续创出新高

图 1: 分季度单季度吨盈利情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

其实从去年年底以来的股价上涨主要来自于 EPS 的上调, 估值维持稳定。到目前为止, 基本上大家都已经认可了华东地区淡季维持价格的能力, 但对旺季涨价幅度尚存疑。后续如果股价要超预期, 则有两个途径: 一是政策放松, 需求预期好转, 提升估值; 二是旺季涨价幅度超预期, 能否超预期我们仍未应当取决于需求因素。我们必须清楚, 协同涨价效应之所以能发挥是在需求平稳向好的基础上, 一旦需求出现问题的话, 则主要就是保价, 很难涨价。

下半年来看, 主要是需求面临着考验, 限购效果的出现, 房地产投资的逐步下降, 基建投资增速的逐步下滑 (7 月约为 8%), 如果货币政策不出现松动, 则需求面临向下的压力。在这样的情况下, 华东地区由于集中度和企业意识的好转, 我们判断价格维持平稳的概率较大。供给逻辑不够坚强的区域会面临压力。

不过对于海螺而言, 我们认为仍具备投资价值。一是相信从中期来看, 海螺并未失去扩张动力、并未失去吨盈利持续改善的机会。因为充足的资本 (中期拥有货币资金 80 亿元) 是海螺持续扩张的重要基础, 并购、国际化都是重要手段。二是产能的广泛分布 (中西部、华南的改善) 是盈利持续改善的机遇所在。

图 2: 海螺水泥 2010 年上半年收入分布

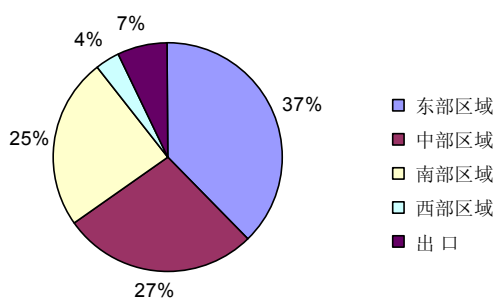
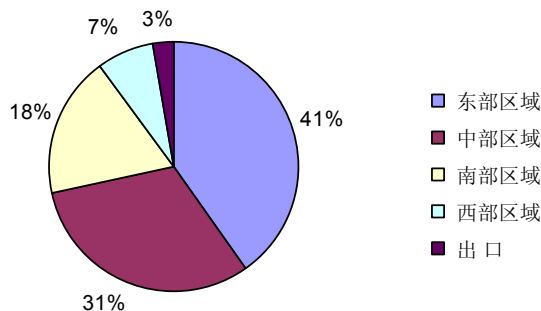


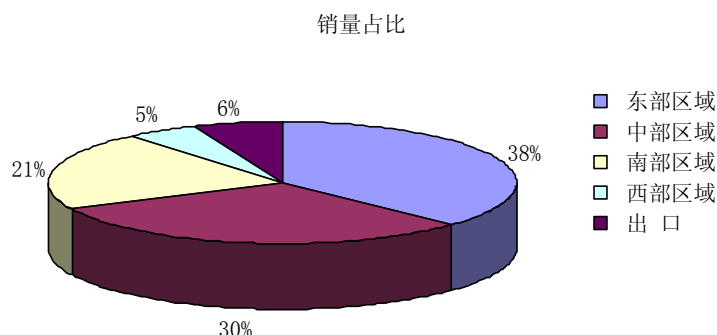
图 3: 海螺水泥 2011 年上半年收入分布



资料来源: 招商证券研发中心

资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 海螺水泥 2010 的产量分布情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

表 1: 分季度财务数据

单位: 百万元	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	17668	24998	6070	13868	22358	34508	9315	22327
营业毛利	4697	7133	1466	3499	5977	11072	3704	9482
营业费用	1066	1420	329	712	1110	1546	359	801
管理费用	622	976	185	443	731	1254	345	702
财务费用	286	356	101	232	349	481	131	282
投资收益	20	16	0	3	12	27	5	88
营业利润	2652	4260	823	2057	3702	7616	2833	7669
归属母公司净利润	2235	3544	792	1797	3152	6171	2216	5994
EPS (元)	1.27	2.01	0.45	0.51	0.89	1.75	0.42	1.13
主要比率								
毛利率	26.6%	28.5%	24.1%	25.2%	26.7%	32.1%	39.8%	42.5%
营业费用率	0.8%	0.8%	100.8%	200.8%	300.8%	400.8%	500.8%	600.8%
管理费用率	3.5%	3.9%	3.1%	3.2%	3.3%	3.6%	3.7%	3.1%
营业利润率	15.0%	17.0%	13.6%	14.8%	16.6%	22.1%	30.4%	34.3%
有效税率	17.8%	18.2%	18.6%	20.0%	19.8%	21.3%	25.0%	24.2%
净利率	12.7%	14.2%	13.1%	13.0%	14.1%	17.9%	23.8%	26.8%
YoY								
收入	6.0%	3.2%	18.0%	23.4%	26.5%	38.0%	53.5%	61.0%
归属母公司净利润	10.8%	36.0%	93.8%	38.5%	41.0%	74.1%	179.7%	233.6%

资料来源: 公司公告, 招商证券

2011 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。

表 2: 报告期内投资项目

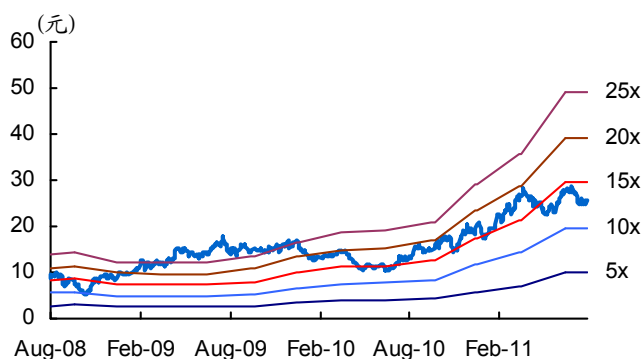
		生产线	年产能
池州海螺 4×4500t/d 水泥熟料生产线项目两条	在建	2×4500	400
芜湖海螺三期 2×12000t/d 熟料生产线及 36MW 余热发电项目	在建	2×12000	1000
铜陵海螺 12000t/d 水泥熟料生产线项目及 18MW 余热发电项目	在建	12000	500
龙陵汇合 2500t/d 熟料水泥生产线及 4.5MW 余热发电项目	在建	2500	100
江都海螺 220 万吨水泥粉磨及专用码头工程项目	在建	-	-

祁阳海螺日产 4000 吨新型干法熟料水泥生产线及 9MW 纯低温余热发电项目	在建	4000	180
达州海螺二期 4500t/d 水泥熟料生产线及 9MW 余热发电项目	部分投产	4500	200
葵阳海螺二期 5000t/d 水泥熟料生产线及 9MW 余热发电项目	在建	5000	200
礼泉海螺一期 2×4500t/d 水泥熟料生产线及 18MW 余热发电项目	投产	2×4500	400
广元海螺二期 4500t/d 水泥熟料生产线及 9MW 余热发电项目	在建	4500	200
平凉海螺二期 4500t/d 水泥熟料生产线及 9MW 余热发电项目	部分投产	4500	200
宿州海螺一期 4500t/d 水泥熟料生产线及 9MW 余热发电项目	在建	4500	200
重庆海螺二期 4500t/d 水泥熟料生产线及 9MW 余热发电项目	部分投产	4500	200
	合计		3780

资料来源：公司公告，招商证券

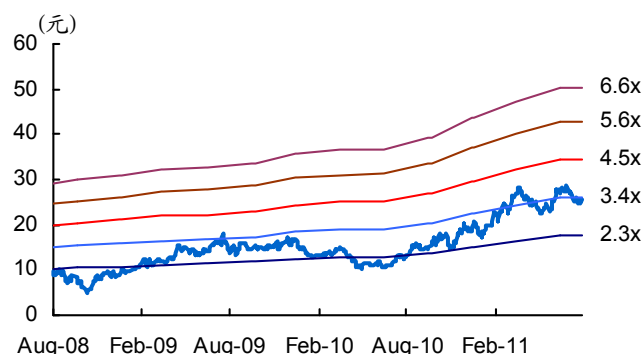
PE-PB Band

图 5：海螺水泥历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 6：海螺水泥历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	10097	13228	24515	40454	59318
现金	3627	2736	10603	23755	40061
交易性投资	0	2	0	0	0
应收票据	2615	5918	9015	10885	12518
应收款项	442	499	761	919	1056
其它应收款	319	352	537	648	745
存货	2172	2493	3162	3731	4337
其他	921	1228	438	516	600
非流动资产	37052	47183	50643	54006	57270
长期股权投资	481	1028	1028	1028	1028
固定资产	25609	32752	36450	39911	43149
无形资产	2064	2768	2214	1771	1417
其他	8896	10636	10950	11296	11676
资产总计	47148	60412	75158	94460	116588
流动负债	12073	13077	14179	15760	17474
短期借款	1706	2030	1500	1500	1500
应付账款	3339	4005	5079	5993	6967
预收账款	552	763	968	1142	1328
其他	6477	6279	6632	7125	7680
长期负债	5772	11703	10930	10392	9908
长期借款	5394	10971	10374	9837	9353
其他	379	732	555	555	555
负债合计	17846	24780	25108	26152	27383
股本	1766	3533	5299	5299	5299
资本公积金	15065	13989	13989	13989	13989
留存收益	11928	17481	29693	47395	67654
少数股东权益	543	629	1068	1625	2263
母公司所有者权益	28760	35003	48981	66683	86942
负债及权益合计	47148	60412	75158	94460	116588

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7029	6010	16482	20940	24007
净利润		6171	14222	18011	20613
折旧摊销		0	2855	2982	3117
财务费用		0	669	578	476
投资收益		0	(30)	(33)	(36)
营运资金变动		0	(1666)	(1146)	(790)
其它		(161)	432	548	628
投资活动现金流	(7813)	(10341)	(6305)	(6337)	(6371)
资本支出		0	(6000)	(6000)	(6000)
其他投资		(10341)	(305)	(337)	(371)
筹资活动现金流	(2395)	3447	(2310)	(1452)	(1331)
借款变动		0	(1251)	(597)	(537)
普通股增加		0	1766	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(2010)	(309)	(354)
其他		3447	(815)	(545)	(439)
现金净增加额	(3178)	(884)	7867	13152	16306

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	24998	34508	52563	63470	72990
营业成本	17865	23437	29727	35072	40771
营业税金及附加	134	163	248	299	344
营业费用	1420	1546	1840	2158	2409
管理费用	976	1254	1577	1841	2044
财务费用	356	481	669	578	476
资产减值损失	2	40	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	16	27	30	33	36
营业利润	4260	7616	18533	23554	26983
营业外收入	257	489	538	592	651
营业外支出	41	27	30	33	36
利润总额	4477	8078	19042	24114	27599
所得税	815	1724	4380	5546	6348
净利润	3662	6354	14662	18568	21251
少数股东损益	118	183	440	557	638
母公司所有者净利润	3544	6171	14222	18011	20613
EPS (元)	2.01	1.75	2.68	3.40	3.89

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	3%	38%	52%	21%	15%
营业利润	43%	79%	143%	27%	15%
净利润	36%	74%	130%	27%	14%
获利能力					
毛利率	28.5%	32.1%	43.4%	44.7%	44.1%
净利率	14.2%	17.9%	27.1%	28.4%	28.2%
ROE	12.3%	17.6%	29.0%	27.0%	23.7%
ROIC	9.7%	12.8%	23.5%	23.0%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	41.0%	33.4%	27.7%	23.5%
净负债比率	20.3%	23.5%	17.3%	13.1%	10.2%
流动比率	0.8	1.0	1.7	2.6	3.4
速动比率	0.7	0.8	1.5	2.3	3.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
存货周转率	8.8	10.0	10.5	10.2	10.1
应收帐款周转率	56.2	73.3	83.4	75.6	73.9
应付帐款周转率	5.2	6.4	6.5	6.3	6.3
每股资料(元)					
每股收益	2.01	1.75	2.68	3.40	3.89
每股经营现金	3.98	1.70	3.11	3.95	4.53
每股净资产	16.28	9.91	9.24	12.58	16.41
每股股利	0.00	0.03	0.05	0.06	0.07
估值比率					
PE	43%	79%	143%	27%	15%
PB	36%	74%	130%	27%	14%
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，入围 2009 新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。