

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

海螺水泥

600585

推荐

股权和资产收购点评

8月26日公司召开董事会,审议通过了关于收购四合公司80%股权的议案和收购众喜公司旗下相关公司股权及水泥资产的议案。

投资要点:

- 拟 1.648 亿元收购广西四合公司 80% 股权。四合公司资产包括 1 条 4000t/d 新型干法熟料生产线、年产 240 万吨的水泥粉磨系统、9MW 余热发电机组。
- 暂定以 4.48 亿元收购陕西众喜公司旗下相关公司股权及水泥资产。包括众喜凤凰山 100% 股权(4500t/d+220 万粉磨系统+8MW 余热发电)、众喜金陵河 100% 股权(4500t/d+220 万粉磨系统+8MW 余热发电)、乾县众喜 100% 股权(在建 4500t/d+220 万粉磨系统+9MW 余热发电)和蔡家坡水泥工厂(2500t/d+3×1000t/d)。
- 广西、陕西市场的不景气有利于行业兼并重组。近年来,由于广西和陕西新增产能压力较大,区域市场景气度日趋下滑,这为龙头企业开展兼并重组提供了有利条件。
- 本次收购将提高公司在陕西区域的市场份额。陕西市场的主要企业是冀东水泥和西部水泥,产能分别为 1400 万吨左右,市场占有率仅为 6%,市场集中度不高。海螺由于进入时间较晚,与上述两家企业差距较大,通过本次收购,海螺、冀东和西部将形成三足鼎立的局面。
- 有利于区域市场长远发展,但短期对公司业绩贡献有限。由于新增产能较大,陕西市场水泥价格处于盈亏平衡点,因此本次收购对公司短期业绩贡献有限。但行业的整合长远来看将有利于区域市场的发展,初步预计 13 年之后陕西市场可能会走出低谷。
- 投资评级“推荐”。预测公司 11-13 年 EPS 分别为 2.16、2.28 和 2.65 元,目前 10.44 倍左右的市盈率基本合理,给予“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 区域主要来自东部和中部水泥价格回落影响公司盈利能力

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 22.54 元

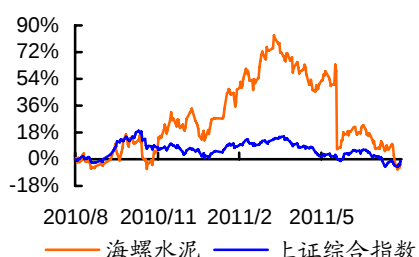
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2612.19
总股本(百万)	5299
流通股本(百万)	5299
流通市值(亿)	1194
EPS (TTM)	1.96
每股净资产(元)	6.72
资产负债率	41.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	-12.94	-1.00	-0.57
上证综合指数	-3.36	-4.54	-9.25



相关报告

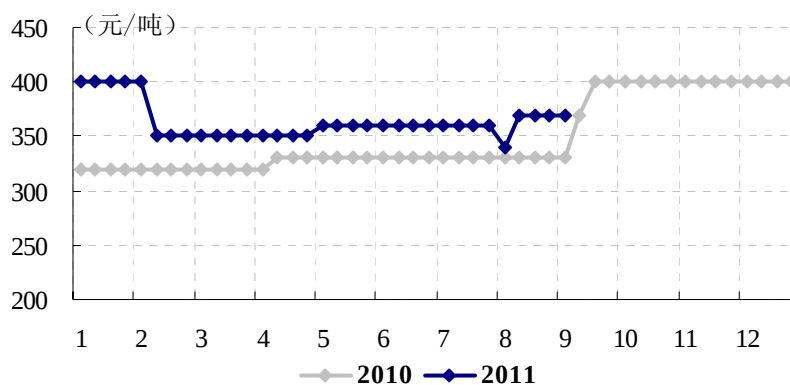
《海螺水泥-限产保价推动公司业绩创历史新高》2011-8-16
《海螺水泥-高利润阶段超预期延续》2011-4-19
《海螺水泥-节能减排帮助公司利润率创新高》2011-3-29

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	34508	49850	58506	66976
同比(%)	38%	44%	17%	14%
归属母公司净利润(百万元)	6171	11440	12103	14041
同比(%)	74%	85%	6%	16%
毛利率(%)	32.1%	39.7%	36.3%	36.5%
ROE(%)	17.6%	25.2%	21.1%	19.6%
每股收益(元)	1.16	2.16	2.28	2.65
P/E	19.35	10.44	9.87	8.51
P/B	3.41	2.63	2.08	1.67
EV/EBITDA	13	7	7	6

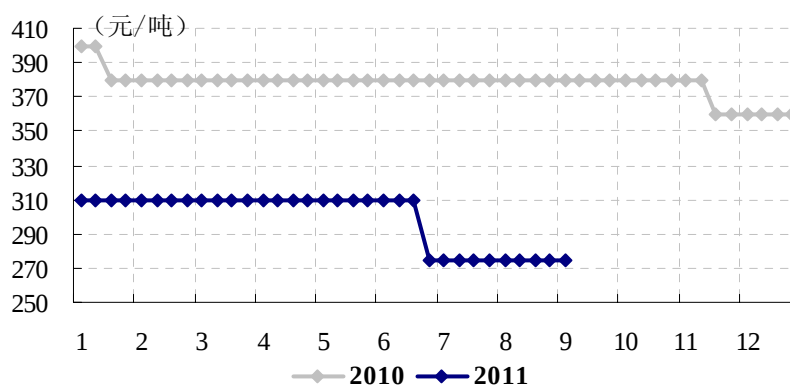
资料来源: 中投证券研究所

图 南宁 P O42.5 价格走势（含税价）



资料来源：中国水泥协会

图 2 西安 P O42.5 价格走势（含税价，元/吨）



资料来源：中国水泥协会

表 1 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥产能(万吨)	10,550.00	15,000.00	19,000.00	22,000.00	25,000.00
销量(万吨)	11,838.00	13,719.06	16,700.00	19,600.00	22,400.00
+/-	15.99%	15.89%	21.73%	17.37%	14.29%
价格(元/吨)	211.17	251.54	298.50	298.50	299.00
+/-	-11.05%	19.12%	18.67%	0.00%	0.17%
成本(元/吨)	150.92	170.83	180.00	190.00	190.00
+/-	-15.33%	13.20%	5.37%	5.56%	0.00%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	13228	25289	35900	46734	营业收入	34508	49850	58506	66976
现金	2736	14840	24184	33370	营业成本	23437	30060	37240	42560
应收账款	499	967	1135	1299	营业税金及附加	163	304	357	409
其它应收款	352	305	279	279	营业费用	1546	2492	2925	3349
预付账款	508	601	745	851	管理费用	1254	1645	1931	2210
存货	2493	3591	3707	4236	财务费用	481	627	571	428
其他	6640	4985	5851	6698	资产减值损失	40	0	0	0
非流动资产	47183	50364	56327	61736	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	1028	322	300	300	投资净收益	27	20	30	40
固定资产	32752	41300	48268	54183	营业利润	7616	14741	15512	18061
无形资产	2768	2723	2683	2643	营业外收入	489	300	400	400
其他	10636	6019	5076	4610	营业外支出	27	0	0	0
资产总计	60412	75654	92227	10847	利润总额	8078	15041	15912	18461
流动负债	13077	13246	15295	17017	所得税	1724	3210	3396	3939
短期借款	2030	1500	2000	2500	净利润	6354	11832	12517	14521
应付账款	4005	5711	7076	8086	少数股东损益	183	391	414	480
其他	7042	6034	6219	6431	归属母公司净利润	6171	11440	12103	14041
非流动负债	11703	16004	18011	18011	EBITDA	10116	17734	19075	22069
长期借款	10971	15971	17971	17971	EPS (元)	1.75	2.16	2.28	2.65
其他	732	33	40	40	主要财务比率				
负债合计	24780	29250	33306	35029	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	629	1020	1433	1913	成长能力				
股本	3533	5299	5299	5299	营业收入	38.0%	44.5%	17.4%	14.5%
资本公积	13989	12223	12223	12223	营业利润	78.8%	93.6%	5.2%	16.4%
留存收益	17481	27862	39965	54006	归属于母公司净利润	74.1%	85.4%	5.8%	16.0%
归属母公司股东权益	35003	45384	57487	71528	获利能力				
负债和股东权益	60412	75654	92227	10847	毛利率	32.1%	39.7%	36.3%	36.5%
现金流量表					净利率	17.9%	22.9%	20.7%	21.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	17.6%	25.2%	21.1%	19.6%
经营活动现金流	6010	13777	16362	18075	ROIC	14.9%	24.2%	22.8%	23.7%
净利润	6354	11832	12517	14521	偿债能力				
折旧摊销	2019	2366	2992	3580	资产负债率	41.0%	38.7%	36.1%	32.3%
财务费用	481	627	571	428	净负债比率	57.39	68.26	67.45	65.56
投资损失	-27	-20	-30	-40	流动比率	1.01	1.91	2.35	2.75
营运资金变动	-2866	-690	287	-432	速动比率	0.82	1.64	2.10	2.50
其它	49	-337	25	18	营运能力				
投资活动现金流	-10341	-5702	-8948	-8960	总资产周转率	0.64	0.73	0.70	0.67
资本支出	9267	9000	9000	9000	应收账款周转率	71	66	54	53
长期投资	-528	-3261	-22	0	应付账款周转率	6.38	6.19	5.82	5.61
其他	-1602	38	30	40	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	3447	4029	1929	72	每股收益(最新摊薄)	1.16	2.16	2.28	2.65
短期借款	324	-530	500	500	每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	2.60	3.09	3.41
长期借款	5578	5000	2000	0	每股净资产(最新摊薄)	6.61	8.56	10.85	13.50
普通股增加	1766	1766	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1076	-1766	0	0	P/E	19.35	10.44	9.87	8.51
其他	-3145	-441	-571	-428	P/B	3.41	2.63	2.08	1.67
现金净增加额	-884	12105	9343	9187	EV/EBITDA	13	7	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434