

强烈推荐-A (维持)

海螺水泥 600585.SH

目标估值: 24.70 元

当前股价: 17.39 元

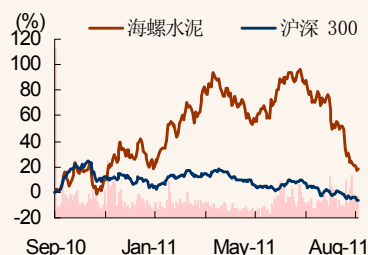
2011 年 9 月 21 日

基础数据

上证综指	2448
总股本(万股)	529930
已上市流通股(万股)	399970
总市值(亿元)	922
流通市值(亿元)	696
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	-27	-25	19
相对表现	-23	-9	25



相关报告

- 1、《海螺水泥(600585)-良好开局,企业意识是关键》, 2011/4/19
- 2、《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
- 3、《建材行业7月月报-需求逻辑主导:难以超预期》, 2011/8/8

王晶晶

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090511040035

事件:

2011 年 9 月 20 日, 海螺设计院通过上海证券交易所交易系统增持了本公司 3,206,320 股股份, 约占本公司总股本的 0.06%。本次增持后, 海螺设计院持有本公司 18,105,313 股股份, 约占本公司总股本的 0.34%。后续增持计划: 海螺集团或海螺设计院拟自 2011 年 9 月 20 日起的未来 6 个月内视市场行情决定是否继续通过上海证券交易所交易系统增持本公司股份, 若继续增持, 增持比例不超过本公司总股本的 2% (含本次已增持的股份)

评论:

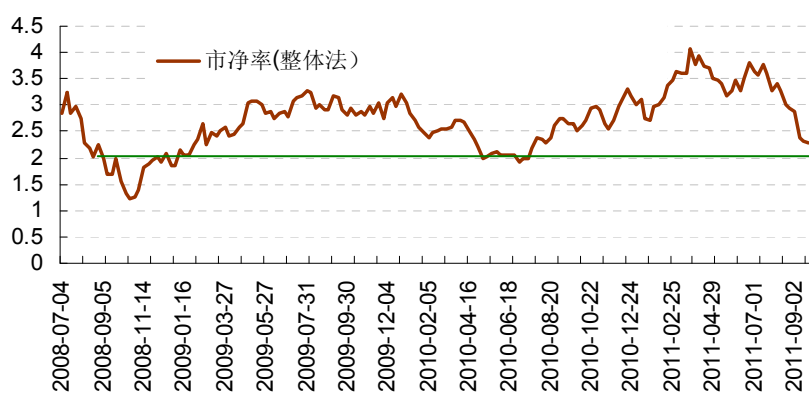
1、产业资本增持是底部区域信号之一

周期性行业在趋势向下过程中往往找不到底部的合理的估值依据。由于未来的盈利预测充满着不确定性, 因此我们建议关注 PB 和产业资本的动作。

从 PB 的角度来说, 目前海螺 PB 为 2.2 倍, 开始接近 2010 年中期的位置(2 倍), 2008 年的低点为 1.3 倍。2005 年的低点为 1.5 倍。PB 可以作为参考的背后逻辑是不会出现亏损。与 2008 年、2010 年相比, 好的地方在于产业集中度; 不利的地方在于目前所面临的需求前景可能要更差一些。但总的来说, 底部的盈利能力是在抬升的。

产业资本增持算一个相对靠谱的信号。这意味着公司认为企业价值相对于重置成本开始变得有吸引力。这在新增产能受限的情况下是有意义的。上一次海螺的增持是从 2009 年 8 月开始, 到 2010 年 8 月结束。

图 1: 海螺水泥市净率



资料来源: wind, 招商证券

2、未来其他的信号?

我们将估值的信号定义为左侧底部区域的信号。对于周期性行业来说, 趋势性的

信号也需要关注。这必须回到需求逻辑：通胀顺利回落，后面政策预期仍会有一个阶段性的放松预期。如果新建设周期没有启动，则可能就是进入箱体震荡的行情。

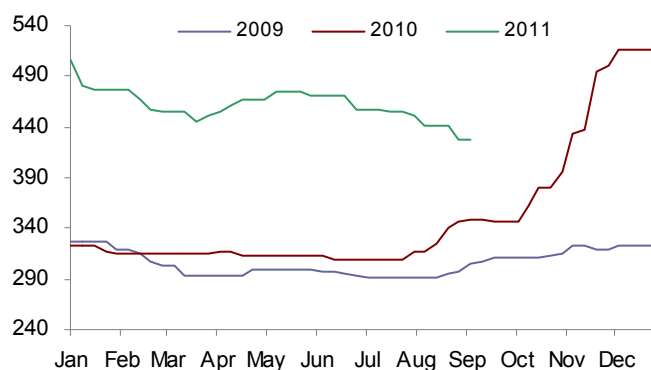
或者在供给逻辑还未出现的区域出现集中度上升、控制力上升。如华北区域。

我们是市场上率先表示对行业谨慎的机构（7月月报需求逻辑主导：难以超预期），而此时，海螺的增持，我们相信是对这段时间风险大部分释放的一个信号之一。跟两个月前的紧张、彷徨相比，而也许从这个时点开始，我们相对乐观一些，因为那个时候股价反应了太多乐观的预期，而此时股价反应了很多的风险。后面要做的，也许是等待需求面利空的逐步兑现（主要是基建）。

维持海螺水泥“强烈推荐-A”的投资评级。我们7月月报讨论了限购、基建的影响，8月月报讨论了旺季涨价需环比达到3.5%增长的条件；目前来看，由于需求原因，我们认为旺季不旺的局面是存在的。不过，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2.47、2.75、3.19元。对应PE 7.3\6.5\5.6倍，对应PB 2.0\1.5\1.2倍。

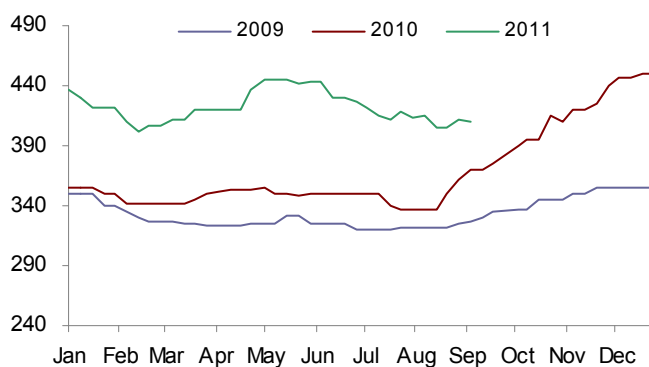
风险提示：有效供给释放超预期，产能审批放开，需求大幅低于预期。

图2：华东地区水泥价格（P.O.42.5,元/吨）



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图3：中南地区水泥价格（P.O.42.5,元/吨）



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

附上次海螺增持情况：

安徽海螺水泥股份有限公司于2009年8月27日发布了《关于控股股东增持本公司股份的公告》。本公司控股股东安徽海螺集团有限责任公司于2009年8月26日实施首次增持，自该日起的12个月内，海螺集团及其一致行动人安徽海螺建材设计研究院（系海螺集团的全资附属企业）合计在二级市场累计增持本公司股份14,452,107股，约占本公司2010年6月22日实施资本公积金转增股本方案前已发行股份总数的0.82%，约占转增后已发行股份总数的0.41%，未超过本公司已发行股份总数的2%。

截至2010年8月25日，海螺集团及其一致行动人本次增持计划已实施完毕，其中，海螺集团通过上海证券交易所交易系统累计增持本公司9,485,776股股份，约占本公司转增前总股本的0.54%；海螺设计院通过上海证券交易所交易系统累计增持本公司4,966,331股股份，约占本公司转增前总股本的0.28%。（来源：2010-8发布的公告）

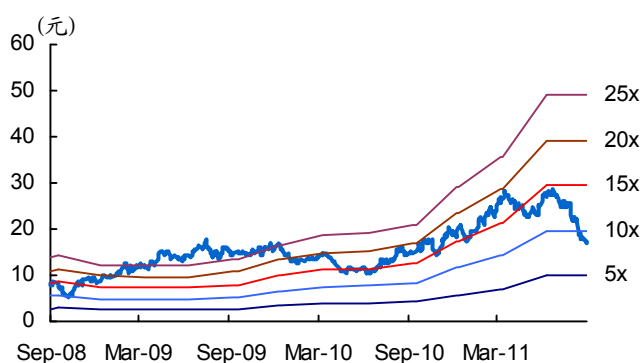
2011 将稳步推进祁阳海螺等新建水泥熟料生产线、礼泉海螺等续建水泥熟料生产线和芜湖海螺、铜陵海螺等 3 条日产 12,000 水泥熟料生产线及其配套的余热发电项目的建设, 预计全年将新增熟料产能约 3,180 万吨, 水泥产能约 2,690 万吨。

表 1: 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

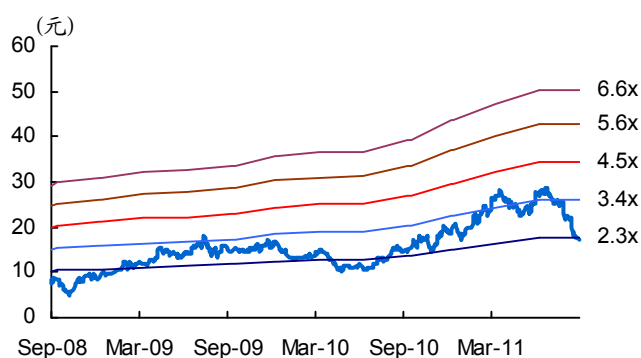
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 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 2: 海螺水泥历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

参考报告:

1、《海螺水泥(600585)- 盈利具备持续改善能力》，2011/8/16

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

2、《需求逻辑主导：难以超预期-建材行业 7 月月报》，2011/8/8。

延续中期策略的分析逻辑：后续行情主要来自于需求逻辑。其实上半年整个水泥需求情况非常良好，产量同比增长 19.6%，耗电增长 14%。但后续需求端是我们主要担心的因素：二三线地产限购影响将显现出来、动车高铁事故暴露了财政刺激大干快上的弊端，估值难以提升；保障房反应过后，短期内很难再看到超预期的因素；供给逻辑反应相对充分，EPS 上调弹性不大。调整行业评级至“中性”。

3、《海螺水泥(600585)-良好开局，企业意识是关键》，2011/4/19

公司公告 2011 年一季报，实现归属上市公司净利润 22.1 亿元，同比增长 179.7%，实现 EPS0.63 元。我们判断吨毛利、净利维持了去年四季度的高位情况。一季度开端良好，为全年业绩打下基础。二季度是个微妙的时刻，需求端波动情况会出现，但也或将是新机会的出现。

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	23232	35746	51001
现金	3627	2736	9849	20116	32661
交易性投资	0	2	0	0	0
应收票据	2615	5918	8619	9983	11680
应收款项	442	499	727	843	986
其它应收款	319	352	513	594	695
存货	2172	2493	3096	3698	4374
其他	921	1228	428	512	605
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	73875	89752	108272
流动负债	12073	13077	14052	15698	17545
短期借款	1706	2030	1500	1500	1500
应付账款	3339	4005	4973	5940	7026
预收账款	552	763	948	1132	1339
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	24981	26090	27454
股本	1766	3533	5299	5299	5299
资本公积金	15065	13989	13989	13989	13989
留存收益	11928	17481	28573	42890	59523
少数股东权益	543	629	1033	1484	2007
母公司所有者权益	28760	35003	47861	62178	78811
负债及权益合计	47148	60412	73875	89752	108272

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7029	6010	15710	18007	20211
净利润		6171	13082	14568	16923
折旧摊销		0	2855	2982	3117
财务费用		0	671	589	503
投资收益		0	(30)	(33)	(36)
营运资金变动		0	(1264)	(541)	(809)
其它		(161)	397	442	514
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	(2293)	(1403)	(1295)
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	(1991)	(250)	(291)
其他		3447	(817)	(556)	(467)
现金净增加额	(3178)	(884)	7113	10267	12545

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	50253	58208	68103
营业成本	17865	23437	29102	34765	41118
营业税金及附加	134	163	237	274	321
营业费用	1420	1546	1759	1979	2247
管理费用	976	1254	1508	1688	1907
财务费用	356	481	671	589	503
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	17006	18945	22042
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	17515	19505	22658
所得税	815	1724	4028	4486	5211
净利润	3662	6354	13487	15019	17446
少数股东损益	118	183	405	451	523
母公司所有者净利润	3544	6171	13082	14568	16923
EPS（元）	2.01	1.75	2.47	2.75	3.19

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	3%	38%	46%	16%	17%
营业利润	43%	79%	123%	11%	16%
净利润	36%	74%	112%	11%	16%
获利能力					
毛利率	28.5%	32.1%	42.1%	40.3%	39.6%
净利率	14.2%	17.9%	26.0%	25.0%	24.8%
ROE	12.3%	17.6%	27.3%	23.4%	21.5%
ROIC	9.7%	12.8%	22.0%	19.8%	18.7%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	41.0%	33.8%	29.1%	25.4%
净负债比率	20.3%	23.5%	17.6%	13.8%	10.9%
流动比率	0.8	1.0	1.7	2.3	2.9
速动比率	0.7	0.8	1.4	2.0	2.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
存货周转率	8.8	10.0	10.4	10.2	10.2
应收帐款周转率	56.2	73.3	81.9	74.2	74.5
应付帐款周转率	5.2	6.4	6.5	6.4	6.3
每股资料(元)					
每股收益	2.01	1.75	2.47	2.75	3.19
每股经营现金	3.98	1.70	2.96	3.40	3.81
每股净资产	16.28	9.91	9.03	11.73	14.87
每股股利	0.00	0.03	0.04	0.05	0.05
估值比率					
PE	9.0	10.3	7.3	6.5	5.6
PB	1.1	1.8	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	16.4	10.2	5.0	4.5	4.0

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。