

海螺水泥(600585)

研究员: 朱勤 执业证书编号: s0570510120057

☎ 025-83290910(办公室) ✉ chuqinghome@163.com

http://sns.zhangle.com/space.php?uid=4104

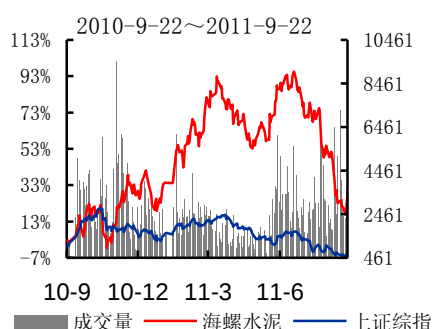
战略西进, 并购提速

投资评级: 买入(维持)

水泥 II

当前价格(元):	18.54
目标价格(元):	28.00

股价走势图



相关研究

- 1《海螺水泥(600585):中报超预期, 业绩继续领跑同业》2011.8
- 2《海螺水泥(600585):成长性良好的水泥行业领军企业》2010.11
- 3《海螺水泥(600585):业绩快速增长的行业龙头》2010.10
- 4《海螺水泥(600585):受益行业景气, 具备投资价值》2010.3
- 5《海螺水泥(600585):公司上调区域水泥价格, 保障全年业绩》2009.10

公司基本资料

总股本(万)	529930.26
流通 A 股(万)	399970.26
52 周内股价区间(元)	17.05-43.05
总市值(亿)	982.49
总资产(亿)	774.91
每股净资产(元)	7.61

投资要点:

◆ 海螺水泥中期业绩创出历史新高, 盈利能力傲视同业。2011 年上半年公司销量约占水泥行业上市公司全部销量的 35%; 主营业务收入约占同行业上市公司营收总额的 30%; 归属母公司净利润占同行业上市公司净利润总额比重超过 50%。

◆ 华东、中南地区在经过公司多年的苦心耕耘之后已经渐入盈利稳定期。未来几年, 这些区域的投资对经济增长的拉动作用将逐渐减弱, 需求端将难以复制过去的高速增长, 但城镇化进程仍然对需求端产生支撑。整个“十二五”期间, 东部需求增速预计将维持在 2%-3% 之间, 而中南部的增速将略高于此。竞合是市场未来发展的方向, 深耕成熟市场、提升行业协同是公司在东、中南部维持盈利的关键。

◆ 西部市场预计会成为公司业绩增长的主要动力。“十二五”期间, 西部地区的固投增速有望维持在 15% 以上, 引致的水泥需求增速预计将高于 10%, 但西部市场环境和华东、华南迥异, 公司面临的考验亦刚刚开始。目前自建线和收购的行动都将以快速拓展市场份额为目标, 真正的盈利大规模提升仍需要市场景气的配合。

◆ 公司未来将更多的依靠收购来提升产能, 并购的重点区域将以增长潜力较好的西部地区为主。当前的并购主要着眼于未来, 并无法在短期为公司创造有效盈利, 更多的是为“十二五”期间的西部市场开拓做好准备。

◆ 我们上调公司今年的盈利预测, 同时出于对需求端的谨慎, 小幅下调 12/13 年的盈利, 预计 2011/12/13 年实现水泥与熟料综合销量 1.63/1.95/2.15 亿吨, 营业收入 503.75/604.50/677.25 亿元, 每股收益 2.40/2.80/3.17 元, 当前股价具备长期投资价值, 综合考虑, 下调公司目标价至 28.00 元, 对应 12 年 10 倍 P/E, 维持公司“买入”的投资评级。

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	345.08	503.75	604.50	677.25
+/-%	38.04	45.98	20.00	12.03
净利润(百万)	6171.40	13127.76	15271.22	17235.29
+/-%	73.52	106.26	16.57	13.08
EPS(元)	1.16	2.40	2.80	3.17
P/E	15.92	7.73	6.62	5.85

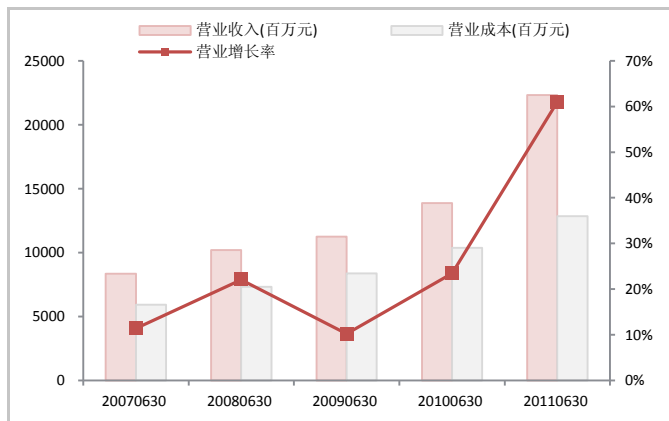
健康资产负债表是持续扩张原动力

中期业绩领跑同业

海螺水泥中期业绩创出历史新高，盈利能力傲视同业。2011 年上半年公司销售水泥和熟料 7084 万吨，同增 12.8%，约占水泥行业上市公司总销量的 35%；实现主营业务收入 221.18 亿元，同增 61.7%，约占同行业上市公司营收总额的 30%；归属母公司净利润同比大幅增长 233.6%至 59.94 亿元，占同行业上市公司净利润总额比重超过 50%，基本每股收益 1.13 元。

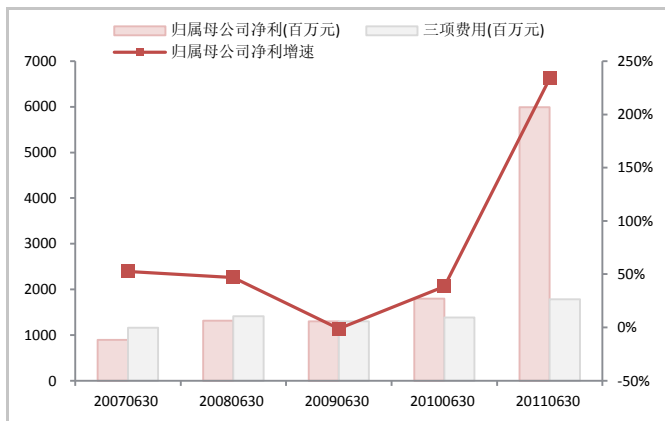
公司成本与费用控制能力依然出色，综合销售价格达到 312 元/吨，吨毛利 133 元/吨，综合毛利率达到 42.8%，同比提高 17.4 个百分点，三项费用合计仅占主营业务收入的 8.1%，同比下降 2.1 个百分点，扣除非经常性损益的净利率达到 25.7%，高居 A 股同行业上市公司首位。

图 1：海螺水泥中期营收增速



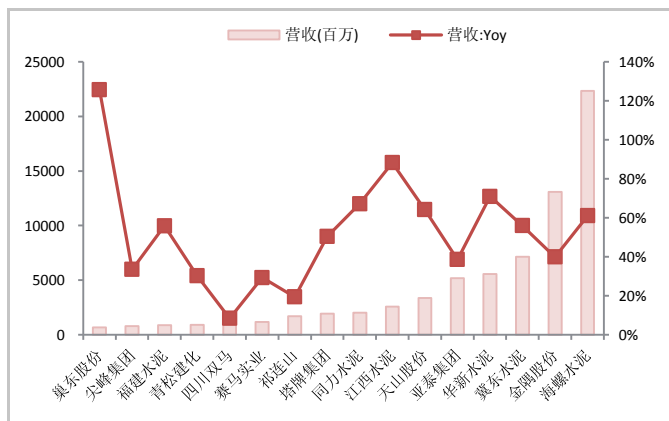
资料来源：公司资料，华泰证券

图 2：海螺水泥中期净利增速



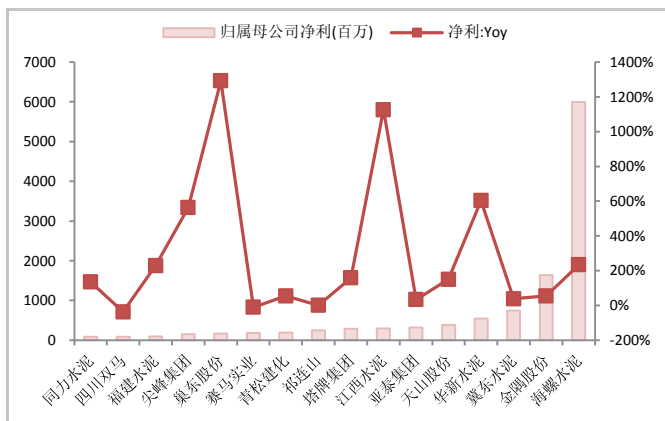
资料来源：公司资料，华泰证券

图 3：海螺水泥营收占行业 30%



资料来源：Wind，华泰证券

图 4：海螺水泥净利占行业 50%



资料来源：Wind，华泰证券

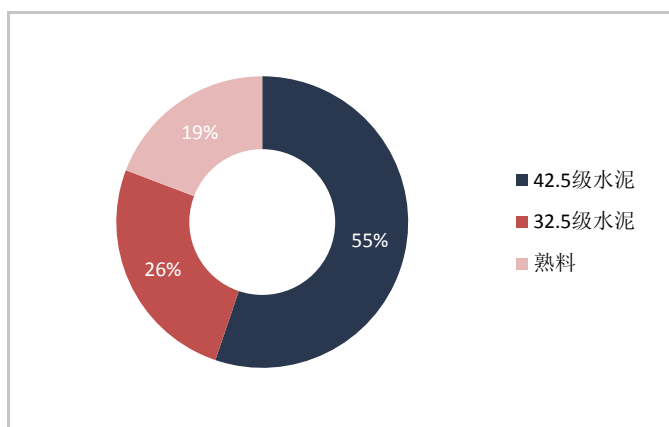
产品结构进一步优化，高标水泥占比提升。高标号水泥占到营业收入的 55%，低标号水泥占到营业收入的 26%，熟料销售收入占比约为 19%。产品毛利率逐季提高，高标水泥/低标水泥/熟料毛利率分别达到 42.6%/46.9%/37.9%，低标号产品毛利率水平因成本和市场定位原因，毛利依然略高于高标号产品。随着公

司水泥产量的扩大，自用熟料用量有所上升，熟料外销收入占比略有下降，而毛利率更高的水泥销售收入占比进一步上升。

营运管理以快制胜

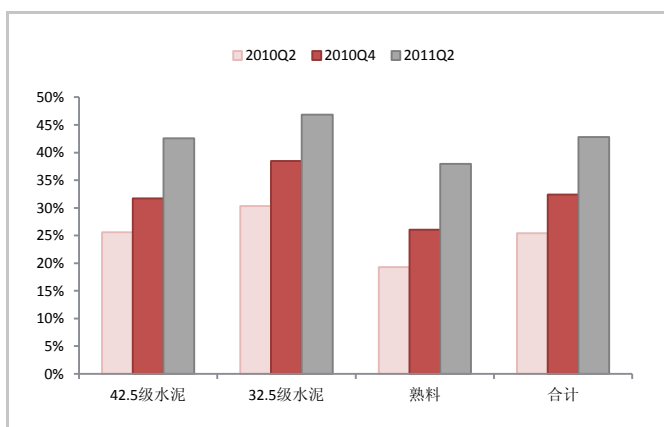
公司营运管理以快制胜，存货和应收账款管理能力出色，多年来推行的现货现款货款结算方式使其存货周转率和应收账款周转显著高于行业平均水平。公司存货周转天数只有 40 天，而应收账款周转天数仅有 4 天，相应的营业周期约为 48 天，较行业均值低 67 天。快速的营运周转使得公司在激烈的竞争中始终保持领先，令同业望尘莫及。

图 5：海螺水泥分产品营收占比



资料来源：公司资料，华泰证券

图 6：海螺水泥毛利率逐步提升



资料来源：公司资料，华泰证券

财务结构持续优化

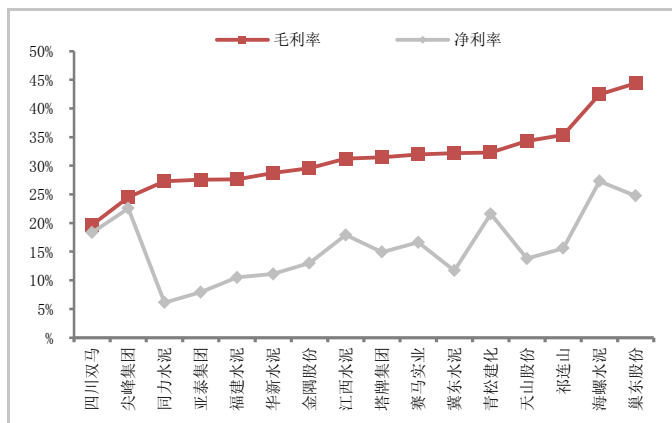
公司资产负债结构持续优化，财务杠杆支撑业绩向上发展。总资产规模较年初增加 28.3%至 774.9 亿元，归属于上市公司股东的所有者权益增加 15.2%至 403.4 亿元。上半年公司发行 95 亿元公司债券，资产负债率较年初上升 4.9 个百分点至 46.0%，但仍显著低于行业均值 57.6%。经营和筹资现金流的增加使得公司流动性状况大幅改善，流动比率达到 1.74，中期货币资金达到 80.6 亿。公司扩张的步伐建立在收入稳定增长的基础之上，偿债能力有足够强大的盈利体系作为支撑。而对财务杠杆的合理运用，又保证了公司在扩张进程中拥有充足的资本，促进业绩的节节高升。

表 1：综合指标：海螺水泥与行业均值比较

项目	综合销量	水泥业务收入	水泥业务增速	销售毛利率	销售净利率	吨毛利	吨市值	PE (TTM)
海螺水泥	7084	22118.5	61	42.47	27.31	133.59	512.9	11.14
行业平均	1148.91	3500.48	52.42	31.3	15.86	99.89	712.91	20.79
行业中位数	555.36	1984.09	53.11	31.37	15.26	100.65	594.64	15.19

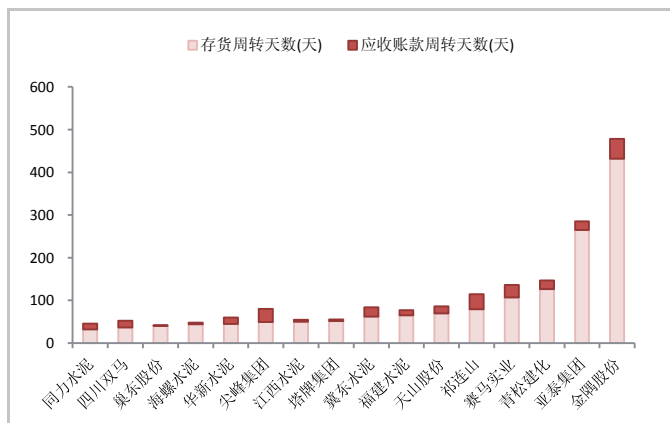
资料来源：Wind，华泰证券

图 7：海螺水泥利润率高于行业平均



资料来源：Wind，华泰证券

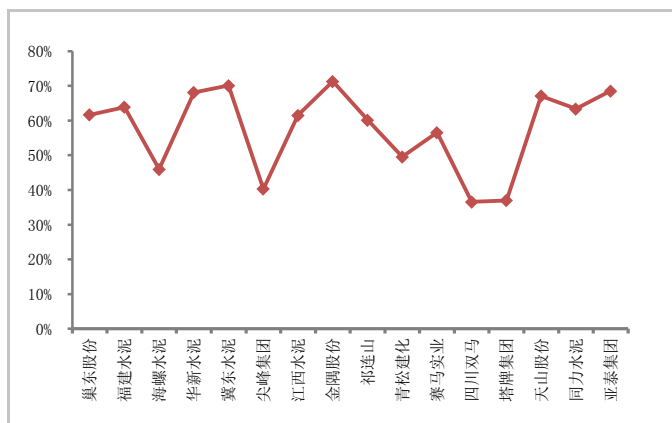
图 8：海螺水泥营业周期优于行业平均



资料来源：Wind，华泰证券

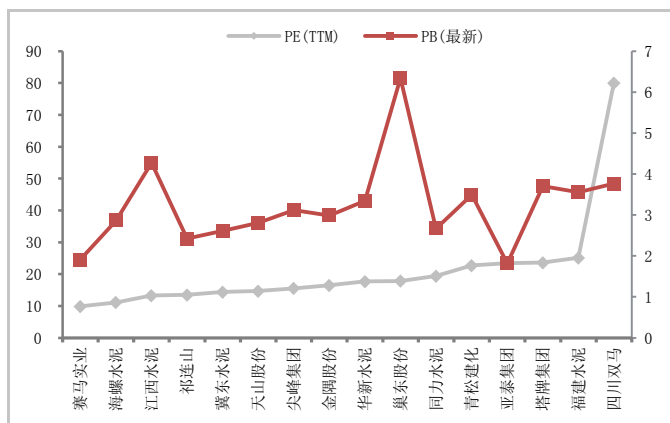
凭借庞大的产能规模和良好的市场把控能力，公司发挥集中采购的优势，充分利用各区域资源，优化物流配置，降低生产销售成本；同时，准确把握市场需求适时提升产品价格，持续提升运行管理，促使盈利能力维持较高水准，在为投资者带来稳定回报的同时，保证了自身的健康成长。

图 9：海螺水泥资产负债率低于行业平均



资料来源：Wind，华泰证券

图 10：海螺水泥估值低于行业平均



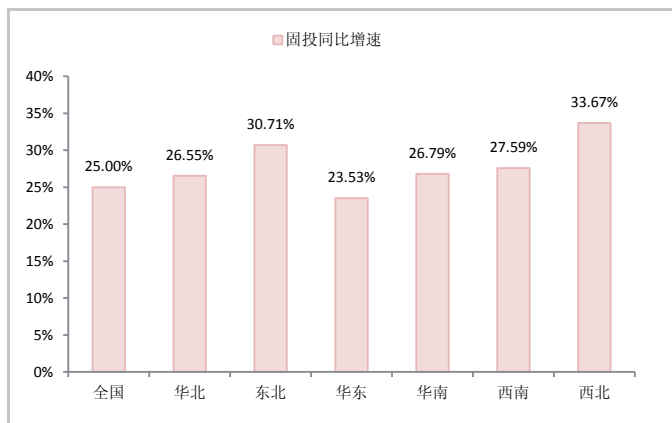
资料来源：Wind，华泰证券

业绩展望：战略西进，并购提速

行业概况：需求端短期承压，结构继续向好

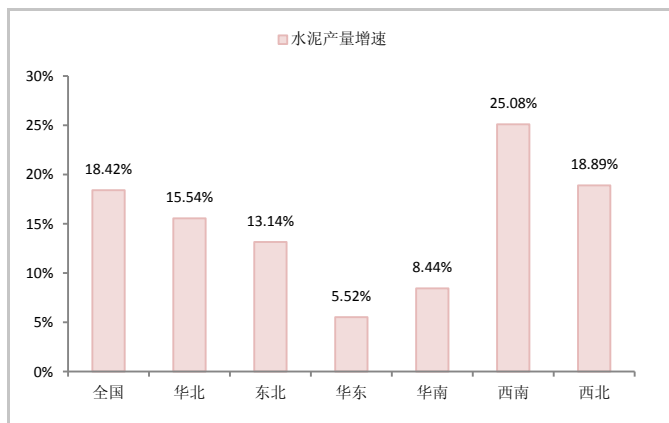
今年三季度以来，水泥整体需求增长明显放缓，1-8月水泥产量13.2亿吨，累计增速18.4%，8月单月生产1.8亿吨，环比回落0.35%。尽管受到高铁事件的冲击，但我们认为信贷紧缩可能仍是需求端减速的主要原因。今年以来扣除价格因素的实际固定资产投资约在17%左右，较去年同期低近4个百分点，基础设施建设投资规模1-8月同比下滑约6%，铁路运输业完成投资3122亿，同比减少15%。尽管通胀升势得到控制，但因调控而生的信贷紧张现象已经十分严重，加之暂时没有看到紧缩政策退出的迹象，考虑货币政策的时滞，我们担心需求端可能在今年四季度至明年一季度继续被政策性的压制。我们判断全年水泥产量20.63亿吨，增速约10%，9-12月产量7.4亿吨，占比35%。

图 11: 全国各区域固投加权平均增速



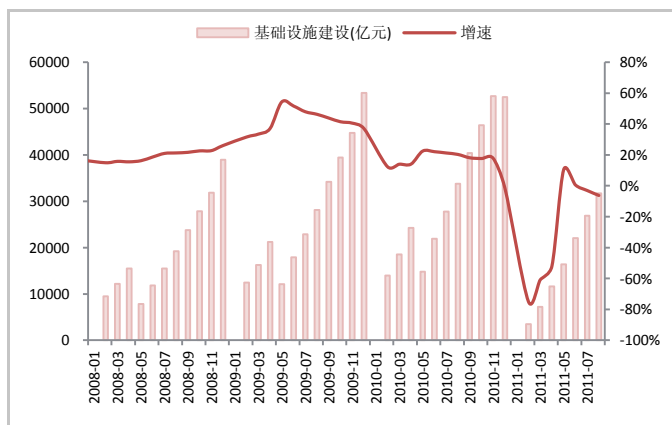
资料来源: 国家统计局, 华泰证券

图 12: 全国各区域水泥产量增速



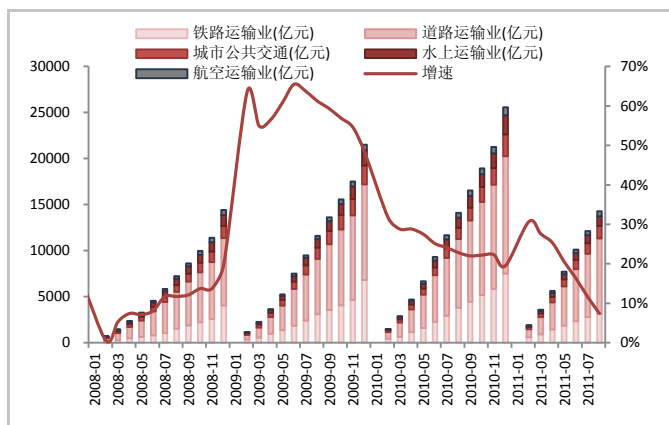
资料来源: 国家统计局, 华泰证券

图 13: 基建规模进入 7 月后同比下滑



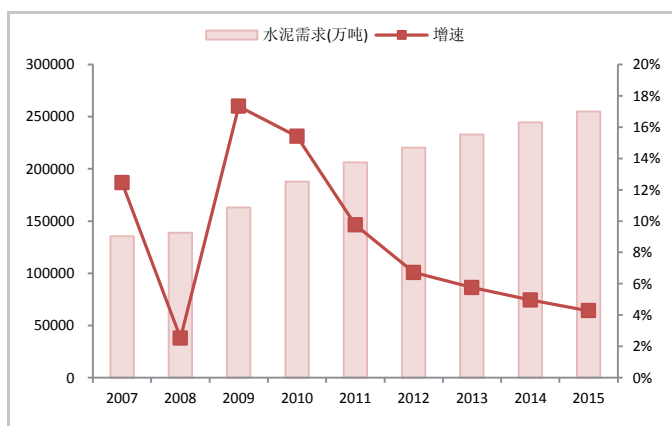
资料来源: 国家统计局, 华泰证券

图 14: 交运投资受铁路拖累



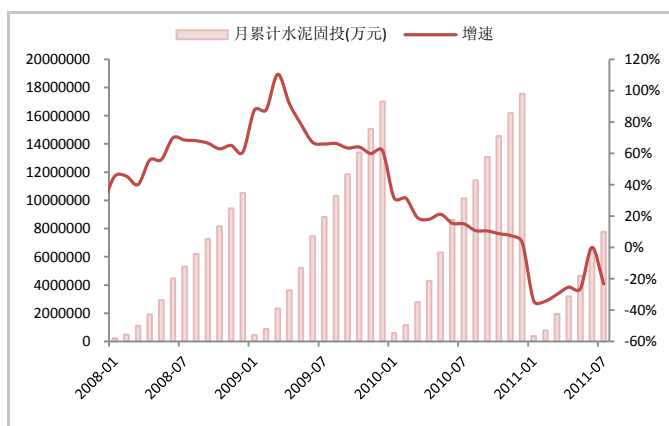
资料来源: 国家统计局, 华泰证券

图 15: 水泥需求十二五期间平稳增长



资料来源: 国家统计局, 华泰证券

图 16: 水泥固投同比负增长



资料来源: 数字水泥, 华泰证券

行业长期发展趋势依然向好。“十二五”期间经济发展依然需要投资带动,需求端在预计可保持年均 5%-6% 的增速,城镇化和基础设施建设空间依然广阔。供给端产能限制政策暂不会全面放开,水泥投资前 7 个月同比减少 15.2%,当前新建产能将在 2012 年基本释放完毕,而“十二五”期间落后产能淘汰总量预计在 2.5 亿吨左右,进一步对供给面形成限制。新建产能受限也为企业整合带来条件,大型企业对区域的控制

将进一步提升，推动行业供求结构的改善和竞争模式的优化。

东部：精耕细作，稳步收获

华东地区经过上一轮行业低潮的洗礼，已经逐步迈入成熟期：一方面，华东地区如江浙沪等省基础设施建设已趋完善，需求端将维持稳定，基本不存在爆发力；另一方面，大企业对市场控制力与日俱增，以新干法产能计算的前五家水泥企业占到了华东地区总产能的65.9%，企业间的协同行为正在增强。

华东亦是海螺水泥的传统主场，公司在华东地区拥有规模庞大的熟料基地和与之配套的粉磨产能、矿山资源，总熟料产能超过6400万吨，区域产能占比达到16.7%，过去十余年的时间里，管理上的成功、技术上的优势和依靠T型战略实现的低成本布局使得公司在华东地区始终保持领先。随着中国建材的强势崛起，华东地区双寡头的格局已经逐渐明朗，两大企业对于市场的影响正在逐步提高。

表 2：华东、中、南部新干法熟料产能情况概览

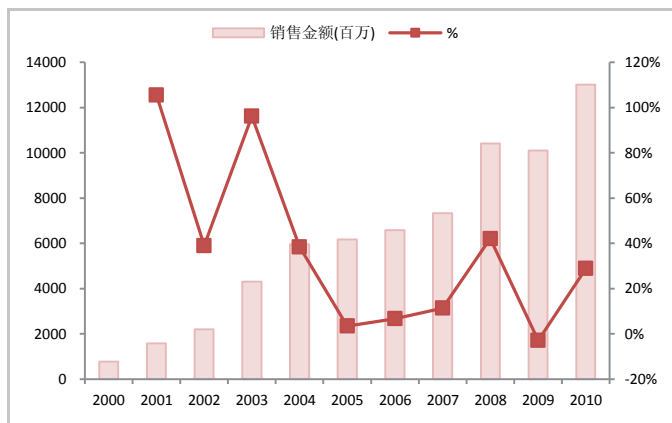
省份	总熟料产能(万吨)	前五熟料(万吨)	海螺熟料产能(万吨)	前五产能占比	前五产能平均	海螺产能占比
安徽	9464.3	6940.9	5301.0	73.3%	14.7%	56.0%
江苏	6187.6	2811.7	372.0	45.4%	9.1%	6.0%
浙江	7207.5	4795.7	155.0	66.5%	13.3%	2.2%
江西	4712.0	3003.9	449.5	63.8%	12.8%	9.5%
山东	7756.2	5071.6	155.0	65.4%	13.1%	2.0%
福建	3292.2	2827.2	0.0	85.9%	17.2%	0.0%
华东合计	38619.8	25451.0	6432.5	65.9%	13.2%	16.7%
湖北	5809.4	4017.6	0.0	69.2%	13.8%	0.0%
湖南	5521.1	3757.2	1069.5	68.1%	13.6%	19.4%
广西	5322.7	4888.7	1364.0	91.8%	18.4%	25.6%
广东	6155.1	3813.0	1240.0	61.9%	12.4%	20.1%
中南合计	22808.3	16476.5	3673.5	72.2%	14.4%	16.1%

资料来源：数字水泥，华泰证券

在需求增速放缓的背景下，华东企业在市场协同方面所做的努力对维持短期价格稳定至关重要。目前的协同更多体现在区域内企业的停窑保价，但这无法有效阻止外部低价水泥的进入，也无法对部分企业的单独降价行为进行约束。我们认为，目前企业协同的努力才刚刚开始，对淡季价格产生了一定支撑作用，但基础尚不牢固，企业存在激励来打破平衡，只有在大型企业市场份额进一步提升、具备一定的跨区域联动能力的条件下，才能真正对区域市场形成有效的控制和保护。

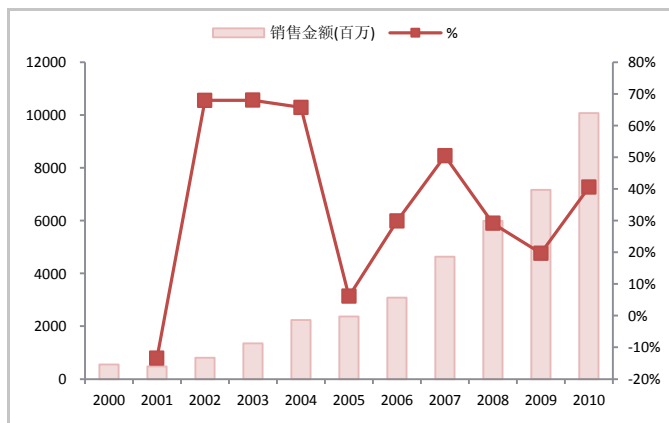
中南地区正处于向成熟期过渡的阶段，前五大企业新干法熟料产能占比超过70%，与华东地区的区别在于，中南地区整体上仍具有相对较好的成长性，两湖地区和广西地区在“十二五”期间的经济发展仍将依靠大量的投资拉动；此外，中南地区的强势企业众多，华润、台泥、海螺、中建材、华新等等都是区域内强有力的参与者，但大量落后产能的存在分散了大企业的市场控制力。总体而言，中南地区市场仍然处于上升期，需要依靠进一步的区域整合以确立大企业的绝对领导地位，海螺水泥在两广成功复制了T型布局，而在湖南偏安一隅，未来在中南地区的盈利有望维持稳定增长。

图 17: 海螺水泥: 东部销售金额及增速



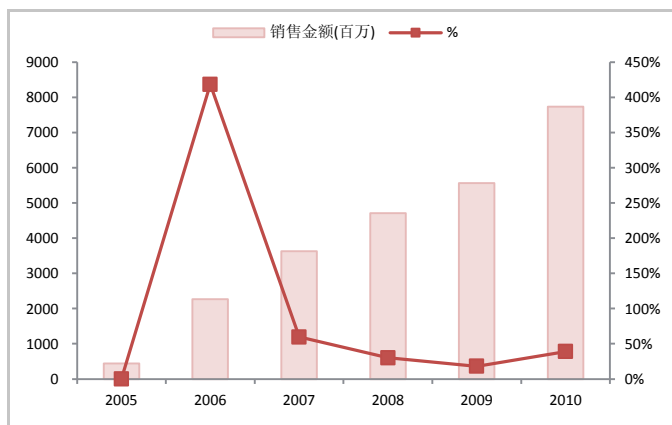
资料来源: Wind, 华泰证券

图 18: 海螺水泥: 中部销售金额及增速



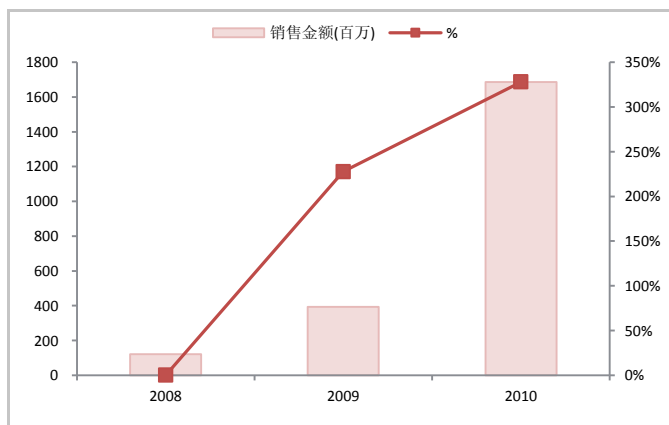
资料来源: Wind, 华泰证券

图 19: 海螺水泥: 南部销售金额及增速



资料来源: Wind, 华泰证券

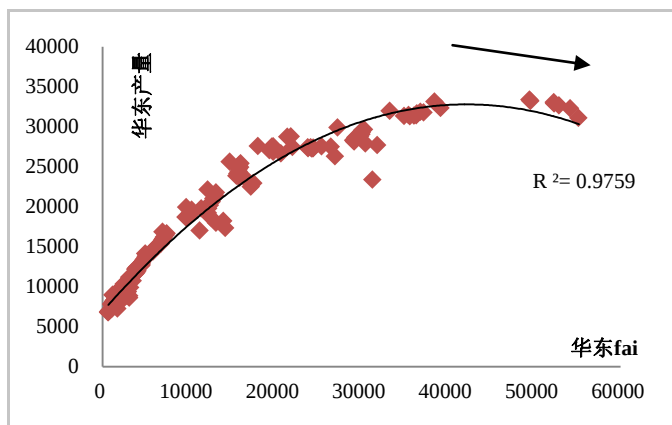
图 20: 海螺水泥: 西部销售金额及增速



资料来源: Wind, 华泰证券

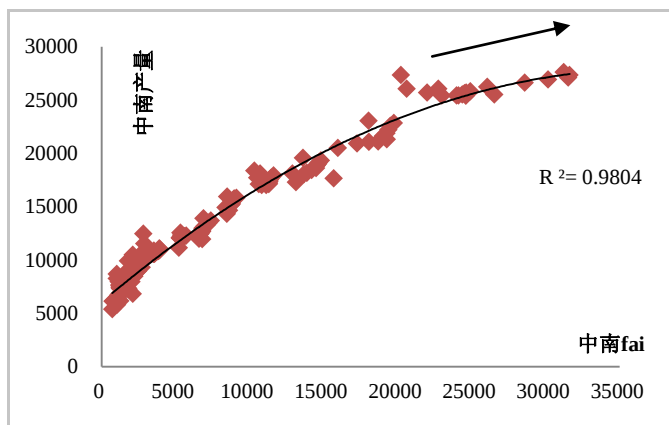
上半年公司在东部/中部/南部地区的销售收入分别增长 73.5%/85.0%/21.4%。产品价格的增长是主要刺激因素, 产品综合毛利率分别达到 46.4%/47.1%/34.7%, 较去年同期提高 24.9/24.6/-2.4 个百分点。由于 2010 年四季度基数较高, 我们判断全年的业绩增速将略有下降, 而产品毛利率则将维持在略高于 40% 的水平上。

图 21: 华东 FAI 对水泥需求拉动作用减弱



资料来源: Wind, 华泰证券

图 22: 华南 FAI 对水泥需求拉动作用缓慢增长

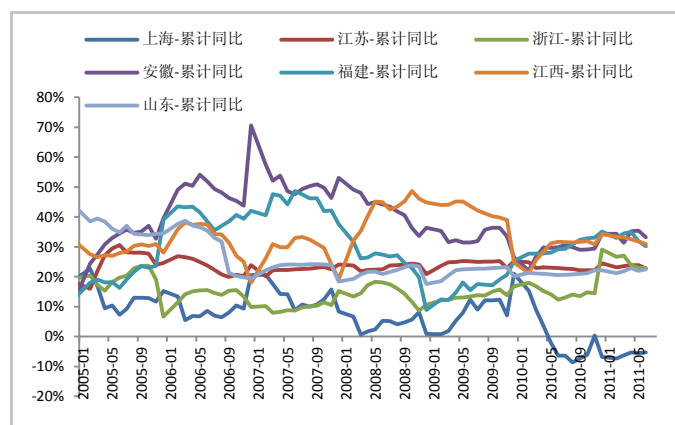


资料来源: Wind, 华泰证券

整体来看，华东、中南地区在经过公司多年的苦心耕耘之后已经渐入盈利稳定期。随着这些区域经济发展方式的逐步演进，固定资产投资对经济增长的拉动作用将逐渐减弱，需求端将难以复制过去由大规模基建所创造的高速增长，但城镇化进程、水利和城乡交通建设仍然对需求端产生支撑，不致出现需求的大起大落。整个“十二五”期间，东部地区的需求增速预计将维持在 2%-3% 之间，而中、南部的需求增速将略高于此。

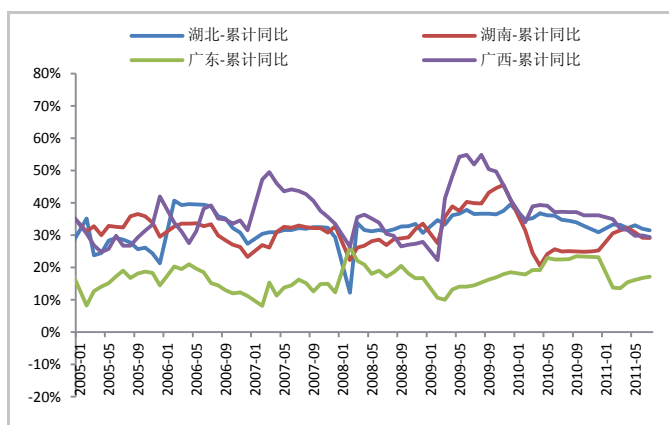
竞争是市场未来发展的方向，深耕成熟市场、提升行业协同是公司在东、中南部维持盈利的关键，但充分竞争仍然是当下水泥市场的主要特征，因此区域内的博弈将长期存在。作为区域的主要领导者，我们认为海螺水泥将是区域市场发展的推动者和受益者，凭借良好的产业布局、对价格和成本的敏锐把握，可继续保持在传统市场的优势地位。

图 23: 华东各省固投增速



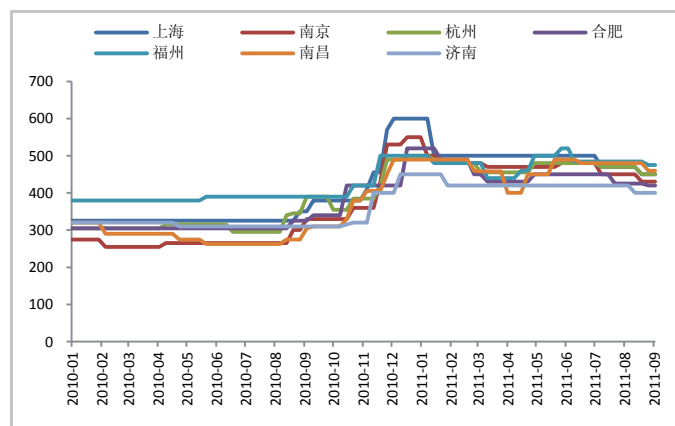
资料来源：Wind，华泰证券

图 24: 中南各省固投增速



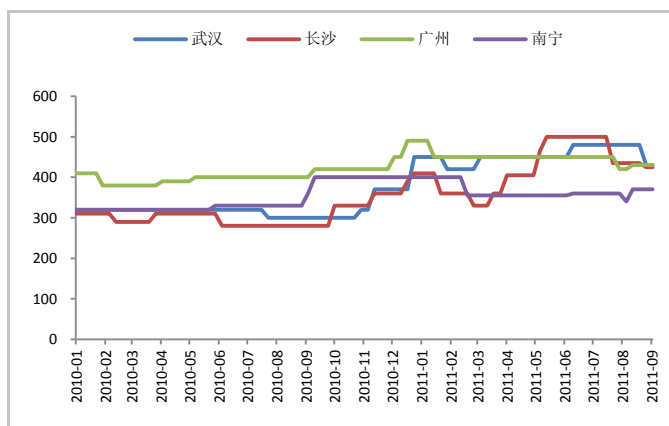
资料来源：Wind，华泰证券

图 25: 华东各省水泥价格



资料来源：Wind，华泰证券

图 26: 中南各省水泥价格



资料来源：Wind，华泰证券

西部：跑马圈地，着眼未来

相比于东部地区，西部地区基础设施建设相对落后，“十二五”期间的大规模固定资产投资是需求最为有力的保障，是目前能够看到的最具有需求爆发力的区域。2011 年 1-7 月，四川/重庆/云南/贵州四省的固投增速分别达到 23.6%/29.5%/44.7%/26.0%，而甘肃/陕西固投增速也分别达到 43.7%/28.5%，我们预计西部地

区投资的高增长仍将在未来两至三年内持续，固定资产投资对水泥需求的拉动仍然强劲，城镇化建设、交通运输和水利工程领域在未来五年创造的水泥需求增量有望达到 2.5 亿吨。

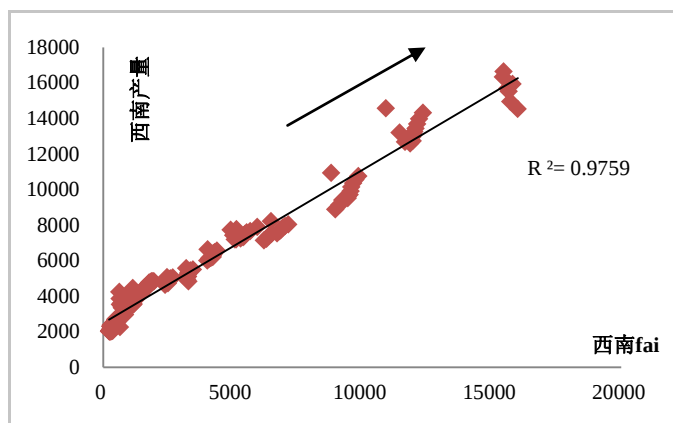
表 3 西部新干法熟料产能情况概览

省份	总熟料产能(万吨)	前五熟料(万吨)	海螺熟料产能(万吨)	前五产能占比	前五产能平均	海螺产能占比
四川	8825.7	3007.0	604.5	34.1%	6.8%	6.8%
重庆	4417.5	1999.5	294.5	45.3%	9.1%	6.7%
云南	5229.7	883.5	62.0	16.9%	3.4%	1.2%
贵州	4200.5	1407.4	310.0	33.5%	6.7%	7.4%
西南合计	22673.4	7297.4	1271.0	32.2%	6.4%	5.6%
陕西	4637.6	3168.2	1091.2	68.3%	13.7%	23.5%
甘肃	2604.0	1633.7	294.5	62.7%	12.5%	11.3%
西北合计	7241.6	4801.9	1385.7	66.3%	13.3%	19.1%

资料来源：数字水泥，华泰证券

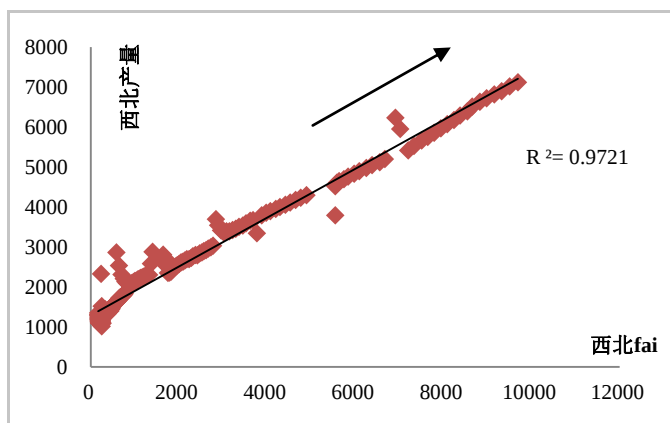
西部地区近两年的主要问题在于供给端，产能投放过快导致区域景气从高位跌至底部，但这却为大企业的进入创造了良好的机会，相对较差景气状况可以有效的降低企业并购成本。

图 27: 西南 FAI 对水泥需求拉动作用明显



资料来源：Wind，华泰证券

图 28: 西北 FAI 对水泥需求拉动作用明显



资料来源：Wind，华泰证券

海螺水泥自 2008 年起进入西部市场，目前在四川广元、达州，重庆忠县，陕西千阳、礼泉，甘肃平凉均有自建产能，这些生产线已经逐步投入运营。公司在西部建线区域均为二级城市，以 200km 以内的中心城市为主要市场，西南布点水陆交通便捷，辐射成都和重庆，西北布点偏重陆运，辐射西安、宝鸡等重要城市，同区域内各点间距离均控制在运输半径以内，必要时可实现跨区域的联动，达到对区域市场的分割控制，同时暂时避免与区域龙头开展直接竞争。

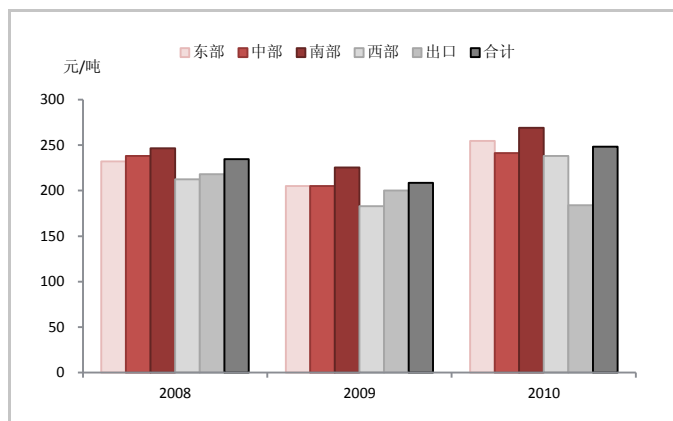
公司上半年礼泉、重庆两条生产线陆续投产，销量大幅增加，西部地区实现销售收入 16.1 亿元，同比大幅增长 225.5%，占总销售收入的比重达到 7.28%，比重提高 3.67 个百分点，销售毛利率达到 30.5%，较去年同期提高 13.5 个百分点。

表 4: 西部各省十二五规划目标概览

省份	GDP 增速	固投 增速	城镇 化率	铁路运营里程 (新增)	公路通车里程 (新增)	水利	电力装机容量	煤炭 年产能	保障房
四川	12%		48%	6250 (2700) KM	高速公路: 6350 (3700) KM	新增蓄引能力 69 亿立方米	8600 万千瓦 水电: 7000 万千瓦 (新增 3800 万千瓦)	8900 万吨	35.5
重庆	12.5%			2300 (980) KM	高速公路: 3000 (1000) KM	新增蓄引能力 15 亿立方米	2000 万千瓦	4000 万吨	50.8
云南	10%	15%	45%	5000 (1780) KM	公路总里程: 22 万 KM	新增蓄水库容 25 亿立方米	8000 万千瓦		31.3
贵州	12%	30%	40%	5000 (3000) KM	公路总里程 16 万 KM 高速公路: 4500 (3000) KM	新增供水量 35.1 亿立方米	4500 万千瓦	2.5 亿吨	23.4
陕西	12%	20%	57%	6000 (2500) KM 五年投资 2000 亿元	高速公路: 5500 (2000) KM 五年投资 2400 亿元	新增供水能力 18 亿立方米 五年投资 300 多亿元,	2000 万千瓦	6 亿吨	45.0
甘肃	12%	20%	40%	6000 (3120) KM	公路总里程: 13 万 KM 高速公路: 3600KM	推进大型跨区域、 跨流域骨干水利工程建设	5000 万千瓦	1.18 亿吨	18.4

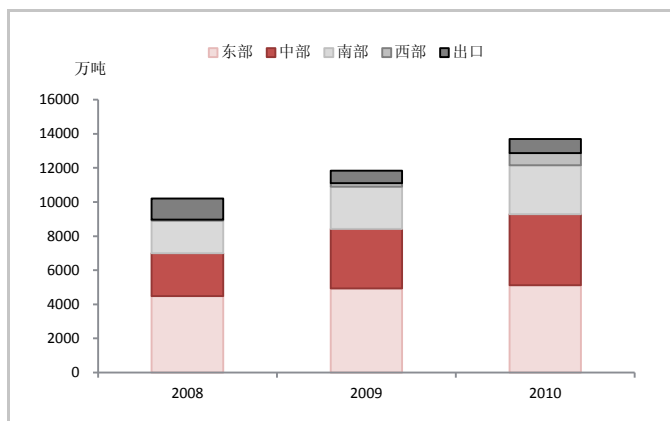
资料来源: 各省市十二五规划纲要, 华泰证券

图 29: 海螺水泥分区域销售价格



资料来源: Wind, 华泰证券

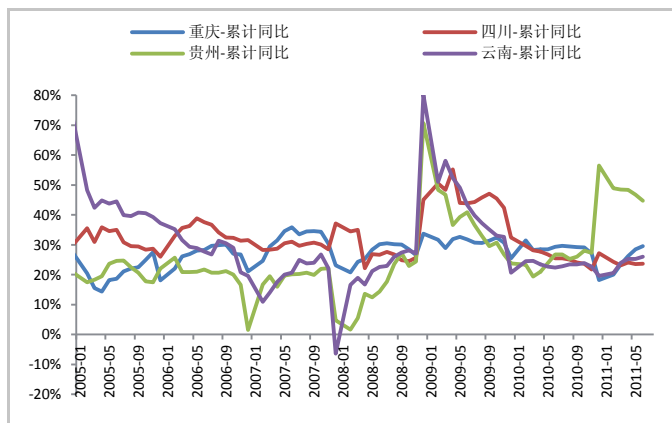
图 30: 海螺水泥分区域销售量



资料来源: Wind, 华泰证券

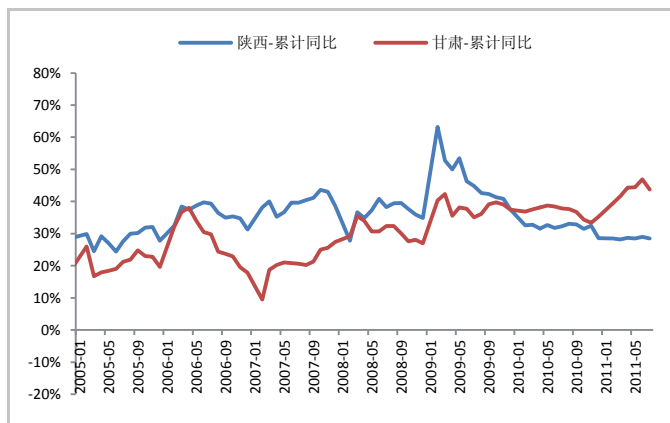
我们预计西部市场未来会成为公司业绩增长的主要动力, 正如过去几年华东、华南所扮演的角色那样。在“十二五”期间, 西部地区的年均固投增速有望维持在 15% 以上, 引致的水泥需求增速预计将高于 10%, 但西部市场地理环境与华东、华南迥异, 且市场竞争较为粗放, 公司在西部市场面临的考验亦刚刚开始, 目前自建线和收购的行动都将以快速拓展市场份额为目标, 真正的盈利大规模提升仍需要市场景气的配合, 市场景气来自于有序的竞争而不是盲目的恶斗, 大型企业在西部的跑马圈地将会推动市场的进一步整合。

图 31: 西南各省固投增速



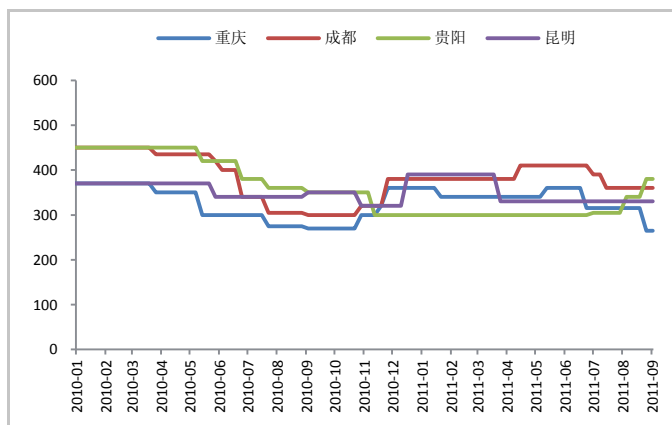
资料来源: Wind, 华泰证券

图 32: 西北各省固投增速



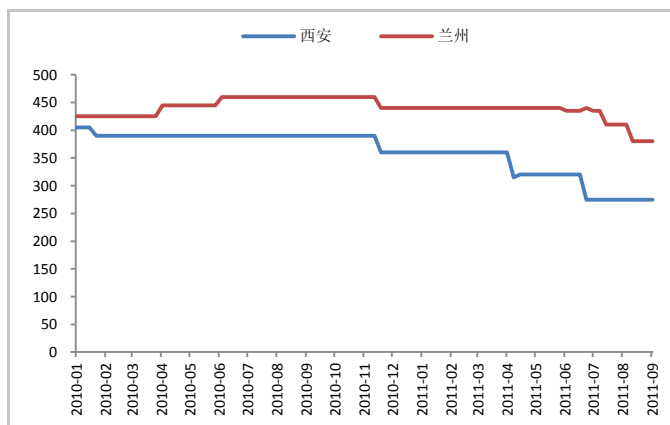
资料来源: Wind, 华泰证券

图 33: 西南各省水泥价格



资料来源: Wind, 华泰证券

图 34: 西北各省水泥价格



资料来源: Wind, 华泰证券

未来产能扩张倚重并购

公司未来产能扩张将逐步转向并购与自建线并举。今年以来，公司加大了在西部和南部地区的收购力度，三次收购行动收获 9 条新干法熟料生产线，合计熟料产能约 800 万吨，水泥产能超过 1200 万吨：

公司于 2011 年 6 月以 5000 万收购云南壮乡水泥 99% 股权，借此进入滇东市场。壮乡水泥拥有一条 2000T/D 熟料生产线及相关配套设施，位于云南省东南部，距州府文山 200 公里，距离百色市约 150 公里，交通条件相对较好，区位优势明显，当地经济相对落后，基础设施建设需求较大，具备一定的市场潜力。

此外，公司于 8 月公告收购广西四合工贸和陕西众喜相关水泥业务：以 1.648 亿元收购广西四合工贸 80% 股权，四合工贸拥有 1 条日产 4000 吨新型干法熟料生产线及相关配套；以 4.56 亿元收购陕西众喜公司旗下相关资产，包括 7 条新干法熟料生产线、配套的水泥粉磨系统、余热发电机组，合计可为公司提供近 700 万吨的熟料产能和 900 万吨的水泥产能。

表 5：海螺水泥 2011 年收购水泥资产概况

收购对象	收购金额（亿元）	熟料设计产能（T/D）	熟料年产能（万吨）	水泥年产能（万吨）	余热发电（MW）
云南壮乡	0.5	2000	70	100	—
广西四合工贸	1.648	4000	124	240	9
陕西众喜-凤凰山	4.56	4500	140	220	8
陕西众喜-金陵河		4500	140	220	8
陕西众喜-蔡家坡		2500+1000*3	170	240	—
陕西众喜-乾县（在建）		4500	140	220	9
合计	6.71	25000	784	1240	34

资料来源：公司资料，华泰证券

四合工贸位于广西南宁隆安县，距离南宁市区约 80 公里，交通便利，但目前经营状况并不理想，预计海螺入主后配合广西当前较好的市场环境，可促进业绩提升。公司在广西产能已经与华润接近，收购四合工贸进一步增强了自身在南宁市场的竞争力。

图 35：海螺水泥粉磨和熟料产能分布



资料来源：公司资料，华泰证券研究所

陕西众喜总资产 21.2 亿元，年销售收入达到 20 亿元，此番收购海螺踩准了陕西行业景气的低点，以较少现金并承担债务的方式进行收购，整体收购成本略低于当前公司重置成本（400 元/吨）。由于陕西境内新增产能投放过快，产能过剩情况依然严峻，我们判断众喜在明年依然将在盈亏平衡点上运营，但海螺在陕西产能已经和冀东并驾齐驱，初步具备了市场协同能力，加之“十二五”期间陕西经济预计将保持较快增

长，陕西各线的盈利状况预计将在 2013 年逐步改善。

公司自有生产线建设有序推进。上半年公司资本性支出 40 亿元，共有 6 条熟料生产线和 10 台水泥磨投产，带来熟料产能 1080 万吨，水泥产能 1100 万吨，另有 4 套共计 54MW 余热发电系统投入运行。公司目前在建熟料产能约在 2000 万吨左右，其中三条 12000T/D 超大规模生产线预计将在今年年末至明年年初陆续投产。包含并购产能在内，我们预计公司今年新增的熟料产能约在 3000 万吨左右，熟料总产能达到 1.6 亿吨，明年新增熟料产能 1600 万吨，熟料总产能达到 1.76 亿吨，水泥产能则将接近 2.0 亿吨，整个“十二五”期间的资本支出规模预计将接近 240 亿元。

我们认为在新线审批尚无法完全放开的情况下，公司未来将更多的依靠收购来提升产能，并购的重点区域将以增长潜力较好的西部地区为主。当前的并购主要着眼于未来，并无法在短期为公司创造有效盈利，更多的是为“十二五”期间的西部市场开拓做好准备。

表 6：海螺水泥已投产主要生产线统计

省市	生产线条数	设计产能 (t/d)	年熟料产能 (万吨)	年水泥产能 (万吨)
安徽	34	171000	5301	6891
甘肃	2	9500	295	383
广东	8	40000	1240	1612
广西	9	44000	1364	1773
贵州	2	10000	310	403
湖南	7	34500	1070	1390
江苏	3	12000	372	484
江西	4	14500	450	584
山东	1	5000	155	202
陕西	9	35200	1091	1419
四川	4	19500	605	786
云南	1	2000	62	81
浙江	1	5000	155	202
重庆	2	9500	295	383
总计	87	411700	12763	16592

资料来源：公司资料，华泰证券

表 7：海螺水泥在建和规划生产线统计

预计投产时间	地区	市县	公司	生产线	设计产能 (t/d)	年熟料产能	年水泥产能	状态
2012 年初	安徽	芜湖	芜湖海螺	芜湖三期 1#	12000	372	483.6	在建
2012 年初	安徽	芜湖	芜湖海螺	芜湖三期 2#	12000	372	483.6	在建
2012 年初	安徽	铜陵	铜陵海螺	铜陵四期	12000	372	483.6	在建
2012	安徽	池州	池州海螺	池州三期 3#	5000	155	201.5	在建
2012	安徽	池州	池州海螺	池州三期 4#	5000	155	201.5	在建
2012	广西	全椒	全椒海螺	2#	5000	155	201.5	在建
2012	云南	龙陵	龙陵汇合	1#	2500	77.5	100.75	在建
2013	云南	龙陵	龙陵汇合	2#	4500	139.5	181.35	规划
2013	印尼				3200	99.2	128.96	规划

-	湖南	祁阳	祁阳海螺	2#	5000	155	201.5	规划
-	山东	济宁	济宁海螺	2#	5000	155	201.5	规划

资料来源：公司资料，华泰证券

国际化战略印尼试水

在海外市场方面，海螺水泥迈出了中国大型水泥企业国外市场投资的试探性一步。印度尼西亚工业部称，中国水泥公司安徽海螺水泥计划投资 23.5 亿美金，在印度尼西亚新建 4 个水泥厂。4 个水泥厂分别位于南加利曼丹岛，东加利曼丹岛，西加利曼丹岛和西巴布亚岛。

目前印尼有 9 家大型水泥集团企业、约 5000 多万吨产能，印尼经济发展较快，建筑及水泥需求增加迅猛，水泥价格较高且当地煤炭资源丰富，未来水泥需求将会持续增长，每年增幅将达到 7% 左右。加里曼丹岛石灰石资源丰富，物流通道便利，地质稳定，适宜建设大型水泥厂。

根据海螺水泥官方网站消息，待条件成熟时，公司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；同时视条件在其他适合建水泥厂的地方选点，积极创造条件加快推进项目前期工作。

我们判断，中国的水泥市场容量在未来 5-10 年将达到顶峰（约 25 亿吨），尽管大企业可以依靠自身的市场控制力维持盈利，但不断上升的能源、人力与环境成本将使保守的企业逐步失去优势，全球化战略必然会在某个时期进入实力雄厚的中国水泥企业的选择范围，以维持自身的扩张性和盈利能力。

由于印尼基础设施薄弱，配套设施和交通运输条件堪忧，且政治经济环境可能存在波动，在当地新建工程进行投资和建设配套设施代价高昂，我们对该项投资持谨慎态度，项目规划、建设和盈利所需周期可能会比较长，该项目产能占公司规划产能比重不到 1%，对公司影响甚小，但不论投资成败，这都将是中国企业在全球市场探索方面迈出的重要一步。

图 36：海螺水泥印尼规划投资区域分布



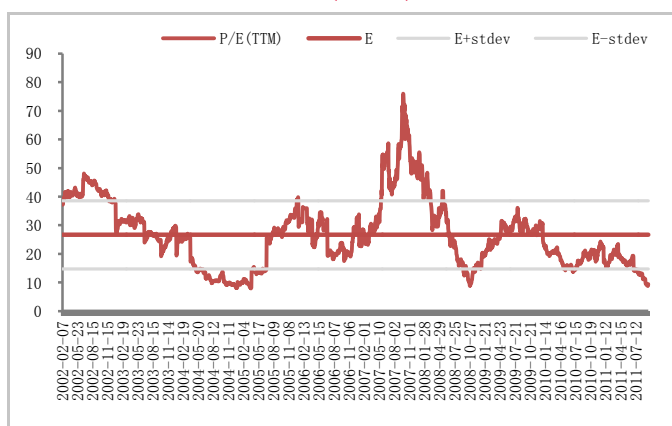
资料来源：公司资料，华泰证券

盈利预测与投资评级

华东地区需求受信贷紧缩和事件性冲击的影响而出现下滑，在需求不振的情况下，企业在延长停窑时间的条件下则可能带来库存压力，短期内不排除华东企业会出现降价走量的情况。华南地区在限电的刺激下价格依然高涨，可能成为业绩增长的提振因素。西部地区仍将保持快速成长，对于公司而言，总体贡献受制于规模，占比不会太大。长期来看，全国层面的需求仍将有“十二五”期间的投资作为保障，公司跨区域的产能敞口将抵消局部区域景气下滑带来的影响，由大企业扩张带来的未来行业供求结构的改善亦将对公司未来发展产生正面影响。

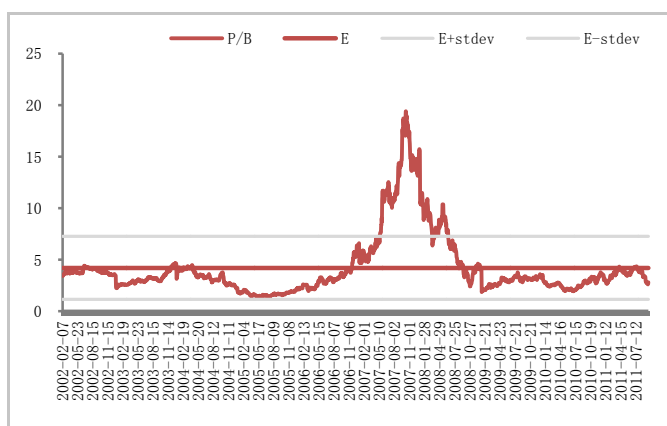
我们上调了公司今年的盈利预测，但超常规增长很难在未来得到复制，出于对需求端的谨慎，小幅下调了公司 2012/13 年的盈利预测。我们预计公司 2011/12/13 年实现水泥和熟料综合销量 1.63/1.95/2.15 亿吨，综合销售价格 310/310/315 元/吨，实现营业收入 503.75/604.50/677.25 亿元，同增 46.0%/20.0%/12.0%，每股收益 2.40/2.80/3.17 元。当前股价回调充分，对应 2011/12/13 年仅 7.7/6.6/5.9 倍 P/E，具备长期投资价值，集团增持亦有利于提振市场信心。综合考虑，我们下调公司目标价至 28.00 元，对应 12 年 10 倍 P/E，维持公司“买入”的投资评级。

图 37: 海螺水泥: P/E(TTM)



资料来源: Wind, 华泰证券

图 38: 海螺水泥: P/B



资料来源: Wind, 华泰证券

表 8: 盈利预测关键假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
综合销量 (万吨)	11838.00	13700.00	16250.00	19500.00	21500.00
YoY	15.99%	15.73%	18.61%	20.00%	10.26%
综合售价 (元/吨)	208.51	248.44	310.00	310.00	315.00
YoY	-11.06%	19.15%	24.78%	0.00%	1.61%
水泥业务收入 (万元)	2468363.80	3403628.20	5037500.00	6045000.00	6772500.00
YoY	3.16%	37.89%	48.00%	20.00%	12.03%
水泥业务成本 (万元)	1759940.50	2300112.60	2900242.90	3589788.45	4028531.98
成本占比	71.30%	67.58%	57.57%	59.38%	59.48%
吨综合成本 (元/吨)	148.67	167.89	178.48	184.09	187.37
毛利率	28.70%	32.42%	42.43%	40.62%	40.52%

吨综合毛利（元/吨）	59.84	80.55	131.52	125.91	127.63
------------	-------	-------	--------	--------	--------

资料来源：公司资料，华泰证券

表 9：敏感性分析：综合售价、综合销量与吨毛利（2011）

		综合售价（元/吨）								
综合销量 （万吨）		270	280	290	300	310	320	330	340	350
	15000	77	87	97	107	117	127	137	147	157
	15500	83	93	103	113	123	133	143	153	163
	16000	89	99	109	119	129	139	149	159	169
	16250	92	102	112	122	132	142	152	162	172
	16500	94	104	114	124	134	144	154	164	174
	16750	97	107	117	127	137	147	157	167	177
	17000	99	109	119	129	139	149	159	169	179

资料来源：公司资料，华泰证券

表 10：敏感性分析：综合售价、综合销量与 EPS（2011）

		综合售价（元/吨）								
综合销量 （万吨）		270	280	290	300	310	320	330	340	350
	15000	1.12	1.32	1.51	1.71	1.90	2.09	2.29	2.48	2.68
	15500	1.30	1.50	1.70	1.90	2.10	2.30	2.50	2.70	2.90
	16000	1.47	1.68	1.89	2.09	2.30	2.51	2.72	2.92	3.13
	16250	1.56	1.77	1.98	2.19	2.40	2.61	2.82	3.03	3.24
	16500	1.65	1.86	2.08	2.29	2.50	2.72	2.93	3.14	3.36
	16750	1.74	1.95	2.17	2.39	2.60	2.82	3.04	3.25	3.47
	17000	1.82	2.04	2.26	2.48	2.70	2.92	3.14	3.36	3.58

资料来源：公司资料，华泰证券

表 11：水泥行业上市公司概况

公司	收盘价	PE-TTM	PB	营业收入	营收增速	销售毛利率	归属母公司净利润	净利增速	A 股市值
冀东水泥	16.93	12.80	2.32	7142.99	55.95	32.22	748.29	38.02	20532.21
江西水泥	15.20	12.57	4.05	2576.75	88.27	31.25	296.63	1125.53	6017.83
天山股份	24.96	13.20	2.53	3360.74	64.13	34.29	382.76	150.33	9708.07
同力水泥	12.68	17.80	2.45	2028.83	67.18	27.27	89.31	135.67	3202.26
四川双马	10.44	74.45	3.50	944.45	8.40	19.66	89.91	-37.37	6429.60
塔牌集团	13.67	25.17	3.95	1945.74	50.40	31.50	290.49	157.90	12229.95
巢东股份	16.19	15.81	5.62	681.33	125.59	44.39	168.56	1292.60	3917.98
青松建化	15.70	20.21	3.11	915.18	30.32	32.32	190.18	54.50	7515.51
赛马实业	25.97	9.40	1.82	1184.64	29.28	31.99	185.39	-10.97	5067.63
海螺水泥	18.54	9.48	2.44	22327.26	61.00	42.47	5994.05	233.62	74154.49
尖峰集团	11.26	14.71	2.95	779.06	33.49	24.50	153.85	562.89	3874.38
祁连山	13.04	12.57	2.26	1684.53	19.39	35.37	246.75	0.50	6192.73
华新水泥	18.85	14.66	2.77	5571.47	70.94	28.72	542.06	603.36	9032.92
福建水泥	10.96	24.46	3.46	872.66	55.83	27.65	91.75	228.83	4185.34

亚泰集团	6.30	20.86	1.61	5178.17	38.60	27.57	321.48	33.31	11936.81
金隅股份	12.50	16.11	2.91	13077.65	39.87	29.58	1635.82	54.07	38929.43
西水股份	9.56	-113.65	1.69	334.26	7.23	17.44	5.57	-89.83	3671.04
ST 秦岭	5.31	14.01	14.35	308.78	-27.17	9.25	-25.55	-196.80	3508.85
ST 狮头	8.37	-7.10	3.16	194.06	-19.40	13.71	-270.57	-15888.92	1925.10
*ST 金顶	5.66	-6.61	-2.39	198.01	-13.84	7.18	-86.62	76.90	1975.28
平均	13.60	19.64	2.98	4391.97	52.42	31.30	714.20	288.92	13932.95
中位数	12.86	15.26	2.84	1987.28	53.11	31.37	268.62	143.00	6972.56

资料来源：公司资料，华泰证券

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	13228	30233	42146	55389	营业收入	34508	50375	60450	67725
现金	2736	17020	26160	37381	营业成本	23437	29002	35898	40285
应收账款	499	817	961	1068	营业税金及附加	163	260	305	341
其他应收款	352	540	659	726	营业费用	1546	1839	2146	2377
预付账款	508	601	759	850	管理费用	1254	1738	1965	2201
存货	2493	3215	3990	4442	财务费用	481	717	491	288
其他流动资产	6640	8040	9618	10923	资产减值损失	40	10	10	10
非流动资产	47183	54549	59098	62610	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	1028	450	450	546	投资净收益	27	100	105	90
固定资产	32752	40330	45676	48739	营业利润	7616	16909	19740	22313
无形资产	2768	3239	3744	4257	营业外收入	489	450	450	550
其他非流动资产	10636	10530	9229	9068	营业外支出	27	29	30	35
资产总计	60412	84782	101244	118000	利润总额	8078	17330	20160	22828
流动负债	13077	12647	14328	15255	所得税	1724	4203	4889	5593
短期借款	2030	0	0	0	净利润	6354.3	13127.8	15271.2	17235.3
应付账款	4005	5207	6385	7141	少数股东损益	183	399	433	457
其他流动负债	7042	7440	7942	8114	归属母公司净利润	6171.4	12729.2	14837.8	16778.7
非流动负债	11703	24435	26492	28052	EBITDA	10116	19978	23134	25945
长期借款	10971	14471	16471	18021	EPS (元)	1.75	2.40	2.80	3.17
其他非流动负债	732	9964	10020	10030					
负债合计	24780	37082	40819	43307	主要财务比率				
少数股东权益	629	1027	1461	1917	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	3533	5299	5299	5299	成长能力				
资本公积	13989	12223	12223	12223	营业收入	38.0%	46.0%	20.0%	12.0%
留存收益	17481	29151	41443	55254	营业利润	78.8%	122.0%	16.7%	13.0%
归属母公司股东权益	35003	46673	58965	72776	归属于母公司净利润	74.1%	106.3%	16.6%	13.1%
负债和股东权益	60412	84782	101244	118000	获利能力				
					毛利率(%)	32.1%	42.4%	40.6%	40.5%
					净利率(%)	17.9%	25.3%	24.5%	24.8%
					ROE(%)	17.6%	27.3%	25.2%	23.1%
					ROIC(%)	14.9%	25.9%	26.5%	27.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.0%	43.7%	40.3%	36.7%
					净负债比率(%)	57.4%	44.1%	44.7%	45.5%
					流动比率	1.01	2.39	2.94	3.63
					速动比率	0.82	2.14	2.66	3.34
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.69	0.65	0.62
					应收账款周转率	71	75	66	65
					应付账款周转率	6.38	6.30	6.19	5.96
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.16	2.40	2.80	3.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	2.66	3.33	3.73
					每股净资产(最新摊薄)	6.61	8.81	11.13	13.73
					估值比率				
					P/E	15.92	7.72	6.62	5.86
					P/B	2.81	2.11	1.67	1.35
					EV/EBITDA	10	5	5	4

资料来源: 公司资料, 华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。