



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2012 年 1 月 12 日

建材

研究部

罗炜

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511090001

luowei@cicc.com.cn

关雪

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010035

guanxue@cicc.com.cn

推荐

海螺水泥 (600585.SH)

2011 年业绩预增公告评论

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	24,998	34,508	48,672	52,725	60,475
(+/-)	3.2%	38.0%	41.0%	8.3%	14.7%
主营业务利润	6,999	10,909	18,859	16,026	18,879
(+/-)	18.9%	55.9%	72.9%	-15.0%	17.8%
净利润	3,544	6,171	11,449	9,050	10,618
(+/-)	36.0%	74.1%	85.5%	-21.0%	17.3%
全面摊薄每股收益(元)	0.67	1.16	2.16	1.71	2.00
(+/-)	36.0%	74.1%	85.5%	-21.0%	17.3%
市盈率	24.5	14.1	7.6	9.6	8.2
市净率	3.0	2.5	1.9	1.6	1.4
净资产回报率(%)	12.3%	17.6%	25.2%	17.2%	17.1%
投入资本回报率(%)	9.0%	12.2%	17.8%	12.8%	13.5%
股息收益率(%)	2.1%	1.8%	2.0%	1.6%	1.8%
每股经营现金流	3.98	1.70	2.36	2.83	2.89
股价/经营性现金流	4.1	9.6	6.9	5.8	5.7

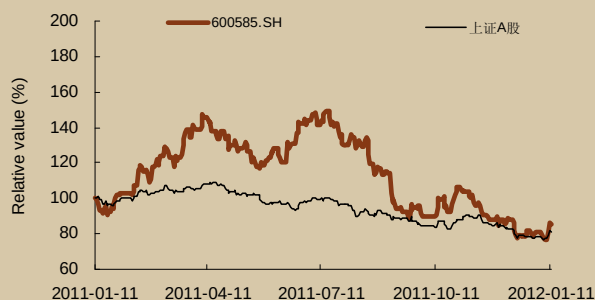
股票信息

	A股	H股
股票代码	600585.CH	914.HK
当前股价(元)	人民币16.38	港币23.3
目标价格		港币26
日成交量(百万股)	35.88	12.57
52周最高价/最低价	人民币29.48/14.4	港币41/17.9
总市值(百万元)	90,126	110,888
发行股数(百万股)	5,299	5,299
其中:流通股(百万股)	4,000	1,300
主要股东(持股比例)	安徽海螺集团有限公司(36.2%)	

最近估值走势

%	1w	1m	3m	YTD
600585.SH	+7.20	-0.73	-15.04	-16.56
上证A股指数	+4.92	-0.68	-6.66	-18.56

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

事件:

海螺水泥今日发布业绩预增公告, 预计 2011 年度净利润较上年同期增长 80%以上。

评论:

目前我们和市场一致预期增速为 95-100%。根据公告和我们依据价格及成本的测算, 我们估计海螺水泥 2011 年业绩可能会低于市场预期。业绩低于预期的主要原因是吨毛利低于预期。公司三季度吨毛利 127, 四季度吨毛利可能进一步回落至 100+, 比预期低约 20 元。吨毛利低于预期的原因可能是: 1) 4 季度价格逐月走弱, 低于预期; 2) 人员工资奖金、停窑等费用四季度集中计提, 超出预期; 3) 12 月多条生产线投产, 折旧超出预期。

下调盈利预测:

下调 2012 年和 2013 年盈利预测 21%和 19%至 1.71 元和 2.00 元, 对应吨毛利假设分别为 88 元和 93 元, 吨净利假设为 49 元和 52 元。下调海螺水泥 H 股目标价至 26 港元。

投资建议:

近日 A 股和 H 股海螺水泥反弹较大。按照我们下调后的盈利预测, A 股估值处于板块平均水平, 但 H 股估值处于板块较高水平。2011 年业绩低于预期短期将会对股价, 尤其是 H 股形成不利影响, 客户需防范短期风险。

对于其他的公司, A 股方面, 还将可能低于市场预期的公司是华新水泥, 冀东水泥低于市场预期的风险较小。H 股方面, 可能低于市场预期的公司有华润水泥 (5%, 但华润将略高于中金预期 5%), 中国建材低于市场预期的风险较小。

维持我们的观点, 水泥行业盈利将在上半年周期性见底, 而估值将在宏观政策以及市场流动性好转带动下提升。海螺水泥虽然业绩预期下调, 但股价下跌空间有限。2012 年整体看是业绩分化的一年, 优选区域供需向好和盈利增长确定性强的股票。A 股推荐冀东水泥, H 股推荐华润水泥和中国建材。如果近期因海螺低于预期导致板块下跌较大, 建议客户逢低买入冀东水泥、华润水泥和中国建材。

风险:

今年一季度价格超预期下跌; 宏观政策放开的节奏低于预期; 今年经济增长放缓程度高于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 主要假设及盈利预测调整

	2012E			2013E		
	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
产品销量(万吨)	18,500	18,500	-	20,500	20,500	-
平均价格 (元/吨)	295	285	↓ 3.4%	300	295	↓ 1.7%
单位成本 (元/吨)	187	197	↑ 5.3%	188	202	↑ 7.3%
吨水泥毛利 (元/吨)	108	88	↓ 18.5%	112	93	↓ 16.6%
毛利率(%)	36.6%	30.9%	↓ 5.7%	37.4%	31.7%	↓ 5.7%
吨水泥净利 (元)	62	49	↓ 20.6%	64	52	↓ 19.2%
营业收入(百万元)	54,575	52,725	↓ 3.4%	61,500	60,475	↓ 1.7%
毛利润(百万元)	19,715	16,026	↓ 18.7%	22,699	18,879	↓ 16.8%
EBIT(百万元)	15,567	12,388	↓ 20.4%	18,025	14,707	↓ 18.4%
税前利润(百万元)	15,659	12,579	↓ 19.7%	18,108	14,781	↓ 18.4%
净利润(百万元)	11,391	9,050	↓ 20.6%	13,147	10,618	↓ 19.2%
每股收益 (元)	2.15	1.71	↓ 20.6%	2.48	2.00	↓ 19.2%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 主要假设

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产品销量(万吨)		11838	13700	15600	18500	20500
	+/- %	16.0%	15.7%	13.9%	18.6%	10.8%
平均价格 (元/吨)		211	252	312	285	295
	+/- %	-11.0%	19.3%	23.9%	-8.7%	3.5%
单位成本 (元/吨)		151	171	190	197	202
	+/- %	-15.3%	13.4%	10.9%	3.9%	2.3%
吨水泥毛利 (元/吨)		60	81	122	88	93
	+/- %	2%	34%	51%	-28%	6%
毛利率(%)		29%	32%	39%	31%	32%
销售收入 (百万元)		24,998	34,508	48,672	52,725	60,475
	+/- %	3%	38%	41%	8%	15%
净利润 (百万元)		3,544	6,171	11,449	9,050	10,618
	+/- %	36.0%	74%	86%	-21%	17%
净利润率(%)		14.2%	17.9%	23.5%	17.2%	17.6%
每股收益 (元)		0.67	1.16	2.16	1.71	2.00
	+/- %	36.0%	74%	86%	-21.0%	17%
吨水泥净利 (元)		30	45	73	49	52
	+/- %	17%	50%	63%	-33%	6%
煤炭采购价格 (不含税, 元/吨)		563	653	724	710	745
电价 (不含税, 元/度)		0.50	0.53	0.57	0.58	0.58

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 历史与预测的财务指标

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	24,998	34,508	48,672	52,725	60,475	流动资产	10,097	13,228	21,106	18,240	19,779
营业成本	17,865	23,437	29,583	36,450	41,310	长期投资	481	1,028	1,028	1,028	1,028
主营利润	6,999	10,909	18,859	16,026	18,879	固定资产	31,954	39,426	46,039	58,114	66,559
营业费用	1,420	1,546	1,704	1,845	2,117	无形资产和其他资产	2,273	2,975	2,875	2,763	2,655
管理费用	976	1,254	1,655	1,793	2,056	总资产	47,148	60,412	74,802	83,899	93,776
息税前利润	4,603	8,108	15,501	12,388	14,707	流动负债	12,073	13,077	15,433	19,420	21,852
财务费用	356	481	613	633	749	长期负债	5,772	11,703	12,703	9,703	7,003
营业利润	4,246	7,627	14,888	11,756	13,958	少数股东权益	543	629	1,274	2,052	2,935
税前利润	4,477	8,078	15,561	12,579	14,781	母公司股东权益	28,760	35,003	45,393	52,726	61,986
所得税	815	1,724	3,735	3,019	3,547	负债和权益	47,148	60,412	74,803	83,900	93,776
少数股东损益	118	183	377	510	615	财务指标					
归属母公司股东的净利润	3,544	6,171	11,449	9,050	10,618	综合毛利率	28.0%	31.6%	38.7%	30.4%	31.2%
期末总股本	1,766	3,532	5,298	5,298	5,298	净利率	14.2%	17.9%	23.5%	17.2%	17.6%
基本每股收益(元)	2.01	1.16	2.16	1.71	2.00	净资产收益率	12.3%	17.6%	25.2%	17.2%	17.1%
当期现金股利	618	1,060	1,717	1,358	1,593	总资产收益率	7.5%	10.2%	15.3%	10.8%	11.3%
每股现金股利(元)	0.35	0.30	0.32	0.26	0.30	总资产负债率	37.8%	41.0%	37.6%	34.7%	30.8%
现金流量表(百万元)						净负债率	22.1%	34.9%	22.2%	22.6%	16.5%
经营活动现金流	7,029	6,010	12,492	15,017	15,329	流动比率	0.8	1.0	1.4	0.9	0.9
投资活动现金流	-7,813	-10,341	-8,900	-14,800	-11,800	速动比率	0.7	0.8	1.1	0.7	0.7
融资活动现金流	-2,395	3,447	1,375	-3,982	-3,828	利息保障倍数	12.9	16.9	25.3	19.6	19.6
货币资金增加额	-3,178	-884	4,966	-3,764	-299	应收款项周转期	49	72	59	59	59
						存货周转期	32	26	30	29	29

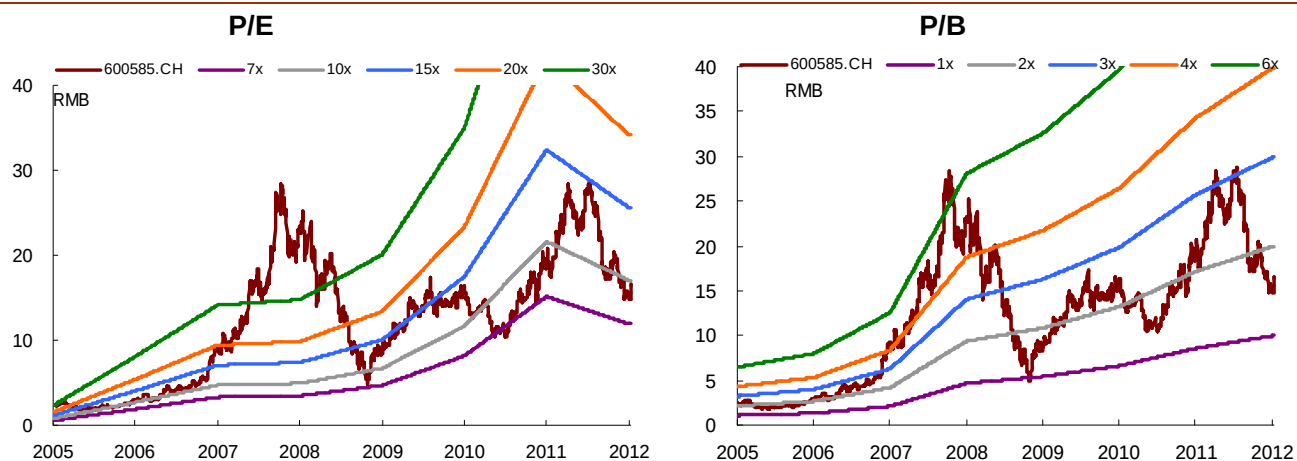
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 12-1-11	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	16.4	14.1	7.6	9.6	2.5	1.9	1.6	9.1	5.2	6.0
000401.SZ	冀东水泥	CNY	17.7	15.3	12.8	11.2	2.6	2.2	1.8	14.0	10.0	8.2
600801.SH	华新水泥	CNY	13.8	19.4	8.5	8.1	2.2	1.8	1.5	12.7	6.5	5.7
600720.SH	祁连山	CNY	9.9	9.5	10.3	11.9	1.8	1.5	1.4	10.5	8.4	7.6
600449.SH	宁夏建材	CNY	20.6	7.1	10.1	11.2	1.5	1.2	1.1	7.9	9.2	8.7
000877.SZ	天山股份	CNY	22.3	17.2	8.4	6.2	2.4	1.6	1.3	13.8	7.4	5.9
600425.SH	青松建化	CNY	12.3	19.2	12.1	9.2	2.4	2.2	1.9	15.7	9.6	7.2
中金覆盖A股平均值				14.6	10.0	9.6	2.2	1.8	1.5	12.0	8.0	7.1
中金覆盖A股中位数				15.3	10.1	9.6	2.4	1.8	1.5	12.7	8.4	7.2
000789.SZ	江西水泥	CNY	11.4	29.3	8.5	7.4	3.7	2.3	1.8	14.1	4.3	3.8
002233.SZ	塔牌集团	CNY	9.7	28.2	13.8	11.6	3.7	1.8	1.8	14.3	7.6	6.5
601992.SH	金隅股份	CNY	8.7	13.8	9.5	7.4	2.3	1.8	1.4	16.1	10.0	7.6
600881.SH	亚泰集团	CNY	5.0	19.2	9.1	6.3	1.3	1.2	1.0	13.2	9.4	7.3
000885.SZ	同力水泥	CNY	11.3	22.2	38.1	16.2	2.3	n.a	n.a	8.8	n.a	n.a
A股市场平均值				101.9	12.8	9.9	3.3	1.9	1.6	18.9	7.8	6.6
A股市场中位数				20.4	10.2	9.9	2.4	1.8	1.7	14.1	7.9	6.5
914.HK	海螺水泥	HKD	23.3	17.0	9.2	11.2	3.0	2.3	1.9	11.0	6.2	6.9
3323.HK	中国建材	HKD	8.4	11.4	4.9	4.0	2.0	1.5	1.1	8.3	4.6	3.8
743.HK	亚洲水泥	HKD	3.7	9.6	3.9	3.6	0.7	0.6	0.5	7.4	4.0	3.6
1313.HK	华润水泥	HKD	5.4	17.2	9.0	6.7	2.3	1.9	1.5	14.8	7.5	5.5
中金覆盖H股平均值				13.8	6.7	6.4	2.0	1.6	1.3	10.4	5.6	5.0
中金覆盖H股中位数				14.2	7.0	5.3	2.2	1.7	1.3	9.6	5.4	4.7
1893.HK	中材股份	HKD	3.0	8.3	5.5	4.6	0.9	0.8	0.7	4.3	3.6	3.1
2009.HK	金隅股份	HKD	5.2	6.3	4.8	3.9	1.0	0.9	0.7	10.8	6.2	4.9
691.HK	山水水泥	HKD	5.1	12.3	4.6	4.3	2.1	1.5	1.2	6.0	3.0	2.7
2233.HK	西部水泥	HKD	1.3	4.2	5.8	4.4	1.3	1.1	0.9	4.0	4.3	3.2
H股市场平均值				10.8	6.0	5.3	1.7	1.3	1.1	8.3	4.9	4.2
H股市场中位数				10.5	5.2	4.3	1.6	1.3	1.0	7.9	4.4	3.7
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	51.4	13.9	17.6	15.3	0.9	0.9	0.9	7.0	8.1	7.7
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	35.2	19.2	13.5	10.8	0.5	0.5	0.5	7.6	6.7	6.4
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	28.8	10.0	12.2	10.3	0.5	0.5	0.5	7.1	7.8	7.4
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	15.3	25.0	19.6	17.6	1.1	1.0	1.0	9.4	9.2	8.7
IT IM equity	意大利水泥	EUR	4.6	28.2	39.3	19.4	0.4	0.4	0.4	5.4	6.4	5.9
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,116.6	19.5	19.0	16.2	3.3	3.0	2.7	11.0	10.6	9.4
其他市场平均值				19.3	20.2	14.9	1.1	1.1	1.0	7.9	8.1	7.6
其他市场中位数				19.4	18.3	15.8	0.7	0.7	0.7	7.4	8.0	7.6

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 动态的 P/E 和 P/B 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED