海螺水泥（600585）

增持/下调评级

股价：RMB19.56

分析师
周焕
SAC 执业证书编号:S1000510120036
(0755)8249 2072
zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

鲍雁辛
SAC 执业证书编号:S1000511090001
(0755)8249 2810
baoyx@mail.htlhsc.com.cn

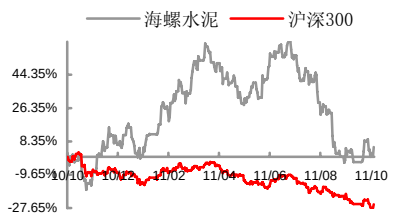
相关研究

《景气高位运行，全年盈利有保障（买入》20110816;
《开门红昭示丰收年（买入）》20110420;

基础数据

总股本（百万股）	5,299
流通 A 股（百万股）	4,000
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	74,594

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

业绩符合预期，明年增速放缓

——公司 2011 年三季报点评

- 公司 1－9 月实现主营业务收入 349.75 亿元，同比增长 56.43%；利润总额 121.76 亿元，同比增长 197.57%；归属于母公司所有者净利润 90.55 亿元，同比增长 186.62%，EPS 1.71 元，和我们之前的预测一致。
- 我们测算，公司 1－9 月累积实现水泥和熟料销量约 11064 万吨，第三季度约实现 3980 余万吨的销量，较去年前三季度的 9800 余万吨（其中第三季度 3500 余万吨）有明显提升，今年由于受信贷紧缩的不利影响，四季度需求的“旺季不旺”几成定局，我们预计公司今年全年可实现销量在 1.53－1.60 亿吨上下，较年初市场预期的 1.7 亿吨有所降低。
- 1－9 月累积水泥和熟料销售均价我们估算约 317 元/吨，与上半年基本持平。吨毛利约 127 元/吨，较上半年平均的 133 元/吨有所回落，系三季度成本上升所致：第三季度吨成本约 190 元，与第一季度相当，较第二季度提升近 15 元，我们判断，成本主要受煤价及淡季停窑检修的影响有所提升。
- 前三季度期间费用率同比降低 1.77 个百分点，达到 8.03%，并主要体现为营业费用率的降低，体现出公司不断加强并卓有成效的管理。
- 我们认为虽然目前的宏观环境下四季度需求出现明显好转的概率不大，但东部省份主导企业间的联手停窑保价可令水泥价格维持，因此预计四季度公司吨毛利仍可维持在 120 元/吨左右的相对高位。展望明年，如果宏观调控政策不出现明显放松，基建和房地产投资可能会进一步走弱（尤其是房地产投资放缓更为明显），水泥需求增速可能低于今年，预计公司明年均价不太可能高于目前的水平。
- 由于今明两年的销量及均价的低于之前的预期，我们下调对公司的盈利预测：假设 2011－2012 年公司销量分别为 1.55 和 1.75 亿吨、今年四季度至明年全年均价 307 元/吨（较今年第三季度回落 10 元/吨），吨毛利维持在 117 元/吨，预计公司 2011-2012 年 EPS 为 2.32、2.47 元。目前虽然 PE 较低，但由于盈利能力下滑而安全边际不高（PB 为 2.57 倍，吨市值为 518 元），我们下调对公司的评级至“增持”。风险提示：固定资产投资增速出现超预期大幅下滑，水泥价格大幅下跌。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	34508.3	48829.4	54039.4	60179.4
(+/-%)	38.0	41.5	10.7	11.4
归属母公司净利润(百万元)	6171.4	12271.7	13112.0	15260.3
(+/-%)	74.1	98.9	6.9	13.7
EPS(元)	1.16	2.32	2.47	2.88
P/E(倍)	16.8	8.5	7.9	6.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	13228	17178	30995	48673
现金	2736	6608	18919	35475
应收账款	499	894	990	1105
其他应收款	352	518	607	643
预付账款	508	581	703	771
存货	2493	3224	3796	4073
其他流动资	6640	5353	5981	6607
非流动资产	47183	54200	55412	54127
长期投资	1028	611	707	782
固定资产	32752	41296	42980	41996
无形资产	2768	3174	3638	4136
其他非流动	10636	9119	8087	7213
资产总计	60412	71378	86407	10280
流动负债	13077	12572	13992	14545
短期借款	2030	0	0	0
应付账款	4005	5327	6046	6578
其他流动负	7042	7246	7945	7967
非流动负债	11703	11579	11641	11610
长期借款	10971	10971	10971	10971
其他非流动	732	607	669	638
负债合计	24780	24151	25633	26155
少数股东权	629	1011	1446	2056
股本	3533	5299	5299	5299
资本公积	13989	12223	12223	12223
留存收益	17481	28693	41805	57065
归属母公司	35003	46216	59328	74590
负债和股东	60412	71378	86407	10280

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现	6010	16004	16872	18505
净利润	6354	12654	13547	15870
折旧摊销	2019	2376	2847	3047
财务费用	481	673	437	112
投资损失	-27	-25	-30	-40
营运资金变	-2866	464	-26	-468
其他经营现	49	-139	97	-17
投资活动现	-1034	-9322	-4052	-1731
资本支出	9267	10010	3110	1310
长期投资	-528	-1123	449	-101
其他投资现	-1602	-435	-493	-523
筹资活动现	3447	-2809	-510	-217
短期借款	324	-2030	0	0
长期借款	5578	0	0	0
普通股增加	1766	1766	0	0
资本公积增	-1076	-1766	0	0
其他筹资现	-3145	-779	-510	-217
现金净增加	-884	3872	12311	16556

利润表 单位: 百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	34508	48829	54039	60179
营业成本	23437	29131	33551	36961
营业税金及附加	163	269	297	331
营业费用	1546	1856	1945	1986
管理费用	1254	1660	1513	1685
财务费用	481	673	437	112
资产减值损失	40	53	61	72
公允价值变动收	2	1	1	1
投资净收益	27	25	30	40
营业利润	7616	15213	16265	19073
营业外收入	489	630	700	800
营业外支出	27	26	31	35
利润总额	8078	15818	16934	19838
所得税	1724	3164	3387	3968
净利润	6354	12654	13547	15870
少数股东损益	183	383	435	610
归属母公司净利	6171	12272	13112	15260
EBITDA	10116	18263	19549	22232
EPS（元）	1.75	2.32	2.47	2.88

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	38.0%	41.5%	10.7%	11.4%
营业利润	78.8%	99.8%	6.9%	17.3%
归属母公司净利	74.1%	98.8%	6.8%	16.4%
获利能力				
毛利率(%)	32.1%	40.3%	37.9%	38.6%
净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	17.9%
ROE(%)	17.6%	26.6%	22.1%	20.5%
ROIC(%)	14.9%	25.3%	26.2%	30.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.0%	33.8%	29.7%	25.4%
净负债比率(%)	57.39	54.45	51.02	49.60
流动比率	1.01	1.37	2.22	3.35
速动比率	0.82	1.11	1.94	3.07
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.74	0.68	0.64
应收账款周转率	71	68	55	55
应付账款周转率	6.38	6.24	5.90	5.86
每股指标（元）				
每股收益(最新	1.16	2.32	2.47	2.88
每股经营现金流	1.13	3.02	3.18	3.49
每股净资产(最	6.61	8.72	11.20	14.08
估值比率				
P/E	16.80	8.45	7.91	6.79
P/B	2.96	2.24	1.75	1.39
EV/EBITDA	11	6	6	5

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入	股价超越基准 20%以上
增　持	股价超越基准 10%-20%
中　性	股价相对基准波动在 ± 10% 之间
减　持	股价弱于基准 10%-20%
卖　出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增　持	行业股票指数超越基准
中　性	行业股票指数基本与基准持平
减　持	行业股票指数明显弱于基准

深　圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上　海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司