

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 20.50元

当前股价: 19.54元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2524.92
总股本(百万)	4000
流通股本(百万)	4000
流通市值(亿)	782
EPS	1.75
每股净资产(元)	9.91
资产负债率	41.02%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	13.60	-24.47	-20.48
建筑建材	5.19	-13.87	-18.93
沪深300指数	5.67	-5.86	-12.61



相关报告

海螺水泥-良好经营态势为收购兼并打下扎实基础 2011-10-26

海螺水泥-股权和资产收购点评

2011-08-29

海螺水泥-限产保价推动公司业绩创历史新高 2011-08-16

海螺水泥

600585

推荐

今年大局已定,明年前低后高

近日,我们对海螺水泥进行了调研,主要了解了以下三方面问题:1、公司目前和明年上半年预计的经营情况;2、华东地区限产保价执行情况;3、公司新增产能投产的情况。

投资要点:

- **四季度公司盈利可能略好于3季度。**公司预计4季度销量为4450万吨,同比增长10%左右,受到宏观调控和限产保价的影响,4季度销量的环比增速略低于正常年度。考虑到8、9月份华东地区水泥价格持续下跌,但10月份通过限产保价,使4季度华东地区水泥价格有所回升,我们预计如果华东地区价格能维持目前的状态,4季度水泥价格有望与3季度持平,盈利能力也有望持平。则公司全年的归属母公司股东的净利润将达到123亿,折合EPS2.32元。
- **明年需求侧压力将呈现前高后低。**随着宏观调控的进一步深入,特别是房地产投资增速明年可能放缓,明年上半年需求侧压力较大,预计下半年随着货币政策的松动,需求侧可能会逐渐好转。
- **安徽新建产能将在今年年底明年年初投产。**公司为了缓解华东地区市场供求的压力,公司将原来计划在8-10月份点火的芜湖和铜陵的点火时间推迟到了今年12月份,考虑到明年公司还将有池州2条5000t/d的熟料生产线投产,可能会引起明年华东地区供给压力偏大。
- **明年业绩仍然要依靠限产保价。**根据公司的判断,明年上半年华东地区水泥价格在目前的基础上将会有一定程度的下跌。具体下跌的幅度将取决于限产保价的力度,而比较可能的情况是春节前后,大家停产的力度较大,如果这种情况发生,明年真正的压力显现在1季度停产的产能2季度恢复生产之后。
- **投资评级“推荐”。**预测公司11-13年EPS分别为2.31、2.02和2.23元,维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示:

固定资产投资增速低于预期;价格联盟执行力度低于预期

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	34508	49140	50750	55100
收入同比(%)	38%	42%	3%	9%
归属母公司净利润	6171	12232	10708	11818
净利润同比(%)	74%	98%	-12%	10%
毛利率(%)	32.1%	41.1%	36.1%	36.3%
ROE(%)	17.6%	26.5%	18.8%	17.2%
每股收益(元)	1.16	2.31	2.02	2.23
P/E	16.44	8.30	9.48	8.59
P/B	2.90	2.20	1.78	1.48
EV/EBITDA	11	6	6	6

资料来源:中投证券研究所

## 一、今年大局已定，明年2季度最困难

根据我们的调研情况，公司四季度的经营情况与三季度相比，在销量和利润率方面都会有一定的变化。

从量上而言，尽管受到宏观调控的影响，但由于四季度公司进入传统旺季，销量相对3季度仍会出现10%以上的增长。预计4季度销量为4450万吨。

利润率方面，9月份由于限产保价执行不彻底而导致30元/吨的价格下跌，但进入10月份以后，江苏、浙江和安徽部分区域先后进行限产保价，如果这一措施能够在11月份之后持续，则四季度水泥均价有望与三季度保持一致。利润率方面也有望保持与三季度持平。这样推算公司四季度利润将在三季度的基础上增加10%左右，达到33亿元的水平。全年实现利润123亿元，折合EPS2.32元。

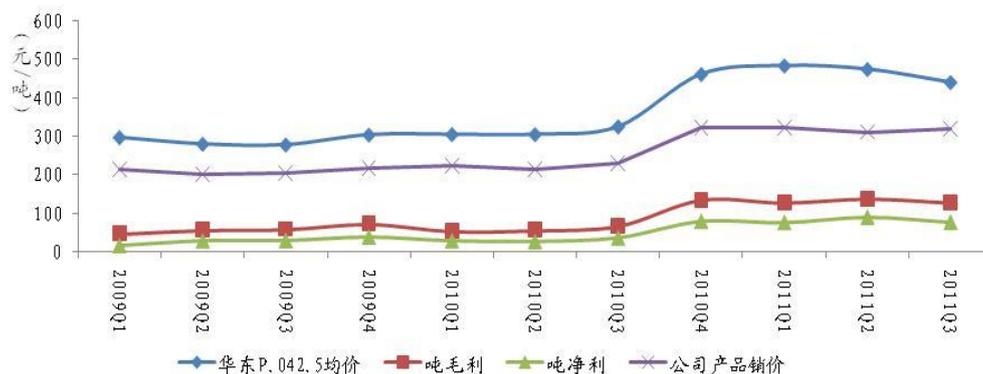
表 1 海螺水泥分季度经营情况

名称	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4E
华东 P.042.5 均价(元/吨)	305	305	325	461	483	474	440	440
销售收入(亿元)	60.7	78.0	84.9	121.5	93.1	130.1	126.5	135.7
毛利率	24.14%	26.07%	29.19%	41.93%	39.80%	44.40%	40.00%	40.00%
净利率	13.05%	12.88%	16.05%	24.79%	23.79%	29.03%	24.20%	24.20%
销量(万吨)	2688	3592	3650	3770	2900	4184	3950	4450
均价(元/吨)	225.8	217.1	232.6	322.3	321.2	311.0	320.2	305.0
吨毛利(元/吨)	54.5	56.6	67.9	135.1	127.8	138.1	128.1	128
吨净利(元/吨)	29.5	28.0	37.3	79.9	76.4	90.3	77.5	78

资料来源：公司公告、中投证券研究所

对于明年，公司认为各季节的利润波动可能跟今年趋势相反，呈现前低后高的格局。明年1季度华东地区限产力度将进一步加强，以度过春节前后的淡季。春节过后，限产的产能将逐步释放，同时房地产投资增速下降比较明显可能也将在2季度显现，供求关系最紧张的时间段在明年2季度。届时公司盈利的低点也将显现。

图 1 华东地区水泥价格及海螺毛利净利



资料来源：数字水泥、公司公告、中投证券研究所

## 二、对江浙地区有影响的产能可能在今年年底释放

由于下半年华东地区水泥需求增速低于预期和限产保价的要求,公司原定于今年8-10月份投产的芜湖和铜陵的3条万吨均延迟投产。

本次了解到的情况是公司计划在12月份将这些生产线投产,同时公司池州建设的2条5000吨级熟料生产线也将在而这些生产线会有一些销量是针对江浙沪等市场,这无疑将会增加明年华东地区水泥销售市场的压力。

表 2 公司 11、12 年投产生产线情况

项目名称	产能(万吨)	工程进度
重庆海螺 2×4500t/d 熟料生产线、水泥粉磨及余热发电项目	200	投产
达州海螺一期及二期 4500t/d 熟料生产线、水泥粉磨及余热发电项目	400	投产
礼泉海螺 2×4500t/d 熟料生产线、水泥粉磨及余热发电项目	200	投产
平凉海螺一期及二期 4500t/d 熟料生产线、水泥粉磨及余热发电项目	200	投产
济宁海螺 4500t/d 熟料生产线、水泥粉磨及余热发电项目	200	部分投产, 配套在建
新宁海螺三期 4500t/d 熟料线及配套设施	200	部分投产, 配套在建
全椒海螺 2×4500t/d 熟料生产线、水泥粉磨及余热发电项目	200	部分投产
龙陵海螺 2500t/d 熟料生产线及余热发电项目	100	在建
芜湖海螺 2×12000t/d 熟料生产线及余热发电项目	1000	在建
祁阳海螺 4000t/d 熟料生产线、水泥粉磨及余热发电项目	200	在建
池州海螺 2×4500t/d 熟料生产线及余热发电项目	400	在建
铜陵海螺 12000t/d 熟料生产线及余热发电项目	500	在建
	3800	

数据来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 公司 11、12 年投产生产线情况

省份	生产线	年产能 (万吨)	投产时间
江苏	江苏信宁建材 5000t/d	155	2011 年 8 月
	徐州中联二期 10000t/d	310	2011 年 10 月
安徽	中国铁物巢湖水泥 4500t/d	140	2011 年 3 月
	芜湖海螺三期 2×12000t/d 一线	372	
	芜湖海螺三期 2×12000t/d 二线	372	延迟
	铜陵海螺 12000t/d	372	
江西	江西会昌红狮 4500t/d	140	2011 年 7 月
	江西南城南方水泥 4800t/d	150	2011 年 9 月
	江西丰城南方水泥 4500t/d	140	2011 年 9 月
福建	福建龙麟集团三线 4500t/d	140	2011 年 6 月
	福建明狮水泥公司 2500t/d	80	2011 年 7 月
	福建三明天丰水泥 4500t/d	140	2011 年 8 月
	华润龙岩 4500t/d	140	2011 年 8 月
	华润永定 4500t/d	140	2011 年 8 月
	合计	2789	

数据来源：数字水泥网、中投证券研究所

### 三、限产保价执行情况有波动

从表 4 可以看出，1-10 月，江浙地区共执行 5 次限产保价。8 月份 3 次执行力度都较好，大家几乎都全部执行了之前的约定，但是从 9 月份开始，执行力度开始打折扣。

我们认为这主要有两方面的原因：第一，下半年需求面弱于上半年，来自需求侧的压力越来越大；第二，经过频繁的限产保价，各企业之间关于相互之间的限产比例逐渐产生分歧。导致限产保价执行情况出现波动。

表 4 公司 11、12 年投产生产线情况

时间	停产时间长度	停产范围	停产后果	停
春节前后	25 天	江苏浙江 80%	全部执行	
5 月份	10 天	江苏浙江 80%	全部执行	
7 月-8 月份	10 天	江苏浙江 80%	全部执行	
9 月	10 天	江苏浙江 50%，安徽部分地区	只停产了 5-6 天	
10 月	江苏 10-25 日 浙江 1-10 日	江苏浙江 50%，安徽部分地区	江苏部分企业提前 3 天开窑	
11 月	11 月 20 日-12 月 5 日停窑 15 天	江苏浙江 50%，安徽、江西部分地区	?	

数据来源：公司公告、中投证券研究所

### 四、盈利预测假设

我们将近年公司销量下调为 1.56 亿吨。对于公司未来两年的销量，我们并没有完全按照公司的预计每年增加 3000 万吨，根据公司目前的生产线建设情况，我们认为每年的增量在 1500-2000 万吨之间。

同时我们根据目前水泥行业的状况，认为公司单位产品的价格明年将调整至 290 元/吨，这可能是华东地区各水泥厂家可接受的底线，这个价格仍明显高于 2009 年和 2010 年的产品均价。

表 3 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水泥产能(万吨)	10550	15000	19000	22000	25000
销量(万吨)	11838	13719	15600	17500	19000
+/-	15.99%	15.89%	13.71%	12.18%	8.57%
价格(元/吨)	211.17	251.54	315.00	290.00	290.00
+/-	-11.05%	19.12%	25.23%	-7.94%	0.00%
成本(元/吨)	150.92	170.83	185.68	185.36	184.67
+/-	-15.33%	13.20%	8.69%	-0.17%	-0.37%

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
<b>流动资产</b>	13228	25785	34049	41937	<b>营业收入</b>	34508	49140	50750	55100
现金	2736	15573	23833	30885	营业成本	23437	28966	32438	35087
应收账款	499	953	985	1069	营业税金及附加	163	232	239	260
其他应收款	352	305	279	279	营业费用	1546	2202	2274	2469
预付账款	508	579	649	702	管理费用	1254	1786	1844	2003
存货	2493	3460	3229	3493	财务费用	481	618	566	460
其他流动资产	6640	4914	5075	5510	资产减值损失	40	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	7616	15356	13418	14862
无形资产	2768	2723	2683	2643	营业外收入	489	600	605	615
其他非流动资产	10636	6019	5076	4610	营业外支出	27	0	0	0
<b>资产总计</b>	60412	76149	90375	103673	<b>利润总额</b>	8078	15956	14023	15477
<b>流动负债</b>	13077	13022	14211	15335	所得税	1724	3405	2993	3303
短期借款	2030	1500	2000	2500	<b>净利润</b>	6354	12551	11030	12174
应付账款	4005	5504	6163	6667	少数股东损益	183	319	323	356
其他流动负债	7042	6019	6048	6169	<b>归属母公司净利润</b>	6171	12232	10708	11818
<b>非流动负债</b>	11703	16004	18011	18011	EBITDA	10116	18340	16976	18902
长期借款	10971	15971	17971	17971	EPS (元)	1.75	2.31	2.02	2.23
其他非流动负债	732	33	40	40					
<b>负债合计</b>	24780	29027	32223	33346	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	629	948	1270	1626	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	3533	5299	5299	5299	<b>成长能力</b>				
资本公积	13989	12223	12223	12223	营业收入	38.0%	42.4%	3.3%	8.6%
留存收益	17481	28653	39361	51178	营业利润	78.8%	101.6%	-12.6%	10.8%
归属母公司股东权益	35003	46175	56883	68700	归属于母公司净利润	74.1%	98.2%	-12.5%	10.4%
<b>负债和股东权益</b>	60412	76149	90375	103673	<b>获利能力</b>				
					毛利率	32.1%	41.1%	36.1%	36.3%
					净利率	17.9%	24.9%	21.1%	21.4%
					ROE	17.6%	26.5%	18.8%	17.2%
					ROIC	14.9%	25.2%	19.9%	19.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	41.0%	38.1%	35.7%	32.2%
					净负债比率	57.39	68.78%	69.72	68.87%
					流动比率	1.01	1.98	2.40	2.73
					速动比率	0.82	1.71	2.17	2.51
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.64	0.72	0.61	0.57
					应收账款周转率	71	66	51	52
					应付账款周转率	6.38	6.09	5.56	5.47
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.16	2.31	2.02	2.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	2.74	2.88	3.01
					每股净资产(最新摊薄)	6.61	8.71	10.73	12.96
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.44	8.30	9.48	8.59
					P/B	2.90	2.20	1.78	1.48
					EV/EBITDA	11	6	6	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-26	海螺水泥-良好经营态势为收购兼并打下坚实基础
2011-08-29	海螺水泥-股权和资产收购点评
2011-08-16	海螺水泥-限产保价推动公司业绩创历史新高
2011-04-18	海螺水泥-高利润阶段超预期延续
2011-03-29	海螺水泥-节能减排帮助公司利润率创新高
2011-01-11	海螺水泥-公司业绩预增点评

## 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 ±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>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434