



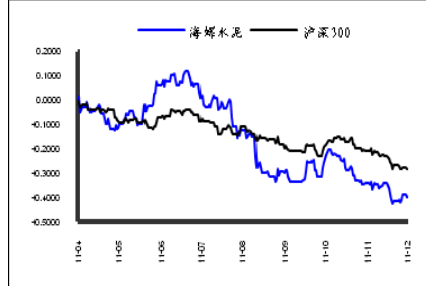
海螺水泥 (600585):

盘踞华东 振翅西南

非金属建材-水泥

评级: 增持

相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
海螺水泥	-8.8	-14.6	-17.5
沪深300	-9.1	-11.9	-23.8

市场数据

2011-12-26

当前价格(元)	15.48
52周价格区间(元)	14.68-43.05
总市值(百万)	82033.20
流通市值(百万)	61915.40
总股本(万股)	529930.26
流通股(万股)	399970.26
日均成交额(百万)	687.62
近一月换手(%)	14.14

相关报告

《2011年4季度水泥策略报告:供给依旧过剩 静待集中度提高》、《2012年水泥行业策略报告:结构转型阵痛的最后阶段》

分析师

张晓霞

电话: 0755-83700166

联系人: 范曾 fanz@ghzq.com.cn

证书编号: S0350510120004

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

是 否

- **公司行业龙头地位稳固。**截止今年10月,海螺水泥累计水泥产量1.6亿吨,占全国比重的9.4%。远超出同行业其他水泥生产企业。公司有望借力兼并重组大旗,继续做大做强规模化经营战略,成为全国乃至全球最大的水泥市场企业之一。
- **公司主营业务明确,各产品销售收入稳定增长。**中报显示,42.5级、32.5级和熟料实现销售收入122.11/56.57/42.5亿元。预计随着高铁项目投资减速,短期内高标号水泥需求将有所放缓,但对公司盈利影响有限。高标号水泥生产还将是公司未来主要发展方向,公司盈利能力还将持续向好。
- **成本及费用控制力强。**由于兼并重组等因素影响,公司管理费用增加较快,但随着公司内部控制的逐渐改善,管理费用未来将出现好转。销售费用开支相对同行业具备优势。受益于公司相对合理的资产负债率,海螺水泥财务费用基本维持同行业中较低的水平。此外,熟料生产线均配置的余热发电项目,每年可节省熟料生产成本19.8-26.3亿元,节能效益明显。
- **公司发展策略清晰。**公司产能沿“T”型布局,符合国家《水泥工业“十二五”展规划》战略。规模化生产和西南市场的开发将成为公司的未来核心竞争力以及新的利润增长点。
- **盈利预测:**我们预计公司2011/2012/2013年实现熟料生产1.39/1.76/1.82亿吨,实现营业收入580.63/685.94/748.54亿元,对应毛利率分别为38%/37%/37%。实现每股收益2.65/2.80/2.93元。
- **投资评级:**给予海螺水泥12个月内目标价格为21元,对应2012年和2013年的目标P/E为7.5倍和7.17倍。目前估值略低于同类型企业,且公司具备长期投资价值,给予公司“增持”的投资评级。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	34508	58063	68594	74854
增长率(%)	38%	68%	18%	9%
净利润(百万元)	6171	14022	14829	15548
增长率(%)	74%	127%	6%	5%
摊薄每股收益(元)	1.75	2.65	2.80	2.93
ROE(%)	17.32%	29.75%	25.01%	21.58%

公司概况

1.1 公司业务发展稳健，目标明确

安徽海螺水泥股份有限公司成立于1997年9月1日。公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售，是世界上最大的单一品牌供应商。下属71家子公司，横跨华东、华南和西部17个省、市、自治区，目前公司正着手进军西南部的贵州、云南市场，公司业务范围广，基本形成了集团化管理、区域化运作的经营管理格局。

经过多年的快速发展，海螺水泥产能持续增长，工艺技术装备水平不断提升，发展区域不断扩大。2010年海螺水泥熟料产量已达1.15亿吨，先后建成了铜陵、英德、池州、枞阳、芜湖5个千万吨级特大型熟料基地，并正在安徽芜湖、铜陵兴建代表当今世界最先进技术水平的3条12000吨生产线。

公司目前生产全部采用新型干法旋窑工艺技术，装备先进，基本实现从矿石开采到码头装运的全程自动化控制，公司以先进的工艺、卓越的品质、优质的服务、完善的销售网络以及强大的生产保供能力和专业的技术支持为后盾。产品先后应用于京沪高铁、杭州湾跨海大桥、连云港田湾核电站、浦东国际机场等一些施工难度大，质量要求较高的工程项目。

通过十余年的实践，公司在大型水泥熟料生产、水泥中低温余热发电自主开发、工业废弃物循环利用、环保治理等方面取得了重大突破；依托雄厚的股东实力，先进的技术装备水平和专业技术服务，逐渐成为国内能够提供从普通硅酸盐水泥到核电站专用水泥等特种水泥的超大型水泥制造企业。

公司依托自身的规模、资源、能源、区位和技术、人才、管理等多方面优势，通过新建、扩建、收购、重组等多种方式，已经逐渐成为国内第一，世界第二的超大型水泥生产企业。

1.2 主营业务覆盖面广

表1：公司主要产品及适用范围

水泥品种	适用范围
P. I 62.5 P. II 62.5R P. I 52.5R P. II 52.5R P. O 52.5R 美标水泥I/II、II/V型水泥	配制高标号、超高标号混凝土及大跨度梁架等。
P. O 42.5R P. O 42.5 P. C 42.5R P. C 42.5	适用于桥梁、码头、道路、高层建筑等各种建筑工程，一般工业与民用建筑，可配C30-C80不同标号混凝土。
P. S 42.5R P. S 42.5 P. S 32.5	主要用于大体积混凝土、地下及水中各种混凝土工程，高抗渗要求及耐高温工程，一般工业与民用建筑。
P. C 32.5R P. C 32.5	一般工业与民用建筑。
抗硫酸盐水泥	主要用于海港、防浪堤、水利、地下、引水等基础工程。
道路硅酸盐水泥	主要用于路面如高速公路、机场跑道和对耐磨性、抗干缩等要求较高的工程。
中、低热硅酸盐水泥	主要用于大坝、大体积混凝土等工程。
无磁水泥	主要用于磁含量要求低的中国大地监测网等基础工程。
油井水泥	主要用于油井的施工。
核电站专用水泥	主要用于核电站的建设，防止核辐射。
白色水泥	用于建筑物的装饰和彩色水泥的配制。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司主导产品为“海螺牌”硅酸盐水泥熟料和“海螺牌”高等级水泥，生产的通用水泥主要有硅酸盐水泥、普通硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥等，等级分为 62.5R、62.5、52.5R、52.5、42.5R、42.5、32.5 等七个等级，生产的特性水泥有抗硫酸盐水泥、中热硅酸盐水泥、低热矿渣硅酸盐水泥、道路硅酸盐水泥、油井水泥、无磁水泥、核电站专用水泥、白色水泥等。公司产品使用范围如表（1），产品基本覆盖到水泥各项应用领域。

1.3 实力强大的股东背景

海螺水泥实际控制人为安徽省国资委下设安徽省投资集团，安徽省投资集团有限责任公司系由原安徽省铁路建设投资有限公司、安徽省建设投资有限公司和安徽省农业投资有限公司合并组建的国有独资的综合性投资公司，截止 2010 年底，投资集团资产总额 230.33 亿元，净资产 100 亿元，实力雄厚。

图 1：海螺水泥股权结构



资料来源：公司公告、国海证券研究所

海螺集团总部设在安徽省芜湖市，控股经营海螺水泥和海螺型材两家上市公司。集团公司建有国家级技术研发中心，下属 113 家子公司，分布在全国 20 个省、市、自治区，涉及水泥、化学建材、节能环保、新型物流等产业。目前安徽省投资集团持有海螺集团 51% 股份，海螺创业持有海螺集团 49% 股份。

从今年 3 季报来看，海螺集团持有海螺水泥 36.20% 股份，为其第一大股东，海螺创业持股 5.41%，为其 A 股第二大股东。9 月 20 日海螺集团全资子公司海螺设计院增持 320.63 万股，占公司总股本的 0.06%。

水泥行业盈利情况好转，公司龙头地位稳固

2.1 行业整体集中度持续提升，利润率有望维持高位运行

从国家《水泥工业“十二五”规划》内容来看：到 2015 年力争 42.5 级及以上产品消费比例达到 50% 以上，水泥企业户数比 2010 年减少三分之一。按照 2010 年末 5114 家水泥企业算，到 2012 年水泥企业维持 3400 家左右规模。

表 2: 国家《水泥工业“十二五”规划》

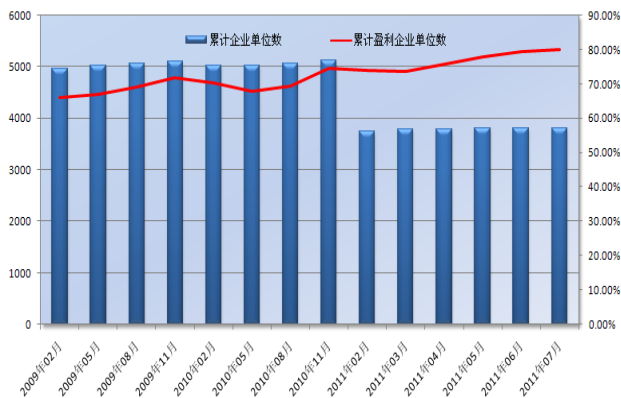
指 标	2010 年	2015 年	年均增长
规模以上工业增加值年均增长 (%)			>10
淘汰落后产能 (亿吨)		[2.5]	
前 10 家企业生产集中度 (%)	25	35	[10]*
水泥散装率 (%)	48	65	[17]*
低温余热发电生产线比例 (%)	55	65	[10]*
协同处置生产线比例 (%)		10	
单位工业增加值二氧化碳排放量降低 (%)			[17]
氮氧化物排放总量降低 (%)			[10]
二氧化硫排放总量降低 (%)			[8]
规模以上企业研究与试验发展经费支出占销售收入的比重 (%)		>1.5	

备注: []内为五年累计数; *为 2010 年比 2005 年增加或减少的百分点。

资料来源: 国家工信部、国海证券研究所

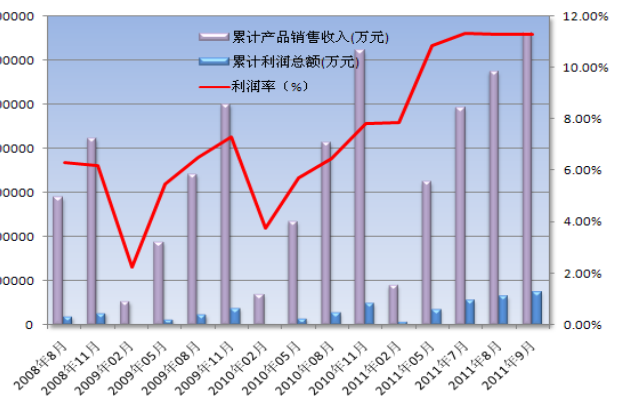
我们初步测算2012年新增水泥熟料产能约在1.4-1.6亿吨之间。根据国家调结构和节能减排的政策目标, 工信部在2012年可能还将针对水泥行业做出更为严厉的淘汰落后产能计划。预计淘汰水泥落后产能1.2-1.3亿吨, 由于部分产能主要针对水泥粉磨站, 则实际上淘汰水泥熟料产能力度要打五折, 约在0.6-0.75亿吨左右。因此, 2012年水泥熟料净增量约在0.65-0.85亿吨, 相较2011年减少10%-20%, 供给端状况逐渐好转。

图 2: 全国水泥企业数及盈利企业比例



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3: 水泥企业利润率



资料来源: Wind、国海证券研究所

从国家统计局的数据总体来看, 2011 年1 至10 月水泥总产量为17.04 亿吨, 同比增长18.00%; 熟料产量10.68 亿吨, 同比增长17.83%, 占水泥产量的62.68%; 新型干法熟料产量8.05 亿吨, 同比增长18.64%, 略高于水泥产量增长。全年来看, 我们维持2011年21 亿吨, 2012年22.4-23亿吨水泥产量的判断, 行业整体依然处于供给逐渐减少, 产能小幅过剩格局中。

产业集中度的大幅提高, 使得水泥企业盈利转好, 盈利家数占比由原来 2009 年的 65.9% 上升至 80.13% (见图 2)。截止 2011 年 10 月, 水

泥企业实现销售收入 6625.67 亿元，累计利润总额 747.20 亿元，利润率达到 11.28%，较前 3 季度略微下降 0.05%，由于市场集中度的不断提升，成本的增加以及未来水泥价格下行、利润空间缩减对部分大型水泥生产企业盈利情况影响有限，预计行业整体利润率在未来还将在相对高位盘整（见图 3）。

我们一直认为，水泥行业自 2010 年以来，供给面发生了深入的变革，产量“供给减法”以及企业间“协同效应”对水泥价格和企业盈利起到了较强保护作用。预计落后产能淘汰与新增产能抑制政策的执行将很大程度上改善供需关系，水泥产业正逐渐从曾经的无序恶性，低利润率的竞争环境，向产业集中度较高，规模化生产，高利润率，低耗能低污染的现代企业转变。

2.2 海螺水泥产量居全国首位

表 3: 2011 年全国水泥企业产量情况

2011年1-10月全国水泥企业产量排名			
序号	企业	产量(万吨)	比重(%)
	全国	170405.06	100.00%
1	安徽海螺水泥股份有限公司	16018.51	9.40%
2	山东山水水泥集团有限公司	5179.13	3.04%
3	唐山冀东水泥股份有限公司	4951.91	2.91%
4	北京金隅集团	3242.49	1.90%
5	华新水泥股份有限公司	3031.74	1.78%
6	天瑞集团水泥有限公司	2687	1.58%
7	红狮控股集团有限公司	2424.01	1.42%
8	新疆天山水泥股份有限公司	1633.39	0.96%
9	吉林亚泰(集团)水泥股份有限公司	1511	0.89%
10	葛洲坝集团水泥公司	1217.18	0.71%

资料来源: Wind、国海证券研究所

部分重点企业水泥生产数据显示，截止 2011 年 10 月，海螺水泥累计水泥产量 1.6 亿吨，占全国比重的 9.4%。远超出同行业其他水泥生产企业，市场议价能力较强。从国家《水泥工业“十二五”规划》内容上看，到 2015 年，前 10 家水泥生产企业市场集中度将有 2010 年的 25%，提升至 35%。做为全国最大的水泥生产企业，海螺水泥有望借力兼并重组大旗，继续做大做强规模化经营战略，力争成为全国，乃至全球最大的水泥市场企业。

公司主营业务结构分析

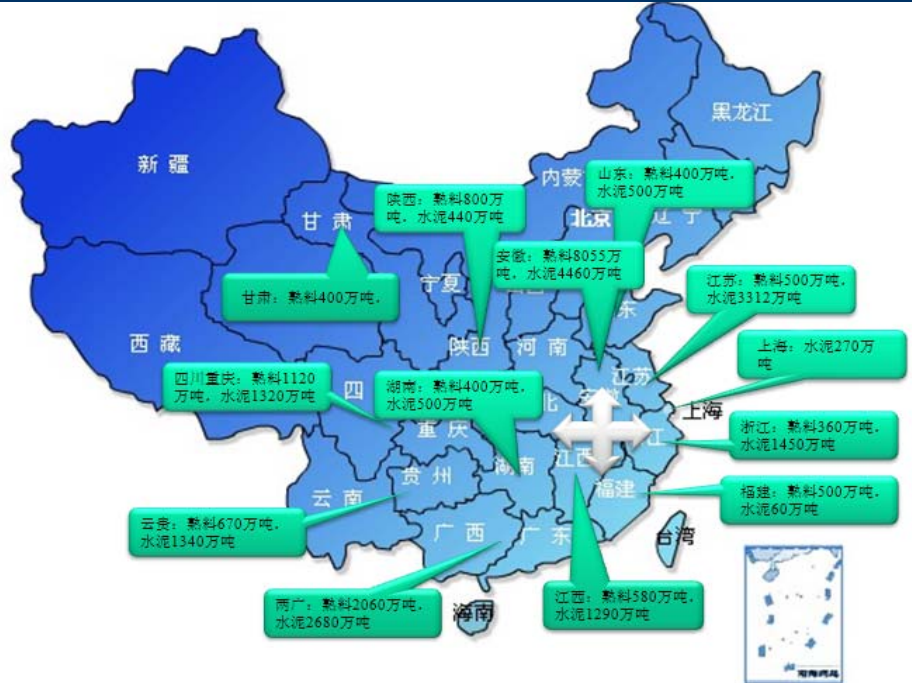
3.1 公司产能沿“T”型布局，符合国家水泥发展战略

公司发展战略清晰，通过在石灰石资源丰富的两广及珠三角地区建设熟料生产基地，在市场需求旺盛的地方建设粉磨站，在长江水运以及江浙海运等交通便利地区建立销售渠道等战略方式，推进公司快速发展壮大。

通过“T”型发展战略（其中“T”中的“—”代表华东沿海，“|”代表长江流域），逐渐形成以安徽为核心，以江浙沿海为出路，向华北、

西北、西南发散的格局。在巩固和加强其在华东市场的同时，积极拓展广西、广东等华南水泥市场，公司自2008年开始，逐渐将发展重点向甘肃、陕西、四川、云贵等西南、西北地区转移，抢占西部大开发市场份额。公司生产线分布情况（见图4）

图 4：海螺水泥生产线分布及产能情况

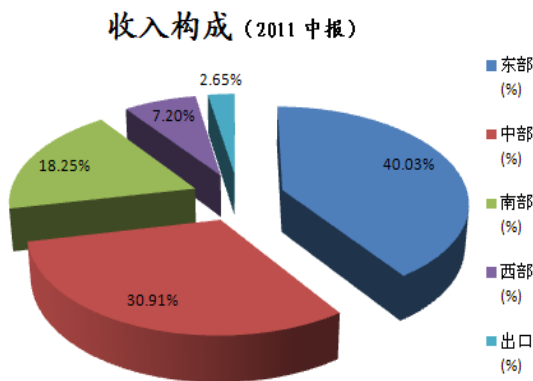


资料来源：公司资料、国海证券研究所

3. 2 业务结构合理，西南、西北地区比重逐年增加

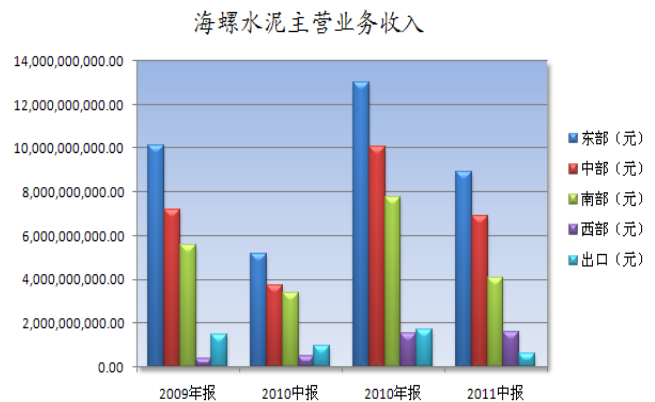
整体来看，东、中部地区占海螺水泥主要营业收入的 70%，增速保持稳步上升态势。南部地区业务收入逐年减少，目前占公司总收入的 18.25%左右，而相应的西南、西北地区自 2010 年以来，业务收入出现较快增长，占比稳步提升（见图 5）：

图 5：公司主要市场分布



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：公司主要市场收入情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

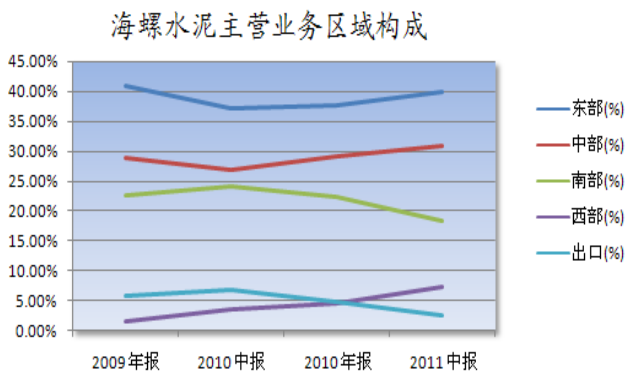
分地区分析:

东部（江苏、浙江、上海、福建）:

江苏和浙江省水泥市场开放度较高，加之其处于陆路和航运的咽喉要道，向来是竞争激烈的地方。从主营构成上来看，东部地区一直是海螺水泥的主战场，截止2011年中期，东部地区实现营业收入89.39亿元，占总营业收入的40.3%，是公司的主要收入来源之一。

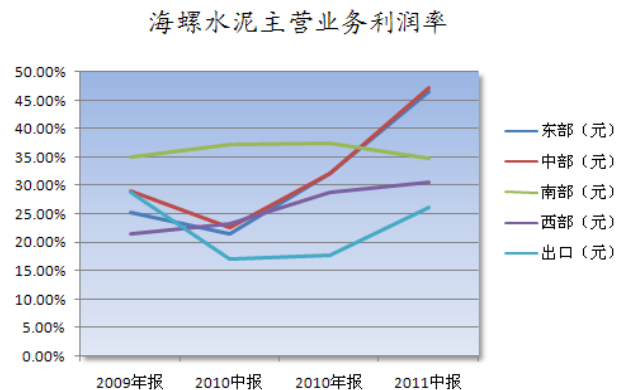
2010年11月，工业和信息化部发布《水泥行业准入条件》，对新型干法水泥熟料年产能超过人均900公斤的省份，原则上应停止核准新建扩大水泥（熟料）产能生产线项目的限制条件，再次巩固了海螺水泥在东部的绝对控制权，凭借长江航运优势，逐渐形成内陆熟料生产，东部水泥销售的市场模式。

图 7: 公司市场发展态势



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8: 公司业务利润率情况



资料来源: Wind、国海证券研究所

中部（安徽、江西、湖南）:

以安徽省为核心的中部区域，是海螺水泥重要的生产基地，也是海螺的发源地之一。作为本省最大的水泥生产企业，除了获得政府各方面的支持外，海螺水泥占据了绝对话语权，同样受益于便捷的水路航运和自身完备的装卸码头，使得海螺在这两个地区的市场占有率不断上升。2011年中期，中部地区累计实现营业收入69.03亿元，收入占比30.91%，位居第二。

主营业务毛利润率仅次于东部。凭借其在安徽地区的市场地位，海螺水泥抓住去年3季度以来“拉闸限电”和“协同效应”契机，大幅提升安徽、江西等地区水泥价格，公司毛利润率也随之上升，但从目前中部的趋势来看，该区域市场基本处于饱和状态，以扩张产能为手段的盈利策略已经逐渐失去竞争力。公司战略逐渐向西南，西北转移。

南部（广东、广西）:

广东受到房地产调控和高铁项目固定资产投资降低拖累较大，其主要竞争对手是塔牌集团，由于市场需求的进一步减缓，公司在该地区的收入占比可能还将进一步下降。

西部（四川、重庆、云南、贵州、陕西、甘肃）：

西部是公司营业收入增长最快的地区，也是公司重点打造的产业基地。年营业收入从09年末的3.94亿元增加至2011年中16.09亿元。西部地区作为公司的战略发展区域，从08年开始，逐渐上马了一些大型熟料生产的项目，目前公司在西部区域的甘肃平凉、四川达州和广元、重庆等项目一期工程部分点火运营，贵州，云南项目也基本投入试运营阶段。

预计2011下半年至2012年，该地区将有包括1条4000t/d、7条4500t/d熟料，1条5000t/d和1条2500t/d和1条12000t/d熟料生产线建成投产，新增熟料产能1920万吨左右，进一步提升公司在西部市场话语权。从公司毛利润也可以看出，西部地区毛利润从2009年末的21.6%，上升至2011年中期的30.48%。毛利率占比也有2009年的1.6%，上升至7.2%。

公司是少数几家率先进军西部市场的上市水泥企业之一，凭借成熟的技术水平和强大的股东背景，海螺水泥在西部市场的深度和广度都不断扩展，预计随着大型企业兼并重组的深入，以云贵为主的西南地区和以甘肃陕西为主的西北地区有望迎来新一轮的景气周期。

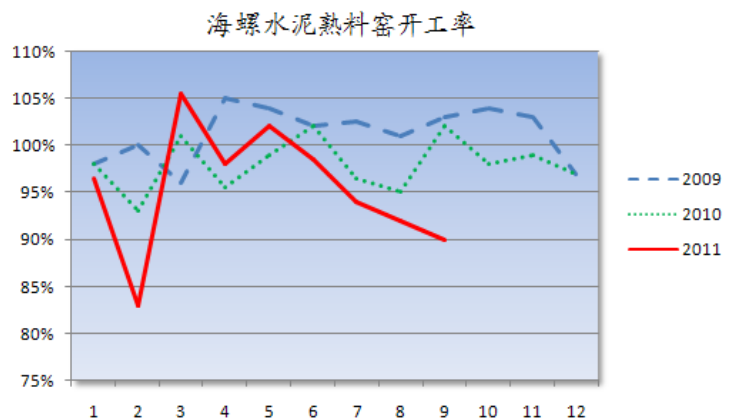
出口方面：

截至2011年中，海螺水泥实现出口收入5.91亿元，占总营业收入的2.65%，收入占比呈现逐渐递减态势。主要原因有两方面：一是国内水泥产能增速较快，出口占比逐年减少；二是由于国际经济复苏缓慢，需求量减缓导致的。水泥出口作为平衡国内市场及参与国际化竞争的手段之一，是海螺水泥重要的发展战略。预计海螺水泥不会放弃目前产品出口，但总体上还是以国内市场为主。

3.3 新增产能情况

海螺水泥目前在建，拟建水泥熟料生产线22条，预计到2012年底，实现设计新增产能4440万吨，其中包括3条12000t/d超大型熟料生产线。见表4：

图9：海螺水泥熟料窑开工率



资料来源：公司资料、国海证券研究所

从历史开工率来看，2011年下半年开始，随着限电，停窑等措施相继实行，公司熟料窑开工率有所降低，但依然维持平均95%左右的运营情况，未出现大面积停窑，限产迹象。预计在不出现大的行业限制和拉闸限电的情况下，海螺水泥熟料窑开工率依旧能维持在85%-90%左右。初步测算2012年海螺水泥全年水泥熟料产量约在1.7亿吨左右。

表4：海螺水泥在建水泥熟料生产线

海螺水泥子公司	生产线类型	生产线条数	熟料产能(万吨)
芜湖海螺水泥有限公司	熟料+粉磨	2*12000t/d熟料	620
安徽池州海螺水泥股份有限公司	熟料基地	2*4500t/d熟料	360
全椒海螺水泥有限责任公司	熟料+粉磨	2*5000t/d熟料	360
象山海螺水泥有限责任公司	水泥磨站	2*Φ4.2×13m带辊压机的粉磨系统	220(水泥)
福建兴业海螺水泥	熟料	1*4000t/d熟料	120
广东清新水泥有限公司	熟料	1*12000t/d熟料(拟建)	320
佛山海螺水泥有限责任公司	熟料	1*φ4.2×13m带辊压机水泥粉磨系统	200(水泥)
扶绥新宁海螺水泥有限责任公司	熟料+粉磨	1*4500t/d熟料	180
祁阳海螺水泥有限责任公司	熟料+粉磨	1*5000t/d熟料	200
济宁海螺水泥有限责任公司	熟料+粉磨	1*4500t/d熟料	180
广元海螺水泥有限责任公司	熟料+粉磨	1*4500t/d熟料	180
达州海螺水泥有限责任公司	熟料+粉磨	1*5000t/d熟料	200
重庆海螺水泥有限责任公司	熟料+粉磨	2×4500t/d熟料	360
平凉海螺水泥有限责任公司	熟料	1*4500熟料	180
千阳海螺水泥有限责任公司	熟料	1*4500吨新型	180
礼泉海螺水泥有限责任公司	熟料	1*12000t/d熟料	400
贵定海螺盘江水泥有限责任公司	熟料+粉磨	1*4500t/d熟料	180
贵阳海螺盘江水泥有限责任公司	熟料+粉磨	1*4500t/d熟料	180
云南龙陵汇合水泥有限公司	熟料	1*2500t/d熟料, 1*4000t/d熟料	240
合计	熟料	22条在建生产线	4440

资料来源：公司资料、国海证券研究所

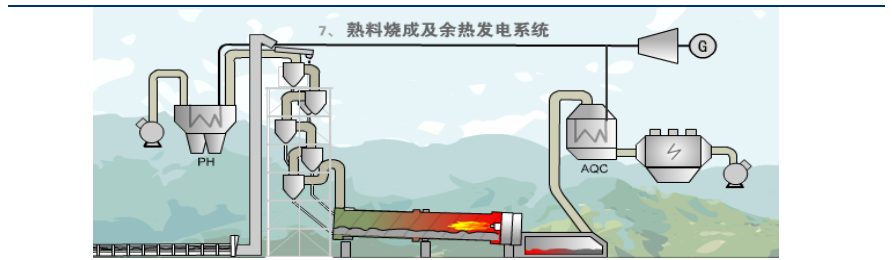
成本及费用控制力强

4.1 水泥生产工艺优势：

海螺水泥生产工艺达到国际领先水平，主要采用先进的预分解干法回转窑水泥生产技术，配备有海螺自行开发的自动化控制程序，生产控制稳定、产品质量优良，煤耗、电耗等主要经济指标已经达到国际领先水平。

海螺水泥是国内最早将纯低温余热发电项目应用于水泥熟料生产过程中企业之一，通过研发余热发现新技术，充分利用窑尾窑头的废气余热资源。下图是海螺水泥熟料生产线和余热发电系统示意图。

图 10: 熟料窑及余热发电系统



资料来源: 公司资料、国海证券研究所

生产技术成本优势: 以 5000t/d 熟料生产线为例, 吨水泥发电量大 40kwh 以上, 发电成本约在 0.1 元/度左右, 每吨熟料耗电量减少约 30%-35%, 节省生产成本 15-18 元/吨。从目前运行的 50 条余热发电机组来看, 在熟料窑 97.5% 左右运转率条件下, 月累计发电 40950.05 万千瓦时, 平均吨熟料发电量 35.9 千瓦时。

表 5: 纯低温余热发电机组发电量

	机组发电量 (万千瓦时)		吨熟料发电量 (千瓦时)		机组相对窑运转率 (%)		
	日实际	月累计	日实际	月累计	日实际	月累计	年累计
合计	1423.56	40950.05	35.46	35.9	98.97	98.78	97.56

资料来源: 公司资料、国海证券研究所

假设 2012 年底所有熟料生产线均配置该技术, 按照 1.32-1.46 亿吨产能计算的话, 该技术每年节省熟料生产成本 19.8-26.3 亿元。此外, 公司通过生产线采用先进的煤粉制备球磨粉磨技术, 利于球磨机控制粉磨质量, 从而可以多掺便宜的劣质煤和无烟煤, 力高燃烧效率, 降低熟料生产成本。

4. 2 运输成本优势:

按照发改委最新的汽柴油价格标准计算, 水泥吨公里运费比大约相当于水路: 铁路: 公路等于 3: 5: 10。一般来说, 公路运输成本最高, 运输半径的确在 300-500 公里范围内。铁路的运输半径可以达到 1000 公里左右, 水路运输或海运效率最高, 可以到达几千公里。运输成本若能控制在 100 元/吨以内, 才能具备一定的市场竞争力。

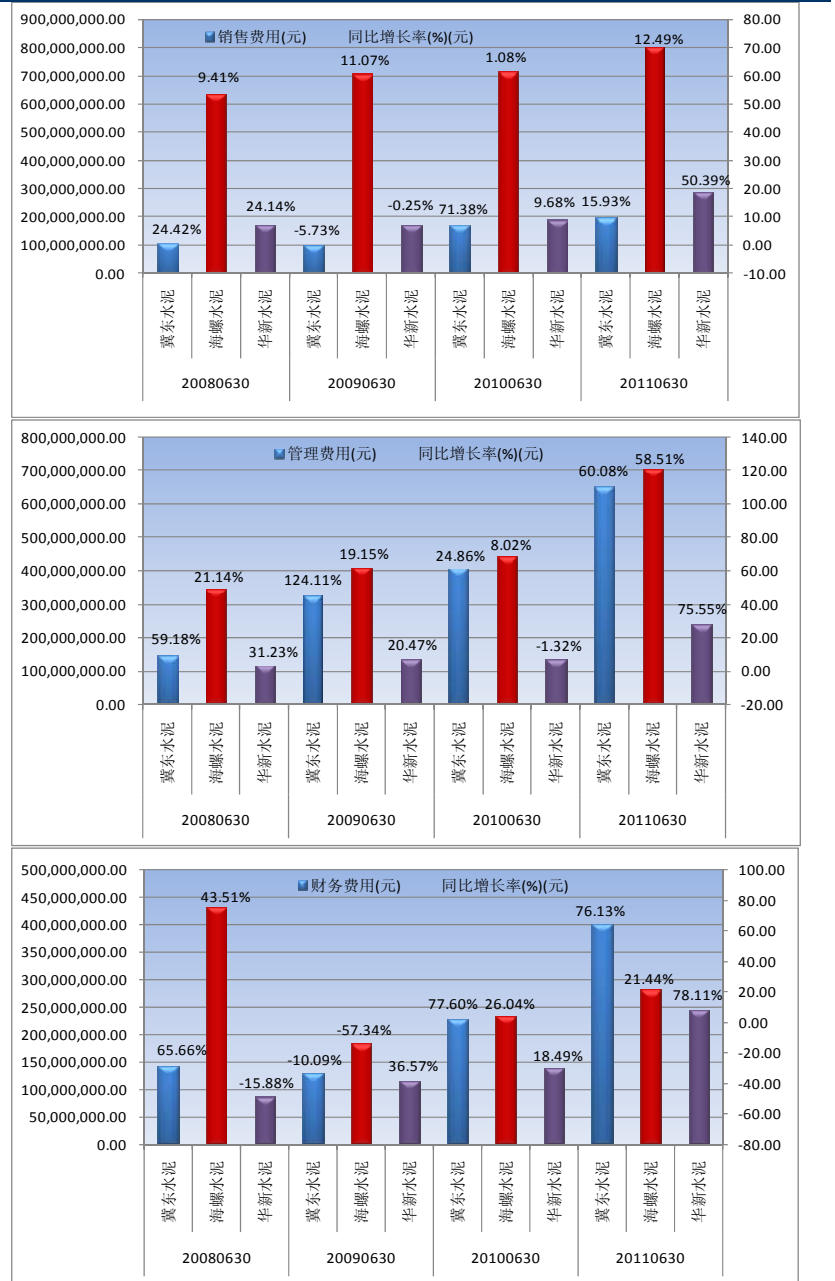
水路和铁路运输条件的优劣, 直接决定其市场的覆盖面以及销售价格的竞争力。公司目前几大熟料基地都配备完整的装卸设备和码头配套设施, 水路, 铁路运输优势最为明显, 特别占据了长江航运的海螺水泥, 同等距离的运输费用最具竞争优势, 且在相同的运费条件下水运可以覆盖更大的市场。“T”型模式有效降低了海螺的运输成本, 增大了对市场的辐射半径, 实现了资源和市场的有效结合。

4. 3 三项费用控制力强:

三项费用方面, 我们对海螺水泥、冀东水泥和华新水泥 4 年期间费用情况做了分析, 如图 (12) 所示, 由于庞大的生产线系统和营销网络, 海螺水泥销售费远远高于同类企业, 但 4 年来基本保持稳步上升, 相较于其扩张速度而言, 销售费用开支相对有优势。管理费用方面, 海螺水泥由

于持续向西南、西北进行了一系列兼并合并事宜，2011年开始管理费用出现较大增幅，但随着公司内部控制的逐渐改善，预计相应的管理费用为未来将出现好转。受益于公司相对合理的资产负债率，海螺水泥财务费用基本维持同行业中较低的水平。

图 11: 三项费用比较



资料来源：公司资料、国海证券研究所

相对全国主要的几大水泥生产企业而言，海螺水泥费用方面优势明显，三项费用的合理增长表现出了公司强劲的管理能力，使得海螺水泥在无论在市场竞争，还是行业扩张方面具备更有力的优势。

主营业务清晰，盈利能力持续向好

主营业务方面，公司 42.5 级水泥为其主要的收入来源，在销售中的占比连续 3 年上升，截止 2011 年中报，实现销售收入 122.11 亿元，占比 54.69%，增加 2.53%。32.5 级水泥实现收入 56.57 亿元，占比 25.33%，相较 2010 年同期，仅上升 0.49%，基本维持稳定。水泥熟料销售占比出现部分回调，到 2011 年中期，仅占营业收入的 19.03%，实现营业收入 42.5 亿元。

表 6: 海螺水泥主营产品:

项目名称	2011年中报		2010年中报		2009年中报	
	营业收入金额(元)	营业收入占比(%)	营业收入金额(元)	营业收入占比(%)	营业收入金额(元)	营业收入占比(%)
42.5级水泥	12,211,135,218.00	54.69	7,233,232,969.00	52.16	5,780,209,000.00	51.44
32.5级水泥	5,657,208,170.00	25.33	3,445,081,343.00	24.84	3,576,562,000.00	31.83
熟料	4,250,153,130.00	19.03	3,003,999,155.00	21.66	1,792,848,000.00	15.96

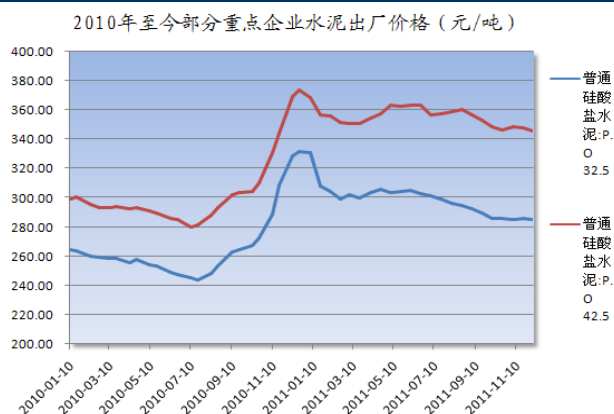
资料来源: Wind、国海证券研究所

截止2011年12月，全国重点企业水泥出厂价格 P.O 32.5 级水泥均价由6月份的305.1（元/吨）下跌至12月份的285.00（元/吨），跌幅为 6.6%，P.O 42.5 级水泥均价由363.5（元/吨）下跌至345.7（元/吨），下跌4.9%左右，跌幅相对较小。

从公司产品毛利率分析，2011 年中期熟料毛利率同比增加 18.7%。32.5 级水泥同比增加 16.55%，42.5 级水泥于去年同期相比，增加 16.98%。而同期中国重点企业水泥出厂价格 32.5 级水泥价格上涨 53.8 元/吨，涨幅 21.71%，42.5 级水价格上涨 71.4 元/吨，涨幅 25.02%；排除煤炭，人力成本上升情况，毛利润增长基本同步于市场水泥价格。

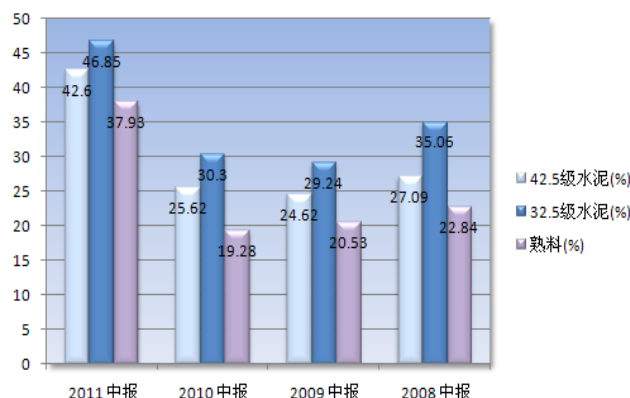
短期来看，随着国家对高铁项目投资减速，主要用于桥梁、隧道建设的高标号 42.5 级水泥需求将有所放缓，而相应的随着保障房建设的逐步开工，以及减水剂技术的逐渐升级，32.5 级水泥需求或有所增加。

图 12: 重点跟踪企业水泥出厂价格



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 13: 公司 3 大主营产品毛利率



资料来源: Wind、国海证券研究所

一般而言，新型干法企业生产标号42.5水泥的成本只比生产标号32.5水泥每吨多20-30元，但销售价格却高出50-60元。生产42.5级水泥将能更快提升公司毛利率，这也是海螺水泥主要发展42.5级高标号水泥的主要驱动因素之一。

从《水泥工业“十二五”展规划》可以看出，到2015年，42.5级以上水泥消费力争达到50%以上，而目前国家42.5及水泥消费仅占20%-30%。这是国家推进产业改革，促进建材消费升级的主要途径之一。预计未来相当长的时间内，高标号水泥的应用领域将逐渐扩大，市场需求更加旺盛。

由于生产技术壁垒相对较高，以42.5级以上水泥为主营的水泥企业抗渗透优势将逐渐显现。预计短期内高标号水泥需求放缓，但对公司盈利影响有限，以42.5级水泥为主的高标号水泥生产还将是公司未来主要发展方向，公司盈利能力还将持续向好。

公司竞争力分析

5.1 产品适用范围广泛、性能稳定：

- ◆ 道路水泥：水泥水化热低；实物质量稳定，标号富裕多；抗冻性能好；耐侵蚀性能好；和易性能及外加剂适应性好。
- ◆ 中低热水泥：抗耐磨性能好；抗干缩性能好；实物质量好，水泥本身色泽长期稳定一致；和易性能及与外加剂适用性能好。
- ◆ 抗硫酸盐水泥：抗硫酸盐侵蚀性能好；水化热低；抗渗性能好；实物质量稳定，和易性能及与外加剂适应性好。
- ◆ 无磁水泥：自身磁含量低；与外加剂适应性好；后期强度高。
- ◆ 核电站专用水泥：与外加剂适应性好；能配制高强度、高密度混凝土；可以配制高流动度混凝土。

5.2 具备国家级重点工程项目应用经验

公司的“海螺”牌水泥以品质优良，被国家质量监督检验检疫总局批准为免检产品，曾被广泛用于国家重点工程，如上海东方明珠电视塔、上海磁悬浮高速铁路（轨道梁）、南浦及杨浦大桥、浦东国际机场、厦门海沧大桥、连云港核电站以及世界最长的跨海大桥—杭州湾跨海大桥、杭宁高速、洛湛铁路、武广铁路等众多建筑项目。

除了公司的水泥质量优势以外，海螺水泥配套的混凝土研发，相关配套技术人员等也是公司获得大量国家级重点工程项目的主要因素。经过长期的高端建设需求，公司在混凝土施工，研发方面也积累也相当的经验，这样是公司核心竞争力之一。

表 7: 公司主要中标项目

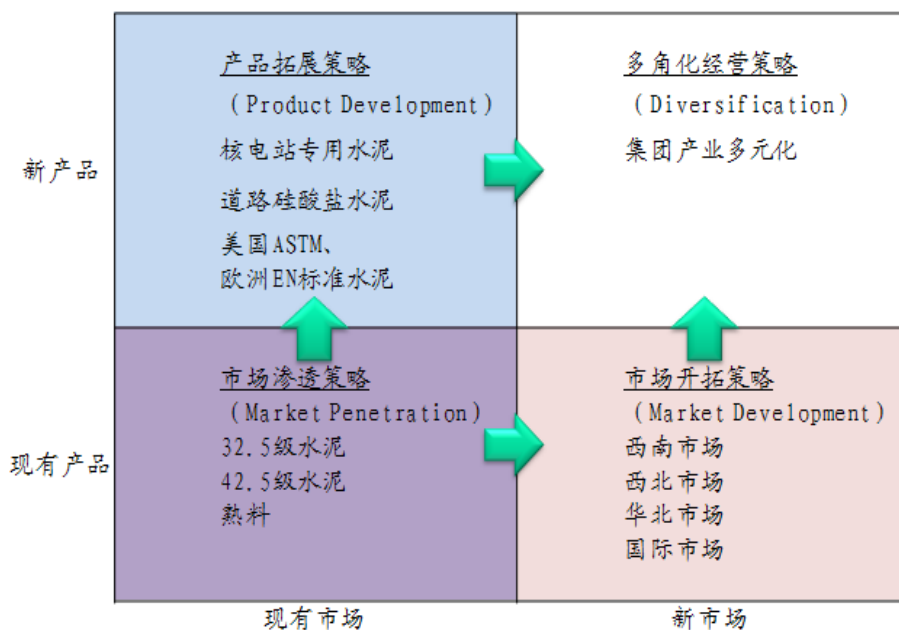
高速公路			铁路		
工程名称	工程地址	始用年限	工程名称	工程地址	始用年限
江六高速	江都、扬州、仪征	2010	厦深铁路	深圳市龙岗	2010
长江西路越江隧道新建工程	上海市	2009	沪昆高铁	江西、湖南	2010
崇明至启东长江公路通道工程	上海市崇明县	2009	宁杭客运专线工程	南京—马鞍山	2010
林海公路(A20-A30公路)新建工程	上海市	2009	杭甬客运专线工程	浙江宁波	2010
S6公路	上海市	2010	宁波铁路枢纽宁波站改建工程	浙江宁波	2010
台州市椒江二桥	浙江台州市椒江区	2010	宁启复线	扬州东至海安	2010
104国道改建工程路桥段	浙江台州路桥区	2010	合福铁路	黄山-绩溪-芜湖-铜陵	2010
75省道南延工程	浙江台州温岭市	2011	穗莞深城际轨道	东莞虎门、长安	2010
76省道复线	浙江台州	2011	上饶车站改扩建工程	江西上饶	2010
玉铁高速(4、5标段)	广西玉林	2012	南广高铁梧州段(NO.1标)	广西藤县	2011
基建			广珠铁路	广州江高-佛山丹灶-江门鹤山-珠海	2011
			南广铁路	广东云浮	2011
浦东世博园	上海	2005	宁安城际铁路	南京-马鞍山-芜湖-铜陵-安庆	2011
上海崇明越江隧道	上海	2006	合福铁路(安徽境内南陵段)	安徽芜湖南陵	2011
上海国际环球金融中心	上海	2006	贵广南广连接线	佛山、肇庆	2011
紫峰大厦(88层)	江苏南京	2006	宁启铁路复线工程	江苏省南京市至启东	2014
南京南站	南京	2008	电站		
中交二航局南通港洋口港区人工岛工程	江苏如东	2008	乐清浙能电厂	浙江温州	2006
宁德新能源	福建省宁德市东侨经济开发区	2009	宁波北仑电厂	浙江宁波	2007
高淳杨家湾船闸工程	高淳花奔乡	2009	福清核电站	福建福清	2008
动车组检修基地	广州番禺	2011	宜兴抽水蓄能电站工程	江苏省宜兴市区西南郊	2008
广深港客运专线	深圳福田	2011	安徽繁昌响水涧电站	安徽芜湖峨桥	2011

资料来源: 公司资料、国海证券研究所

5.3 市场策略优势:

我们采用安索夫矩阵对海螺水泥目前发展策略进行研究。主要的逻辑是根据海螺水泥企业未来可能的几种发展战略进行分析,判断公司的核心竞争力以及未来可能的市场空间和新的利润增长点。

图 14: 安索夫矩阵



资料来源: 国海证券研究所

1、市场渗透——以现有的产品面对现有的顾客。以公司目前比较成熟的 42.5 和 32.5 水泥制品为主,现有普通水泥占公司总收入的 80%。从目前公司运营状况来看,积极扩大市场占有率,通过提升服务品质和销售渠道等方式,承接大型的建设项目,增加新增客户的购买量。目前华中地区市场已经基本被海螺水泥占据,从其中标的大型建设项目中看,主要以铁路,机场和高速公路为主。随着公司水泥相应在一些大型工程项目中的应用,一些建设难度大,技术要求较高的项目会逐渐偏向于海螺水泥,成为其新的增量客户。

2、市场开发——开拓新兴市场。公司目前华中,华东水泥市场基本处于饱和状态,持续的渗透策略只能通过提高服务质量和牺牲利润空间实现。因此,积极扩展新兴市场,成为海螺水泥未来主要的发展方向 and 优势所在。公司自 2008 年开始,积极向西南,西北进行扩展,先后在山东、四川、成都,甘肃、陕西、云南,贵州建立子公司,新建生产线 10 余条。利用其成熟的技术和雄厚的资金实力,逐渐将熟料生产基地向内陆欠发达地区转移,开拓新市场。分析认为,在目前经济形势下,以高铁为主要需求的固定投资增速减缓,对中东部水泥影响较大,而“十二五”期间 1.8 万亿水利建设投资,主要集中于西南和南部地区,对水泥及熟料的需求有所放大。预计 2012 年水利建设投资 4400-4600 亿元。届时西南,西北新兴市场的开发,将成为未来海螺水泥主要战略投资方向,也是未来公司新的利润增长点之一。

3、产品延伸——推出新产品给现有顾客，采取产品延伸的策略，利用现有的顾客关系来借力使力。海螺水泥基本覆盖了水泥全系列产品，目前针对特殊用途的特性水泥有抗硫酸盐水泥、中热硅酸盐水泥、低热矿渣硅酸盐水泥、道路硅酸盐水泥、油井水泥、无磁水泥、核电站专用水泥、白色水泥等。此外，配合公司出口战略，按美国 ASTM 标准生产 I-II 型水泥、II-V 型水泥和欧洲 EN-197 标准生产的 P I -52.5N、P II -42.5R、P II -42.5N 水泥等多标准进行水泥生产。公司可同时根据不同客户需求，开发研制特种水泥，为不同需求层次客户提供产品技术支持。

4、多角化经营——提供新产品给新市场。目前海螺水泥业务还是以水泥熟料销售为主，伴随着部分混凝土研究和销售业务。集团产业多元化是目前可行的多元化经营之一，其大股东海螺集团目前是国内第一的建材生产企业，企业通过收购、兼并相关建材行业的企业，通过行业投资，把业务扩展到其上下游行业中去。

盈利预测

我们维持对海螺水泥未来产能以及盈利状况的预测，由于行业产能过剩以及房地产调控政策的持续深入，水泥需求量增长缓慢。水泥行业自 2010 年以来的超常规增长现象很难再次出现，行业整体将会以利润空间缓慢逐步减少形势发展。

表 8：海螺水泥产能基本假设：

熟料产能（亿吨）		2011 1.39		2012 1.76		2013 1.82	
	产品占比	熟料（亿吨）	水泥（亿吨）	熟料（亿吨）	水泥（亿吨）	熟料（亿吨）	水泥（亿吨）
42.5	55%	0.76	0.988	0.968	1.2584	1.01	1.313
32.5	25%	0.35	0.7	0.44	0.88	0.45	0.9
熟料	20%	0.28	0.28	0.352	0.352	0.36	0.36
合计		1.39	1.968	1.76	2.4904	1.82	2.573

资料来源：Wind、国海证券研究所

我们预计公司 2011/12/13 年实现熟料生产 1.39/1.76/1.82 亿吨，按照目前公司产品结构占比计算，实现水泥熟料销量 1.97/2.49/2.57 亿吨。预计实现营业收入 580.63/685.94/748.54 亿元，对应毛利率分别为 38%/37%/37%。实现每股收益 2.65/2.80/2.93 元。

绝对估值与相对估值

7.1 FCFF 法估值：

首先采用三阶段 FCFF 模型对公司进行绝对估值。由于公司所属水泥行业，属于基础性周期行业，借鉴国际市场经验以及估值方式，采用 FCFF 模型较能完整的给予公司估值。

在估值模型对自由现金流的预测中，我们将自 2011 年起的 3 年（2011 年~2013 年）作为精确预测期，2013 年之后的 10 年作为粗略预测期，2023 年以后作为永续增长预测期。假设前三年 FCF 增长率与实际盈利预测值一致，后十年为 8.70%，一般而言，假定公司的永续增长率稍大于整个宏观经济 GDP 或所在行业的增长率，中国公司在稳定增长阶段的永续增长率的取值范围为 3%-5%，我们假设海螺水泥永续 FCF 增长率为 3.4%。

表 9: FCFF 法估值

FCFF估值模型					
测算年度	2011				
Assum					
贝塔 β	1.32	股权资本成本Ke	18.8%	适用税率	21.3%
无风险利率	3%	债务成本Kd	3.6%		
市场预期收益率	9.80%	债务比率D/ (D+E)	19%	WACC值	15.9%
第一阶段					
	2011E	2012E	2013E	SubTotal PV 37439.10	
EBIT	18254.09	19889.17	21049.84		
息税后利润NOPLAT	14358.47	15644.60	16557.57		
折旧与摊销	1914.38	2282.00	2224.16		
营业现金毛流量	16272.85	17926.60	18781.73		
追加营运资本	-4138.67	8560.60	11735.26		
资本支出	-6112.41	1843.21	1251.05		
减值准备	40.42	40.42	40.42		
FCF	26564.35	7563.22	5835.84		
APV	26564.35	6527.63	4347.12		
第二阶段					
期初FCF	5835.84	中期年限	10	SubTotal PV 37131.74	
FCF增长率	8.70%	实际增长率	-6.18%		
永续阶段					
期初FCF	10464.31			SubTotal PV 16878.65	
FCF增长率	3%	实际增长率	-10.93%		
Total PV 91449.49					
发行在外股份数	5298.87	备注			
每股价值	17.26	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值			
		发行在外股份数为公司总股本, 包含B股、H股及其他海外股			

资料来源: 国海证券研究所

根据自由现金流折现法 (FCFF) 的估值模型, 从历史数据测算得到, 海螺水泥 1.32 的贝塔值, 15.9% 的 WACC 和 3.4% 的永续增长率, FCFF 估值模型计算出的海螺水泥的合理估值为 17.26 元/股, 公司目前 A 股价格为 15.48 元/股, 略微低估。

7. 2 DDM 法估值

采用三阶段 DDM 估值模型, 同样我们将自 2011 年起的 3 年 (2011 年~2013 年) 作为精确预测期, 2013 年之后的 10 年作为粗略预测期, 2023 年以后作为永续增长预测期。

采用 DDM 法估值的原因:

- (1) 公司为国内最大的水泥市场企业之一, 主要水泥产品增长稳定, 是一家较为管理完善, 处于相对垄断环境中的上市公司, 业绩长期大幅增长的可能性很小, 但公司是水泥细分行业中的龙头, 有一定的品牌优势, 国家固定资产投资与公司业绩相关性较为明显, 获得相对稳定的长期增长率是可能的。
- (2) 股息分红比较规律, 由于公司发展相对稳定, 在未来水泥相对饱和的市场环境下, 公司利润主要体现在对股东的回馈上面。根据测算,

并剔除融资影响，近几年公司平均股息率大约在 21%左右。基本符合永续增长模型的使用条件。

表 10: DDM 法估值

DDM估值模型							
测算年度	2011	人民币百万元					
	年数	利润增长	股息率	备注			
第一阶段	3		21%	净利润增长采用盈利预测结果			
第二阶段	10	10%	26%				
永续阶段		3%	35%				
折现率							
无风险收益率	3.0%						
风险溢价	6.8%						
β系数	1.32						
风险折现率	11.98%						
三阶段模型							
第一阶段	2011	2012	2013				
净利润	14021.67	14829.26	15547.83				
股息	2942.82	3112.32	3263.13				
折现值	2942.82	2779.45	2602.46				
小计	8324.73						
第二阶段	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利润	17071.52	18744.53	20581.49	22598.48	24813.13	27244.82	29914.81
股息	4438.60	4873.58	5351.19	5875.60	6451.41	7083.65	7777.85
折现值	3161.34	3099.90	3039.66	2980.59	2922.67	2865.88	2810.19
小计	20880.23						
永续阶段	2024	2025...					
净利润	30692.59						
股息	10742.41						
折现值	2468.75	26330.54					
小计	28799.29						
总计	58004.25						
每股(元)	10.95						

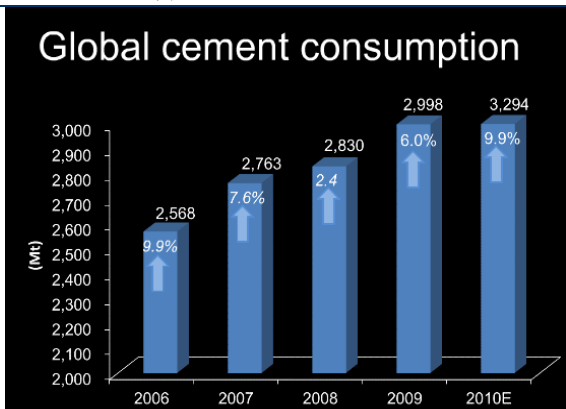
资料来源：国海证券研究所

根据 DDM 的估值模型，同样，结合历史数据计算，给予海螺水泥 1.32 的贝塔值，风险折现率 11.98%，第二阶段利润增长 10%，永续阶段 3%，计算出的海螺水泥的合理估值为 10.95 元/股，公司目前 A 股价格为 15.48 元/股。但是对于海螺水泥的估值来说，由于其周期特性较强，相比 DDM 法，FCFF 将更能贴近实际的反应公司价值，因为其现金流相对股利来说，更具有趋势性及稳定性，更易于进行预测。我们倾向于 FCFF 模型的 17.26 元/股的估值。

7.3 相对估值

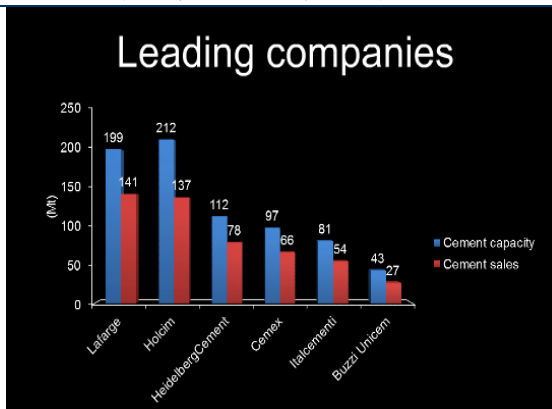
国际水泥企业比较，全球最大水泥市场企业拉法基 (Lafarge) 2010 年实现年产能 1.99 亿吨，全球水泥销售量 1.41 亿吨，销售收入 158.84 亿欧元；排名第二的 Holcim (霍尔希姆) 则以 1.37 亿吨的水泥销售量和 156.91 亿欧元的营业额位居第二，但 Holcim 已经在全世界水泥产能领域取得了领先地位，其年产能达到了 2.12 亿吨，比拉法基高出 1100 万吨。海德堡水泥 (HeidelbergCement) 依然名列第三 (见图 16)。

图 15: 国际水泥消费量



资料来源: 《Global Cement Report》

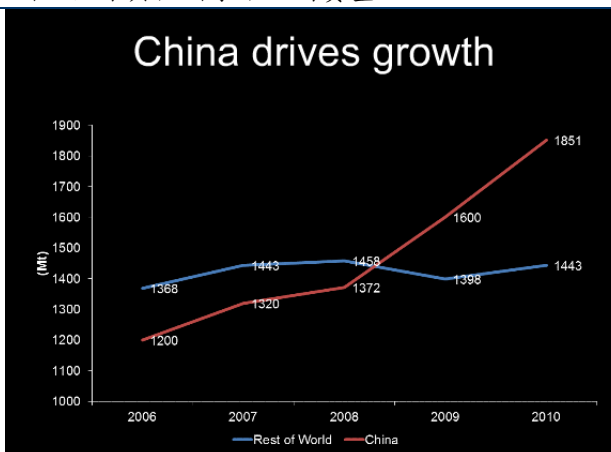
图 16: 2010 年世界水泥企业产能排行



资料来源: 《Global Cement Report》

中国目前在全球水泥数据统计中独占鳌头, 2010 年的消费量为 18.51 亿吨, 2008 年开始在国家 4 万亿投资拉动下, 水泥消费出现大幅增长, 几乎是 2004 年水平的两倍。全球第二大消费国印度在 2010 年则消耗了 2.12 亿吨。第三大消费国美国的消耗量降至 6900 万吨。

图 17: 中国及全球其他国家水泥消费量



资料来源: 《Global Cement Report》

我们横向比较了国内外几家大型水泥企业的吨市值, P/E, P/B 情况 (表 11)。国际 3 大水泥企业市值以欧元计价, 汇率按 8.25 计算, 得出以下结论:

表 11: 国内外水泥企业吨市值, P/E, P/B 情况:

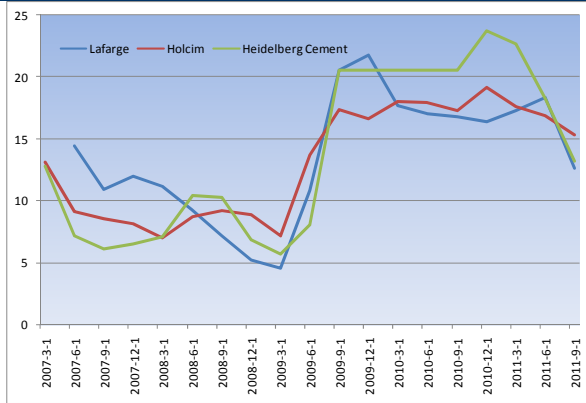
公司	市值 (2011, Q3) (EUR)	2011, Q3 产能 (吨)	2011, Q3 吨市值 (EUR)	(RMB)	2011, Q3 市盈率	2011, Q3 市净率
lafarge	7468435456.00	217000000.00	34.42	283.94	12.63	0.48
holcim	15929106432.00	215200000.00	74.02	610.67	15.31	0.96
heidelberg cement	5129062400.00	169500000.00	30.26	249.64	13.15	0.43
公司	市值 (2011, Q3) (RMB)	2011, Q3 产能 (吨)	2011, Q3 吨市值 (EUR)	(RMB)	2011, Q3 市盈率	2011, Q3 市净率
海螺水泥	80814000000.00	141594600.00	570.74	570.74	9.21	1.97
冀东水泥	20484000000.00	82880700.00	247.15	247.15	14.44	2.16
华新水泥	11916000000.00	53493900.00	222.75	222.75	13.13	1.57

资料来源: 彭博、Wind、国海证券研究所

从吨市值上看，海螺水泥为 570.74 元/吨，高出国际同等级别的 Heidelberg Cement 几乎 1 倍，Lafarge 目前对应吨市值仅为 283.94 元。国内的冀东水泥和华新水泥吨市值分别为 247.15 元和 222.75 元，接近历史低位水平。从国际水泥发展情况上看，Holcim 的吨市值最高，目前也是发展速度最快的水泥企业，总水泥产能仅次于 Lafarge，其对应吨市值也相对较高。我们认为，就目前吨市值来看，海螺水泥并不处于适合投资区间内，但海螺水泥作为全国最大，发展最迅速的水泥企业之一，发展情况类似于 Holcim，对应一定的吨市值合情合理。

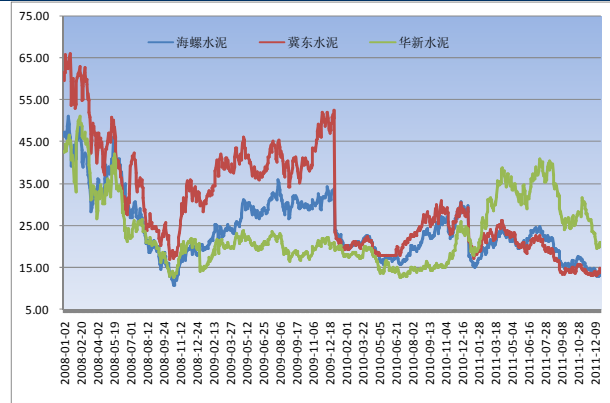
市净率方面，由于全球经济放缓，需求锐减，Lafarge 和 Heidelberg Cement 对应 P/B 已经连续 2 年在 1 以下运行，并且有逐渐减小的态势。Holcim 也从今年 3 季度开始在 0.96 左右徘徊。国内 3 家水泥企业 P/B 分别为华新水泥 1.57，海螺水泥 1.97 和冀东水泥 2.16，海螺水泥处于中间位置。

图 18: 国际水泥企业历史 P/E



资料来源: 《Global Cement Report》

图 19: 国内水泥企业历史 P/E



资料来源: 《Global Cement Report》

从 P/E 上看，受国际经济下滑，需求减少等因素影响，国际水泥企业依然处于下降通道当中，对应市盈率基本维持在 10-15 倍左右。就目前股价对应冀东水泥 2011/2012/2013 年 P/E 为 9.63/7.89/6.13 倍；华新水泥 2011/2012/2013 年 P/E 为 8.75/6.83/5.92 倍。海螺水泥 2011/2012/2013 年 P/E 为 5.85/5.53/5.28 倍（表 12）未来 2 年估值具备优势。

表 12: 国内水泥企业 2011/2012/2013 年 P/E:

股票代码	公司简称	2011年12月26日收盘价	市净率	每股收益: 元					市盈率 (P/E)				
				2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
600585	海螺水泥	15.48	1.94	2.01	1.75	2.65	2.80	2.93	7.70	8.85	5.84	5.53	5.28
000401	冀东水泥	16.18	2.07	0.81	1.20	1.68	2.05	2.64	19.94	13.48	9.63	7.89	6.13
600801	华新水泥	12.78	1.57	1.24	1.42	1.46	1.87	2.16	10.31	9.00	8.75	6.83	5.92

资料来源: Wind、国海证券研究所

评级和投资建议

由于行业产能过剩以及房地产调控政策的持续深入，国内水泥需求量增长缓慢，新增产能的释放和高企的成本压力也将继续压缩企业盈利能力。水泥行业自 2010 年以来的超常规增长现象很难再次出现，行业整体将会以利润空间缓慢逐步减少形势发展。

综合考虑 FCFE 和 DDM 的估值结果，同时参考相对估值，海螺水泥在 2011、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 2.65、2.80 和 2.93 元/股的盈利预测下，对应 2011/12/22 年市盈率仅为 5.85/5.53/5.28 倍。我们给予海螺水泥 12 个月内目标价格为 21 元，对应 2012 年和 2013 年的目标 P/E 为 7.5 倍和 7.17 倍。目前估值略低于同类型企业，且公司具备长期投资价值，集团公司增持亦有利于恢复市场信心，给予公司“增持”的投资评级。

风险因素分析

8.1 房地产固定资产投资继续低迷，影响水泥需求

从房地产需求面的情况来看，房地产固定资产投资增速已经明显放缓，包括北京、上海等 49 个大中城市部分房价出现下跌，并且有向二、三线城市蔓延的趋势。随着国家对房地产调控政策的持续深入，房地产需求继续下行，成交量继续大幅缩减，地产企业资金回笼困难，同时伴随着从紧的货币政策和信贷收缩政策，地产企业资金链条紧绷，部分中小型地产企业或出现资金链断裂的可能。

预计未来随着房价进一步走低，调控政策的持续收紧，由于资金面紧张，2012 年房地产投资增速或降至 4% 左右，房地产开发资金持续减少，对水泥的需求将大幅降低，虽然保障性安居工程部分弥补了水泥用量的需求，但整体难以掩盖房地产业进入寒冬的趋势。

8.2 市场竞争加剧，库存压力导致恶性竞争，企业毛利润或再次下降。

自 2010 年 11 月拉闸限电以来，水泥行业整体进入了“产业联盟”阶段，水泥企业间通过限产，限价等手段进行水泥价格调控，效果显著，水泥企业毛利率持续增长。

但我们分析认为，目前水泥行业整体高盈利的状态，是建立在行业产能整体过剩，企业自救的大背景下。企业间的“联盟”关系还有待理顺，随着房地产降温，水泥产能持续增长，企业库存压力还将进一步加大，产业联盟效应是否还能继续演绎，限产限价是否能够持续，也成为未来水泥产业是否维持高景气的关键性因素。

附表：三大财务报表预测

证券代码:	600585	股票价格:	15.48	投资评级:	增持	日期:	2011-12-26		
财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	每股指标与估值	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					每股指标				
ROE	17%	30%	25%	22%	EPS	1.75	2.65	2.80	2.93
毛利率	32%	38%	37%	37%	BVPS	9.91	8.70	10.91	13.23
期间费率	10%	8%	8%	10%	估值				
销售净利率	18%	24%	22%	21%	P/E	8.86	5.85	5.53	5.28
成长能力					P/B	1.56	1.78	1.42	1.17
收入增长率	38%	68%	18%	9%	P/S	1.58	1.41	1.20	1.10
利润增长率	74%	127%	6%	5%					
营运能力					利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率	0.57	0.77	0.78	0.77	营业收入	34508	58063	68594	74854
应收账款周转率	5.10	7.30	5.21	4.06	营业成本	23437	35825	43450	46948
存货周转率	9.40	7.30	5.21	4.56	营业税金及附加	163	325	384	419
偿债能力					销售费用	1546	1800	2126	2545
资产负债率	41%	38%	32%	26%	管理费用	1254	1858	2744	3892
流动比	1.01	1.17	1.97	3.18	财务费用	481	474	442	662
速动比	0.82	0.89	1.48	2.44	其他费用/(-收入)	(11)	(11)	(11)	(11)
资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	营业利润	7616	17768	19436	20376
现金及现金等价物	2736	5442	8516	9586	营业外净收支	462	590	(20)	(20)
应收款项	6770	7954	13155	18457	利润总额	8078	18358	19416	20356
存货净额	2493	4952	8407	10382	所得税费用	1724	3918	4144	4344
其他流动资产	1229	2117	3834	6427	净利润	6354	14440	15272	16012
流动资产合计	13228	20413	33889	44830	少数股东损益	183	419	443	464
固定资产	32752	38864	37021	35770	归属于母公司净利润	6171	14022	14829	15548
在建工程	3737	4725	4635	4555	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
无形资产及其他	2768	3388	3731	3792	经营活动现金流	6010	6865	7871	11909
长期股权投资	1028	1603	1603	1603	净利润	6354	14440	15272	16012
资产总计	60412	75892	87778	97449	少数股东权益	183	419	443	464
短期借款	2030	983	983	983	折旧摊销	2019	1914	2282	2224
应付款项	4005	8914	8407	5191	公允价值变动	2	2	2	2
预收帐款	763	1284	1517	1655	营运资金变动	(2548)	(9911)	(10128)	(6794)
其他流动负债	6279	6279	6279	6279	投资活动现金流	(10341)	(15033)	3463	2521
流动负债合计	13077	17460	17186	14108	资本支出	(7142)	(6112)	1843	1251
长期借款及应付债券	10971	10571	10571	10571	长期投资	(547)	(575)	0	0
其他长期负债	732	732	732	732	其他	(2)	(50)	30	0
长期负债合计	11703	11303	11303	11303	筹资活动现金流	7037	(4390)	(3112)	(3263)
负债合计	24780	28763	28489	25411	债务融资	5902	(1447)	0	0
股本	3533	5299	5299	5299	权益融资	0	0	0	0
股东权益	35632	47129	59289	72038	其它	2430	0	0	0
负债和股东权益总计	60412	75893	87778	97450	现金净增加额	2706	(12558)	8222	11166

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。