

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 16.38元

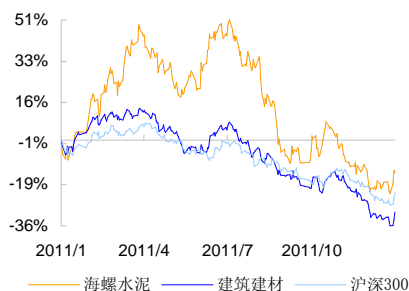
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2276.05
总股本(百万)	3999
流通股本(百万)	3999
流通市值(亿)	655
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	-0.49	-1.65	-37.92
建筑建材	-6.04	-13.05	-33.29
沪深300指数	-2.24	-5.19	-21.29



相关报告

海螺水泥-今年大局已定,明年前低后高

2011-11-10

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

600585

推荐

股价已反映未来可能的业绩下滑

公司今日预告11年归属上市公司股东净利润同比上升80%以上。

投资要点:

- 我们预计实际的增幅应该100%左右。我们了解到的4季度公司的运营情况来看,80%全年业绩的同比增幅略显偏低,实际增幅应该在100%左右,初步判断是公司选择了偏保守的业绩预告。按照11年同比增长100%测算,预计11年归属上市公司净利润约123亿元,其中四季度约为33亿元;按公司四季度4450万吨销量测算,吨净利在74元左右,与三季度基本持平,相比上半年下滑12元/吨左右。
- 价格联盟仍在维持,但在供需情况恶化的情况下并不能保证如此之高的吨净利水平。从2011年的春节开始,在华东地区不断有限产保价的措施出台,实施情况良好,但华东地区价格仍不断下行,说明价格联盟很难保证水泥行业维持今年全年的高利润状态。由于目前对价格联盟产生冲击的是小型的水泥企业,因此只有当小企业盈利较弱,降价销售对其自身损害较大时,价格才会最后保持稳定,而此时对应的小企业吨净利应该在10-15元附近。而此时海螺的盈利应该在40元/吨。
- 目前海螺的股价已经基本反映了单位盈利能力的下滑。如果我们按照吨净利40元的极限情况去计算的话,海螺2012年的净利润将在64-68亿元之间对应EPS1.2-1.28元。这种假设下,未来海螺的单位盈利将不会进一步下滑,则10-15倍的估值为其合理区间。对应股价为12-19.3元。目前股价已在此合理区间内。如果由于公司1季度业绩较差出现恐慌性下跌,则是长期建仓良机。
- 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,目前股价对应12年PE为9.48倍,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

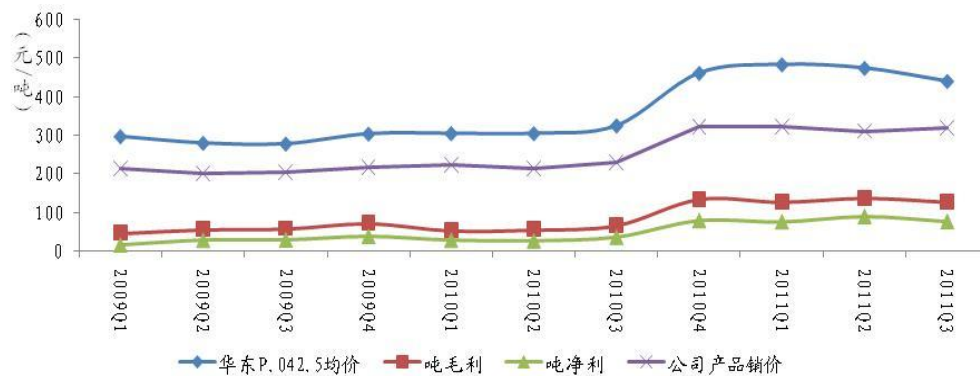
营业收入	34508	49140	50750	55100
收入同比(%)	38%	42%	3%	9%
归属母公司净利润	6171	12232	10708	11818
净利润同比(%)	74%	98%	-12%	10%
毛利率(%)	32.1%	41.1%	36.1%	36.3%
ROE(%)	17.6%	26.5%	18.8%	17.2%
每股收益(元)	1.16	2.31	2.02	2.23
P/E	16.44	8.30	9.48	8.59
P/B	2.90	2.20	1.78	1.48
EV/EBITDA	11	6	6	6

资料来源:中投证券研究所

**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	125
吨净利(元/吨)	29.5	28.0	37.3	79.9	76.4	90.3	77.5	74

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**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

**表 2 华东限产保价执行情况**

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: 水泥协会、中投证券研究所

**表 3 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 4 华东 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	2011.12-2012.2
	芜湖海螺三期 2×12000t/d 二线	372	
	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

**表 5 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	311.00	290.00	290.00
+/-	-11.05%	19.12%	23.64%	-6.75%	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**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	13228	25785	34049	41937
现金	2736	15573	23833	30885
应收账款	499	953	985	1069
其他应收款	352	305	279	279
预付账款	508	579	649	702
存货	2493	3460	3229	3493
其他流动资产	6640	4914	5075	5510
<b>非流动资产</b>	47183	50364	56327	61736
长期投资	1028	322	300	300
固定资产	32752	41300	48268	54183
无形资产	2768	2723	2683	2643
其他非流动资产	10636	6019	5076	4610
<b>资产总计</b>	60412	76149	90375	103673
<b>流动负债</b>	13077	13022	14211	15335
短期借款	2030	1500	2000	2500
应付账款	4005	5504	6163	6667
其他流动负债	7042	6019	6048	6169
<b>非流动负债</b>	11703	16004	18011	18011
长期借款	10971	15971	17971	17971
其他非流动负债	732	33	40	40
<b>负债合计</b>	24780	29027	32223	33346
少数股东权益	629	948	1270	1626
股本	3533	5299	5299	5299
资本公积	13989	12223	12223	12223
留存收益	17481	28653	39361	51178
归属母公司股东权益	35003	46175	56883	68700
<b>负债和股东权益</b>	60412	76149	90375	103673

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	6354	12551	11030	12174
净利润	2019	2366	2992	3580
折旧摊销	481	618	566	460
财务费用	-27	-20	-30	-40
投资损失	-2866	-676	696	-216
营运资金变动	49	-338	20	14
其他经营现金流	-10341	-5702	-8948	-8960
<b>投资活动现金流</b>	9267	9000	9000	9000
资本支出	-528	-3261	-22	0
长期投资	-1602	38	30	40
其他投资现金流	3447	4037	1934	40
<b>筹资活动现金流</b>	324	-530	500	500
短期借款	5578	5000	2000	0
长期借款	1766	1766	0	0
普通股增加	-1076	-1766	0	0
资本公积增加	-3145	-433	-566	-460
其他筹资现金流	-884	12838	8259	7052
<b>现金净增加额</b>	6010	14502	15274	15972

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	34508	49140	50750	55100
营业成本	23437	28966	32438	35087
营业税金及附加	163	232	239	260
营业费用	1546	2202	2274	2469
管理费用	1254	1786	1844	2003
财务费用	481	618	566	460
资产减值损失	40	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	27	20	30	40
<b>营业利润</b>	7616	15356	13418	14862
营业外收入	489	600	605	615
营业外支出	27	0	0	0
<b>利润总额</b>	8078	15956	14023	15477
所得税	1724	3405	2993	3303
<b>净利润</b>	6354	12551	11030	12174
少数股东损益	183	319	323	356
<b>归属母公司净利润</b>	6171	12232	10708	11818
<b>EBITDA</b>	10116	18340	16976	18902
<b>EPS (元)</b>	1.75	2.31	2.02	2.23

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.0%	42.4%	3.3%	8.6%
营业利润	78.8%	101.6%	-12.6%	10.8%
归属于母公司净利润	74.1%	98.2%	-12.5%	10.4%
<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

## 相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-10	海螺水泥 - 今年大局已定,明年前低后高
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

## 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, 7 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

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

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.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