

海螺水泥 (600585.SH) 水泥行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

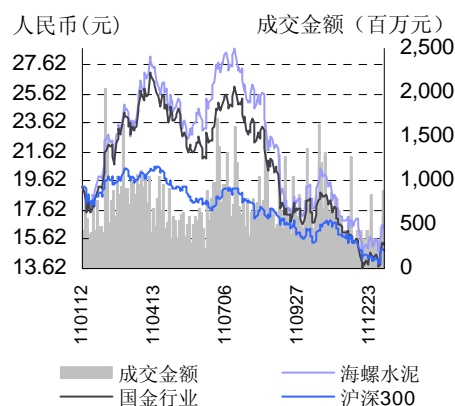
市价(人民币): 16.38元

海螺水泥 2011 年报预增公告的点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,999.70
流通港股(百万股)	1,299.60
总市值(百万元)	86,802.58
年内股价最高最低(元)	28.72/14.72
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《海螺水泥 2011 年 3 季报点评》, 2011.10.26
2. 《海螺水泥 2011 年中期业绩点评》, 2011.8.16
3. 《上半年业绩预增公告的点评》, 2011.7.15

黄诗涛

联系人
(8621)61357457
huangst@gjzq.com.cn

唐笑

分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	2.007	1.747	2.200	2.100	2.702
每股净资产(元)	16.28	9.91	8.55	10.26	12.62
每股经营性现金流(元)	3.98	1.70	2.23	2.60	3.20
市盈率(倍)	24.85	16.99	7.14	7.92	6.06
行业优化市盈率(倍)	51.00	43.22	37.61	37.61	37.61
净利润增长率(%)	35.96%	74.12%	96.85%	-9.86%	30.74%
净资产收益率(%)	12.32%	17.63%	26.82%	20.13%	21.42%
总股本(百万股)	1,766.43	3,532.87	5,299.30	5,299.30	5,299.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 海螺水泥于 2012 年 1 月 11 日公布年报预增公告, 2011 年度归属于上市公司股东的净利润同比上升 80% 以上; 以期末股本计算的每股盈利为 2.10 元以上, 略低于预期。

经营分析

- **4 季度旺季不旺, 吨毛利有所下降, 单季净利润负增长:** 下半年开始, 受到宏观持续紧缩的影响, 旺季不旺。加之新增产能持续投放, 水泥价格出现持续下跌, 公司吨毛利随之下滑, 12 月份吨毛利预计下滑至 105 元/吨左右, 4 季度单季净利润出现负增长。行业协同有效地阻止了水泥价格大幅下滑, 全年水泥价格同比涨幅仍较大, 推动了业绩同比大幅增长。公司全年销量预计是 1.57 亿吨, 略低于年初预期, 同比增长 14.6%。
- **2012 年上半年水泥价格波动不大, 行业净利润增速的低点可能在 2 季度出现:** 保障房、水利、铁路建设等投资规划没有太多的亮点, 房地产持续调控, 地方政府的钱袋子也不殷实。现在经济仍在缓慢下滑, 国金宏观组预计经济在 2 季度见底。2011 年全国预计新增熟料产能 1.8~1.9 亿吨, 这些产能压力也将在上半年体现。我们认为上半年水泥价格在行业协同下将保持稳定, 较 2011 年上半年水泥价格仍有较大降幅, 水泥行业净利润增速的低点可能在二季度出现。
- **2012 年产能仍有增长:** 2011 年下半年公司仍有 8 条生产线, 合计 2000 万吨熟料产能, 3 季度又收购了广西四合水泥 80% 股权、陕西众喜水泥 100% 股权, 增加 720 万吨熟料产能。不考虑新的收购, 2012 年公司熟料产能预计将达到 1.5 亿吨左右。
- **在供给受限的情况下, 估值已有较大安全边际:** 若以“930 号文”出台前 2008 年每吨盈利 25 元来计算, 2012 年动态估值为 20 倍。水泥“十二五”规划仍然严格限制新批产能, 我们认为吨净利 25 元已经是非常悲观的情况, 目前的估值已经具有较大安全边际。

投资建议

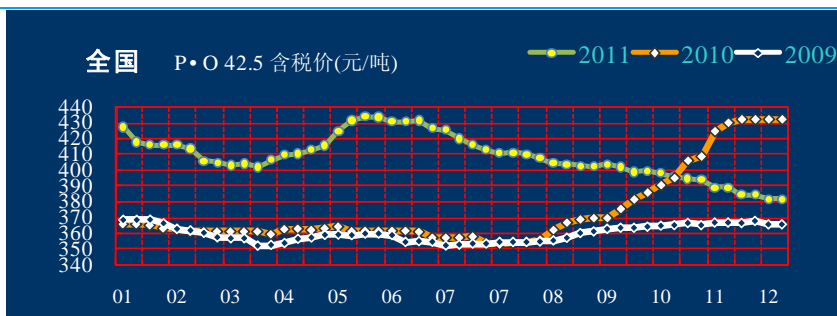
- 水泥股经过大幅下跌之后, 估值已经隐含了 2012 年业绩大幅下滑的预期, 已经具有较大的安全边际。但右侧机会还需等待需求预期或流动性大幅好转的信号。
- 我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 2.20、2.10、2.70 元/股, 对应 PE 分别为 7、8、6 倍。给予“买入”评级。

经营分析

4 季度旺季不旺，吨毛利有所下降，单季净利润负增长

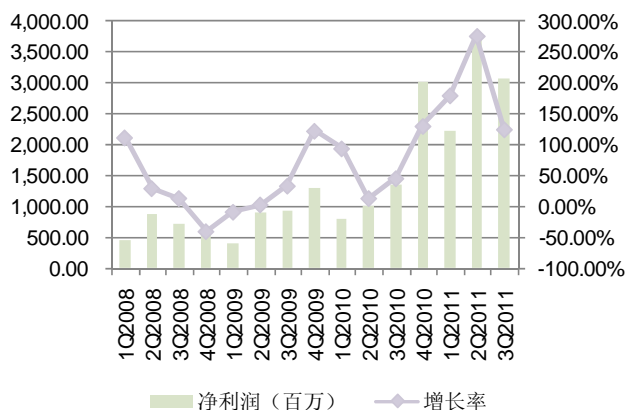
- 下半年开始，受到宏观持续紧缩的影响，旺季不旺。加之新增产能持续投放，水泥价格出现持续下跌，公司吨毛利随之下滑，12 月份吨毛利预计下滑至 105 元/吨左右，4 季度单季净利润出现负增长。
- 行业协同有效地阻止了水泥价格大幅下滑，全年水泥价格同比涨幅仍较大，推动了业绩同比大幅增长。公司全年销量预计是 1.57 亿吨，略低于年初预期，同比增长 14.6%。

图表 1 : 全国水泥价格走势



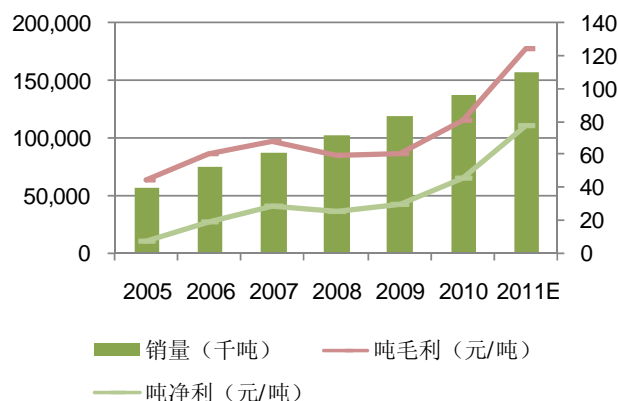
来源：数字水泥、国金证券研究所

图表 1 : 单季净利润及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2 : 历年吨毛利、吨净利情况



2012 年上半年水泥价格波动不大，行业净利润增速的低点可能在 2 季度出现

- 保障房、水利、铁路建设等投资规划没有太多的亮点，房地产持续调控，地方政府的钱袋子也不殷实。现在经济仍在缓慢下滑，国金宏观组预计经济在 2 季度见底。
- 2011 年全国预计新增熟料产能 1.8~1.9 亿吨，这些产能压力也将在上半年体现。我们认为上半年水泥价格在行业协同下将保持稳定，较 2011 年上半年水泥价格仍有较大降幅，水泥行业净利润增速的低点可能在二季度出现。

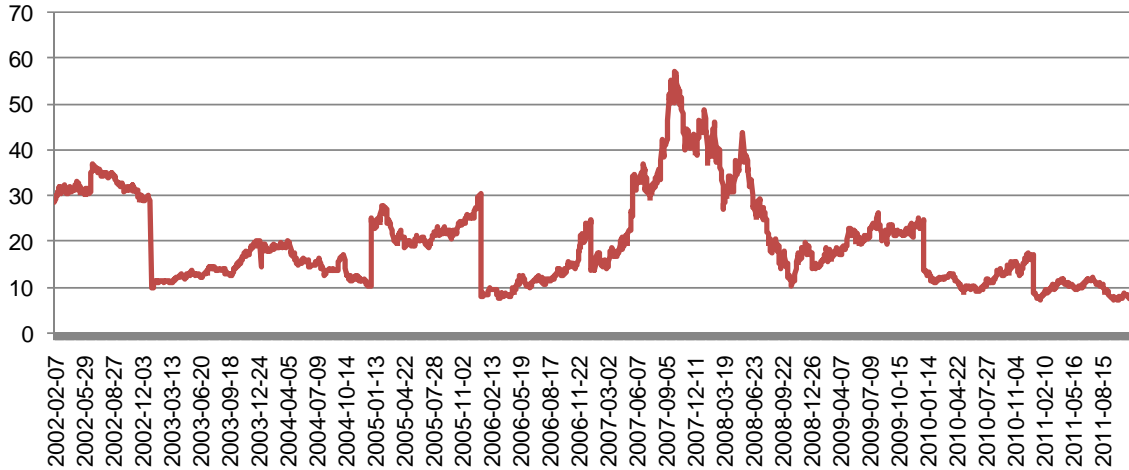
2012 年产能仍有增长

- 2011 年下半年公司仍有 8 条生产线，合计 2000 万吨熟料产能在建，3 季度又收购了广西四合水泥 80% 股权、陕西众喜水泥 100% 股权，增加 720 万吨熟料产能。即使不考虑新的收购，2012 年公司熟料产能预计将达到 1.5 亿吨左右。

在供给受限的情况下，估值已有较大安全边际

- 若以“930号文”出台前2008年每吨盈利25元来计算，2012年动态估值为20倍。水泥“十二五”规划仍然严格限制新批产能，我们认为吨净利25元已经是非常悲观的情况，目前的估值已经具有较大安全边际。

图表3 : 海螺水泥PE走势



来源：公司公告、国金证券研究所

投资建议

- 水泥股经过大幅下跌之后，估值已经隐含了2012年业绩大幅下滑的预期，已经具有较大的安全边际。但右侧机会还需等待需求预期或流动性大幅好转的信号。
- 我们预计公司2011~2013年EPS分别为2.20、2.10、2.70元/股，对应PE分别为7、8、6倍。给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济未能在2季度见底回升，原燃料价格大幅上涨。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	18	61
买入	0	1	4	9	16
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.45	1.41	1.29

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-17	买入	13.29	N/A
2 2010-10-26	买入	17.82	40.00 ~ 40.00
3 2010-12-22	买入	19.73	51.00 ~ 51.00
4 2011-01-11	买入	19.42	N/A
5 2011-04-05	买入	26.66	N/A
6 2011-07-15	买入	28.72	N/A
7 2011-08-16	买入	25.76	N/A
8 2011-10-26	买入	19.56	N/A

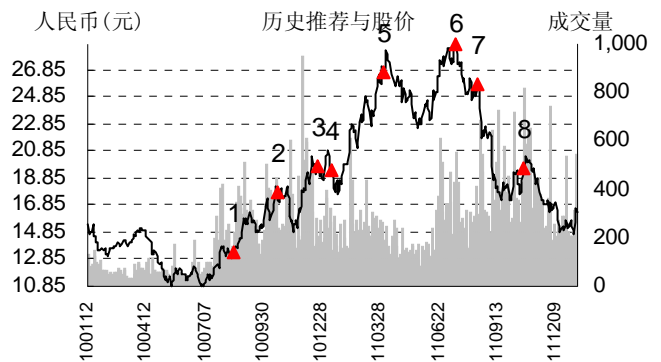
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B