

证券研究报告—动态报告

建筑建材

建材

海螺水泥(600585)

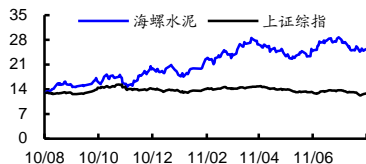
推荐

半年报点评

(维持评级)

2011年08月16日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总/流股本 (百万股)	5,299.3/3,999.7
总/流市值 (百万元)	135,079/135,079
沪深 300/深圳成指	2,626.77/11,767.74
12个月最高/最低 (元)	42.83/19.45

相关研究报告:

《海螺水泥-600585-骄人业绩仍将延续》——2011-5-3

《海螺水泥半年报点评: 增长乏力源于区域市场需求不振》——2009-8-20

《海螺水泥: 需求放缓 成本上升 考验公司的抗压能力》——2008-9-2

《海螺水泥: 能源成本吞噬利润 关注长期价值》——2008-8-18

证券分析师: 郑东

电话: 010-66025270

E-mail: zhengdong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120023

联系人: 马彦

电话: 010-88005304

E-mail: mayan@guosen.com.cn

半年报点评

量价齐升助业绩持续提升

●上半年实现 EPS1.13 元, 同比增长 233.62%

公司 2011 年上半年营业收入达 223.27 亿元, 同比增长 61.00%, 归属于上市公司股东的净利润为 59.94 亿元, EPS 为 1.13 元, 同比上涨约 233.62%。

●量价齐升推高公司业绩

2011 年上半年公司水泥熟料综合售价为 312 元/吨, 较去年同期提升 41.39%, 其中今年二季度的综合售价约为 314 元/吨, 较业已维持在高位的一季度售价仍提高 4 元/吨。上半年公司水泥和熟料销量为 7084 万吨, 同比增长 12.80%; 新增熟料产能 1080 万吨, 熟料产能达到 1.408 亿吨。依靠新建和收购生产线, 公司下半年的产能仍将增加, 今年投产和在建的生产线熟料产能约为 3363.5 万吨。

●吨毛利不断攀升, 三项费用率不断改善

公司上半年吨毛利 133.58 元/吨, 同比提升 139.77%, 其中, 二季度吨毛利 136 元/吨, 较今年一季度提升 6 元/吨。吨毛利提升主要来自于价格大幅上涨。公司三项费用占比均有所降低, 合计占主营业务收入比重 8.07%, 同比下降 2.07 个百分点, 主要得益于产能规模提升和售价上涨。

●行业景气度将不断提高, 龙头企业获益大

我们预计 2011 年水泥行业供给略大于需求, 12 年旺季供需基本平衡, 13 年旺季出现短期供不应求。行业景气度改善将极大利好生产线遍布全国的龙头企业。公司未来价格和销量将持续增长。

●风险提示

经济大幅放缓可能导致需求不足, 煤价大幅提升, 新建生产线审批放开。

●上调 11 年 EPS 4%, 给予“推荐”评级

我们预计公司 2011 年的 EPS 将达 2.47 元/股, 目前 2011 年动态 PE 为 10.32 倍, 我们认为给予 2011 年 15-20 倍 PE 估值不过分, 维持“推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	24,998.01	34,508.28	51,810	64,292	74,430
(+/-%)	3.18%	38.04%	50.1%	24.1%	15.8%
净利润(百万元)	3,544.37	6,171.40	13115	15997	19385
(+/-%)	35.96%	74.12%	112.5%	22.0%	21.2%
每股收益(元)	2.01	1.75	2.47	3.02	3.66
EBIT Margin	19.71%	24.90%	35.3%	34.3%	35.4%
净资产收益率 (ROE)	12.32%	17.63%	28.8%	28.2%	27.6%
市盈率 (PE)	12.70	14.59	10.3	8.4	7.0
EV/EBITDA	7.92	9.71	7.6	6.4	5.5
市净率 (PB)	1.57	2.57	2.97	2.38	1.92

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

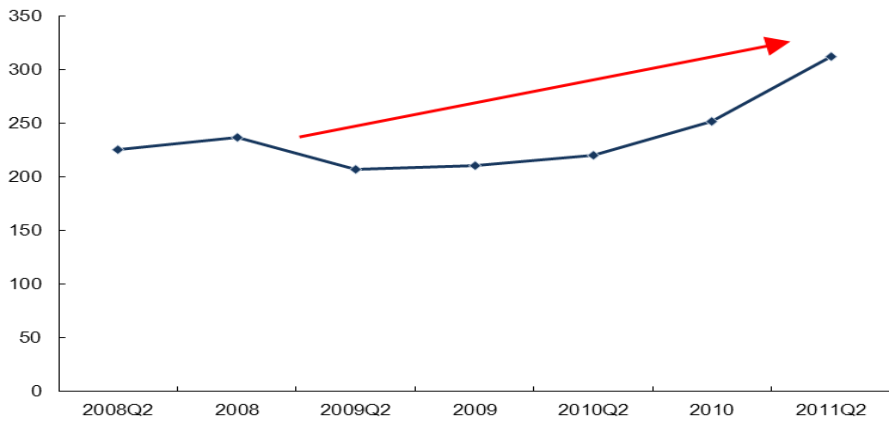
量价齐升推高公司业绩

公司 2011 年上半年营业收入达 223.27 亿元，同比增长 61.00%，归属于上市公司股东的净利润为 59.94 亿元，EPS 为 1.13 元，同比上涨约 233.62%。

市场景气度提升带来综合售价同比增长 41.39%

2011 年上半年公司水泥熟料的综合售价为 312 元/吨，较去年同期提升 41.39%，其中今年二季度的综合售价约为 314 元/吨，较业已维持在高位的一季度售价仍提高 4 元/吨。

图 1：近三年公司综合售价走势（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销量增长主要来源于产能扩张

上半年公司水泥和熟料销量为 7084 万吨，同比增长 12.80%；新增熟料产能 1080 万吨，熟料产能达到 1.408 亿吨。依靠新建和收购生产线，公司下半年的产能仍将增加，今年投产和在建的生产线熟料产能约为 3363.5 万吨。

表 1: 公司今年已投产以及在在建生产线列表

地区	企业	生产线规模 (t/d)	熟料产能 (万吨)	投产时间
陕西	礼泉海螺	2*5000	310	2011.1/4
重庆	重庆海螺	5000	155	2011.4
湖南	永州祁阳海螺	5000	155	2011.6
甘肃	平凉海螺	5000	155	2011.6
四川	达州海螺	5000	155	2011.5
	广元海螺	5000	155	2011.7
	全椒海螺	5000	155	
安徽	铜陵海螺	12000	72	
	荻港海螺	2*12000	744	
	池州海螺	2*5000	310	在建
	宿州海螺	5000	155	
浙江	建德海螺	5000	155	
广东	清新海螺	500	155	
广西	兴业海螺	5000	155	
云南	龙陵汇合	2500	77.5	
合计			3363.5	

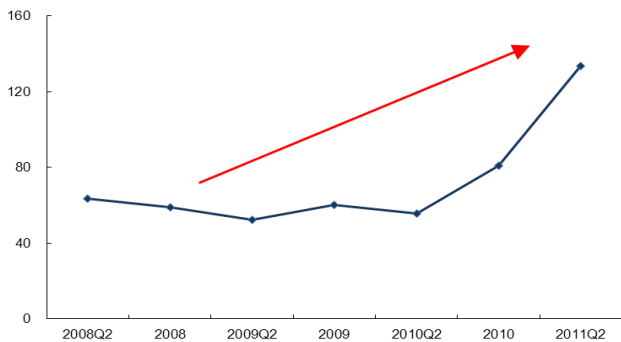
资料来源: 公司公告, 数字水泥, 国信证券经济研究所整理

吨毛利不断攀升, 三项费用率不断改善

公司上半年的吨毛利为 133.58 元/吨, 较去年同期提升 139.77%, 其中, 二季度的吨毛利为 136 元/吨, 较今年一季度环比提升 6 元/吨。吨毛利的提升主要来自于价格的大幅上涨。

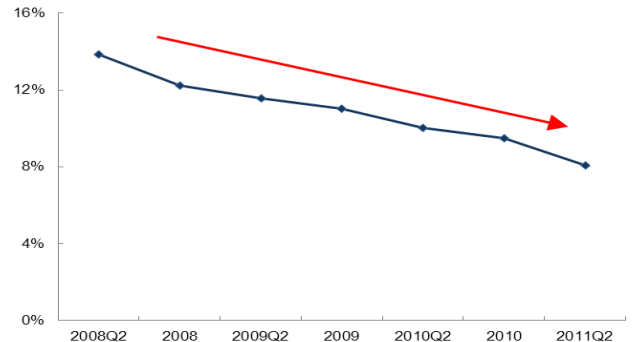
公司三项费用(销售费用、管理费用、财务费用)均有所降低, 合计占主营业务收入的比重为 8.07%, 同比下降 2.07 个百分点, 主要得益于产能规模的提升和售价的上涨。

图 2: 公司近三年吨毛利走势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司近三年三项费用占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业景气度将不断提高, 龙头企业获益大

自从“国发 38 号文”公布实施以来, 新建生产线的审批得到有效的控制, 新

增产数量经历 2010 和 2011 年的集中建设后，未来将出现下降；在节能减排的压力下，政府淘汰落后产能的决心越来越大，落后产能的淘汰工作将于十二五期间完成，将有力抑制水泥产能的增长；未来随着水泥需求的稳定增长，水泥行业的供需关系将逐步得到改善，可能会出现少量的供不应求局面。

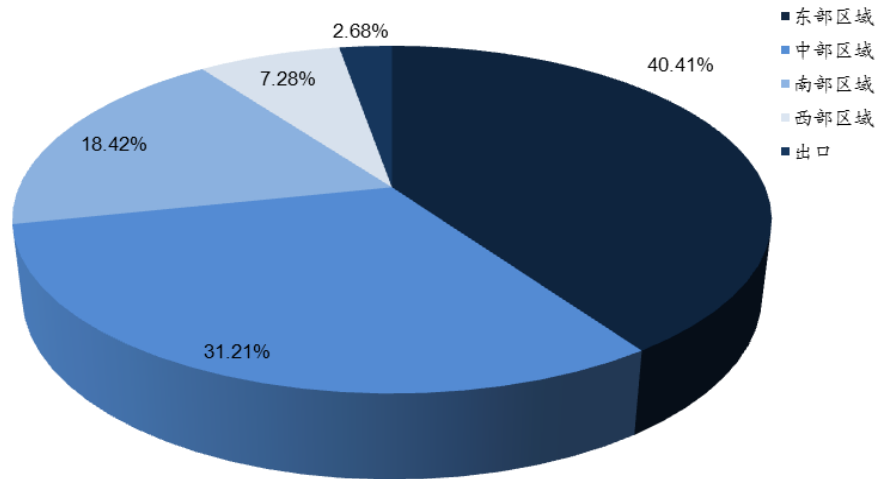
表 2: 未来三年行业供需关系预测

(单位: 亿吨)	水泥需求	水泥供给	供需状况
2011 年	20.46	23.66	供给略大于需求
2012 年	22.24	23.31	旺季时供需基本平衡，淡季会有少量供给过剩
2013 年	23.35	23.31	供需平衡，但是在旺季会出现短暂的供不应求

资料来源: 数字水泥, 国信证券经济研究所整理

作为行业龙头企业的海螺水泥，生产线遍布全国近 20 个省份，将全面享受行业景气度提升带来的利好。

图 4: 2011 年中期各区域销售金额占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

预期未来综合售价仍将持续上涨，我们假设 2011 年的综合售价为 314 元/吨，2012 年和 2013 年的综合售价分别为 330 元/吨、346 元/吨。由于新建生产线尚未放开，预计未来公司产能增长将主要来自于目前在建线的建成投产、收购、以及海外扩张。我们假设公司 2011、2012、2013 年的销量为 1.65、1.95、2.15 亿吨。

上调 11 年 EPS4%，给予“推荐”评级

根据我们的假设，公司 2011 年的 EPS 将达 2.47 元，比原先预测的 2.37 元提高 4%。2011 年 8 月 15 日的收盘价为 25.49 元，则公司 2011 年的 PE 为 10.32 倍，较我们认为合理的 15-20 倍 PE 仍有较大空间，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2736	12644	21111	33769
应收款项	6770	8517	10622	13045
存货净额	2493	2150	2575	3445
其他流动资产	1228	1865	2324	2672
流动资产合计	13228	25179	36635	52935
固定资产	39426	46929	50810	51371
无形资产及其他	2768	2700	2632	2563
投资性房地产	3962	3962	3962	3962
长期股权投资	1028	1031	1033	1036
				11186
资产总计	60412	79801	95072	7
短期借款及交易性金融负债	3251	4084	3845	3727
应付款项	4005	4838	6816	7221
其他流动负债	5821	2966	4514	6572
流动负债合计	13077	11888	15175	17519
长期借款及应付债券	10971	20434	20434	20434
其他长期负债	732	952	1251	1541
长期负债合计	11703	21386	21685	21975
负债合计	24780	33274	36859	39494
少数股东权益	629	913	1266	1703
股东权益	35003	45495	56693	70263
				11146
负债和股东权益总计	60412	79682	94818	0

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.75	2.47	3.02	3.66
每股红利	0.37	0.49	0.91	1.10
每股净资产	9.91	8.59	10.70	13.26
ROIC	15%	26%	27%	32%
ROE	18%	29%	28%	28%
毛利率	32%	43%	43%	43%
EBIT Margin	23%	35%	34%	35%
EBITDA Margin	29%	43%	42%	42%
收入增长	38%	50%	24%	16%
净利润增长率	74%	113%	22%	21%
资产负债率	42%	43%	40%	37%
息率	1.4%	2.9%	5.3%	6.5%
P/E	14.6	10.3	8.4	7.0
P/B	2.6	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	11.3	7.6	6.4	5.5

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	34508	51810	64292	74430
营业成本	23437	29700	36680	42059
营业税金及附加	163	259	323	366
销售费用	1546	1865	2949	3143
管理费用	1254	1701	2272	2547
财务费用	481	834	866	591
投资收益	27	33	26	29
资产减值及公允价值变动	(39)	(10)	(9)	(8)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	7616	17474	21219	25744
营业外净收支	462	312	330	368
利润总额	8078	17786	21549	26113
所得税费用	1724	4269	5064	6137
少数股东损益	183	403	488	591
归属于母公司净利润	6171	13115	15997	19385

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	6171	13115	15997	19385
资产减值准备	38	4	4	1
折旧摊销	2019	3866	4662	5156
公允价值变动损失	39	10	9	8
财务费用	481	834	866	591
营运资本变动	(3088)	(3839)	840	(887)
其它	145	399	484	590
经营活动现金流	5325	13555	21996	24254
资本开支	(9414)	(11316)	(8487)	(5658)
其它投资现金流	(2)	(1)	(1)	(0)
投资活动现金流	(9962)	(11320)	(8490)	(5662)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	5578	9463	0	0
支付股利、利息	(1295)	(2623)	(4799)	(5816)
其它融资现金流	(4819)	833	(239)	(118)
融资活动现金流	3746	7673	(5039)	(5934)
现金净变动	(891)	9908	8467	12659
货币资金的期初余额	3627	2736	12644	21111
货币资金的期末余额	2736	12644	21111	33769
企业自由现金流	(4104)	2608	13897	18742
权益自由现金流	(3345)	12270	12995	18172

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张骏	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn