

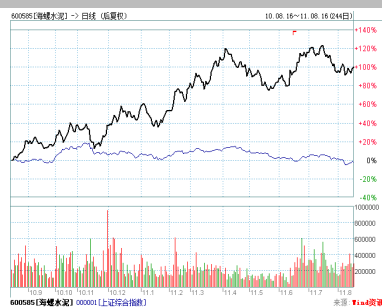
投资评级：

推荐（首次）

基本资料：

当前股价(元)	25.5
总股本(百万)	5299
流通股(百万)	5299
EPS(ttm)	1.9566
每股净资产(元)	7.6
资产负债率	45.59%

公司走势图



研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340510120001

联系电话：010-68858133

Email: zhangpeng@cnpsec.com

毛利大幅提高推动业绩高增长

——海螺水泥（600585）2011年中报点评

公司公布 2011 年中报，报告期内公司实现营业收入 221.18 亿元，同比增长 61.66%；归属于上市公司股东净利润 59.94 亿元，同比增长 233.62%；基本每股收益 1.13 元。

- **量价齐升推动毛利大幅提高。**公司报告期内共实现水泥和熟料合计净销量 7084 万吨，同比增长 12.8%，单位售价 315.18 元，较 2010 年同期提高 42.72%。其中东部、中部地区由于供求关系改善以及受益于拉闸限电，产品销价同比上升幅度较大，销售金额分别同比增长 73.46% 和 84.98%；西部区域的礼泉海螺、重庆海螺等项目陆续投产，销量大幅增加，销售金额同比大幅增长 225.49%；南部区域表现相对较差，销售金额同比仅增长 21.37%。报告期末公司东部、中部、南部和西部区域的营收占比分别为 37.67%、27.27%、24.54% 和 3.61%，东部地区仍然占据龙头地位，西部地区占比提高较快。
- **新生产线建成，水泥销量占比提升。**报告期内，公司稳步推进工程项目建设，规划内的礼泉海螺、重庆海螺、平凉海螺等 6 条 5,000t/d 熟料生产线，以及礼泉海螺、淮南海螺、济宁海螺等 10 台水泥磨陆续建成投产，新增熟料产能 1,080 万吨、水泥产能 1,100 万吨。公司因 10 套粉磨生产系统建成投产，熟料使用量增加，使得对外销售熟料量减少，熟料销售金额比重同比下降了 2.74 个百分点达 19.21%；同时，42.5 级水泥的销售金额占比提升 2.34 个百分点。
- **费用率小幅下降。**报告期内公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别达 3.62%、3.17% 和 1.28%，分别较 2010 年同期下降 1.58 个百分点、0.07 个百分点和 0.42 个百分点。公司费用率的下降得益于产能规模的进一步提高和销价的提升，同时，公司治理一向严谨，报告期内严格按照财务预算进行费用管理，取得了良好效果。
- **下半年水泥行业向好。**1、一般 9 月份是水泥需求旺季，目前水泥价格虽然有小幅度调整，但整体幅度不大，后续旺季依然看涨。2、根据住建部公告，保障房目前已经开工 72%，可以预期下半年对水泥的需求依然旺盛。
- **盈利预测：**我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 496 亿元、645 亿元和 853 亿元，归属上市公司股东净利润分别为 118 亿元、172 亿元和 259 亿元，每股收益 2.16 元、3.16 元和 4.74 元，对应市盈率分别为 11.8X、8X 和 5.4X。
- **投资建议：**公司是水泥行业龙头，目前已经完成全国布局，受益于保障房和水利建设，国内水泥行业有望继续保持较高景气水平；公司目前已着手布局海外，在印尼新建 4 个水泥厂，迈出了走向全球的第一步。我们看好公司未来的发展前景，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**房地产调控导致水泥需求下降。

¹ 报告贡献人：张鹏

图表 1: 公司盈利预测表

单位: 百万元、百万股	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	34,508.28	49,628.25	64,491.91	85,290.55
营业成本	23,436.67	29,934.50	36,236.50	43,755.57
营业税金及附加	162.73	248.14	322.46	426.45
销售费用	1,546.45	1,736.99	2,257.22	2,985.17
管理费用	1,254.15	1,488.85	1,934.76	2,558.72
财务费用	480.99	496.28	773.90	1,023.49
资产减值损失	40.42	20.00	20.00	20.00
公允价值变动净收益	1.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.25	30.00	35.00	40.00
四、营业利润	7,615.88	15,733.49	22,982.07	34,561.15
加: 营业外收入	489.47	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	27.02	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	8,078.33	15,733.49	22,982.07	34,561.15
减: 所得税	1,724.00	3,933.37	5,745.52	8,640.29
六、净利润	6,354.33	11,800.12	17,236.56	25,920.86
减: 少数股东损益	182.92	354.00	517.10	777.63
归属于母公司所有者的净利润	6,171.40	11,446.11	16,719.46	25,143.24
已发行股票数		5,299.30	5,299.30	5,299.30
基本每股收益(元)	1.75	2.16	3.16	4.74

资料来源: 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。