

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

海螺水泥

600585

推荐

限产保价推动公司业绩创历史新高

公司发布2011年半年报,上半年公司实现水泥及熟料净销量7084万吨,同比增长12.80%;实现营业收入223.27亿元,同比增长61%;营业利润76.69亿元,同比增长272.77%;归属母公司净利润59.94亿元,同比增长233.62%;每股盈利1.13元。

投资要点:

- **上半年盈利能力创历史最好水平。**上半年虽然水泥销量仅增长12.8%,但由于水泥销售均价从去年上半年的218元/吨上涨至今年上半年的312元/吨,涨幅达到43%;水泥净利从去年上半年的30元/吨上涨至今年上半年的86元/吨,涨幅高达187%;导致毛利率高达42.5%,净利率高达26.9%,均创历史新高。
- **限产保价使得二季度盈利能力超过去年拉闸限电的四季度。**二季度由于华东进行了限产保价,水泥价格基本维持在450元/吨以上,华东产能又占公司总产能的60%以上,所以二季度公司毛利率高达44.4%;而去年四季度华东前两个月价格均在450元/吨以下,12月才达到450元/吨以上,所以今年二季度华东整体均价超过去年四季度,公司二季度的毛利率超过去年四季度也就顺理成章了。
- **需求回落和供给增加将加大限产保价的难度。**上半年东部和中部毛利率上升25%,下半年一方面受宏观调控影响,水泥需求可能有所回落,另一方面东部和中部下半年仍有部分生产线投产,供求两方面的冲击将增加限产保价的难度,目前华东的水泥价格基本已经接近400元/吨,我们认为价格基本不太可能回到上半年450元/吨的水平,所以下半年东部和中部的毛利率将回落;由于公司上半年东部和中部贡献将近80%的利润,因此这两个区域市场价格回落对公司业绩影响较大。上半年南部毛利率下滑2.5%,下半年受限电影响毛利率环比可能上升;上半年西部毛利率上升7%,下半年由于新增产能释放压力较大,毛利率环比可能回落。
- **在建生产线水泥产能达3600万吨,并将向海外扩张。**目前公司在建水泥项目12个,水泥产能达3600万吨,预计今明两年投产,其中根据公司规划,今年预计投产3000万吨左右。此外,公司计划在印尼建设生产线。
- **公司现金流全面改善,有利于未来的产能扩张。**与去年同期相比,公司货币资金净增加约52亿元,同比增加192.2%,来自两个方面:一是经营活动现金净流量较去年同期增加48亿元,同比增加14.5倍;二是因公司成功发行95亿元公司债,筹资活动现金净流量同比增加了约33亿元;此外公司用40亿元资金购买了理财产品,现金流的全面改善将有利于公司未来的产能扩张。
- **投资评级“推荐”。**预测公司11-13年EPS分别为2.16、2.25和2.57元,目前11.77倍左右的市盈率基本合理,给予“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 区域主要来自东部和中部水泥价格回落影响公司盈利能力

6-12个月目标价: 28.00元

当前股价: 25.49元

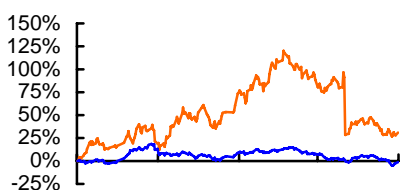
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2626.77
总股本(百万)	5299
流通股本(百万)	5299
流通市值(亿)	1351
EPS (TTM)	1.43
每股净资产(元)	6.72
资产负债率	41.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	-11.25	5.12	13.67
上证综合指数	-6.86	-8.51	-9.40



2010/8 2010/11 2011/2 2011/5  
— 海螺水泥 — 上证综合指数

相关报告

- 《海螺水泥-高利润阶段超预期延续》2011-4-19
- 《海螺水泥-节能减排帮助公司利润率创新高》2011-3-29
- 《海螺水泥-公司业绩预增点评》2011-1-11

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	34508	49500	57000	64500
同比(%)	38%	43%	15%	13%
归属母公司净利润(百万元)	6171	11473	11926	13622
同比(%)	74%	86%	4%	14%
毛利率(%)	32.1%	40.0%	36.7%	36.7%
ROE(%)	17.6%	25.3%	20.8%	19.2%
每股收益(元)	1.16	2.16	2.25	2.57
P/E	21.89	11.77	11.33	9.92
P/B	3.86	2.97	2.36	1.90
EV/EBITDA	14	8	8	7

资料来源: 中投证券研究所

## 一、价格提升促使业绩创历史最好水平

### 1.1 上半年盈利能力创历史最好水平

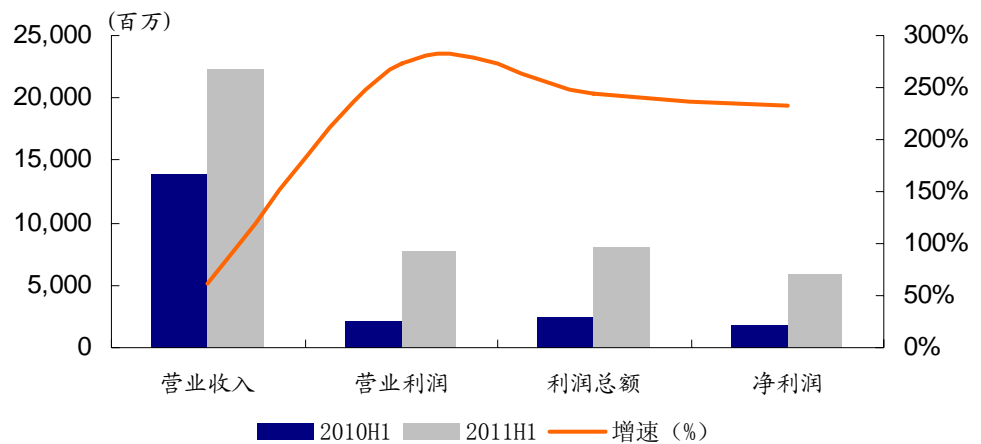
2011年上半年公司实现水泥及熟料净销量7084万吨,同比增长12.80%;实现营业收入223.27亿元,同比增长61%;营业利润76.69亿元,同比增长272.77%;归属于上市公司股东的净利润59.94亿元,同比增长233.62%;每股盈利1.13元。

**销量仅增长12.8%。**与去年同期相比,上半年净增水泥及熟料销量800万吨,新增量主要来自去年下半年投产的弋阳海螺、济宁海螺、千阳海螺、全椒海螺、建德二期和清新水泥等6条4500t/d生产线和今年上半年投产的兴安海螺、达州二期、礼泉海螺、平凉二期和重庆二期等5条4500t/d生产线。

**水泥销售均价上涨94元/吨,净利上涨56元/吨。**公司水泥销售均价从去年上半年的218元/吨上涨至今年上半年的312元/吨,涨幅达到43%;水泥净利从去年上半年的30元/吨上涨至今年上半年的86元/吨,涨幅高达187%。

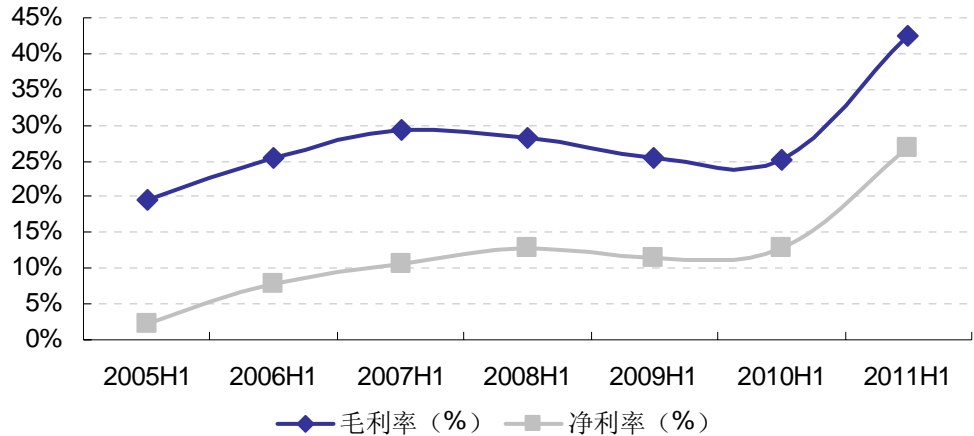
**毛利率和净利率均创历史新高。**由于公司水泥销售价格大幅上涨,上半年公司毛利率高达42.5%,净利率高达26.9%,均创历史新高。

图 1 半年度主要经营数据



资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 2 公司半年度毛利率、净利率



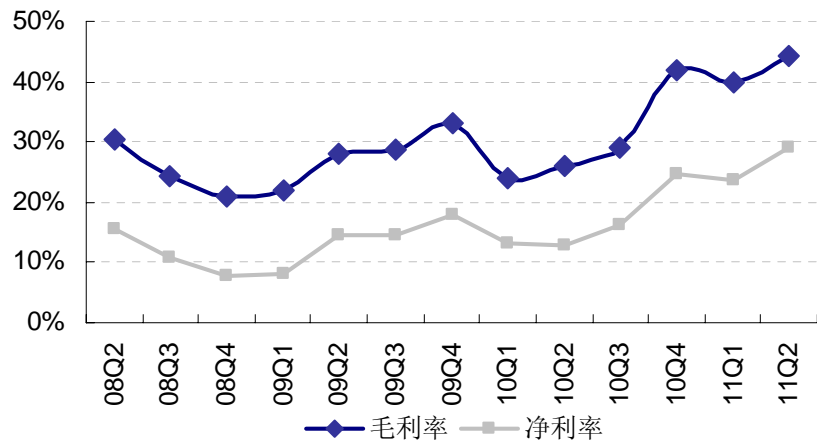
资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 1.2 限产保价使得二季度盈利能力超过去年拉闸限电的四季度

二季度由于华东进行了限产保价，水泥价格基本维持在 450 元/吨以上，华东产能又占公司总产能的 60%以上，所以二季度公司毛利率高达 44.4%；而去年四季度华东前两个月价格均在 450 元/吨以下，12 月才达到 450 元/吨以上，所以今年二季度华东整体均价超过去年四季度，公司二季度的毛利率超过去年四季度也就顺理成章了。

行业的高景气使公司三项费用率有所下降，二季度仅为 7.3%；毛利率的上升，同时费用率又下降，公司二季度净利率水平达到 29%。

图 3 公司季度毛利率、净利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司季度经营数据比较

	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
收入 (亿元)	75.53	51.45	60.91	64.32	73.30	60.70	77.98	84.90	121.50	93.15	130.12
环比增速	16.6%	-31.9%	18.4%	5.6%	14.0%	-17.2%	28.5%	8.9%	43.1%	-23.3%	39.7%
毛利率	20.9%	22.1%	28.2%	28.6%	33.2%	24.1%	26.1%	29.2%	41.9%	39.8%	44.4%
费用率	10.8%	12.1%	11.1%	10.5%	10.6%	10.1%	9.9%	9.5%	9.0%	9.0%	7.3%

归属股东净利润 (亿元)	5.89	4.09	8.88	9.38	13.09	7.92	10.04	13.63	30.12	22.16	37.78
环比增速	-16.3%	-30.6%	117.2%	5.6%	39.6%	-39.5%	26.8%	35.7%	121.1%	-26.4%	70.5%
净利率	7.8%	7.9%	14.6%	14.6%	17.9%	13.1%	12.9%	16.0%	24.8%	23.8%	29.0%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

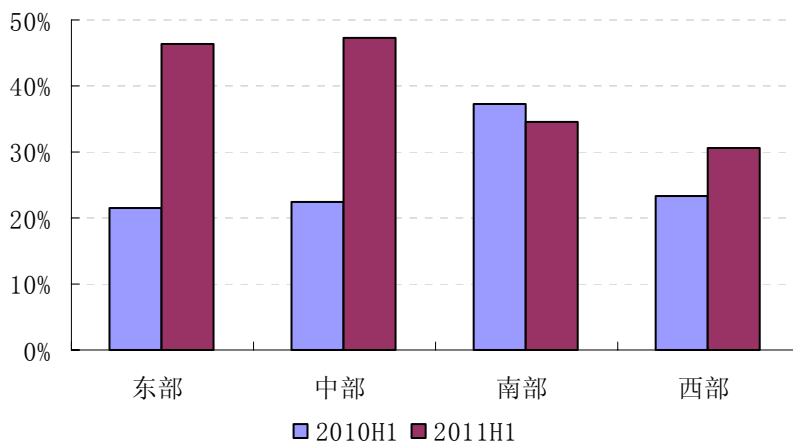
## 二、需求回落和供给增加将加大限产保价的难度

**上半年东部和中部毛利率上升 25%，下半年毛利率环比可能回落。**上半年东部和中部由于行业内部进行了限产保价，水泥价格基本维持在 450 元/吨以上，同比涨幅超过 50%，所以公司在东部和中部的毛利率从去年上半年的 22% 大幅上升至今年上半年的 47%；从下半年来看，一方面受宏观调控影响，水泥需求可能有所回落，另一方面东部和中部下半年仍有部分生产线投产，供求两方面的冲击将增加限产保价的难度，目前华东的水泥价格基本已经接近 400 元/吨，我们认为价格基本不太可能回到上半年 450 元/吨的水平，所以下半年东部和中部的毛利率将回落。由于公司上半年东部和中部贡献将近 80% 的利润，因此这两个区域市场价格回落对公司业绩影响较大。

**上半年南部毛利率下滑 2.5%，下半年毛利率环比可能上升。**南部地区主要由于广西新增产能较大，上半年价格出现下跌，导致公司在该区域的毛利率下滑了 2.5%；而近期由于南方电网区域内电力供应紧张，水泥价格出现了明显上涨，我们认为两广地区水泥价格走势可能类似上半年湖南限电后的走势，水泥大幅上涨后出现小幅回落，整体上公司南部下半年的毛利率环比将上升。

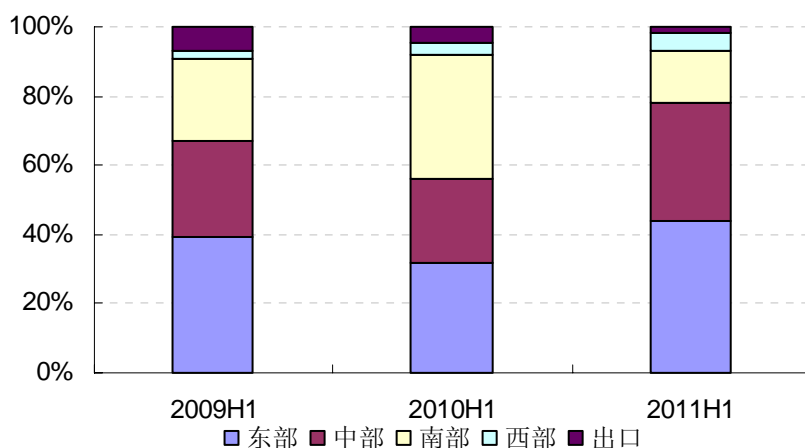
**上半年西部毛利率上升 7%，下半年毛利率环比可能回落。**公司在西部的生产线主要是 10 年投产，虽然水泥价格出现一定程度下跌，但由于公司生产线产能利用率的导致其生产成本下降，毛利率仍然出现上升；对于下半年西部水泥价格，西北陕西和甘肃 6、7 月份已经开始新一轮下跌，而西南四川和重庆价格不太可能出现上涨，贵州受限电影响会出现上涨，但由于西北产能大于贵州，所以我们整体认为下半年西部毛利率环比可能回落。

图 3 公司各区域毛利率情况



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司各区域毛利占比



数据来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、在建生产线水泥产能达 3600 万吨

目前公司在建水泥项目 12 个,水泥产能达 3600 万吨,预计今明两年投产,其中根据公司规划,今年预计投产 3000 万吨左右。

此外,根据 2011 年 6 月 30 日在雅加达与印尼工业部签署的《印度尼西亚共和国水泥行业开发合作谅解备忘录》,公司将正式启动印尼丹戎水泥项目的境内外报批和工程设计等项目的前期工作。

表 2 公司在建生产线情况

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	部分投产
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	200	一期投产,二期在建
礼泉海螺 2×4500t/d 熟料生产线、水泥粉磨及余热发电项目	200	部分投产
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	部分投产
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	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 4×4500t/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
	3600	

数据来源：公司公告、中投证券研究所

### 四、公司现金流全面改善

根据半年报披露,与去年同期相比,公司货币资金净增加约 52 亿元,同比增加 192.2%,来自两个方面:一是经营活动现金净流量较去年同期增加 48 亿元,同比增加 14.5 倍;二是因公司成功发行 95 亿元公司债,筹资活动现金

净流量同比增加了约 33 亿元；此外公司用 40 亿元资金购买了理财产品。现金流的全面改善将有利于公司未来的产能扩张。

表 3 公司现金流情况

单位: 亿元	2010H1	2011H1	增幅
经营活动产生的现金流量净额	3.33	51.75	1454.2%
投资活动产生的现金流量净额	-55.97	-77.19	37.9%
筹资活动产生的现金流量净额	43.75	76.97	75.9%
现金及等价物净增加/(减少)额	-8.89	51.53	679.5%
期初现金及现金等价物余额	35.73	26.89	-24.7%
期末现金及现金等价物余额	26.84	78.42	192.2%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

## 五、盈利预测假设

表 4 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
熟料产能(万吨)	10,206.00	13,000.00	15,880.00	17,500.00	20,000.00
水泥产能(万吨)	10,550.00	15,000.00	18,100.00	21,000.00	24,000.00
销量(万吨)	11,838.00	13,719.06	16,500.00	19,000.00	21,500.00
+/-	15.99%	15.89%	20.27%	15.15%	13.16%
价格(元/吨)	211.17	251.54	300.00	300.00	300.00
+/-	-11.05%	19.12%	19.27%	0.00%	0.00%
成本(元/吨)	150.92	170.83	180.00	190.00	190.00
+/-	-15.33%	13.20%	5.37%	5.56%	0.00%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

## 六、投资建议：推荐

我们预计，公司 11-13 年 EPS 分别为 2.16、2.25 和 2.57 元。目前 11.77 倍左右的市盈率基本合理，给予“推荐”的投资评级。风险主要来自东部和中部水泥价格回落影响公司盈利能力。

**附：财务预测表**

<b>资产负债表</b>				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	13228	25246	35501	45771
现金	2736	14889	24100	32908
应收账款	499	960	1106	1251
其它应收款	352	305	279	279
预付账款	508	594	722	817
存货	2493	3548	3593	4066
其他	6640	4950	5700	6450
<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	10636	6019	5076	4610
<b>资产总计</b>	60412	75611	91827	10750
<b>流动负债</b>	13077	13170	15045	16638
短期借款	2030	1500	2000	2500
应付账款	4005	5643	6859	7762
其他	7042	6027	6186	6376
<b>非流动负债</b>	11703	16004	18011	18011
长期借款	10971	15971	17971	17971
其他	732	33	40	40
<b>负债合计</b>	24780	29174	33057	34649
少数股东权益	629	1021	1428	1894
股本	3533	5299	5299	5299
资本公积	13989	12223	12223	12223
留存收益	17481	27894	39820	53442
归属母公司股东权益	35003	45416	57342	70964
<b>负债和股东权益</b>	60412	75611	91827	10750

<b>现金流量表</b>				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	6010	13826	16230	17701
净利润	6354	11865	12334	14087
折旧摊销	2019	2366	2992	3580
财务费用	481	626	571	434
投资损失	-27	-20	-30	-40
营运资金变动	-2866	-674	339	-377
其它	49	-337	24	17
<b>投资活动现金流</b>	-10341	-5702	-8948	-8960
资本支出	9267	9000	9000	9000
长期投资	-528	-3261	-22	0
其他	-1602	38	30	40
<b>筹资活动现金流</b>	3447	4030	1929	66
短期借款	324	-530	500	500
长期借款	5578	5000	2000	0
普通股增加	1766	1766	0	0
资本公积增加	-1076	-1766	0	0
其他	-3145	-440	-571	-434
<b>现金净增加额</b>	-884	12154	9211	8807

<b>利润表</b>				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	34508	49500	57000	64500
营业成本	23437	29700	36100	40850
营业税金及附加	163	302	348	393
营业费用	1546	2475	2850	3225
管理费用	1254	1634	1881	2129
财务费用	481	626	571	434
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	14784	15280	17509
营业外收入	489	300	400	400
营业外支出	27	0	0	0
<b>利润总额</b>	8078	15084	15680	17909
所得税	1724	3219	3346	3822
<b>净利润</b>	6354	11865	12334	14087
少数股东损益	183	392	408	466
<b>归属母公司净利润</b>	6171	11473	11926	13622
<b>EBITDA</b>	10116	17776	18843	21523
<b>EPS (元)</b>	1.75	2.16	2.25	2.57

<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.0%	43.4%	15.2%	13.2%
营业利润	78.8%	94.1%	3.4%	14.6%
归属于母公司净利润	74.1%	85.9%	4.0%	14.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.1%	40.0%	36.7%	36.7%
净利率	17.9%	23.2%	20.9%	21.1%
ROE	17.6%	25.3%	20.8%	19.2%
ROIC	14.9%	24.3%	22.5%	23.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.0%	38.6%	36.0%	32.2%
净负债比率	57.39	68.43	67.96	66.28
流动比率	1.01	1.92	2.36	2.75
速动比率	0.82	1.65	2.12	2.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.73	0.68	0.65
应收账款周转率	71	66	54	53
应付账款周转率	6.38	6.16	5.78	5.59
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.16	2.16	2.25	2.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	2.61	3.06	3.34
每股净资产(最新摊薄)	6.61	8.57	10.82	13.39
<b>估值比率</b>				
P/E	21.89	11.77	11.33	9.92
P/B	3.86	2.97	2.36	1.90
EV/EBITDA	14	8	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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, 6 年证券行业从业经验。

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、成霖股份。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(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。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

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

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

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