

大陆与香港 — 消息快报

海螺水泥利润率大幅提升，建议买入

李攀

海螺水泥(600585.SS/人民币 25.49; 0914 HK/港币 35.10, 买入)公告今年上半年国际会计准则下核心净利润同比增长 233%至 59.81 亿人民币，比我们和市场的预期高出 7%。期内，收入同比增长 61%至 223 亿人民币，这主要是由于销量同比增长 12.8%至 7,080 万吨，此外，根据我们的计算，销售均价同比上涨了约 43%至 315 元/吨。得益于供需形势的改善及市场份额的扩大，每吨毛利润由去年同期的 56 元/吨大幅提升至了 135 元/吨，符合我们之前的预期。期内，公司综合毛利率亦大幅提升了 18 个百分点至 42.8%，创历史新高，其中熟料毛利率提升了 19 个百分点至 38%，而低标号和高标号水泥毛利率也分别由 30%和 26%提升至 47%和 43%。我们认为，下半年，在华东及华南地区实施限电的支撑下，公司仍将保持较强的盈利能力。

图表 1. 海螺水泥毛利率分析

	2010 年上半年		2011 年上半年	
	毛利率	占比%	毛利率	占比%
熟料	19.3%	22%	37.9%	19.0%
水泥				
32.5 级水泥	30.3%	25%	46.9%	26.0%
42.5 级水泥	25.6%	53%	42.6%	55.0%
总体	24.8%		42.8%	

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 海螺水泥 H 股上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 上半年	2011 年 上半年	环比 变动%	同比 变动%
销售收入	13,868	22,327	8	61
销售成本	(10,413)	(12,950)	(2)	24
毛利润	3,456	9,377	25	171
毛利率	25	42	6	17
管理费用	(444)	-	(100)	(100)
销售、一般及行政费用	(444)	(801)	(6)	81
其他收益/(损失)净额	312	501	164	61
经营利润(即息税前利润)	2,613	8,153	36	212
利息收入/(费用)净额	(257)	(331)	29	29
其他收入/支出		20		
应占合资公司及联营公司业绩	3	20	(17)	693
税前利润	2,358	7,862	37	233
税金	(486)	(1,984)	54	308
少数股东权益	77	103	(140)	34
净利润	1,796	5,981	37	233
净利率	13	27	6	14

*梁颖璋为本报重要贡献者

资料来源：公司数据、中银国际研究

净负债率远低于行业平均水平

为支撑扩大后的业务规模和积极的扩张计划，上半年公司贷款总额由 142 亿人民币大幅上升至了 239 亿人民币。尽管净负债率因此由 32.8% 上升至了 39.4%，但与行业平均水平 60.7% 相比仍处于较低水平。期内，净经营活动现金流由 3.3 亿人民币大幅增加至了 52 亿人民币。

华南地区遭遇 20 年来最严重电荒

根据广西电网公司发出的预警，目前华南地区正在遭受 20 年来最严重的一次电荒，用电缺口达 30%。这对海螺水泥来说是一个利好消息，因为公司 29% 的产能都位于华南地区。此外，由于水电发电量较低，我们的电力板块分析师预计 8-9 月电力缺口还将进一步扩大。我们认为，这将引发水泥新一轮提价。由于华南地区 7 月 26 日以来已开始实施限电，广西和广东地区的平均水泥价格两周内已分别上涨了 10 元/吨(9%) 和 30 元/吨(2%)。

对 A 股和 H 股均维持买入评级

公司将于 8 月 16 日召开分析师会议，目前我们暂维持盈利预测和目标价不变。同时维持对海螺水泥 A 股和 H 股的**买入**评级。

目前，H 股 2011 和 2012 财年市盈率分别为 11 倍和 9 倍，A 股市盈率分别为 10 倍和 8 倍。A 股和 H 股的估值均处于历史低位。基于 11 倍 2012 财年市盈率，我们给予 A 股的目标价为 33.8 元人民币，同时维持 H 股目标价 48.0 港币不变。维持**买入**评级。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371