



# 业绩创峰值，市场协同面临考验

增持 评级

## 事件:

公司发布 2011 年年报，报告期内实现营业收入 486.54 亿元，归属上市公司股东的净利润为 156.52 亿元，分别同比增长 40.99% 和 87.80%，对应每股收益 2.19 元，扣除非经常性损益后的基本每股收益 2.09 元。利润分配预案：每 10 股派发现金红利 3 元（含税），同时以资本公积向全体股东每 10 股转增 5 股。

## 点评:

受益于产品销量增加和销价提升，公司收入大幅提升。2011 年底，公司水泥产能达 1.8 亿吨，其中报告期新增产能 3100 万吨，全年生产水泥 1.3 亿吨，产能利用率为 72%，水泥和熟料合计净销量 1.58 亿吨，同比增长 15.22%。水泥价格方面的市场协同成效显著，东部和中部区域等主要销售地的水泥销价延续高位，南部区域销价亦有增长。

毛利率显著上升，而低费用率继续降低彰显公司强大的组织效能。受益于销价上涨，公司综合毛利率提升 7.69 个百分点至 40.11%，各型号水泥及熟料毛利率均有所提升，盈利能力显著增强。同时公司保持了较低费用率，三项期间费用率同比下降 0.76 个百分点至 8.88%，低于行业平均水平，随着公司规模效益继续增强，低费用率有望持续。这些数据充分展示海螺水泥在组织效能和成本控制上的巨大优势。

加快实施水泥项目并购重组，国内外并举扩张增加产能规模。公司资本性支出在去年完成 90.91 亿元后，今年继续保持 80 亿元用以新建水泥生产线，预计今年新增水泥产能 2130 万吨，水泥总产能达到 2.1 亿吨。此外，公司推进印度尼西亚等海外水泥项目建设，同时加强在西北和西南地区的并购重组，西部地区所占公司销售比重快速增加。

长三角区域需求放缓，水泥价格下滑考验市场协同的可持续性能力。今年长三角区域受投资增速放缓和房地产调控影响，水泥需求面临萎缩的风险，华东地区水泥销价年初以来多次下调，处于高位的长三角水泥价格下行压力，2010 年以来形成的市场协同面临考验。

我们认为，今年长三角水泥价格下行对公司业绩将产生较大的影响，但是，目前股价对此已经有充分预期。预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 1.62 和 2.04 元，对应当前股价 PE 为 9.68 和 7.69，估值优势明显，给予公司“增持”评级。

## 建材行业研究组

### 联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88013569

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hsec.com

## 市场表现



数据来源: WIND

## 股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20111231		股
20110930	150608	26557 股
20110630	65887	60705 股

数据来源: 港澳资讯

## 机构持股汇总

报告日期	20110930	20110630
机构持股	270775 万股	323914 万股
占流通 A 股比例	67.70%	80.98%
持股家数及退出	49	274

数据来源: WIND

表 5-6: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	48654	53519	66899	80279	<b>流动资产</b>	25850	27444	32298	37152
营业成本	29246	37463	46829	56195	现金	8028	8028	8028	8028
营业税金及附加	278	306	383	459	交易性投资	77	0	0	0
营业费用	1859	2045	2556	3068	应收票据	10597	11657	14571	17485
管理费用	1789	1968	2460	2953	应收款项	343	376	470	563
财务费用	629	929	870	711	其它应收款	1180	1298	1623	1947
资产减值损失	5	0	0	0	存货	4378	5609	7011	8413
公允价值变动收益	(15)	0	0	0	其他	1246	477	596	716
投资收益	129	129	129	129	<b>非流动资产</b>	58153	58429	64346	70374
<b>营业利润</b>	14960	10936	13929	17022	长期股权投资				
营业外收入	703	703	703	703	投资	399	399	399	399
营业外支出	11	11	11	11	固定资产	43035	53906	60225	66615
<b>利润总额</b>	15652	11628	14621	17714	无形资产	4468	4021	3619	3257
所得税	3828	2844	3576	4332	其他	10252	104	104	104
净利润	11824	8784	11045	13382	<b>资产总计</b>	<b>84003</b>	<b>85873</b>	<b>96644</b>	<b>107526</b>
少数股东损益	235	174	219	265	<b>流动负债</b>	16991	21335	22143	20956
<b>归属于母公司净利润</b>	11590	8610	10826	13116	短期借款	846	7906	6700	3498
<b>EPS (元)</b>	2.19	1.62	2.04	2.48	应付账款	5051	6470	8088	9706
<b>年成长率</b>					预收账款	901	1124	1405	1686
营业收入	41%	10%	25%	20%	其他	10193	5834	5950	6066
营业利润	96%	-27%	27%	22%	<b>长期负债</b>	20170	9773	9773	9773
净利润	88%	-26%	26%	21%	长期借款	9773	9773	9773	9773
<b>获利能力</b>					其他	10397	0	0	0
毛利率	39.9%	30.0%	30.0%	30.0%	<b>负债合计</b>	<b>37162</b>	<b>31108</b>	<b>31916</b>	<b>30729</b>
净利率	23.8%	16.1%	16.2%	16.3%	股本	5299	5299	5299	5299
ROE	25.8%	16.4%	17.4%	17.7%	资本公积				
<b>偿债能力</b>					金	11579	11579	11579	11579
资产负债率	44.2%	36.2%	33.0%	28.6%	留存收益	28011	35760	45504	57308
净负债比率	15.6%	20.6%	17.0%	12.3%	少数股东权益				
					权益	2002	2176	2395	2661
					归属于母公司所有者权益				
					益	44890	52638	62382	74187
					<b>负债及权益合计</b>	<b>84053</b>	<b>85923</b>	<b>96694</b>	<b>107576</b>

流动比率	1.5	1.3	1.5	1.8
速动比率	1.3	1.0	1.1	1.4
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	8.5	7.5	7.4	7.3
应收帐款周转率	115.4	148.9	158.3	155.4
应付帐款周转率	6.5	6.5	6.4	6.3
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	2.19	1.62	2.04	2.48
每股经营现金	1.13	2.57	2.89	3.28
每股净资产	8.47	9.93	11.77	14.00
每股股利	0.30	0.16	0.20	0.25

<b>现金流量表</b>				
项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现</b>				
<b>金流</b>	6010	13622	15301	17367
<b>投资活动现</b>				
<b>金流</b>	(10,341)	(6,594)	(12,271)	(12,271)
<b>筹资活动现</b>				
<b>金流</b>	3,447	(7,028)	(3,030)	(5,096)
<b>现金净增加</b>				
<b>额</b>	(884)	0	0	0

**分析师简介:**

**邓海清:** 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

**注:** 宏源证券建材行业实习生何文忠、秦闻、姚艺对报告亦有贡献。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
华东区域	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
	曾利洁	贾浩森	雷增明	罗云
华南区域	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
	方芳	胡玉峰		
QFII	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。