

水泥制造

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12个月目标价: 16元

当前股价: 15.72元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2350.60
总股本(百万)	3999
流通股本(百万)	3999
流通市值(亿)	628
EPS	1.75
每股净资产(元)	9.91
资产负债率	41.02%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	-14.00	3.08	-11.09
建筑建材	-2.71	9.84	-12.79
沪深300指数	-1.71	9.04	-4.94



相关报告

海螺水泥-股价已反映未来可能的业绩下滑 2012-01-12

海螺水泥-今年大局已定,明年前低后高 2011-11-10

海螺水泥-良好经营态势为收购兼并打下扎实基础 2011-10-26

海螺水泥

600585

推荐

华东景气度继续回落,但有望下半年回暖

海螺水泥今日公布了11年年报,公司11年实现营业收入486.54亿元,同比增长40.99%,归属于母公司的净利润为115.90亿元,同比增长87.80%,基本每股收益为2.19元,略低于我们此前的预期。

投资要点:

- 4季度净利润25.35亿元,华东、中南景气度下滑是4季度业绩低于预期的主因。华东、中南是公司盈利的主战场,下半年区域景气度逐步回落影响了公司4季度的盈利水平。华东、中南水泥价格3季度开始从高位回落,价格的下行使得公司的吨毛利由前三季度的130.9元/吨,降至4季度的104.4元/吨,降幅达26.5元/吨。从公司吨毛利在4季度较大下滑这一事实,我们可以推断出华东、中南的景气度下滑的速度比我们原以为的更快。
- 华东景气度冲高回落是前两年区域产能快速扩张的必然结果,协同保价难以违抗行业本身的运行规律,仅是延缓了行业调整的时间。华东景气度的走势很好地印证了上述观点:①1季度能够延续10年底的高价,非供需理想使然而是供给未启动所致;②2季度价格得以维持高位正是由于需求旺盛,供需关系较为理想的缘故;③3季度价格逐步回落,乃需求走弱,供需关系逐步紧张所致;④4季度价格较大幅度下滑,正是由于“旺季不旺”致供需矛盾进一步加剧,协同保价难阻行业景气度下滑。因此,协同保价仅仅是延缓了行业调整的时点。
- 行业这波向下的调整,短期将考验公司盈利能力,长期将强化公司行业领导者的地位。我们认为华东地区行业的向下调整已经开始(12年初以来,价格纷纷松动),但还未结束(目前华东的价格仍好于10年前3季度,但供需关系更差),12年上半年将考验公司的盈利能力。但我们认为这一波向下调整或将加速行业的整合,将成本控制力不强的企业踢出局。海螺是业内公认的在成本控制力方面最具优势的公司,可以充分抓住这次行业调整的机遇,扩大市场份额,强化公司行业领导者的地位。透过公司4季度超预期的销售数据可以一窥公司高层当前的战略意图。
- 给予“推荐”的投资评级。我们预测公司12-14年EPS为1.01、1.17、1.37元,当前股价对应于12-14年的PE分别为15.6/13.4/11.5倍,考虑到公司未来将进一步强化其行业领导者的地位,给予“推荐”的评级。

风险提示:

- 宏观调控致需求启动低于预期

主要财务指标

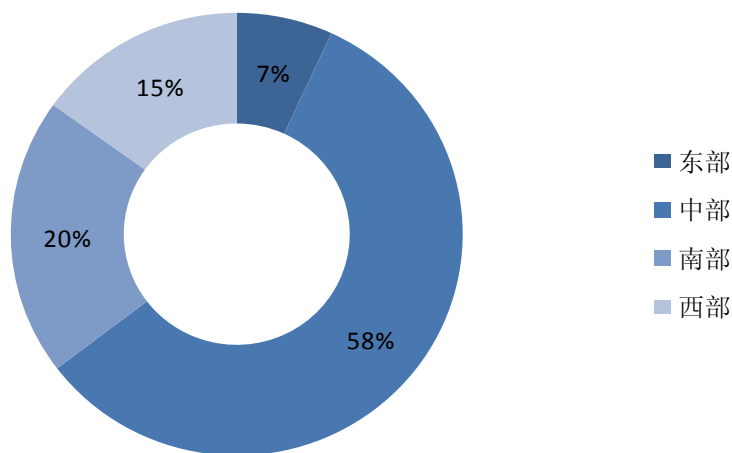
单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	48654	42875	46250	49725
收入同比(%)	41%	-12%	8%	8%
归属母公司净利润	11590	5355	6224	7266
净利润同比(%)	88%	-54%	16%	17%
毛利率(%)	39.9%	26.9%	28.4%	29.8%
ROE(%)	25.8%	10.7%	11.0%	11.4%
每股收益(元)	2.19	1.01	1.17	1.37
P/E	7.19	15.56	13.38	11.47
P/B	1.86	1.66	1.48	1.31
EV/EBITDA	5	9	8	7

一、4 季度净利润 25.35 亿元，华东、中南景气度下滑是

4 季度业绩略低预期的主因,预计下半年景气度回暖

华东是海螺最先进入的市场，是海螺的第一大主战场，中南是海螺继华东之后进入的市场，是海螺的第二大主战场，两者合计产能占到了海螺总产能的 85% 左右，11 年公司在华东和中南的销量占集团总销量的 85.39%。因此两区域内的景气程度决定了海螺全年盈利水平的高低。11 年两区域整体的高景气带来了公司业务的高增长，但同样因为区域景气度在 4 季度回落，使得公司 4 季度的盈利低于我们的预期。

图 1 海螺产能区域分布情况

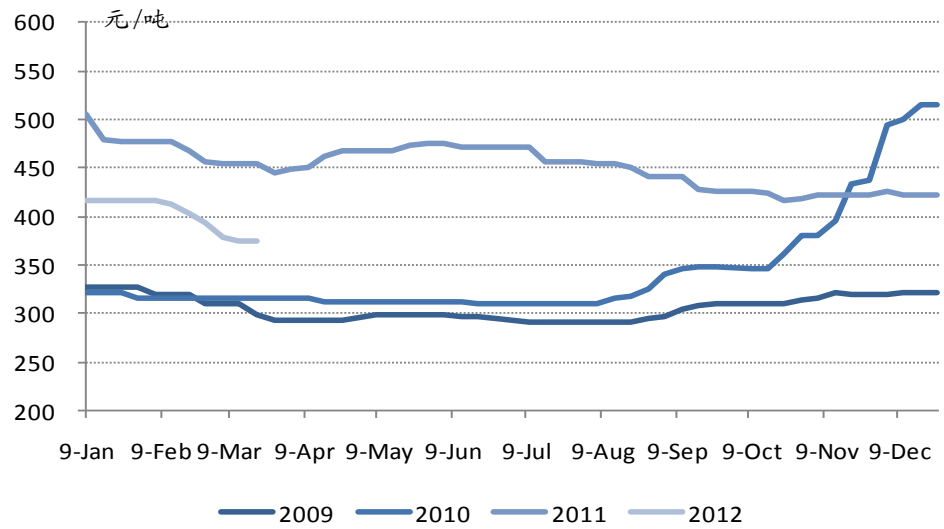


资料来源：公司公告、中投证券研究所

11 年全年华东地区和中南地区都处于高景气度（尽管全年来看，三四季度景气度较二季度回落，但其景气度依旧保持在较高水平）。11 年华东地区高标号水泥价格为 385 元/吨（不含税），较 10 年的 295 元/吨提升了 90 元/吨。同样 11 年中南地区高标号水泥均价为 359 元/吨，较 10 年的 307 元/吨提升了 52 元/吨。

在煤炭成本未有太大涨幅的背景下，水泥销售均价的提升极大的拉升了公司的吨毛利水平。公司 11 年整体吨毛利达 122.8 元/吨，大幅高于 10 年的 80.8 元/吨。

图 2 华东地区高标号水泥价格走势（含税价）



资料来源：数字水泥、中投证券研究所

但分季度来看，3、4 季度景气度虽仍然处于较高水平，但较 2 季度是逐步回落的态势。4 季度本是公司销售的传统旺季，但实际情况是，4 季度单季实现营业收入 136.8 亿元，归属于母公司股东的净利润为 25.35 亿元，较 10 年同期下降 15.8%，更是低于 11 年 2 季度 37.78 亿元的水平，回落幅度较大。

4 季度销售价格的下滑是 4 季度业绩低于预期的直接原因：销售价格由前 3 季度的近 315 元/吨下滑至 4 季度的 293 元/吨，导致吨毛利由 2 季度 138.1 元/吨的高点下滑至 4 季度的 104 元/吨，下滑了 34 元/吨。销售价格低于预期表明华东地区价格的下滑速度和幅度是比我们预期的更差。

我们认为 12 年全年水泥需求的绝对量还是有的，上半年由于需求启动缓慢而被抑制的需求会在下半年体现，因此华东地区有望在 12 年下半年回暖。

表 1 海螺水泥分季度经营情况

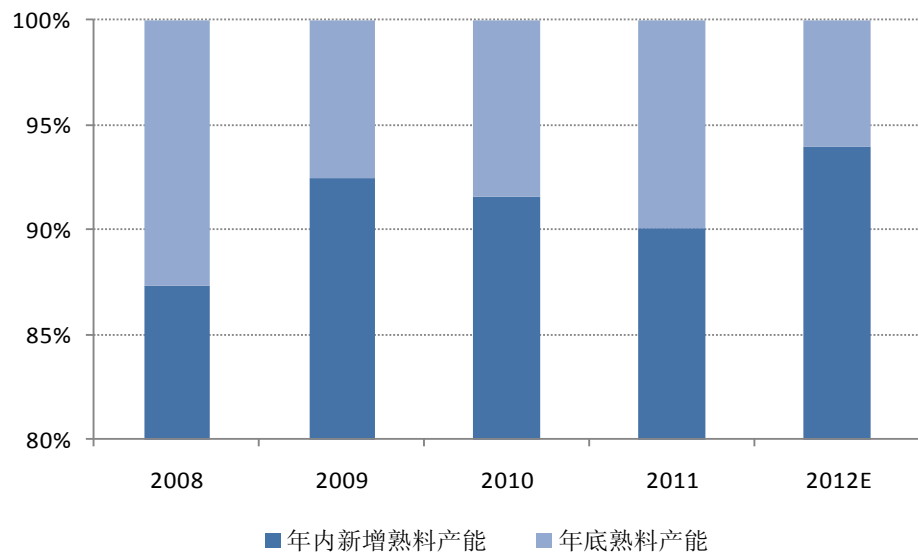
名称	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
华东 P. 042.5 均价(元/吨)	305	305	325	461	483	474	440	425
销售收入(亿元)	60.7	78.0	84.9	121.5	93.1	130.1	126.5	136.8
毛利率	24.14%	26.07%	29.19%	41.93%	39.80%	44.40%	40.00%	35.60%
净利率	13.05%	12.88%	16.05%	24.79%	23.79%	29.03%	24.20%	18.50%
销量(万吨)	2688	3592	3650	3770	2900	4184	4050	4666
均价(元/吨)	225.8	217.1	232.6	322.3	321.2	311.0	312.2	293.0
吨毛利(元/吨)	54.5	56.6	67.9	135.1	127.8	138.1	128.1	104
吨净利(元/吨)	29.5	28.0	37.3	79.9	76.4	90.3	77.5	54

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、华东景气度回落是前两年产能快速扩张的必然结果，协同保价难以违抗行业本身的运行规律，仅是延缓了行业调整的时间。

行业运行遵循其内在的规律，规律是不能被打破的。华东地区景气度冲高回落是前两年内产能快速扩张的必然结果，是行业自身运行规律的客观要求，因此写通过保价难以违抗行业本身的运行规律，仅是延缓了调整的时间罢了。华东地区 11 年景气度的走势则再次有力地佐证了上述观点。

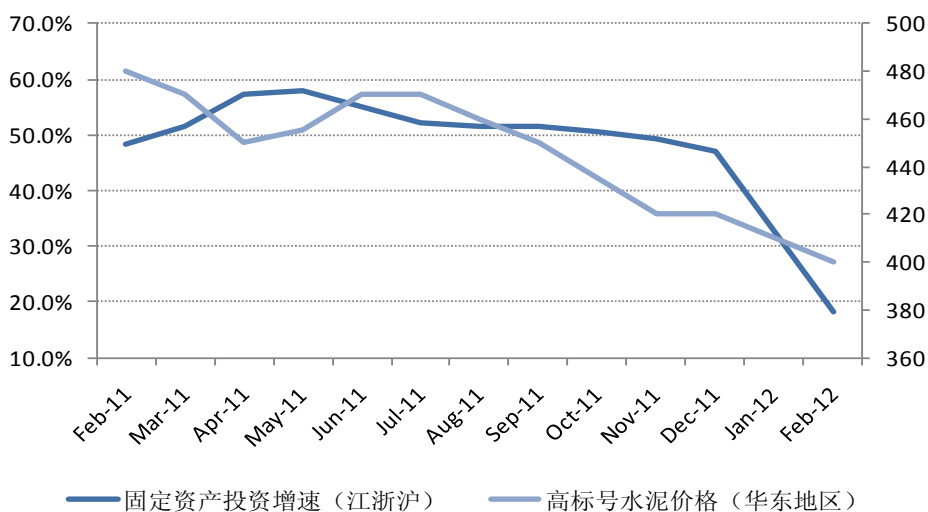
图 3 11 年华东地区固定资产投资增速及水泥价格走势



资料来源：wind、数字水泥、中投证券研究所

华东地区 11 年景气度的走势则再次有力地佐证了上述观点。10 年底大规模的拉闸限电将水泥价格打到高位，11 年 1 季度由于是企业集中安排检修的时间，故 1 季度能够延续 10 年底的高价；2 季度企业纷纷复产，供给压力逐步显现，价格出现回调，由于需求启动很快，且需求强度超出预期（高铁建设、房地产投资高速增长），价格略微回调之后便企稳回升；但从 3 季度开始，需求逐步走弱，价格随之往下走，但由于企业进行协同保价，价格回落的幅度有限；4 季度开始，地产调控的影响开始真正体现，加之高铁事故致高铁建设投资急降，4 季度原本的旺季没有兑现，供需矛盾进一步加剧，协同保价难以阻止价格下滑。

图 4 11 年华东地区固定资产投资增速及水泥价格走势



资料来源: wind、数字水泥、中投证券研究所

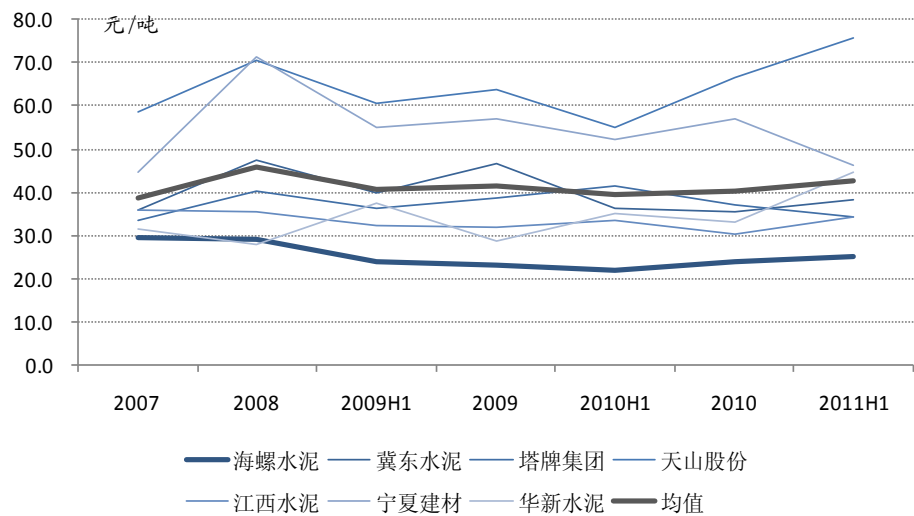
三、行业这波向下的调整，短期将考验公司盈利能力，长期则将强化公司行业领导者的地位

节后华东地区需求启动低于预期，直到目前，需求仍未有实质性好转，且低于去年同期水平：量走的好的企业，也就去年的 8 成水平，一般企业的走量在去年同期的 6 成左右。考虑到房地产调控短期难有实质性松动，基建投资短期也难以有超预期的表现，12 年上半年，华东地区的供需矛盾将十分紧张，在此背景之下，协同保价难以奏效，华东地区的价格将可能大幅下滑。由于华东地区是公司盈利的主战场，该区域价格的大幅下滑势必会短期影响公司的盈利。

但我们认为这一波向下调整或将加速行业的整合，将成本控制力不强的企业踢出局。海螺是业内公认的在成本控制力方面最具优势的公司：11 年公司的期间费用率进一步降低至 8.8% 的水平，彰显公司在成本控制方面的功力。可以充分抓住这次行业调整的机遇，扩大市场份额，强化公司行业领导者的地位。透过公司 4 季度超预期的销售数据可以一窥公司高层当前的战略意图。

此外，我们认为公司在华东地区吨净利很难低于 25 元/吨的底部值（在其他企业亏损时，凭借极强的成本控制力，公司仍能够实现单吨盈利 25 元/吨），因此在这轮行业向下调整的过程中，公司是具备盈利的安全边际的。

图 5 11 海螺水泥及主要水泥上市公司吨费用变动情况



资料来源: wind、数字水泥、中投证券研究所

四、投资建议: 推荐

我们预测公司 12-14 年 EPS 为 1.01、1.17、1.37 元, 当前股价对应于 12-14 年的 PE 分别为 15.6/13.5/11.5 倍, 考虑到公司未来将进一步强化其行业领导者的地位, 给予“推荐”的评级。

表 2 公司盈利预测假设

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水泥产能(万吨)	15000	19000	22000	25000	27000
销量(万吨)	13719	15800	17500	19000	21000
+/-	15.89%	15.16%	13.92%	11.10%	10.00%
价格(元/吨)	251.54	308.00	245.00	250.00	255.00
+/-	19.12%	22.7%	-20.45%	6.1%	2%
成本(元/吨)	170.83	180	180	180	180
+/-	13.20%	-	-	-	-

数据来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	25850	19359	23361	27022
现金	8028	7423	11289	14147
应收账款	343	832	897	965
其他应收款	1180	305	279	279
预付账款	620	627	662	698
存货	4378	3742	3296	3474
其他流动资产	11300	6431	6938	7459
非流动资产	58153	61158	66509	71303
长期投资	399	322	300	300
固定资产	43035	51335	57894	63295
无形资产	4468	4423	4383	4343
其他非流动资产	10252	5079	3932	3365
资产总计	84003	80518	89870	98325
流动负债	16991	13332	14240	15182
短期借款	846	1500	2000	2500
应付账款	5051	5952	6292	6632
其他流动负债	11094	5880	5949	6050
非流动负债	20170	14806	16813	16813
长期借款	9773	14773	16773	16773
其他非流动负债	10397	33	40	40
负债合计	37162	28138	31054	31995
少数股东权益	2002	2185	2398	2646
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	11529	11529	11529	11529
留存收益	28011	33366	39590	46856
归属母公司股东权益	44840	50194	56418	63684
负债和股东权益	84003	80518	89870	98325

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	10492	10842	11575	12595
净利润	11824	5538	6437	7514
折旧摊销	2571	2968	3605	4196
财务费用	629	1010	1261	1276
投资损失	-129	-20	-30	-40
营运资金变动	-4420	1281	283	-364
其他经营现金流	16	66	19	12
投资活动现金流	-1016	-6333	-8948	-8960
资本支出	8250	9000	9000	9000
长期投资	-1632	-2456	-22	0
其他投资现金流	-3545	212	30	40
筹资活动现金流	4728	-5115	1239	-776
短期借款	-1184	654	500	500
长期借款	-1198	5000	2000	0
普通股增加	1766	0	0	0
资本公积增加	-2460	0	0	0
其他筹资现金流	7805	-1076	-1261	-1276
现金净增加额	5058	-605	3866	2858

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	48654	42875	46250	49725
营业成本	29246	31325	33115	34905
营业税金及附加	278	262	282	303
营业费用	1859	2144	2313	2486
管理费用	1789	1415	1526	1641
财务费用	629	1010	1261	1276
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动收益	-15	0	0	0
投资净收益	129	20	30	40
营业利润	14960	6740	7783	9153
营业外收入	703	300	400	400
营业外支出	11	0	0	0
利润总额	15652	7040	8183	9553
所得税	3828	1502	1746	2039
净利润	11824	5538	6437	7514
少数股东损益	235	183	213	248
归属母公司净利润	11590	5355	6224	7266
EBITDA	18160	10718	12649	14626
EPS (元)	2.19	1.01	1.17	1.37

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	41.0%	-11.9%	7.9%	7.5%
营业利润	96.4%	-54.9%	15.5%	17.6%
归属于母公司净利润	87.8%	-53.8%	16.2%	16.7%
获利能力				
毛利率	39.9%	26.9%	28.4%	29.8%
净利率	23.8%	12.5%	13.5%	14.6%
ROE	25.8%	10.7%	11.0%	11.4%
ROIC	20.5%	9.8%	10.6%	11.3%
偿债能力				
资产负债率	44.2%	34.9%	34.6%	32.5%
净负债比率	35.21%	66.69%	68.48%	68.03%
流动比率	1.52	1.45	1.64	1.78
速动比率	1.26	1.17	1.41	1.55
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.52	0.54	0.53
应收账款周转率	113	71	52	52
应付账款周转率	6.46	5.69	5.41	5.40
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.19	1.01	1.17	1.37
每股经营现金流(最新)	1.98	2.05	2.18	2.38
每股净资产(最新摊薄)	8.46	9.47	10.65	12.02
估值比率				
P/E	7.19	15.56	13.38	11.47
P/B	1.86	1.66	1.48	1.31
EV/EBITDA	5	9	8	7

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, 7 年证券行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市

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

上海市

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