

海螺水泥 (600585)

增持/ 维持评级

股价: RMB42.2

分析师

周煥
+755-82492072
zhouhuan@lhzq.com

分析师

鲍雁辛
+755-82492810
baoyx@lhzq.com

旺季估值修复，长期行业景气

—海螺水泥分析师座谈会纪要

- 3月8日，海螺水泥（简称“公司”下同）召开了分析师座谈会，我们与公司高管就行业及公司的发展前景进行了交流。

- 公司看好 2010-2011 年行业盈利及自身发展，主要理由如下：

铁路建设为龙头的基础设施建设在开工第二年才进入水泥需求高峰，将拉动 2010 年水泥消费增量超过 2009 年。地产方面无论政府怎么打压，2010 年全年在建面积和新开工面积同比数字一定好于 2009 年。农村消费理念都很平稳，2010-2011 年受益于建材下乡，存在超预期的可能。

供给方面，政策严控下 2011 年新增产能将大幅回落，并且淘汰落后力度或将逐年加大，有助于改善供求关系。

公司预计 2010 年毛利会比 09 年好，预计季度同比、环比毛利都将保持增长。公司成长性不可光看销量增幅，规模将带来效益的提升，并且业绩具有较强的稳定性。

公司扩张模式发生了转变，未来将新建和收购并举，收购兼并在 2010 年将成为刺激公司股价的富有想象力的事件。

存在小非减持压力，但员工普遍看好公司发展，海创最近的增持是从长期的投资价值的角度看好公司的发展。

水泥窑垃圾处理或将成为另一处富有想象力的业务。

基础数据

总股本（百万股）	1766
流通 A 股（百万股）	1022
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	43149

- 我们坚持之前的观点：2010 年固定资产投资增速不会太低（可能在 25% 左右），因为出口不太可能有大幅增长，投资依然是拉动中国经济的重要引擎，市场对投资和水泥需求增速的预期过于悲观，未来将会向上修正。短期来看，在宏观经济政策的进一步紧缩预期可能消除、在建基建项目投资旺盛延续、近期房地产新开工面积可能超预期的背景下，包括水泥在内的估值较低的强周期行业可能会出现阶段性行情。目前水泥开始进入施工旺季，价格上升和一季度利润同比大幅增长（去年同期是低谷）可能成为上市公司股价上涨的催化剂。

- 我们预计海螺水泥 2009-2011 年 EPS 分别为 2.03、2.59、3.21 元，目前的股价相当于 2010/2011 年 16.3/13.1 倍 PE，估值偏低，维持对公司的“增持”评级。

市场的担忧

近期受地产调控、投资增速回落以及宏观经济政策收紧影响，水泥板块及海螺水泥的走势均偏弱，体现出市场对水泥行业及公司预期并不乐观或是存在一定疑虑。那么市场到底在担忧什么？是否存在过度担忧而错杀的可能？

汇总起来，我们认为市场普遍的担忧有以下几点：

需求面—担心政策推出，2010年下半年-2011年地产新开工、基建投资下滑

担心刺激政策的退出，信贷收紧。2010年下半年房地产新开工面积可能会下滑，基建2011年可能会出现下滑。另外，就目前从发改委获取的信息来看，2010年固定资产投资增速可能在20%，有明显的回落，担心对海螺的业绩也会有影响，进一步加剧了市场的悲观情绪。

水泥板块作为强周期性板块，与大盘走势和国家货币政策高度相关，而这两方面的后市还很难判断。

我国水泥2009年产量突破16亿吨，人均早已过1吨/年，水泥需求“拐点”是否即将到来？

供给面—担心淘汰落后的执行力度不到位

市场经历了过去的造纸、钢铁的“淘而不汰”普遍对水泥行业过剩产能的淘汰执行力度的公信力并不确定。国家发改委、工信部原本承诺2009年11月底将淘汰落后的产能汇总起来，12月底前清理在建项目，而实际现在也未见后续信息

，“浙江现象”跟华东市场带来的阴影还未消散，因此，供给做减法的逻辑并不能为市场所普遍认同。

对成长性的疑虑—公司以新建线为主的发展模式增长空间有限

国家产业结构调整，限制新建水泥生产线的政策下，公司以新建线为主的发展模式增长空间有限。

另外，在资源稀缺的背景下，收购成本未来两年来看是不断上升的。并且在央企跑马圈地、迅速扩张的背景下，如果现在不做收购，两年以后公司的增量何在？市场普遍担心海螺的文化是不是就不适合做收购？

从这个角度来看相对与同行业的其他公司，就成长性而言，海螺并不占优势。

对海螺集团股权去向及小非减持的担忧

2009年盛传的关于海螺集团股权的归属可能发生变化的传闻和对小非减持的担忧也成为阻碍公司股价表现的因素。

海螺水泥看好2010-2011年行业盈利及自身发展

2010-2011年水泥行业供求关系可能逐年改善

需求方面，铁路建设为龙头拉动水泥消费增量超过2009年

2010年需求增量会大于09年的2亿吨，2010年无论固定资产投资增速是20%

还是 25%，对水泥需求的拉动一定会超过 09 年，三点理由：

首先是基建，固定资产投资增速保底会有 20% 的增长，这 20% 来自于对 2009 年已开工项目的延续。而 09 年固定资产投资大量是对 08 年续建项目的加速。

铁路建设将是本轮基建的主力军。从铁路建设的建设周期上来看，第一年主要做拆迁和土地平整，第二年是水泥需求的高峰期，2009 年新开工的项目在 2009 年还没产生水泥需求，2010 年进入水泥需求的高峰期。举例来说安庆到南京 08 年 12 月 22 号开工的城铁至今还没用一吨水泥，

其次是地产，无论政府怎么打压，2010 年全年在建面积和新开工面积同比数字一定好于 2009 年，因为 2009 年直到 9 月份同比增速才转正，地产对水泥的拉动要好于 09 年。

最后是占水泥 1/3 消费量的农村消费，历年消费量都非常平稳，但今年有建材下乡的刺激，会有超预期的可能。

从这三各方面来看，需求方面的增量一定会超过 2009 年。

另外“水泥需求拐点论”并不足信，我国的城市化水平还远远落后与发达国家，建筑结构也存在着巨大差异，简单套用西方的人均及累积消费量判断我国水泥消费拐点缺乏合理性。

供给方面，淘汰落后力度或将逐年加大，有助于改善供求关系

供给上来说，全国来看，2010 年新增产能与 2009 年相当，从淘汰落后上来看，2010 年会超过 2009 年，2011 年可能会超过 2010 年。

2011 年水泥需求公司并不认为会有明显回落，但即使会明显回落，假设新增需求量回落一半，约 1 亿吨，但由于国家限制新建生产线，2011 年的新增产能也会回落一半，到 1 亿吨，而 2011 年要完成“十一五”规划淘汰落后会可能为至少 2 亿吨。供求关系得到进一步改善。

产能淘汰力度将逐渐加大，据了解，过去几年在实际执行落后产能淘汰时，部分地区执行中认为可以保留 10% 落后产能，而现在政策实行“一刀切”全部淘汰，政策上不留余地，各地淘汰落后的意识和力度在加强。

2010 年公司毛利会比 2009 年好，季度同比、环比或将保持增长

一方面，公司经营策略发生了变化，从 2009 年 9 月起转变为“内联外合”内部联合并与同业其他公司联手，配合旺季协同提价。

另一方面来自集中度的提高。集中度好的区域提价能力强，毛利提升明显，如今年春节海螺没大幅降价，以及 2009 年底广东（包括广西）7 家大企业联手提价。

从区域来看：西部 2010 年还会较好，价格相对最高点虽会回落，但仍会处于高位，吨盈利最少 50 元，乐观 100 元。

南部，广东市场今年会比去年好，主要是因为 2009 年 1-9 月基数较低。

东部，毛利增长的幅度（%）可能是所有区域中最大的（2009 年基数低）主要原因地产新开工全年会比 2009 年增长。并且海螺会在华东区域进行提价，区域市场毛利会提升，包括 2011 年趋势都会是向上的。

2009年吨毛利四个季度分别为：46-57-55-77元，2010年2月份吨毛利55元左右，2010年每季度都比去年好，并且环比预计也会不断提升。2010年最好的时间段预计将出现在2-3季度。3月-4月份可能会大幅提价。

短期来看，受阴雨影响，一旦天气好转，需求会提升，海螺春节配合区域限价只有1-2条线停窑，目前库存在60-70%，熟料价格已经提升过，水泥价格也会紧跟提升，目前煤炭价格同比回落，毛利水平一季度同比会提升，预计一季度业绩同比会有大幅增长。

扩张模式的转变：新建和收购并举

收购兼并2010年将成为刺激公司股价的富有想象力的事件，以海螺的实力来看，早些年就具备了整合整个行业的能力，但公司的发展基于长期的考虑，前几年阶段性发展重点是新建，因为新建的成本更低、新建更有利于战略布局，接管传统的老的水泥企业的物流、市场都受到一些制约。

公司管理层一直在考虑收购兼并并且收购方面经验不会少于别的企业，公司从未排斥过收购，市场对公司存在一定的偏见。

公司预计未来3-5年收购兼并会加速，但还是往下走，即大企业收购周边小企业以提高区域控制力，3-5年以后大企业之间发生收购。

对于市场担心海螺的文化不适合收购的问题，目前海螺主要收购对象有两类：收购全资的、收购有项目的，提高区域市场控制力或新近市场。

成长性不能光看销量增长

公司去年资本支出80亿，今年会超过90亿。2010-2011年每年3000万吨的新增产能（项目已核准，不计入可能的并购），销量每年也有3000万吨销量增长，12年达不到3000万吨，但2000万吨问题不大。

对于海螺水泥这样一个全国布局的行业龙头公司，成长性不可光看销量增幅，对公司而言，规模带来效益的提升，每吨盈利提高10元，EPS提高1元，另外海螺还有强稳定性，全国布局并分部合理。

存在小非减持压力，但员工普遍看好公司发展

公司6000余名员工持有的2亿股将在2010年5月26日解禁，但公司认为员工普遍更加看好公司的长期发展。海创最近增持海螺和冀东水泥完全是从长期的投资价值的角度，认为价值被低估，看中长期的绝对收益。

垃圾处理或将成为另一处富有想象力的业务

国内普遍的城市垃圾焚烧厂垃圾处理成本在50-150元/吨，而水泥窑处理城市垃圾成本低且更加环保，对于海螺，有这方面技术专利，国家补贴80元即可盈利。

未来公司在城市100公里以内的水泥窑都可开展垃圾焚烧处理业务，获得税收优惠及国家补贴。此业务的盈利模式还要再探索，但从国家政策的背景上来看，此业务具有很大想象空间。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com