

水泥制造

李凡 S0960209060268

0755-82026745 lifan@cjis.cn

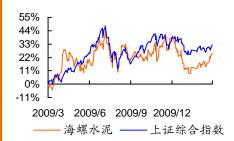
6-12 个月目标价: 50.00 元

当前股价: 44.78 元 评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3123.80
总股本(百万)	1766
流通股本(百万)	1456
流通市值(亿)	652
EPS (TTM)	1.60
每股净资产 (元)	16.59
资产负债率	37.8%

股价表现1M3M6M海螺水泥9.59-7.503.75上证综合指数2.35-2.7413.41



相关报告

《海螺水泥-主要市场区域 4 季度明显复苏,可能于1季度见顶》2009-10-26 《海螺水泥-持续提价超预期,短期股价波动取决于三因素》2009-9-20 《海螺水泥-中西部加速布局,公司区域市场结构日趋均衡》2009-8-19

海螺水泥 600585

推荐

盈利能力明显回升,高速增长期已过

今日公司发布2009年年报,全年公司实现业务收入为246.84 亿元,较上年同期增长3.16%;归属于上市公司股东的净利润为35.44亿元,较上年同期增长35.96%;每股盈利2.01 元,符合我们之前的预期。分配预案为每股派息0.35元(含税)。以资本公积金向全体股东每10 股转增10 股。

- 成本控制措施效果显现,盈利能力大幅回升。公司在收入仅增长 3.16% 的情况下,盈利大幅增长 35.96%,得益于公司从 05 年开始实施的纯低温余热发电。07-08 年公司的纯低温余热发电投资达到最高峰,保证了公司在 09 年产品销售单价下滑 11%以上的基础上仍然实现了净利率 30%以上的回升:
- 高速增长期已过。从公司产能扩张来看,公司高速成长期确实已经过去,未来虽然公司在西部进行了布局,我们很难期望这种布局仍能够给公司带来高速的产能扩张。应该说我国目前水泥企业的增长模式仍然是在吃水泥增长市场,而在未来水泥需求增速可能会明显下滑的情况下,如何保持较高速度的增长是排在我国水泥龙头面前的难题。
- 未来两年的水泥行业调整也许会给这些水泥龙头带来更好的机会。在 目前新型干法产能比例已经较高的情况下,在存量市场里面抢市场份 额最好的方法仍然莫过于兼并收购,提高市场集中度。而未来的两年 里水泥行业会较为明显的面临产能过剩的压力,在需求增速放缓的情况下,市场为这些水泥龙头提供了较好的机会。我们还是坚持认为水 泥行业区域的多头垄断极有可能最先在华东地区出现;
- **资金状况极佳为下一步的战略部署做好准备**。收购兼并的要求是有较好资金实力,我们看到每年70亿的经营性净现金流和40%以下的负债水平为公司在未来两年的战略部署打下了坚实的基础,这与同行业的其他公司形成了鲜明的对比。
- 投资评级:"推荐"。我们预计,公司 09-11年的 EPS 分别为 2.01、 2.36和 2.80元。目前 19倍的市盈率基本合理,给予"推荐"的投资 评级。风险在于区域水泥行业向下对公司盈利能力影响的不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	24998	30375	35708	41421
同比(%)	3%	22%	18%	16%
归属母公司净利润(百万元)	3544	4164	4948	5858
同比(%)	36%	17%	19%	18%
毛利率(%)	28.5%	28.6%	28.7%	29.0%
ROE(%)	12.3%	12.6%	13.1%	13.4%
每股收益(元)	2.01	2.36	2.80	3.32
P/E	22.32	19.00	15.99	13.50
P/B	2.75	2.40	2.09	1.81
EV/EBITDA	13	11	9	7

资料来源:中投证券研究所



一、2009年成本控制成效卓著

1.1 收入增速偏低,盈利能力回升明显

公司 09 年收入增速仅为 3.16%, 而同期销量增速为 15.99%, 说明同期价格下滑明显。而同期的盈利却增长了 40%, 得益于盈利能力的大幅度提高。公司净利率从 10.8%提高到 14.6%。

图 1 年度主要经营数据



资料来源:公司公告

图 2 公司近年来毛利、净利率



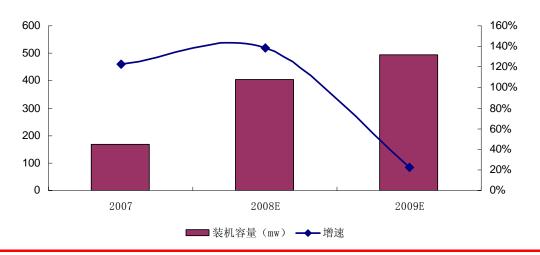
资料来源:公司公告

1.2 盈利能力的提升得益于公司前期余热发电等措施

07-08 年是公司余热发电装机容量增长最快的两年。而这些投资在 09 年发挥了明显的效益,在水泥价格明显下滑的情况下,仍然保证了公司盈利能力的快速回升。



图 3 公司余热发电装机容量

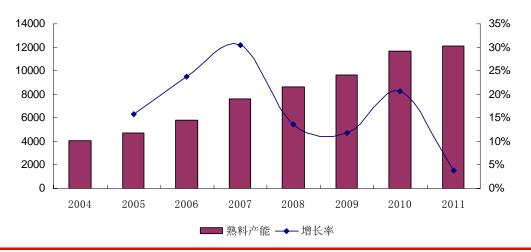


数据来源:公司数据、中投证券研究所

二、高速增长期已过

就业务规模而言,公司已经度过了 05-07 年是公司增速最快的时期。而目前公司的高速增长期已过,未来的增长会逐步下降。

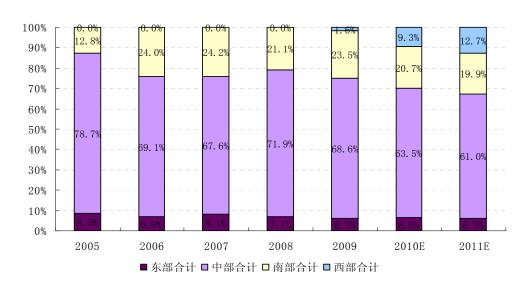
图 4 公司产能增长



数据来源:公司公告

未来的增长来自西部,但能提供的空间有限。

图 5 公司产能分布比例



数据来源: 公司公告

三、财务健康,资金压力小

公司存货和应收账款周转率略有降低,但仍处于较好水平。经营性现金流净额与资本性支出匹配较好,而且资产负债率较低,公司财务健康,资金压力不大。

表 1 公司资金运转情况

	2007 年	2008 年	2009 年
营运能力			
存货周转率(次)	9.1	10.6	8.8
应收账款周转率(次)	60.4	71.7	56.2
负债率			
资产负债率(%)	62.8	40.6	37.8
经营性现金流			
经营活动产生的现金流量净额(万元)	266880.7	526637.5	702935.2
增长率(%)	-12.6%	97.3%	33.5%
资本性支出			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金			
(万元)	558422.4	515250.5	800224.4
增长率(%)	59.8%	-7.7%	55.3%

四、盈利预测假设

表 2 公司盈利预测假设

,				
	2009	2010	2011	2012



熟料产能(万吨)		10, 206. 00	13, 086. 00	15,000.00	16,500.00
水泥产能(万吨)		10,550.00	15, 550. 00	16,500.00	17,800.00
销量(万吨)		11,838.00	13, 500. 00	15, 525. 00	17, 853. 75
	+/-	15.99%	14.04%	15.00%	15.00%
价格(元/吨)		211.17	225.00	230.00	232.00
	+/-	-11.05%	6.55%	2.22%	0.87%

数据来源:公司公告、中投证券研究所

五、投资建议:推荐

我们预计,公司 09-11年的 EPS 分别为 2.01、2.36 和 2.80 元。目前 19 倍的市盈率基本合理,给予"推荐"的投资评级。风险在于区域水泥行业向下对公司盈利能力影响的不确定性。



附:财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10097	10955	11584	12740	营业收入	24998	30375	35708	41421
现金	3627	4000	4000	4000	营业成本	17865	21682	25442	29407
应收账款	442	589	693	804	营业税金及附加	134	185	218	253
其它应收款	319	305	279	279	营业费用	1420	1713	2014	2353
预付账款	380	434	509	588	管理费用	976	1063	1250	1450
存货	2172	2590	2533	2927	财务费用	356	494	566	602
其他	3156	3038	3571	4142	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	37052	43567	50869	57555	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	481	322	300	300	投资净收益	16	20	30	40
固定资产	25609	35736	44143	51385	营业利润	4260	5258	6247	7396
无形资产	2064	2019	1979	1939	营业外收入	257	0	0	0
其他	8896	5490	4447	3931	营业外支出	41	0	0	0
资产总计	47148	54523	62452	70295	利润总额	4477	5258	6247	7396
流动负债	12073	15492	18305	20097	所得税	815	957	1137	1346
短期借款	1706	5769	7755	8644	净利润	3662	4301	5110	6050
应付账款	3339	4120	4834	5587	少数股东损益	118	137	162	192
其他	7028	5604	5716	5866	归属母公司净利润	3544	4164	4948	5858
非流动负债	5772	5427	5434	5434	EBITDA	6269	7709	9464	11300
长期借款	5394	5394	5394	5394	EPS (元)	2.01	2.36	2.80	3.32
其他	379	33	40	40					
负债合计	17846	20919	23739	25531	主要财务比率				
少数股东权益	543	680	842	1035	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1766	1766	1766	1766	成长能力				
资本公积	15065	15065	15065	15065	营业收入	3.2%	21.5%	17.6%	16.0%
留存收益	11928	16092	21040	26898	营业利润	42.6%	23.4%	18.8%	18.4%
归属母公司股东权益	28760	32924	37872	43730	归属于母公司净利润	36.0%	17.5%	18.8%	18.4%
负债和股东权益	47148	54523	62452	70295	获利能力				
					毛利率	28.5%	28.6%	28.7%	29.0%
现金流量表					净利率	14.2%	13.7%	13.9%	14.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	12.3%	12.6%	13.1%	13.4%
经营活动现金流	7029	5481	8528	9674	ROIC	11.6%	11.3%	11.4%	11.8%
净利润	3662	4301	5110	6050	偿债能力				
折旧摊销	1652	1958	2650	3301	资产负债率	37.8%	38.4%	38.0%	36.3%
财务费用	356	494	566	602	净负债比率	53.75	65.28%	65.89	64.75%
投资损失	-16	-20	-30	-40	流动比率	0.84	0.71	0.63	0.63
营运资金变动	1282	-1176	206	-257	速动比率	0.66	0.54	0.49	0.49
其它	93	-75	25	18	营运能力				
投资活动现金流	-7813	-8661	-9948	-9960	总资产周转率	0.56	0.60	0.61	0.62
资本支出	8002	10000	10000	10000	应收账款周转率	54	57	54	54
长期投资	47	-1303	-22	0	应付账款周转率	5.25	5.81	5.68	5.64
其他	236	36	30	40	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-2395	3552	1420	286	每股收益(最新摊薄)	2.01	2.36	2.80	3.32
短期借款	-563	4063	1986	888	每股经营现金流(最新摊薄)	3.98	3.10	4.83	5.48
长期借款	-640	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	16.28	18.64	21.44	24.76
普通股增加	0	0	0	0	估值比率	. 0.20	. 5.0 1	,	5
资本公积增加	949	0	0	0	P/E	22.32	19.00	15.99	13.50
其他	-2141	-511	-566	-602	P/B	2.75	2.40	2.09	1.81
现金净增加额	-3178	373	-300		EV/EBITDA	13			7.01
クレンエリナ・日川川(ツ	-3170	313	U	0	L V/LDITDA	13	11	9	

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

分析师简介

免责条款

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,旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意,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

深圳 北京 上海

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A座 19楼

邮编: 518000 邮编:

传真: (0755)82026711

北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中 心2号楼7层

邮编: 100031

传真: (010) 66276939

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦

公司网站: http://www.cjis.cn

16 楼

邮编: 200041

传真: (021)62171434