海螺水泥（600585） 建材

—战略渐变谋发展，节能环保引潮流

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	41.97	元

投资要点：

1. 2009 年 1-4 季度，公司产品吨毛利分别为 46、57、55 和 77 元/吨，全年平均超过 60 元/吨，全年水泥、熟料综合销量约为 1.18 亿吨，同比增幅达到 17%。维持公司 2009 年每股收益 2.02 元的预测。
2. 2010 年 1-2 月份，公司产品销量同比增长约为 20%，同时吨毛利水平分别为 60 和 55 元/吨，而 3 月份公司将带头开始提价，预计 2010 年 1 季度公司产品吨毛利将达到 60 元/吨，远好于去年同期的 46 元的吨毛利水平。预计 2010 年 1 季度公司的每股盈利将超过 0.45 元，同比增幅接近 100%。
3. 由于公司前期准备充分，储备项目充足，且均已拿到国家核准，短期内受国家限制新建产能政策的影响较小。就公司目前拥有的新建项目来看，已储备了 2-3 年的项目，仍能保持 2010 年和 2011 年公司产销保持每年 3000 万吨的增量。从而进一步扩大公司和国内其他水泥企业之间的领先优势。
4. 无论是从是否符合国家的产业政策，还是从公司的资金状况，或者是公司的管理能力上来看，海螺都具备未来行业整合的得天独厚的先天优势。而且公司目前也确实是在做一系列的战略并购的准备和研究，相信不久之后，公司将会就此给投资者带来巨大的惊喜。
5. 在低碳经济和节能环保领域，公司一直是不遗余力在发展。公司不仅在继续大力推广余热发电项目的同时，还在和日本川崎公司合作，在国内率先开发利用水泥窑进行垃圾处理的技术。目前该技术基本成本，并已在铜陵进行试运行。
6. 我们初步预计公司 2009-2011 年的每股盈利分别为 2.02、3.10 和 3.75 元，复合增长率达到超过 36%。目前公司股价仅为 41.97 元，对应 2010 年 PE 不足 14 倍，具有较高的安全边际。我们认为，随着未来市场对整个水泥行业盈利状况的逐步认可，以及行业政策细则的相继出台，将使得公司的估值水平得到修复。我们认为至少给予公司 2010 年 20 倍的 PE 才较为合理，对应目标价为 63 元，维持公司“推荐”的投资评级。

2010 年 3 月 21 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	52.97/34.10
上证指数/深圳成指	3067.75/12352.92
50 日均成交额(百万元)	257.62
市净率(倍)	2.99
股息率	0.71%

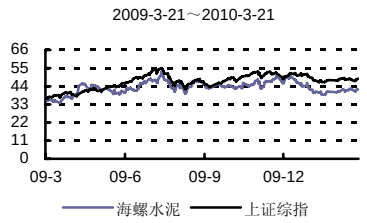
基础数据

流通股(百万股)	1455.68
总股本(百万股)	1766.43
流通市值(百万元)	61094.89
总市值(百万元)	74137.24
每股净资产(元)	14.04
净资产负债率	69.62%

股东信息

大股东名称	海螺集团
持股比例	35.66%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-海螺水泥（600585）联合调研简评》，2008-10-31

《国元证券公司研究-海螺水泥（600585）调研报告》，2008-11-12

《国元证券*公司研究*海螺水泥 2008 年报点评*褚杰》，2009-3-31

联系方式

研究员： 褚杰
电 话： 021-51097188-1875
电 邮：
联系人： 赵喜娟
电 话： （86-21）51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F（200120）

1. 公司简介

海螺水泥目前是中国单体最大的水泥制造企业，截止 09 年底拥有 1.2 亿吨熟料产能，其主要分布在中国的华东和华南市场。随着四川、甘肃、重庆等地的产能的相继建成投产，2010 年公司将全面进入西部区域。

2. 2009 年公司业绩预测

2009 年 1-4 季度，公司产品吨毛利分别为 46、57、55 和 77 元/吨，全年平均超过 60 元/吨，全年水泥、熟料综合销量约为 1.18 亿吨，同比增幅达到 17%。维持公司 2009 年每股收益 2.02 元的预测。

3. 2010 年 1 季度公司经营现状

源于国家 4 万亿投资的逐步消化，以及去年 4 季度以来房地产新开工面积的增加，国内对水泥的需求正在开始加速。在此情景下，包括公司在内的国内水泥企业的盈利状况将继续向好。

2010 年 1-2 月份，公司产品销量同比增长约为 20%，同时吨毛利水平分别为 60 和 55 元/吨，而 3 月份公司将带头开始提价，预计 2010 年 1 季度公司产品吨毛利将达到 60 元/吨，远好于去年同期的 46 元的吨毛利水平。预计 2010 年 1 季度公司的每股盈利将超过 0.45 元，同比增幅接近 100%。

4. 未来两年公司仍能保持快速扩张

2009 年 9 月国家出台政策，要求对 2009 年 9 月 30 日前尚未开工的水泥项目一律暂停建设并进行一次认真清理，对不符合上述原则的项目严禁开工建设。这对国内很多水泥企业的短期发展造成了一定的困难。

由于公司前期准备充分，储备项目充足，且均已拿到国家核准，并不在此限制之列。就公司目前拥有的新建项目来看，已储备了 2-3 年的项目，仍能保持 2010 年和 2011 年公司产销保持每年 3000 万吨的增量。从而进一步扩大公司和国内其他水泥企业之间的领先优势。

5. 战略调整

虽然公司目前的储备项目较多，短期内受到国家限产政策影响较小；但从长期来看，单纯依靠新建产能来实现水泥企业自身的发展已不符合国家的产业政策；同时，随着公司储备项目的逐渐消化，预计到 2012 年公司的产销增量将下滑到 2000 万吨左右。对此，公司正在进行战略调整，在继续新建产能的同时，也在寻找一些战略并购的机会，来实现企业的发展。

另外一方面，从公司的财务情况来看，公司目前的资产负债率仅为 35%左右，远低于行

业 60%左右的资产负债率水平。尽管 2010 年和 2011 年公司用于在建和新建项目的资本支出均将超过 100 亿元，而这完全可以依靠公司的经营性现金流来完成，并不会带来公司的负债率的上升。因此公司可以进一步提高财务杠杆，依靠自身充沛的现金流来进行行业整合。

此外，很多人认为海螺只会新建，而且海螺的文化不适合并购；其实这是对海螺的误解。其实，早在上世纪 90 年代，海螺就通过一系列的并购，进行区域市场的整合，使得海螺的“T 型”战略得以顺利实施。

因此，无论是从是否符合国家的产业政策，还是从公司的资金状况，或者是公司的管理能力上来看，海螺都具备未来行业整合的得天独厚的先天优势。而且公司目前也确实是在做一系列的战略并购的准备和研究，相信不久之后，公司将会就此给投资者带来巨大的惊喜。

6. 垃圾焚烧，利国利民利己

在低碳经济和节能环保领域，公司一直是不遗余力在发展。早在 1998 年，公司就在行业内率先给水泥窑配备水泥纯低温余热发电装置。截止到 2009 年，公司就已建成投运 30 套余热发电机组，装机容量达到 483.5 兆瓦，在建 14 套，装机规模达到 151.7 兆瓦。如果全部建成投运后，年发电量将达到 48.26 亿度，年节约标煤 174 万吨，减少 CO2 排放 419 万吨。

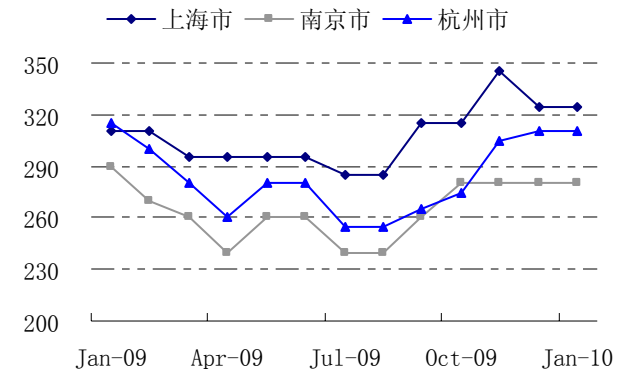
公司在继续大力推广余热发电项目的同时，还在和日本川崎公司合作，共同开发利用水泥窑进行垃圾处理的技术。目前该技术基本成本，并已在铜陵进行试运行。利用水泥窑对城市垃圾进行处理时，不仅仅能有效避免一般垃圾处理装置在处理垃圾过程中排放的二恶英对空气的污染，还能将废料处理成水泥掺合料降低成本。

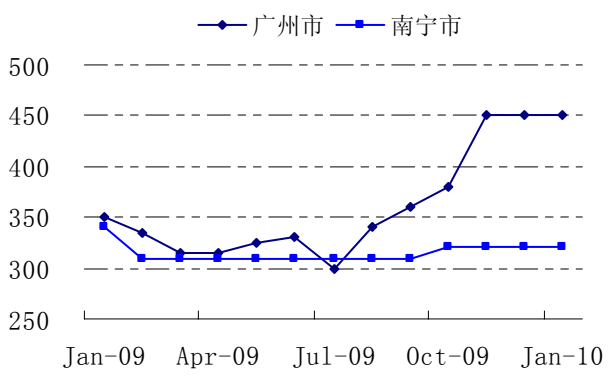
不过未来这一技术的大力推广还将进一步看政府的补贴力度。按照一条日产量 5000 吨的水泥窑日处理 300 吨垃圾来计算，假设处理一吨垃圾政府补贴 100 元的情况下（注：在欧美发达国家，处理一吨垃圾，政府将补贴 80-100 欧元不等），公司一条水泥窑每年将获得 1,000 万元的政府补贴，而技术的拓展仅仅给每条水泥窑带来 6000 万元的资本支出，投资回报率高达 17%

7. 盈利预测

我们初步预计公司 2009-2011 年的每股盈利分别为 2.02、3.10 和 3.75 元，复合增长率达到超过 36%。目前公司股价仅为 41.97 元，对应 2010 年 PE 不足 14 倍，具有较高的安全边际。我们认为，随着未来市场对整个水泥行业盈利状况的逐步认可，以及行业政策细则的相继出台，将使得公司的估值水平得到修复。我们认为至少给予公司 2010 年 20 倍的 PE 才较为合理，对应目标价为 63 元，维持公司“推荐”的投资评级。

图 1 公司主要市场水泥价格趋势



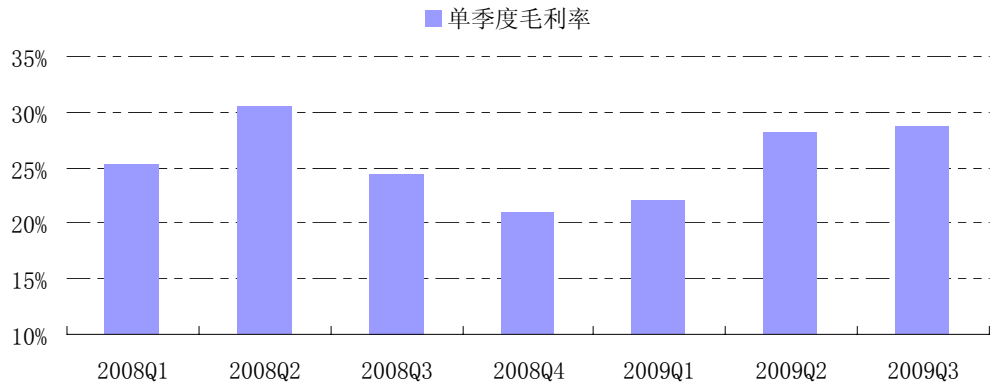


数据来源：数字水泥网、国元证券研究中心

数据来源：数字水泥网、国元证券研究中心

注：42.5 散装水泥，单位：元/吨

图 2. 自 2008 年 4 季度以来，公司产品毛利率逐季走高



数据来源：公司公告、国元证券研究中心

表 1. 海螺水泥历年成功的并购案例

省份	时间	事件	省份	时间	事件
安徽	1995 年	收购铜陵水泥厂	浙江	1997 年	收购宁波星港水泥
	1996 年	收购白马山水泥厂		2001 年	收购上虞水泥厂
	1998 年	收购长丰县水泥厂	上海	1998 年	收购奉贤水泥厂
	2000 年	收购枞阳水泥		2000 年	收购浦东水泥车
	2006 年	受让巢东水泥部分股权	湖南	2003 年	收购雪峰水泥
江苏	1998 年	收购张家港水泥厂		2004 年	收购双峰水泥
	1998 年	收购南京江北水泥厂	江西	2002 年	收购庐山水泥厂
	1999 年	收购南通水泥厂		2004 年	增持分宜海螺股份
	2000 年	收购泰州水泥厂	广西	2005 年	收购兴业海螺
	2002 年	收购中国水泥厂		2005 年	收购扶绥海螺
	2004 年	重组江苏八菱海螺			

数据来源：数字水泥网、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义			
	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上		

(2)行业评级定义	
推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn