

2010年08月17日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元) 23.00

公司基本信息

产业别	建材/水泥		
A 股价 (10/08/17)	19.46		
上证综合指数 (10/08/17)	2671.89		
股价 12 个月高/低	24.83/15.46		
总发行股数 (百万)	3532.87		
A 股数 (百万)	2666.47		
A 市值 (亿元)	518.89		
主要股东	海螺集团 (36.20%)		
每股净值 (元)	8.37		
股价/账面净值	2.32		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌 (%)	17.09	25.87	-6.28

近期评等

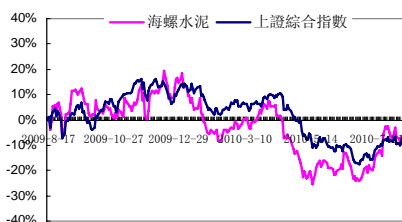
出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

水泥与熟料	100%
-------	------

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	55.13%
信托	15.28%
QFII	3.42%
基金	2.45%
券商集合理财	0.02%

股价相对大盘走势


海螺水泥 (600585.SZ)

Buy 买入
水泥价格正在复苏，下半年盈利更好
结论与建议：

行业目前面临淘汰落后和产能和节能减排的政策性机会，供需关系不断改善，公司作为行业龙头将直接受益于水泥价格上升。预计 2010 年公司整体吨毛利可达 62 元/吨，公司 2010、2011 年净利润 47.3 亿元和 54.7 亿元，YOY 增长 34%和 15%，EPS1.34 元和 1.55 元和目前股价对应 PE14.6 倍和 12.6 倍，PB2.1 倍，鉴于目前东部地区水泥价格超预期上涨且行业正处在兼并整合阶段，资产价格上升，给予买入的投资建议。

- 公司上半年销售水泥熟料 6820 万吨，YOY 增长 16%。实现营收 138.7 亿元，YOY 增长 22.7%，实现净利润 18 亿元，YOY 增长 39%实现每股收益 0.51 元。
- 公司上半年水泥熟料吨毛利逐季提高。一、二季度分别为 53 元和 57 元/吨。从目前的水泥价格来看，3、4 季度，水泥价格仍然有提升空间，而煤炭价格相对平稳，因此，我们预计全年水泥吨毛利将好于 2009 年的 60 元/吨的平均水平，达到 62 元/吨。
- 表外收入稳定增长，预计 2010 年营业外收入近 6 亿元。公司上半年收入 2.9 亿元，YOY 增长 191%。主要包括“三废”增值税返还 3639 万元、碳减排量收入 828 万元以及地方政府奖励 2.3 亿元，这些表外收入未来将有较为连续的、稳定的成长，我们预计 2010 年、2011 年公司表外收入也将有 6-7 亿元。
- 淘汰落后加速，产能增长有限，2011 年供需矛盾缓解。水泥 2010 年 3 季度末目标淘汰的产量为 1.07 亿吨。另外由于 2009 年颁布的 38 号令，全国 2011 年新建产能非常有限，预计 3 季度末水泥固定资产投资增速将出现负增长，因此 2011 年、2012 年水泥行业整体产能过剩的矛盾将极大缓解，作为行业龙头海螺水泥将直接受益。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2494	2607	3544	4735	5735
同比增减	%	64.23%	4.52%	35.96%	33.58%	21.13%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.592	1.476	1.003	1.340	1.623
同比增减	%	31.65%	-7.31%	-32.02%	33.58%	21.13%
A 股市盈率(P/E)	X	12.2	13.2	19.4	14.6	12.0
H 股市盈率(P/E)		14.5	15.6	23.0	17.2	14.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.30	0.25	0.20	0.20
股息率 (Yield)	%	0.00%	1.54%	1.28%	1.03%	1.03%

营运分析

公司上半年销售水泥熟料 6820 万吨，YOY 增长 16%。实现营收 138.7 亿元，YOY 增长 22.7%，实现净利润 18 亿元，YOY 增长 39%实现每股收益 0.51 元。

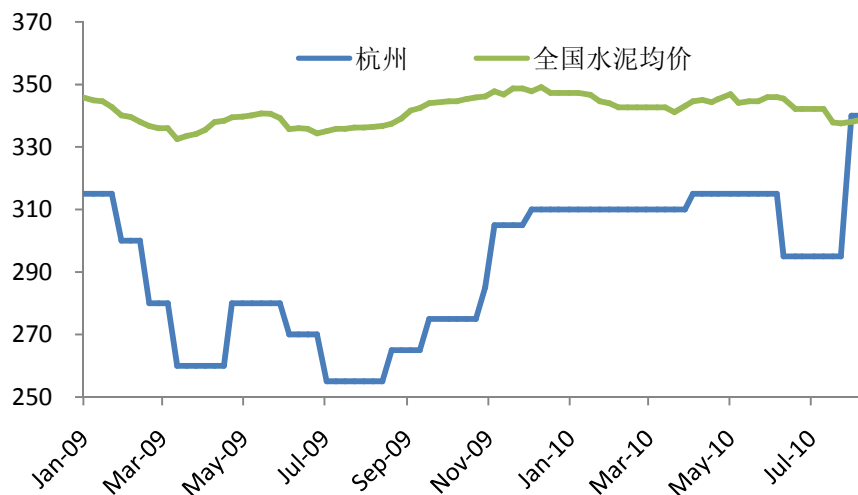
从产品结构来看公司上半年 425 和 325 水泥毛利率分别为 25.6%和 30.3%均较去年同期增长 1 个百分点左右，而熟料毛利率则下降 1.3 个百分点至 19.3%。公司上半年 425 和 325 水泥毛利率分别为 25.6%和 30.3%均较去年同期增长 1 个百分点左右，而熟料毛利率则下降 1.3 个百分点至 19.3%。

分季度来看，公司上半年水泥熟料吨毛利逐季提高，一、二季度分别为 53 元和 57 元/吨。从目前的水泥价格来看，3、4 季度，水泥价格仍然有提升空间，而煤炭价格相对平稳，因此，我们预计全年水泥吨毛利将好于 2009 年的 60 元/吨的平均水平，考虑到下半年整体产销量将比上半年增长近 2 成，且价格有较大的提升空间，我们预计公司全年吨水泥毛利将大到 62 元/吨。

分地区来看，上半年公司南部市场情况较好，上半年水泥熟料吨毛利超过 90 元/吨，而西部地区和东部以及中部地区盈利情况较弱，吨毛利不到 50 元/吨。主要是一方面天气原因抑制了水泥需求的增长，另一方面公司西部地区新增产能投放，而相应的余热发电和粉末产能未能跟上。我们预计下半年随着落后产能的淘汰工作的推进，水泥供需关系进一步改善，公司东部市场和西部市场水泥价格将进一步复苏。

表外收入方面，公司上半年收入 2.9 亿元，YOY 增长 191%。主要包括“三废”资源综合利用增值税返还、出售在联合国清洁发展机制执行委员会登记注册的经核证碳减排量收入以及地方政府奖励，这些表外收入未来将有较为连续的、稳定的成长，我们预计 2010 年、2011 年公司表外收入也将有 6-7 亿元。

图 1 浙江水泥价格迅速恢复，单位：元/吨



资料来源：数字水泥，群益

淘汰落后加速，产能增长有限，2011 年供需矛盾缓解。

工信部8月8日向社会公告18个工业行业淘汰落后产能企业名单，这些企业的落后产能必须在今年9月底前关闭。这18个工业行业2010年淘汰落后产能共涉及企业2087家。其中涉及水泥762企业家。

水泥2010年3季度末目标淘汰的产量为1.07亿吨，较之前工信部公布的水泥行业的落后产能淘汰9155万吨目标略有提高。此次工信部列出的水泥淘汰量大约在1.1亿吨左右，占水泥总产能的5%。与以往所不同的是，工信部此次明确公示所需淘汰产能的具体情况，并且明确要求在2010年9月30日前完成。因此我们认为此次的公示将彻底打消市场对于淘汰落后产能的疑虑。

此外由于2009年颁布的38号令，全国2011年新建产能非常有限，虽然上半年水泥固定资产投资仍然维持两位数的增长，但是其滑落的趋势也非常明显，3季度末预计将出现负增长，因此2011年、2012年水泥行业整体产能过剩的矛盾将极大缓解。

盈利预测

预计公司2010、2011年净利润47.3亿元和54.7亿元，YOY增长34%和15%，EPS1.34元和1.55元和目前股价对应PE14.6倍和12.6倍，PB2.1倍，鉴于目前东部地区水泥价格超预期上涨且行业正处在兼并整合阶段，资产价格上升，给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2007	2008F	2009	2010E	2011E
营业收入	18776	24228	24998	34249	36610
经营成本	12926	18192	17865	25237	26365
营业税金及附加	134	148	134	257	275
销售费用	1219	1366	1420	2059	2173
管理费用	721	841	976	1373	1414
财务费用	607	751	356	596	619
资产减值损失	3	1	2	0	0
投资收益	4	57	16	1237	1536
营业利润	3171	2987	4260	5963	7301
营业外收入	324	267	257	593	690
营业外支出	10	9	40	202	202
利润总额	3485	3246	4477	6355	7789
所得税	781	566	815	1318	1660
少数股东损益	210	73	118	323	394
归属于母公司所有者的净利润	2494	2607	3544	4735	5735

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008F	2009	2010E	2011E
货币资金	1418	6799	3627	5541	6646
应收账款	230	447	443	515	472
存货	1563	1870	2172	2041	11440
流动资产合计	6987	13533	10097	12896	19502
长期股权投资	163	323	481	1084	1213
固定资产	18860	22435	25609	31648	34771
在建工程	1650	1696	4137	2654	1344
非流动资产合计	24054	28999	37052	43603	45552
资产总计	31041	42532	47149	56499	65054
流动负债合计	9600	11174	12073	12260	10979
非流动负债合计	19493	17264	17846	22845	25977
负债合计	19493	17264	17846	22845	25977
少数股东权益	468	472	543	867	1260
股东权益合计	11548	25268	29303	33654	39077
负债及股东权益合计	31041	42532	47149	56499	65054

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营活动产生的现金流量净额	2669	5266	7029	3965	8633
投资活动产生的现金流量净额	-5735	-6360	-7813	-7875	-8733
筹资活动产生的现金流量净额	3143	6433	-2395	5821	3321
现金及现金等价物净增加额	76	5340	-3178	1910	3221

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。