

水泥制造

署名人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与者: 王钦

执业证书编号: S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 28.00元

当前股价: 27.26元

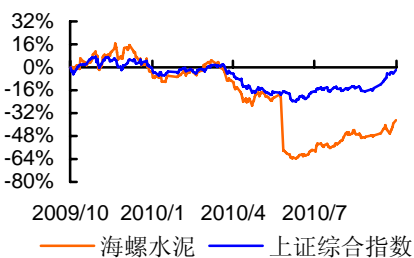
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3051.42
总股本(百万)	3533
流通股本(百万)	3533
流通市值(亿)	963
EPS (TTM)	1.14
每股净资产(元)	8.29
资产负债率	37.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海螺水泥	0.00	49.12	40.20
上证综合指数	0.00	18.64	2.28



相关报告

《海螺水泥-毛利率略升, 经营性现金流下降明显》2010-8-17

《海螺水泥-盈利能力明显回升, 高速增长期已过》2010-3-30

《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

600585

推荐

受益拉闸限电, 业绩继续稳定增长

2010年1-9月公司实现营业收入223.6亿元, 同比增长26.6%; 实现归属于母公司净利润31.6亿元, 同比增长41.4%; 基本每股收益0.89元。其中7-9月实现营业收入84.9亿元, 同比增长32%, 实现归属于母公司净利润13.6亿元, 同比增长45.3%; 基本每股收益0.39元。

- **产能释放和拉闸限电促使公司业绩实现稳定增长。**业绩稳定增长的主要原因有两个, 一是公司今年上半年有全椒、岳阳、弋阳、广元、忠县、贵阳等多条 5000t/d 生产线投产, 产能有所增加, 二是华东、华南市场由于拉闸限电, 水泥价格出现较大涨幅。
- **拉闸限电导致水泥价格大涨, 公司毛利率单季度环比上涨 3%。**虽然煤电等原材料成本有所上涨, 但今年 7 月底以来, 由于华东、华南大部分地区出现拉闸限电, 水泥价格涨幅较大, 而公司超过 60% 的业务在这两大区域, 受益匪浅, 公司毛利率从二季度的 26.1% 上升至第三季度的 29.2%。
- **因公司经营性现金净流量降幅较大, 为维持高额资本性开支, 公司有息负债率上升 6.5%。**1-9 月, 公司经营性现金净流量从去年同期的 65 亿元降至 24 亿元, 降幅 63%, 但资本性支出依然高达 75 亿元, 资金缺口 50 亿元, 须通过外源融资解决资金短缺, 所以我们看到公司前 9 个月, 长期负债增加了 50 亿元, 从而使得公司的有息负债率从去年年底的 20.4% 上升至 9 月底的 26.9%。
- **未来公司债的发行将有利于降低公司财务费用。**公司 2009 年 6 月 5 日召开的 2008 年度股东大会审议批准了关于在中国境内发行票面本金总额不超过 95 亿元的公司债券事宜, 股东大会决议有效期为 24 个月。虽然截至本报告披露日, 发行公司债券事宜尚未获得有关主管部门的批准, 但我们认为公司债获得批准的可能性极大, 将有利于降低公司财务费用。
- **投资评级: “推荐”。**我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 1.39、1.53 和 1.68 元。目前 19.68 倍的市盈率基本合理, 给予“推荐”的投资评级。

风险提示

- 风险在于行业出现拐点的具体时间不确定。
- 拉闸限电导致的水泥价格上涨持续时间低于预期。

主要财务指标

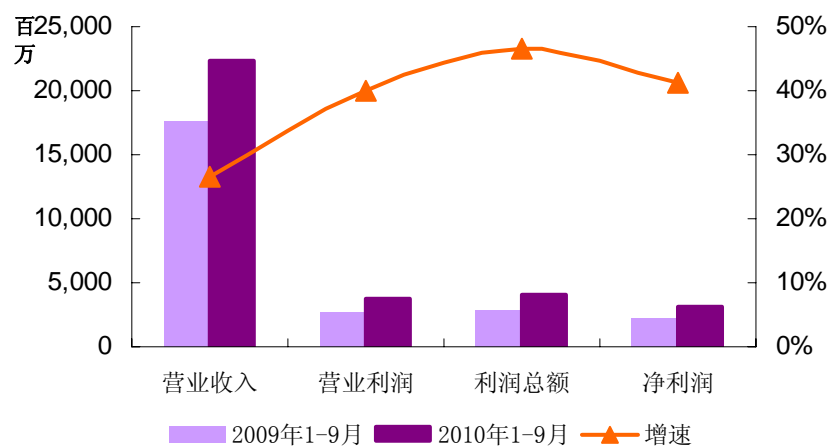
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	24998	30375	34931	39635
同比(%)	3%	22%	15%	13%
归属母公司净利润(百万元)	3544	4895	5412	5937
同比(%)	36%	38%	11%	10%
毛利率(%)	28.5%	29.8%	28.9%	28.0%
ROE(%)	12.3%	14.8%	14.1%	13.4%
每股收益(元)	1.00	1.39	1.53	1.68
P/E	27.17	19.68	17.80	16.22
P/B	3.35	2.92	2.50	2.17
EV/EBITDA	16	12	11	10

资料来源: 中投证券研究所

一、产能释放和拉闸限电促使公司业绩实现稳定增长

1-9月公司实现营业收入223.6亿元，同比增长26.6%；实现归属于母公司净利润31.6亿元，同比增长41.4%；基本每股收益0.89元。其中7-9月实现营业收入84.9亿元，同比增长32%，实现归属于母公司净利润13.6亿元，同比增长45.3%；基本每股收益0.39元。业绩稳定增长的主要有两个原因，一是公司今年上半年有全椒、岳阳、弋阳、广元、忠县、贵阳等多条5000t/d生产线投产，产能有所增加，二是华东、华南市场由于拉闸限电，水泥价格出现较大涨幅。

图1 公司1-9月主要经营数据



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表1 公司新增生产线情况

生产线	水泥产能(万吨/年)	投产时间
建德2期-5000t/d	200	2010年10月
济宁海螺4500t/d	180	2011年上半年
枞阳四期2线-5000t/d	200	2010年初
全椒-5000t/d	200	2010年4月
石門海螺二期-5000t/d	200	2010年
岳阳临湘-5000t/d	200	2010年4月
弋陽二线-4500t/d	180	2010年5月
清新-5000t/d	200	2010年
咸陽礼泉-4,500t/d	180	2010年9月
宝鸡千阳-4500t/d	180	2010年9月
广元-4,500t/d	180	2010年3月
达州-4,500t/d	180	2010年2月
重庆忠县--4,500t/d	180	2010年1月
贵定-4,500t/d	180	2010年4月
六盘水-4500t/d	180	2010年
遵义-4,500t/d	180	2010年

贵阳--4,500t/d	180	2010年6月
--------------	-----	---------

资料来源:公司公告、中投证券研究所

二、拉闸限电导致水泥价格大涨，公司毛利率单季度环比

上涨 3%

虽然煤电等原材料成本有所上涨，但今年7月底以来，由于华东、华南大部分地区出现拉闸限电，水泥价格涨幅较大，而公司超过60%的业务在这两大区域，受益匪浅，公司毛利率从二季度的26.1%上升至三季度的29.2%。

图 2 合肥 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）

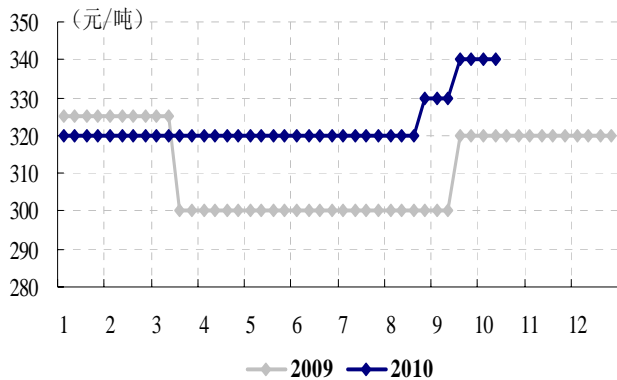
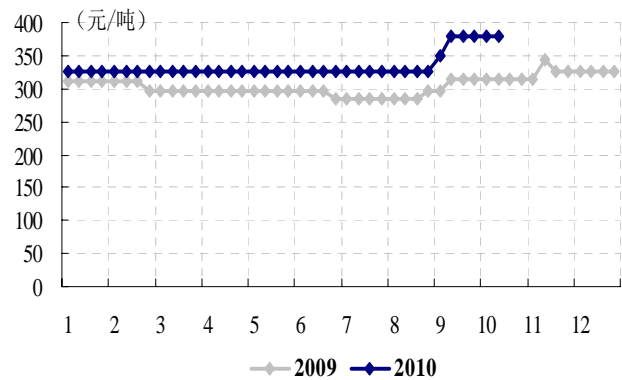


图 3 上海 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）



资料来源: 中国水泥协会

图 4 广州 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）

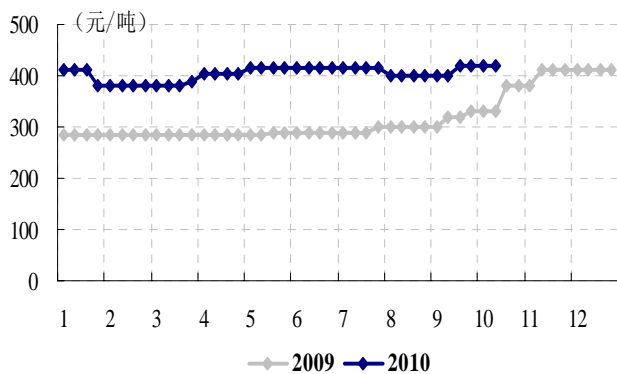
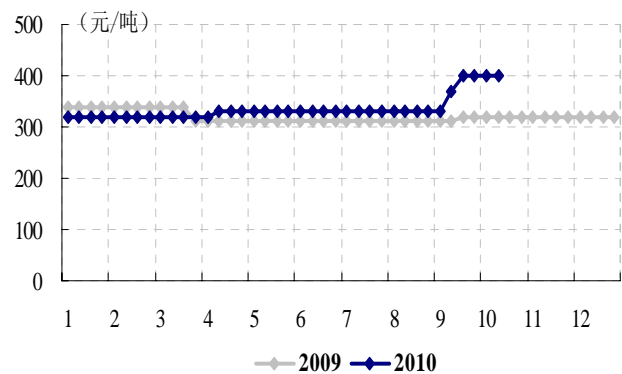
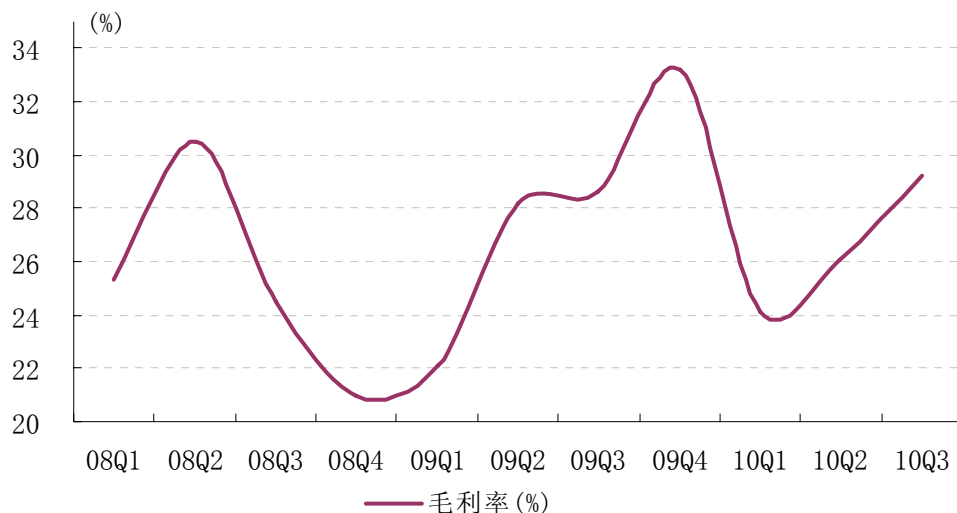


图 5 南宁 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）



资料来源: 中国水泥协会

图 6 公司近年来单季度毛利率情况

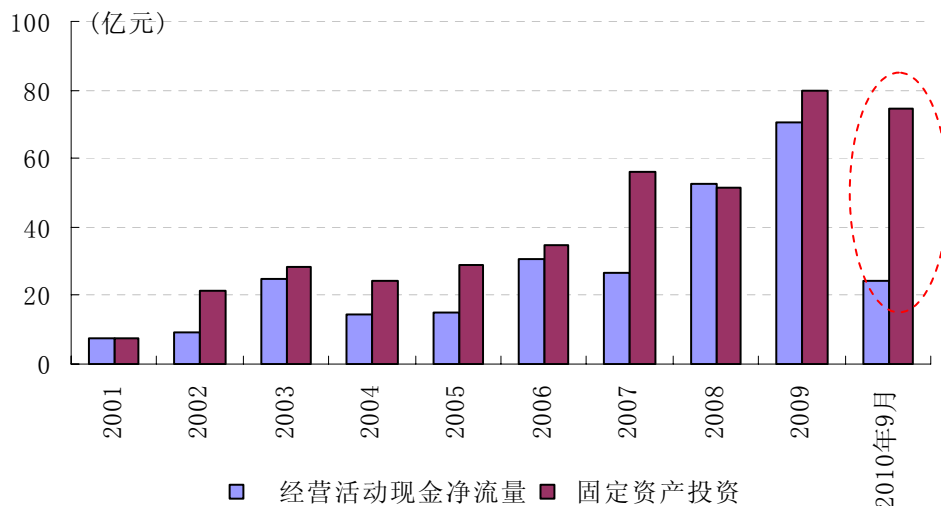


数据来源：公司数据、中投证券研究所

三、因公司经营性现金净流量降幅较大，为维持高额资本性开支，公司有息负债率上升 6.5%

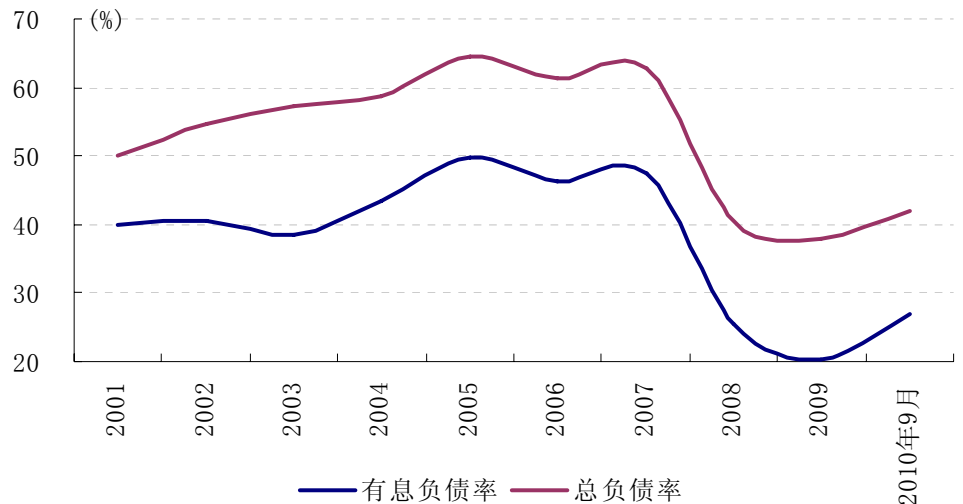
1-9月，公司经营性现金净流量从去年同期的65亿元降至24亿元，降幅63%，但资本性支出依然高达75亿元，资金缺口50亿元，须通过外源融资解决资金短缺，所以我们看到公司前9个月，长期负债增加了50亿元，从而使公司的有息负债率从去年年底的20.4%上升至9月底的26.9%。

图 7 公司近年来有息负债率



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 公司近年来有息负债率



数据来源：公司公告、中投证券研究所

四、未来公司债的发行将有利于降低公司财务费用

公司 2009 年 6 月 5 日召开的 2008 年度股东大会审议批准了关于在中国境内发行票面本金总额不超过 95 亿元的公司债券事宜，股东大会决议有效期为 24 个月。虽然截至本报告披露日，发行公司债券事宜尚未获得有关主管部门的批准，但我们认为公司债获得批准的可能性极大，将有利于降低公司财务费用。

五、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	225.00	222.00
+/-	-11.05%	6.55%	0%	-1.33%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 1.39、1.53 和 1.68 元。目前 19.68 倍的市盈率基本合理，给予“推荐”的投资评级。风险在于行业出现拐点的具体时间不确定以及拉闸限电导致的水泥价格上涨持续时间低于预期。

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	11753	20086	26735	营业收入	24998	30375	34931	39635
现金	3627	4849	12668	18311	营业成本	17865	21312	24832	28549
应收账款	442	589	678	769	营业税金及附加	134	185	213	242
其它应收款	319	305	279	279	营业费用	1420	1519	1747	1982
预付账款	380	426	497	571	管理费用	976	1002	1153	1308
存货	2172	2546	2472	2842	财务费用	356	496	584	498
其他	3156	3038	3493	3964	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	37052	43567	44094	44910	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	37368	38740	营业利润	4260	5880	6433	7096
无形资产	2064	2019	1979	1939	营业外收入	257	300	400	400
其他	8896	5490	4447	3931	营业外支出	41	0	0	0
资产总计	47148	55320	64179	71646	利润总额	4477	6180	6833	7496
流动负债	12073	11153	12417	13751	所得税	815	1125	1244	1364
短期借款	1706	1500	2000	2500	净利润	3662	5055	5589	6132
应付账款	3339	4049	4718	5424	少数股东损益	118	161	178	195
其他	7028	5604	5698	5827	归属母公司净利润	3544	4895	5412	5937
非流动负债	5772	10427	12434	12434	EBITDA	6269	8334	9456	10276
长期借款	5394	10394	12394	12394	EPS (元)	2.01	1.39	1.53	1.68
其他	379	33	40	40					
负债合计	17846	21580	24850	26185	主要财务比率				
少数股东权益	543	704	882	1076	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1766	3533	3533	3533	成长能力				
资本公积	15065	13299	13299	13299	营业收入	3.2%	21.5%	15.0%	13.5%
留存收益	11928	16205	21616	27553	营业利润	42.6%	38.0%	9.4%	10.3%
归属母公司股东权益	28760	33036	38448	44385	归属于母公司净利润	36.0%	38.1%	10.6%	9.7%
负债和股东权益	47148	55320	64179	71646	获利能力				
					毛利率	28.5%	29.8%	28.9%	28.0%
					净利率	14.2%	16.1%	15.5%	15.0%
					ROE	12.3%	14.8%	14.1%	13.4%
					ROIC	11.6%	12.5%	13.7%	14.5%
					偿债能力				
					资产负债率	37.8%	39.0%	38.7%	36.5%
					净负债比率	53.75	66.67%	67.96	66.40%
					流动比率	0.84	1.05	1.62	1.94
					速动比率	0.66	0.82	1.42	1.74
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.59	0.58	0.58
					应收账款周转率	54	57	53	53
					应付账款周转率	5.25	5.77	5.66	5.63
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.00	1.39	1.53	1.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	1.76	2.51	2.58
					每股净资产(最新摊薄)	8.14	9.35	10.88	12.56
					估值比率				
					P/E	27.17	19.68	17.80	16.22
					P/B	3.35	2.92	2.50	2.17
					EV/EBITDA	16	12	11	10

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

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, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

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, 旨在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

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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