

评级：审慎推荐

水泥行业

公司点评报告

第一创业研究所

曹柱 S1080210110001

电话：0755-25832960

邮件：caozhu@fcsc.cn

**海螺水泥（600585）**

——迎接水泥行业黄金时代

**交易数据**

52周内股价区间（元）	15.72-45.2
总市值（百万元）	136899
流通A股（亿）	26.66
流通A股比率（%）	75.45%

**资产负债表摘要(09/10)**

股东权益(百万元)	35003
每股净资产	9.91
市净率	4.52
资产负债率	41.01%

**事件：**海螺水泥于2011年3月29日对外发布了年度报告，全年公司共实现主营收入345.08亿元，同比增长38.04%；实现利润总额80.78亿元，同比增长80.46%；归属母公司净利润61.71亿元，同比增长74.12%；每股收益为1.75元，公司拟每股派发3元（含税）现金，拟以资本公积每10股转增5股。

**点评**

- **产能增加 销售收入同比大幅增长** 公司近年持续加大资本支出，产能继续保持增长。报告期内，公司在达州海螺、广元海螺、重庆海螺、临湘海螺等14条5,000t/d熟料生产线，以及平凉海螺、达州海螺、赣江海螺等37台水泥磨建成投产，新增熟料产能2,520万吨、水泥产能4,010万吨。截至2010年底，公司熟料产能达1.3亿吨、水泥产能达1.5亿吨，同比分别增加27.45%与41.50%。2010年全年，公司共生产熟料1.15亿吨，同比增长18%；生产水泥1.1亿吨，同比增长12%。主营业务收入为340.36亿元，较上年同期增长37.89%；归属于上市公司股东的净利润为61.71亿元，较上年同期增长74.12%；每股盈利1.75元。
- **四大区域全面开花** 报告期内，公司各区域的销售收入全面实现了同比增长，公司区域控制力稳步提升。其中，公司在东部、中部、南部、西部四个区域的销售额分别为130.15、100.72、77.35、15.26亿元，占公司总收入的比重分别为38.24%、29.59%、22.73%、4.48%，其中，中部与南部的销售收入占公司总收入的比重同比没有变化，东部区域的销售收入占比略有下降，西部区域的占比同比有较大幅度提升（占有率提升2.88个百分点）。公司目前在建与拟建生产线大部分集中在贵州、陕西、四川等地，未来随着西部区域的生产线的投产，公司在西部区域的市场占有率有望进一步提升。西部区域，未来将成为公司又一利润增长来源。
- **毛利率同比上升** 10年四季度开始，华东地区开始大规模实施限电，使得水泥供给端受到控制，从而导致区域水泥价格大幅上涨。在价格上涨的情况下，公司的毛利率同比实现上升。报告期内，公司的毛利率达32.42%，同比09年提高3.72个百分点。近两年，我国水泥行业受38号文件的影响，除新疆等局



部区域外，大部分区域的新增水泥产能受到了控制。同时，国家近年对水泥等行业的淘汰力度逐步加大，预计未来两年平均每年仍有 8000 万到 1 亿吨的落后水泥产能需要淘汰。而我国固定资产投资仍处于高增长期，特别是未来高铁、保障性住房、水利等投资力度的加大，将带动水泥需求的高速增长。为此，我们预计未来两年我国水泥行业的供需关系将逐步改善。同时，在国家鼓励水泥行业兼并重组的政策支持下，我国水泥行业的集中度在快速提高，大水泥企业的话语权在逐步增强。从最近华东、辽宁等地，水泥企业限产保价的情况可以看出，行业协同定价的趋势越发明显。为此，我们认为，未来两年将是我国水泥行业的黄金期。公司作为全国最大的水泥生产企业，将会充分受益行业的高景气。近期，江浙等地，传出供电紧张致水泥企业限电停窑的消息。若江浙两地水泥企业月度停窑得以实现，江浙地区目前的水泥高价格可以得到有效保持。而公司 11 年的毛利率有望得到进一步提升。

- **三项费用率进一步降低** 报告期内，公司三项费用支出共 32.81 亿元，同比去年上涨 19.22%。占主营收入的比例为 9.64%，同比去年下降 1.51 个百分点。三项费用率的降低，逐步体现出了公司强大的规模效应优势、优良的费用控制能力以及公司成本费用方面的竞争力。
- **盈利预测与评级** 目前，公司仍处于高速成长阶段。11 年公司仍有芜湖海螺、铜陵海螺等三条日产 12000 万吨的水泥熟料生产线、祁阳海螺、礼泉海螺水泥等西部水泥熟料生产线投产，预计全年将新增水泥熟料 3180 万吨、水泥产能约 2690 万吨。截至 11 年年底，预计公司水泥熟料产能将达 1.62 亿吨，水泥产能达 1.77 亿吨。我们预计公司 11、12、13 年的水泥产量熟料净销量可分别达 1.75、2.05、2.25 亿吨，对应的销售收入可分别达 497.3、602.83、694.76 亿元。我们预计公司 11、12 年的每股收益分别为 3.17、3.83、4.56 元，对应目前股价的市盈率分别为 14.13、11.7、9.83 倍，我们认为公司估值还有很大的提升空间，给予公司“强烈推荐”评级。

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	34508	49730	60283	69476
收入同比(%)	38%	44%	21%	15%
归属母公司净利润	6171	11194	13527	16100
净利润同比(%)	74%	81%	21%	19%
毛利率(%)	32.1%	37.5%	36.0%	36.0%
ROE(%)	17.6%	24.2%	22.6%	21.2%
每股收益(元)	1.75	3.17	3.83	4.56
P/E	25.63	14.13	11.70	9.83
P/B	4.52	3.42	2.65	2.09
EV/EBITDA	9	5	5	4



**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	13228	19569	37229	57504
现金	2736	19569	37229	57504
应收账款	499	0	0	0
其他应收款	352	0	0	0
预付账款	508	0	0	0
存货	2493	0	0	0
其他流动资产	6640	0	0	0
<b>非流动资产</b>	47183	40229	38095	35920
长期投资	1028	0	0	0
固定资产	32752	32656	31457	29748
无形资产	2768	2768	2768	2768
其他非流动资产	10636	4805	3871	3404
<b>资产总计</b>	60412	59797	75324	93424
<b>流动负债</b>	13077	2000	4000	6000
短期借款	2030	2000	4000	6000
应付账款	4005	0	0	0
其他流动负债	7042	0	0	0
<b>非流动负债</b>	11703	10971	10971	10971
长期借款	10971	10971	10971	10971
其他非流动负债	732	0	0	0
<b>负债合计</b>	24780	12971	14971	16971
少数股东权益	629	629	629	629
股本	3533	3533	3533	3533
资本公积	13989	13989	13989	13989
留存收益	17481	28676	42202	58302
归属母公司股东权益	35003	46198	59724	75824
<b>负债和股东权益</b>	60412	59797	75324	93424

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	6010	13954	15663	17643
净利润	6354	11194	13527	16100
折旧摊销	2019	2048	2133	2176
财务费用	481	643	3	-633
投资损失	-27	0	0	0
营运资金变动	-2866	565	-0	0
其他经营现金流	49	-497	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-10341	4800	0	0
资本支出	9267	0	0	0

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	34508	49730	60283	69476
营业成本	23437	31081	38581	44464
营业税金及附加	163	245	293	339
营业费用	1546	1989	2411	2779
管理费用	1254	1741	2110	2432
财务费用	481	643	3	-633
资产减值损失	40	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	27	0	0	0
<b>营业利润</b>	7616	14030	16885	20094
营业外收入	489	0	0	0
营业外支出	27	0	0	0
<b>利润总额</b>	8078	14030	16885	20094
所得税	1724	2836	3358	3994
<b>净利润</b>	6354	11194	13527	16100
少数股东损益	183	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	6171	11194	13527	16100
EBITDA	10116	16722	19021	21637
EPS (元)	1.75	3.17	3.83	4.56

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.0%	44.1%	21.2%	15.3%
营业利润	78.8%	84.2%	20.3%	19.0%
归属于母公司净利润	74.1%	81.4%	20.8%	19.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	32.1%	37.5%	36.0%	36.0%
净利率(%)	17.9%	22.5%	22.4%	23.2%
ROE(%)	17.6%	24.2%	22.6%	21.2%
ROIC(%)	14.9%	29.1%	35.5%	43.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.0%	21.7%	19.9%	18.2%
净负债比率(%)	57.39%	100.00%	100.00%	100.00%
流动比率	1.01	9.78	9.31	9.58
速动比率	0.82	9.78	9.31	9.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.83	0.89	0.82
应收账款周转率	71	195	-	-



长期投资	-528	-4783	0	0	应付账款周转率	6.38	15.52	-	-
其他投资现金									
流	-1602	18	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3447</b>	<b>-1921</b>	1997	2633	每股收益(最新摊薄)	1.75	3.17	3.83	4.56
短期借款	324	-30	2000	2000	每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	3.95	4.43	4.99
长期借款	5578	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.91	13.08	16.91	21.46
普通股增加	1766	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-1076	0	0	0	P/E	25.63	14.13	11.70	9.83
其他筹资现金					P/B	4.52	3.42	2.65	2.09
流	-3145	-1891	-3	633	EV/EBITDA	9	5	5	4
<b>现金净增加额</b>	<b>-884</b>	16833	17660	20276					

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、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, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120