海螺水泥 (600585.SH)　水泥行业

评级：买入　维持评级　　**公司点评**

贺国文
分析师 SAC 执业编号：S1130511030012
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

1Q 预增 150%以上点评

事件

海螺水泥发布 1 季度预增公告：海螺水泥２０１１年一季度利润增长１５０％以上。

评论

数据在再次超预期验证逻辑：１５０％以上的业绩增长首先要归因于价格的同比大幅度提升，即使在一季度淡季，海螺水泥吨毛利比去年最高峰略有下降，但得益行业运行方式和企业盈利模式的变化，企业之间协同维护市场和效益的机制已经形成，且在供给面没有增量的背景下可能中长期维持，正如我们去年就提出，华东地区是供给面逻辑最早发挥威力的地方，且华东地区可能在实业层面步入中长期的高毛利时代。

另外，结合我们近期的路演情况，以及对行业基本面的跟踪，我们对于水泥行业的观点如下：

- 其一，要以大思路看待行业机会。我们一直认为，水泥行业会有美好的今天和更加美好的明天，从大逻辑上来看，**就是行业生态环境发生了重大变化**，生态环境落实到指标层面来看就是两个指标：行业集中度提高和落后产能淘汰。这是个老生常谈的问题，也是很多投资者不愿意相信的问题，其实我们可以看一下数据就知道了（以前报告里面都提到），**为什么过去六年水泥行业盈利能力能不断提高（就是供给面做了大量淘汰），为什么很多化工类产品在去年四季度限电结束后，价格从哪里涨的又回到原位了，而水泥价格还能维持在相对高位？为什么 3 月份旺季还没完全启动之际，京津区域就能大幅度提价？为什么宁夏区域产能压力靠算的话是远远过剩，赛马还能维持４０％以上的毛利率？这四个为什么的背后原因只有一个——水泥行业生态环境的确正在发生了变化！投资者顺着这个思路可以联想一下“２００９年的煤炭，２０１０年的稀土”，背后的逻辑可能有相似的地方。**

- 其二，很多投资者关注催化剂。我们重申一点，催化剂绝不是水泥价格正常的涨或者跌，这个在一季度已经验证了，对于催化剂，我们在和很多机构交流的时候经常打一个“滚雪球”的比方——水泥行业是“一块很长很长的坡”，而“供给面做减法的预期”是一团很湿的雪球，我们去年八月份的时候说，刚开始这个雪球很小，随着时间的推进，这个球会越滚越大，也就是相信供给面做减法的人会越来越多，也就是随着时间的推进，数据会不断验证（数据包括水泥行业投资增速变负、水泥价格不断上涨、企业利润不断超预期等等），市场的预期会越来越强烈，这个过程就是股价不断上涨的过程。因此，我们认为最重要的催化剂就是“相信供给面做减法的人”不断增加，当然还包括宏观面的一些催化剂等等。

敬请参阅最后一页特别声明

此文档仅供汇添富基金管理有限公司使用

- 其三，很多投资者担心目前的估值已经反映了很乐观的预期，我们并不这么认为。陡峭的走势图并不能说明已经反映了很乐观的预期，我们应该看估值，拿海螺水泥为例，我们给大家的预期是ＥＰＳ3.6元，也就相当于2011年11~12倍的估值水平，这个估值水平还处于一个相对历史估值的较低预期，而3.6元的EPS预测只是按照目前的吨毛利来匡算的，未来还有很大上调盈利预测的空间，我们反而认为，**“目前的估值水平更多的是反映了很多投资者自上而下看行业充满更多的谨慎预期”。**
- 其四，很多投资者还是担心房地产等需求问题，我们首先认为 2011 年的需求问题不用过于当心，论据**就是保障房建设、水利设施投资、十二五开局之年也是十八大召开前的最后一年等等，**最重要我们还是建议投资者超越简单的短期的供需看未来盈利能力不断增强的水泥类资产。

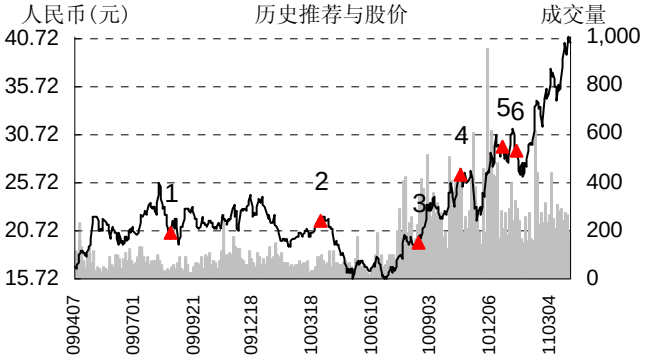
上调海螺水泥盈利预测

我们根据海螺水泥所在区域目前价量运行情况，以及对于后续行业运行态势的判断，上调海螺水泥２０１１～２０１２年ＥＰＳ分别至 3.6、5 元，虽然股价离我们推荐以来上涨接近 1 倍，但盈利趋势的进一步明朗使得盈利预期不断上调，目前估值仍仅 11 倍左右，且盈利预测尚具备上调的空间，我们建议投资者买入以海螺水泥为首的水泥股，这是一个能在2011年给继续投资者带来惊喜的行业和股票。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-08-20	买入	20.57	N/A
2	2010-03-30	买入	21.83	N/A
3	2010-08-17	买入	19.46	N/A
4	2010-10-26	买入	26.56	40.00 ~ 40.00
5	2010-12-22	买入	29.55	51.00 ~ 51.00
6	2011-01-11	买入	29.07	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8792

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-33089915

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室