



2012年4月20日

建材

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511090001
luowei@cicc.com.cn

关雪

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010035
guanxue@cicc.com.cn

推荐

海螺水泥 (600585.SH)

一季度业绩符合我们预期

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
主营业务收入	24,998	34,508	48,654	49,580	57,400
(+/-)	3.2%	38.0%	41.0%	1.9%	15.8%
主营业务利润	6,999	10,909	19,130	15,272	18,251
(+/-)	18.9%	55.9%	75.4%	-20.2%	19.5%
净利润	3,544	6,171	11,590	8,039	9,553
(+/-)	36.0%	74.1%	87.8%	-30.6%	18.8%
全面摊薄每股收益(元)	0.67	1.16	2.19	1.52	1.80
(+/-)	36.0%	74.1%	87.8%	-30.6%	18.8%
市盈率	25.9	14.9	7.9	11.4	9.6
市净率	3.2	2.6	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	6.0	7.3	6.0	7.5	6.1
净资产回报率(%)	12.3%	17.6%	25.8%	15.8%	16.1%
投入资本回报率(%)	9.0%	12.2%	16.5%	10.4%	10.9%
股息收益率(%)	2.0%	1.7%	2.0%	1.4%	1.7%
每股经营现金流	3.98	1.70	1.98	2.69	2.72
股价/经营性现金流	4.3	10.2	8.7	6.4	6.4

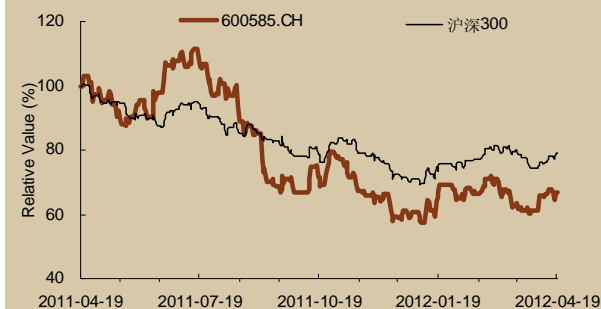
股票信息

A股	H股
600585.CH	股票代码 0914.HK
人民币17.31	当前股价 HK\$25.20
-	目标价 HK\$30
40	过去30日日均成交量(百万股) 16
人民币40.7/14.4	52周最高价/最低价 HK\$56.9/17.9
90,883	市值(百万元) 131,953
4,000	发行股数(百万股) 361
1,795	其中:流通股(百万股) 1,300

最近估值走势

%	近一周	1个月	3个月	年初至今
600585.CH	+0.53	+5.28	+1.96	+11.36
沪深300	+3.17	-1.14	+7.34	+12.48
中金A股建材	-10.99	-10.49	-5.55	+0.00

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

一季度业绩符合我们预期:

海螺水泥2012年一季度实现营业收入88.6亿元,同比下降4.9%;净利润12.5亿元,同比下降43.5%,每股收益0.24元。扣除非经常性损益后每股收益0.20元。经营现金流16.3亿元,同比减少6.65%。

要点:

- 一季度销量3300万吨,同比增长10.3%。一季度平均价格268元,同比和环比分别下降13.8%和7%。一季度单位成本197元,同比和环比分别上升5.1%和6.1%。综合毛利率26.6%,同比大幅下降13.2个百分点,环比下降9个百分点。
- 一季度吨毛利71元,主要因价格大幅下降以及成本上升。一季度吨三项费用为31元,同比上升3元。2011年以来,公司吨三费呈现上升态势,主要是停窑减产等活动导致。一季度吨净利仅为38元,回到2010年3季度水平。
- 非经营性损益1.98亿元,其中政府补助2.5亿元。去年同期分别为6100万元和7700万元。去年全年非经营性损益为5.3亿元。

发展趋势:

预计水泥价格将在3-4月见底。3月末至4月,公司日出货量已经稳定在60万吨,同比增长10-15%,目前公司在华东产能利用率稳定在85%以上。二季度,华东新增产能释放较多,公司在安徽就有4条生产线投产,但需求也将恢复,铁路等基建项目复工有望在二季度实现。预计今年二季度至2013年水泥供求关系将逐步好转,水泥价格有望企稳回升。预计2012年全年销量增长17%,达到1.85亿吨。

投资建议: 推荐

预计海螺水泥2012年和2013年EPS为1.52元和1.8元,目前A股和H股对应2012年市盈率分别为11.4x和13.6x。未来三个月,基建复工,水泥需求回升,旺季量价提升将成为股价催化剂。维持推荐评级以及H股目标价30港元。

风险

需求恢复持续性不强,价格上涨低于预期。

图表 1: 分季度盈利分析

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	YoY	QoQ
营业收入	6,070	7,798	8,490	12,150	9,315	13,013	12,648	13,679	8,859	-4.9%	-35.2%
营业成本	4,604	5,765	6,012	7,055	5,610	7,234	7,593	8,808	6,502	15.9%	-26.2%
主营业务税金及附加	27	31	35	69	44	79	71	85	32	-26.7%	-61.6%
主营业务利润	1,438	2,002	2,443	5,026	3,660	5,700	4,983	4,787	2,325	-36.5%	-51.4%
营业费用	329	383	398	436	359	442	448	610	402	12.1%	-34.1%
管理费用	185	258	288	523	345	358	423	664	410	19.0%	-38.2%
财务费用	101	131	117	132	131	151	152	194	209	59.1%	7.4%
投资收益	0	2	10	15	5	83	37	4	-3	-156.5%	-164.9%
营业利润	823	1,234	1,652	3,907	2,833	4,836	3,982	3,309	1,301	-54.1%	-60.7%
经常性业务营业利润	823	1,232	1,642	3,890	2,825	4,749	3,959	3,313	1,304	-53.8%	-60.6%
营业外收入	188	99	98	105	179	203	144	177	351	96.2%	98.8%
营业外支出	1	1	0	25	1	1	0	10	3	442.0%	-71.0%
利润总额	1,010	1,333	1,749	3,987	3,011	5,039	4,126	3,476	1,649	-45.2%	-52.6%
所得税	188	280	340	916	754	1,198	979	898	384	-49.1%	-57.2%
少数股东损益	30	48	47	58	42	63	86	44	13	-67.8%	-69.5%
净利润	792	1,004	1,363	3,012	2,216	3,778	3,061	2,535	1,252	-43.5%	-50.6%
全面摊薄每股收益	0.15	0.19	0.26	0.57	0.42	0.71	0.58	0.48	0.24	-43.5%	-50.6%
毛利率	24.1%	26.1%	29.2%	41.9%	39.8%	44.4%	40.0%	35.6%	26.6%	-13.2ppt	-9ppt
营业费用率	5.4%	4.9%	4.7%	3.6%	3.9%	3.4%	3.5%	4.5%	4.5%	0.7ppt	0.1ppt
管理费用率	3.1%	3.3%	3.4%	4.3%	3.7%	2.7%	3.3%	4.9%	4.6%	0.9ppt	-0.2ppt
营业利润率	13.6%	15.8%	19.5%	32.2%	30.4%	37.2%	31.5%	24.2%	14.7%	-15.7ppt	-9.5ppt
净利润率	13.1%	12.9%	16.0%	24.8%	23.8%	29.0%	24.2%	18.5%	14.1%	-9.7ppt	-4.4ppt
有效税率	18.6%	21.0%	19.4%	23.0%	25.0%	23.8%	23.7%	25.8%	23.3%	-1.7ppt	-2.5ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 主要假设

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
产品销量(万吨)	11838	13700	15800	18500	20500
+/- %	16.0%	15.7%	15.3%	17.1%	10.8%
平均价格(元/吨)	211	252	308	268	280
+/- %	-11.0%	19.3%	22.3%	-13.0%	4.5%
单位成本(元/吨)	151	171	185	184	189
+/- %	-15.3%	13.4%	8.2%	-0.6%	3.0%
吨水泥毛利(元/吨)	60	81	123	84	91
+/- %	2%	34%	52%	-32%	8%
毛利率(%)	29%	32%	40%	31%	32%
销售收入(百万元)	24,998	34,508	48,654	49,580	57,400
+/- %	3%	38%	41%	2%	16%
净利润(百万元)	3,544	6,171	11,590	8,039	9,553
+/- %	36.0%	74%	88%	-31%	19%
净利润率(%)	14.2%	17.9%	23.8%	16.2%	16.6%
每股收益(元)	0.67	1.16	2.19	1.52	1.80
+/- %	36.0%	74%	88%	-30.6%	19%
吨水泥净利(元)	30	45	73	43	47
+/- %	17%	50%	63%	-41%	7%
煤炭采购价格(不含税, 元/吨)	563	653	724	710	724
电价(不含税, 元/度)	0.50	0.53	0.57	0.57	0.57

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史与预测的财务指标

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	24,998	34,508	48,654	49,580	57,400	流动资产	10,097	13,228	25,850	27,027	32,727
营业成本	17,865	23,437	29,246	34,024	38,821	长期投资	481	1,028	399	399	399
主营利润	6,999	10,909	19,130	15,272	18,251	固定资产	31,954	39,426	49,174	55,221	60,663
营业费用	1,420	1,546	1,859	1,884	2,124	无形资产和其他资产	2,273	2,975	5,002	6,650	8,227
管理费用	976	1,254	1,789	1,983	2,296	总资产	47,148	60,412	84,003	92,876	105,594
息税前利润	4,603	8,108	15,481	11,405	13,831	流动负债	12,073	13,077	16,991	18,171	19,912
财务费用	356	481	629	892	812	长期负债	5,772	11,703	20,170	19,670	19,970
营业利润	4,246	7,627	14,852	10,514	13,019	少数股东权益	543	629	2,002	4,011	6,421
税前利润	4,477	8,078	15,652	11,252	13,808	母公司股东权益	28,760	35,003	44,840	51,023	59,290
所得税	815	1,724	3,828	2,813	3,452	负债和权益	47,148	60,412	84,003	92,876	105,594
少数股东损益	118	183	235	400	802	财务指标					
归属母公司股东的净利润	3,544	6,171	11,590	8,039	9,553	综合毛利率	28.0%	31.6%	39.3%	30.8%	31.8%
期末总股本	1,766	3,532	5,299	5,299	5,299	净利润率	14.2%	17.9%	23.8%	16.2%	16.6%
基本每股收益(元)	0.67	1.16	2.19	1.52	1.80	净资产收益率	12.3%	17.6%	25.8%	15.8%	16.1%
当期现金股利	618	1,060	1,855	1,286	1,529	总资产收益率	7.5%	10.2%	13.8%	8.7%	9.0%
每股现金股利(元)	0.35	0.30	0.35	0.24	0.29	总资产负债率	37.8%	41.0%	44.2%	40.7%	37.8%
						净负债率	22.1%	34.9%	34.3%	26.1%	16.9%
现金流量表(百万元)						流动比率	0.8	1.0	1.5	1.5	1.6
经营活动现金流	7,029	6,010	10,492	14,233	14,398	速动比率	0.7	0.8	1.3	1.3	1.4
投资活动现金流	-7,813	-10,341	-10,162	-10,754	-10,604	利息保障倍数	12.9	16.9	24.6	12.8	17.0
融资活动现金流	-2,395	3,447	4,728	-2,104	-690	应收款项周转期	49	72	91	91	91
货币资金增加额	-3,178	-884	5,058	1,375	3,104	存货周转期	32	26	33	30	30

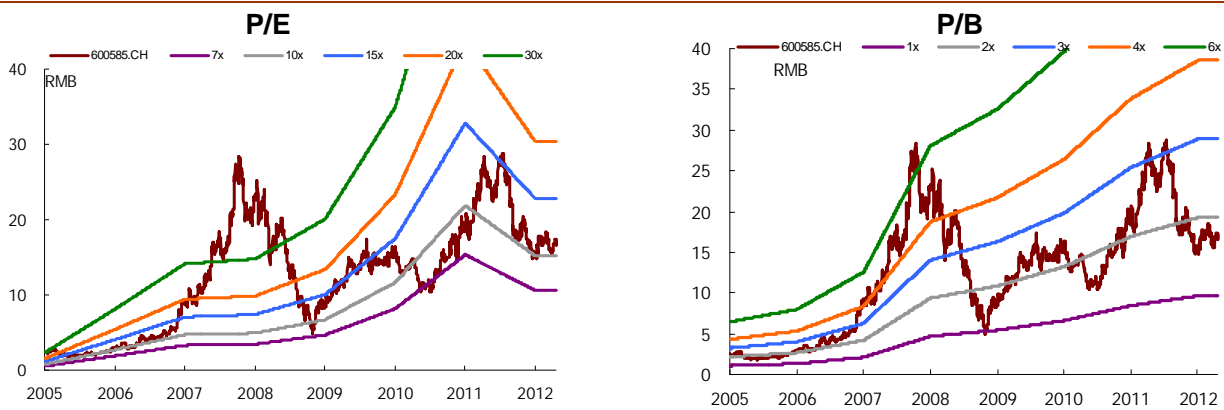
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 12-4-19	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
600585.SH	海螺水泥	CNY	17.3	7.9	11.4	9.6	2.0	1.8	1.5	5.4	6.7	5.5
000401.SZ	冀东水泥	CNY	19.8	17.5	14.6	11.7	2.3	1.6	1.4	11.4	9.9	8.5
600801.SH	华新水泥	CNY	15.5	11.8	16.7	14.4	2.0	1.7	1.4	6.3	5.5	5.0
600720.SH	祁连山	CNY	11.2	16.0	13.5	10.1	1.7	1.6	1.4	9.5	8.6	6.4
600449.SH	宁夏建材	CNY	23.4	15.9	12.8	9.0	1.4	1.3	1.2	10.6	10.1	7.4
000877.SZ	天山股份	CNY	22.4	10.1	8.4	8.9	2.5	1.5	1.3	8.8	7.0	7.1
600425.SH	青松建化	CNY	13.2	13.5	9.8	10.1	2.3	2.0	1.8	10.6	7.9	8.0
中金覆盖A股平均值				13.2	12.5	10.5	2.1	1.6	1.4	8.9	8.0	6.8
中金覆盖A股中位数				13.5	12.8	10.1	2.0	1.6	1.4	9.5	7.9	7.1
000789.SZ	江西水泥	CNY	12.0	8.9	9.8	7.9	2.6	2.3	1.8	4.7	5.3	4.8
002233.SZ	塔牌集团	CNY	9.8	14.1	13.7	11.7	1.9	2.3	2.0	7.9	9.7	8.2
601992.SH	金隅股份	CNY	8.5	10.2	9.4	7.6	1.7	1.4	1.2	9.6	7.8	6.3
600881.SH	亚泰集团	CNY	5.9	10.5	7.4	5.6	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
000885.SZ	同力水泥	CNY	11.3	38.0	9.1	7.5	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
A股市场平均值				14.8	12.2	9.6	2.2	2.4	1.9	8.6	7.8	6.7
A股市场中位数				13.8	12.0	9.7	2.1	1.8	1.5	9.1	7.9	6.8
914.HK	海螺水泥	HKD	25.2	9.8	13.6	11.5	2.5	2.1	1.8	6.6	7.9	6.5
3323.HK	中国建材	HKD	10.4	5.9	5.4	4.6	1.8	1.4	1.1	5.7	4.9	4.2
743.HK	亚洲水泥	HKD	3.8	3.7	3.7	3.0	0.6	0.5	0.5	4.1	3.7	3.1
1313.HK	华润水泥	HKD	6.0	9.4	7.5	6.4	2.1	1.7	1.4	8.7	6.4	5.2
中金覆盖H股平均值				7.2	7.6	6.4	1.8	1.4	1.2	6.3	5.7	4.8
中金覆盖H股中位数				7.7	6.5	5.5	2.0	1.5	1.2	6.2	5.7	4.7
1893.HK	中材股份	HKD	3.2	6.0	6.1	5.1	0.9	0.8	0.7	4.3	4.1	3.6
2009.HK	金隅股份	HKD	7.1	6.9	6.3	5.4	1.3	1.1	0.9	6.7	5.6	4.7
691.HK	山水水泥	HKD	6.1	5.6	6.0	5.0	1.9	1.5	1.2	3.9	3.7	3.2
2233.HK	西部水泥	HKD	1.7	9.0	6.9	5.5	1.6	1.3	1.1	4.4	3.7	3.0
H股市场平均值				7.0	6.9	5.8	1.6	1.3	1.1	5.5	5.0	4.2
H股市场中位数				6.4	6.2	5.2	1.7	1.3	1.1	5.1	4.5	3.9
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	56.0	22.9	16.6	13.4	1.0	1.0	1.0	8.5	7.8	7.1
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	44.0	17.2	13.8	10.8	0.7	0.6	0.6	7.3	6.8	6.2
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	31.0	14.7	11.4	9.0	0.5	0.5	0.5	7.4	7.0	6.5
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	15.4	20.1	16.9	13.8	1.0	1.0	1.0	9.0	8.4	7.5
IT IM equity	意大利水泥	EUR	4.7	68.5	23.6	12.4	0.3	0.4	0.3	6.4	6.1	5.4
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,284.6	22.0	18.8	15.6	3.5	3.1	2.8	12.4	10.8	9.3
其他市场平均值				27.6	16.9	12.5	1.2	1.1	1.0	8.5	7.8	7.0
其他市场中位数				21.1	16.8	12.9	0.8	0.8	0.8	8.0	7.4	6.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 动态的 P/E 和 P/B 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

