

强烈推荐-A (维持)

海螺水泥 600585.SH

目标估值: 33.00-35.00 元

当前股价: 27.69 元

2011 年 7 月 4 日

投资印尼备忘录点评及印尼水泥行业简介

2759
529930
399970
1467
1108
7.2
20.0
39.3%
安徽海螺集团有限责
24.1%

事件:

路透社: 印度尼西亚工业部称, 中国最大的水泥公司安徽海螺水泥计划投资 23.5 亿美金, 在印度尼西亚新建 4 个水泥厂。分别位于南加利曼丹岛, 东加利曼丹岛, 西加利曼丹岛和西巴布亚岛。同时, 公司网站报道, 6 月 30 日, 印尼工业部、安徽省国资委、海螺集团公司、香港昌兴集团签署了 s 水泥项目合作备忘录。备忘录约定: 条件成熟时, 海螺集团拟在东加里曼丹省大巴隆县建设一条日产 3200 吨水泥熟料生产线, 配套余热发电和粉磨站; 同时在其他适合建水泥厂的地方。

评论:

1、战略意义: 扩张并未失去动力, 续写成长故事将带来估值提升

我们曾在中期策略报告中提过, 海螺水泥一季度末 30 亿元的货币资金+90 亿元的公司债, 大量的现金会势必带来新的项目扩张。在国内新建水泥生产线受限的情况下, 面向发展潜力较好的发展中国家也是一个较好的选择。从新闻来看, 23.5 亿美元确是一个大手笔, 考虑到国外的吨投资成本要高于国内, 假设按 800 元/吨来计算, 产能应在 2000 万吨左右。如果陆续落实将对当地市场形成重要影响。

我们判断, 从备忘录到实施还需要一个时间, 并且应该是分期投资。但是战略意义重大, 海螺终将成为一个国际化的有影响力的水泥企业! 续写新的成长故事将带来海螺估值的提升。而从合作方式上来看, 我们判断与当地较为熟悉的昌兴参与其中, 与昌兴相关的巢东水泥也有想象空间。

水泥股近期持续上涨, 已经要基本完成我们说的创新高的这一步, 我们仍维持在 6 月月报中的观点: 本轮上涨大多数会达到 15 倍左右的水平, 甚至突破。上涨后海螺、巢东的估值仍在 12-13 倍左右, 我们目前持续推荐。15 倍以上的空间有多大要关注需求端超预期的情况。

2、印尼水泥工业: 人均水平低, 盈利能力高, 未来发展前景好

印尼是曾经的“亚洲四小虎”, 有 2.3 亿人口, 世界第四大。农业和油气产业系传统支柱产业, 亚太地区重要的产煤国和世界煤炭出口国。较低的资源价格和富余的人工条件、自由的港口贸易是国家持续发展的重要资源禀赋。

2010 年水泥消费 4077 万吨, 人均 174 公斤, 处在亚洲国家较低水平。这可能源于当地基建的落后。爪哇的消费 2192 万吨, 占比 56% 最大, 其次是苏门答腊、加里曼丹。但爪哇的占比出现持续下降, 加里(利)曼丹和东部地区出现持续上升, 这应与爪哇外的资源开发提升相关。亚洲金融危机后, 水泥工业产能基本停止了扩张, 带来水泥行业利润的持续增长。

主要企业包括 Indocement Tungal、Semen Gresik Group、Holcim Indonesia 等六家企业, 产能占比 36%、39%、16%。集中度较高。从这三家公司的盈利能力看, 平均销售价格为 90 美元/吨, 平均毛利率 45%, 平均净利率 22%。

1、《承前启后, 东成西就-建材行业 2011 年度投资策略》, 2010/12

王晶晶
0755-82943246
wangjj@cmschina.com.cn
S1090511040035

正文目录

一、印尼经济简介.....	3
二、印尼水泥工业简介.....	4
1、水泥消费情况.....	4
2、竞争格局.....	7
3、印尼石灰石情况.....	8
4、主要企业盈利情况.....	8
5、PE-PB Band.....	9

图表目录

图 1: 印尼省份地图.....	3
图 2: 印尼GDP增长.....	3
图 3: 印尼建筑业产值增长情况.....	4
图 4: 印尼水泥消费增长情况.....	5
图 5: 印尼水泥产能情况.....	5
图 6: 印尼人均水泥消费情况 (kg).....	5
图 7: 分地区消费分布 (2010 年, 千吨).....	6
图 8: 分地区消费分布 (2002 年, 千吨).....	6
图 9: 加里曼丹岛消费占比.....	6
图 10: 加里曼丹岛消费近几年增长较快.....	6
图 11: 主要公司主要产能份额.....	7
图 12: 主要企业产能增长情况.....	7
图 13: Indocement 销量区域分布: 爪哇是主要区域.....	8
图 14: Semen Gresik销量区域分布: 分布稍显均匀.....	8
图 15: 报表显示吨价格情况 (美元/吨): 逐年上涨.....	8
图 16: 主要企业毛利率情况.....	9
图 17: 主要企业净利率情况.....	9
图 18: 主要企业吨毛利情况 (美元).....	9
图 19: 主要企业吨净利情况 (美元).....	9
图 20: 海螺水泥历史PE Band.....	9
图 21: 海螺水泥历史PB Band.....	9

一、印尼经济简介

印尼群岛分布于北纬 6 度、南纬 11 度，东经 95 度至 141 度之间，赤道贯穿全境，东西达 5,300 公里，南北约 2,100 公里，位居亚洲大陆及澳大利亚间之桥梁，为太平洋印度洋间要冲，在全球战略上居重要地位。国土面积：1,919,440 平方公里（世界第 16 名）。

印度尼西亚行政区划包括 33 个省级行政区（其中 1 个首都特区和 4 个特区）：

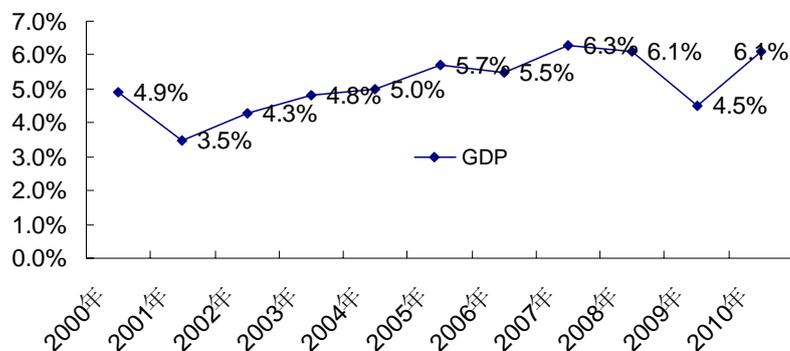
图 1：印尼省份地图



资料来源：维基百科，招商证券。红圈内是海螺拟投资区域

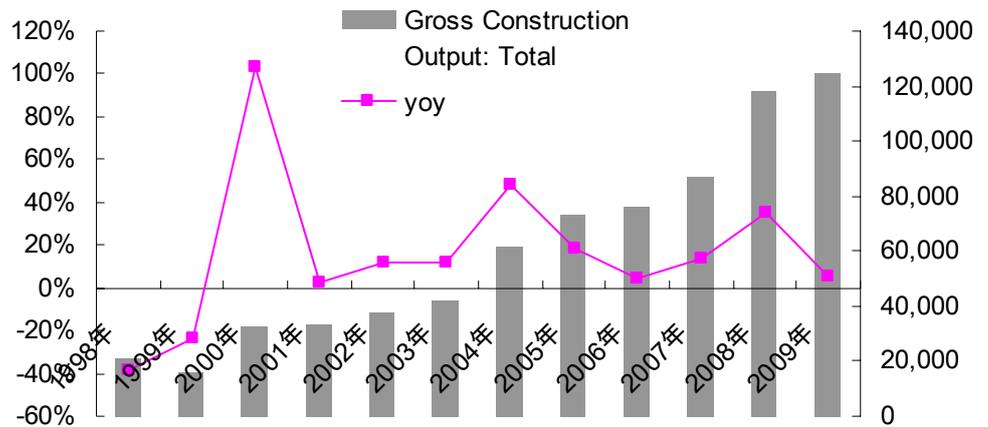
2010 年印尼 GDP 6400 亿美元，从经济增长率来看，基本保持一个 4-6% 的稳定增长。人均 GDP 24261 千印尼盾，折合美元为人均 2840 美元。总人口为 2.3 亿人。为世界第四人口大国，有 100 多个民族。其中爪哇族占 49%，巽他族占 14%，印尼华族 8%，马都拉族 7.5%，马来族 7.5%，其他 26%。

图 2：印尼 GDP 增长



资料来源：CEIC，招商证券

图 3: 印尼建筑业产值增长情况



资料来源: CEIC, 招商证券。

在 1989 年至 1997 年期间, 印尼经济以每年平均 7% 幅度增长, 前景美好的印尼, 誉为亚洲四小虎。后来遇上亚洲金融危机。从近几年的发展看, 已重新进入增长的轨道, 凭借着丰富的资源、密集的人口、自由的贸易, 我们认为印尼未来的发展潜力不可小视。

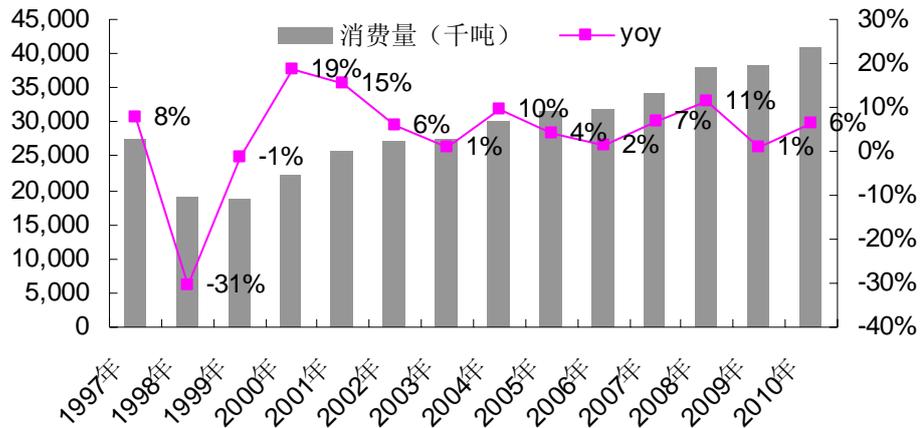
支柱产业: 农业、工业和服务业均在国民经济中发挥重要作用, 其中农业和油气产业系传统支柱产业。印尼资源丰富, 矿产主要有石油、天然气、煤、锡、铝矾土、镍、铜和金、银等。已探明矿产储量为: 石油 51.2 亿桶、天然气 94.75 万亿立方尺, 是世界著名的液化天然气出口国、煤 360 亿吨, 亚太地区重要的产煤国和世界煤炭出口国。地热资源丰富, 橡胶和椰子产量居世界第 2 位, 棕榈油产量占世界需求量的 2/5。森林面积为 1.45 亿公顷, 占国土面积的 74%。印尼工业发展的方向是加强外向型的制造业, 主要部门有制造、采矿、纺织、轻工、加工业等。农业是印尼的支柱产业, 包括从事林业和渔业人口在内, 全国农业人口约占总人口的 59%。耕地面积 5980 万公顷 (不包括巴布亚省)。印尼重视旅游业, 旅游业已成为印尼创汇的主要行业。主要旅游点有巴厘岛、婆罗浮屠佛塔、印尼缩影公园、日惹皇宫、多巴湖等。印尼还是一个火山之国, 共有 400 多座火山, 其中活火山 100 多座。(维基百科)

二、印尼水泥工业简介

1、水泥消费情况

2010 年水泥产量 3784 万吨, 消费量 4077 万吨, 产能 5141 万吨。出口 291 万吨。过去几年消费处于稳定的个位数的增长。

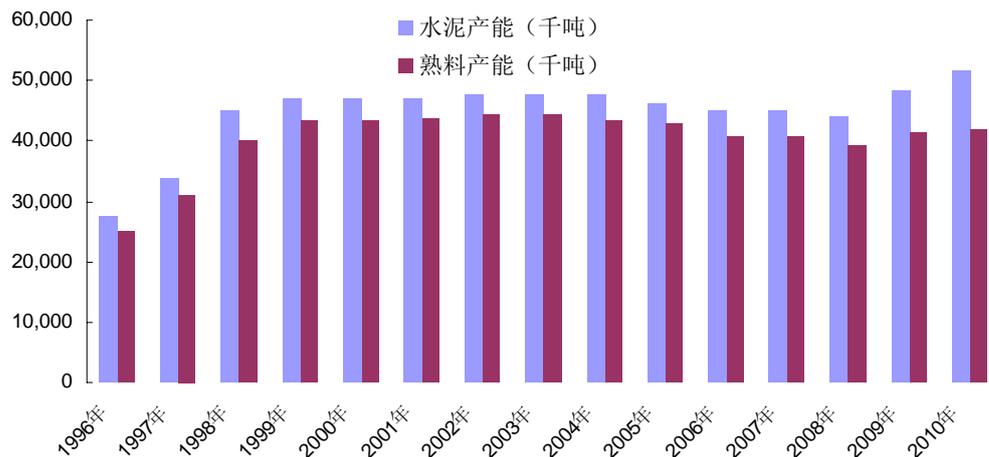
图 4: 印尼水泥消费增长情况



资料来源: CEIC, 招商证券。

从产能来看, 1996-1998 年, 水泥产能从 2733 万吨增长到 4700 万吨左右, 熟料产能从 2500 万吨增长至 4400 万吨左右。之后一直停滞, 直到 2009 年后恢复增长。

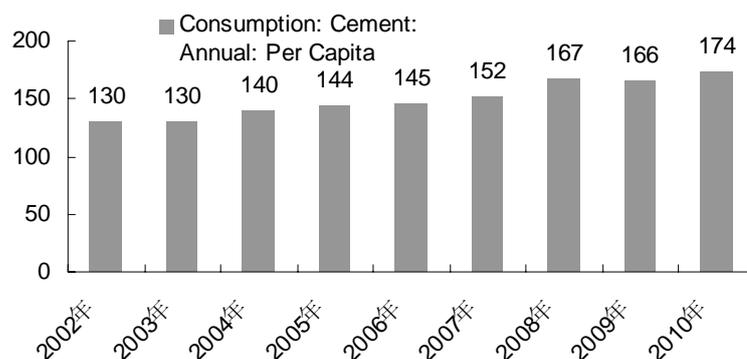
图 5: 印尼水泥产能情况



资料来源: CEIC, 招商证券。

人均消费处在地位, 发展空间巨大。从人均消费来看, 去年的数据是 174 公斤, 相对于中国的 1.2 吨, 马来西亚 0.7 吨、泰国 0.38 吨等亚洲发展中国家来看都很低, 基本和印度处在相同的水平。并且散装率不到 20%。水泥工业发展大有空间。

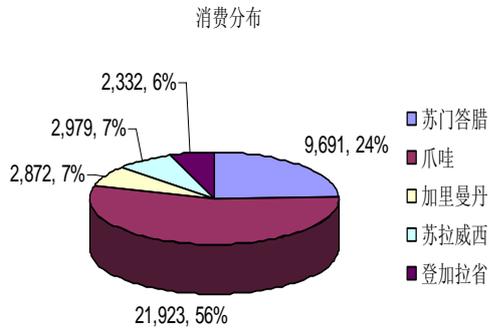
图 6: 印尼人均水泥消费情况 (kg)



资料来源: CEIC, 招商证券。

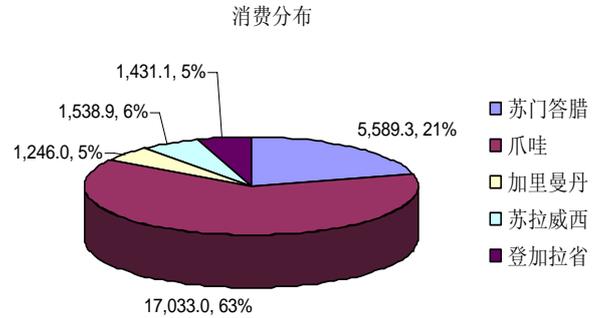
从区域分布来看，爪哇的消费 2192 万吨，占比 56%最大，其次是苏门答腊、加里曼丹。但是爪哇的消费占比一直在下降，上升区域主要是加里曼丹和东部区域。

图 7: 分地区消费分布 (2010年, 千吨)



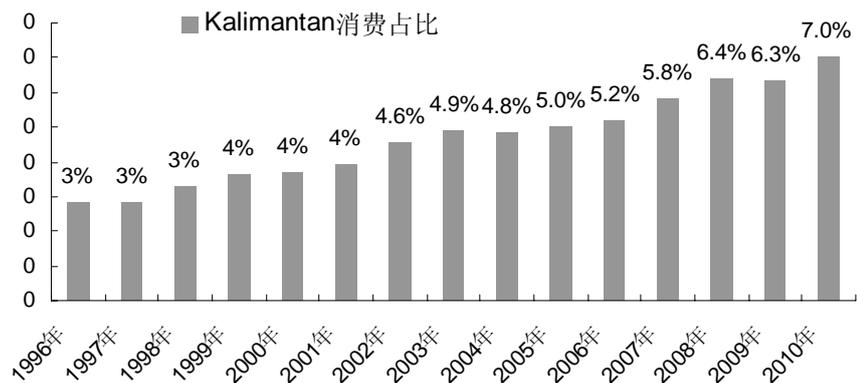
资料来源: CEIC, 招商证券

图 8: 分地区消费分布 (2002年, 千吨)



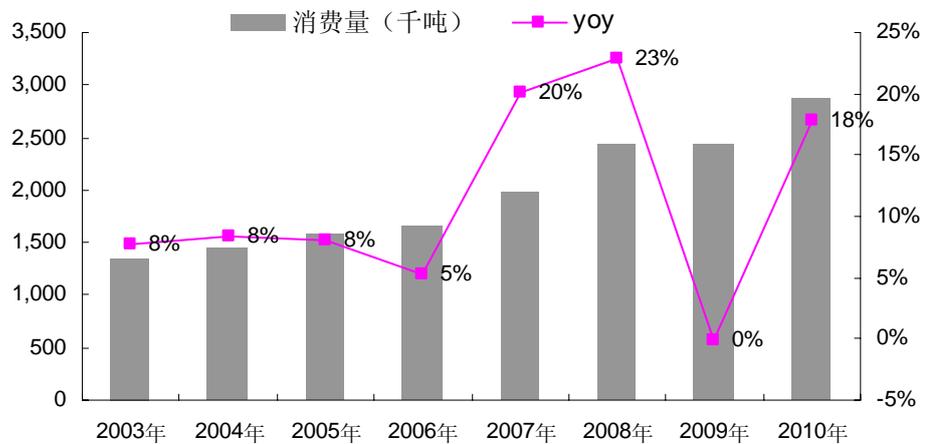
资料来源: CEIC, 招商证券

图 9: 加里曼丹岛消费占比



资料来源: CEIC, 招商证券。

图 10: 加里曼丹岛消费近几年增长较快



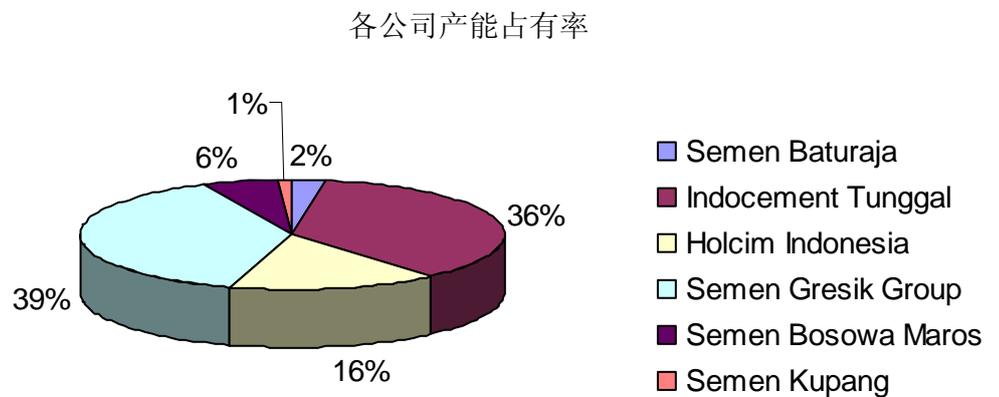
资料来源: CEIC, 招商证券。

2、竞争格局

印尼主要企业包括 Semen Baturaja、Indocement Tunggal、Holcim Indonesia、Semen Gresik Group、Semen Bosowa Maros、Semen Kupang 六家企业，最大企业 Semen Gresik Group 产能 1969 万吨。去年产量最大的是 Indocement 去年末 1263 万吨。分布如下：

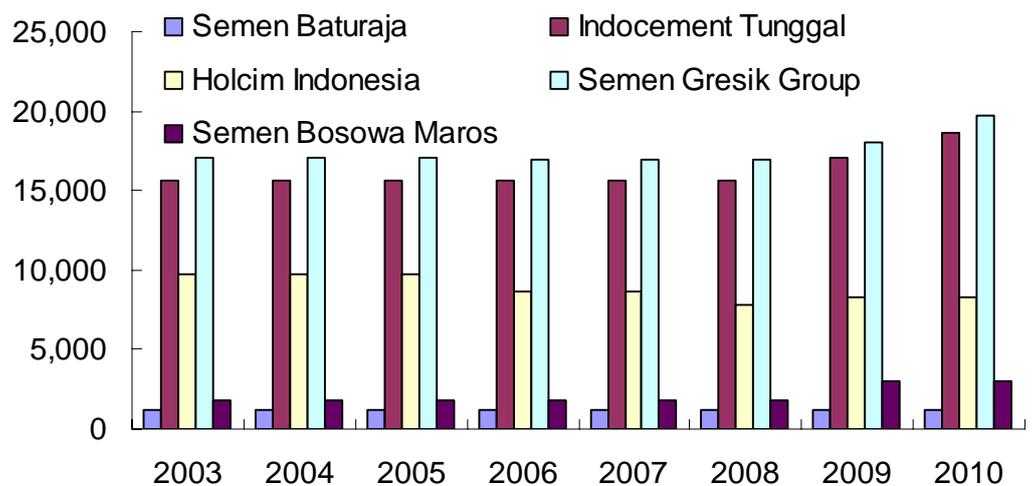
产能情况：我们看到，Holcim 的产能是在下降，扩张的公司主要是 Indocement 和 Semen Gresik。他们的产能占比为 36%和 39%。集中度较高。从区域分布上来看，Holcim 主要集中在爪哇区域，Indocement 和 Semen Gresik 分布较广，尤其是后者，见下图。

图 11：主要公司主要产能份额



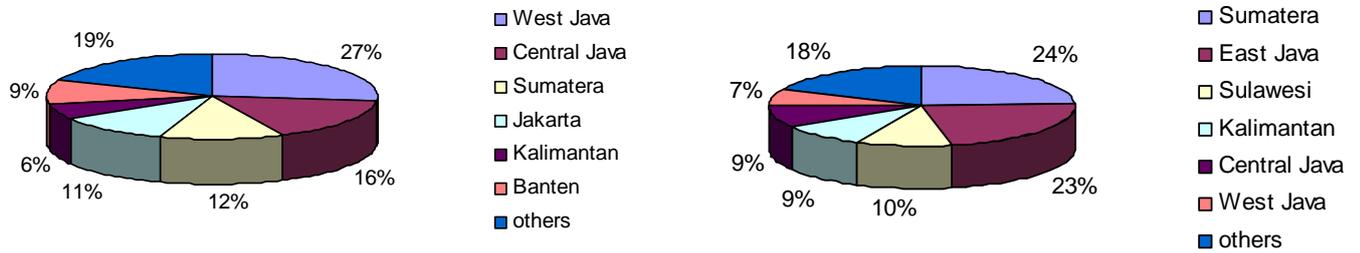
资料来源：CEIC，招商证券。

图 12：主要企业产能增长情况



资料来源：CEIC，招商证券

图 13: Indocement 销量区域分布: 爪哇是主要区域 图 14: Semen Gresik 销量区域分布: 分布稍显均匀



资料来源: bloomberg, 招商证券

资料来源: bloomberg, 招商证券

3、印尼石灰石情况

印尼石灰石资源储量约 340 亿吨, 探明储量约 280 亿吨, 主要分布在西爪哇岛南部、东爪哇、东部的巴布亚省、巴厘岛和苏门答腊岛的南北两端。2004 年产量为 4000 吨, 出口 782 吨。在印尼经营石灰石的主要是一些地方公司。

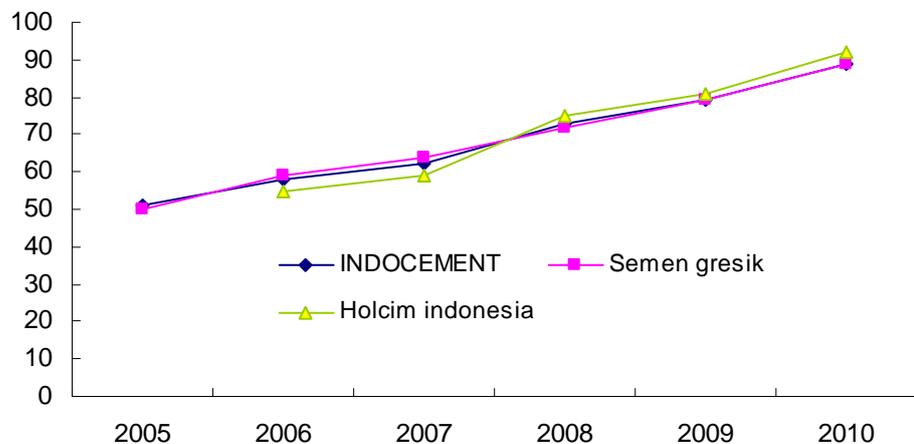
4、主要企业盈利情况

获取前三大水泥企业 Indocement Tunggal、Holcim Indonesia、Semen Gresik Group、主要盈利数据如下:

市值等情况。

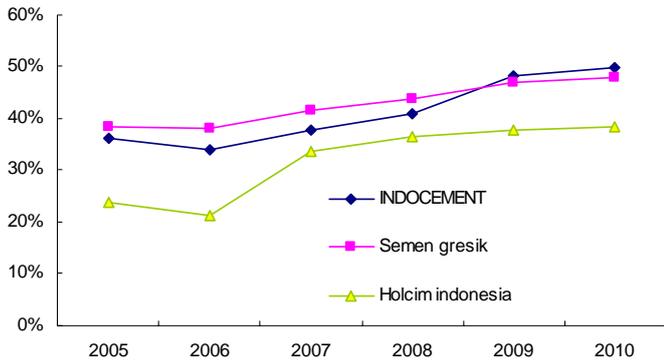
从 2005 年到 2010 年销售均价来看, 从 50 美元上涨至 90 美元/吨 (应为不含税价格)。2010 年平均毛利率为 45%, 平均净利率为 22%。平均吨毛利和吨净利为 40 和 20 美元。

图 15: 报表显示吨价格情况 (美元/吨): 逐年上涨



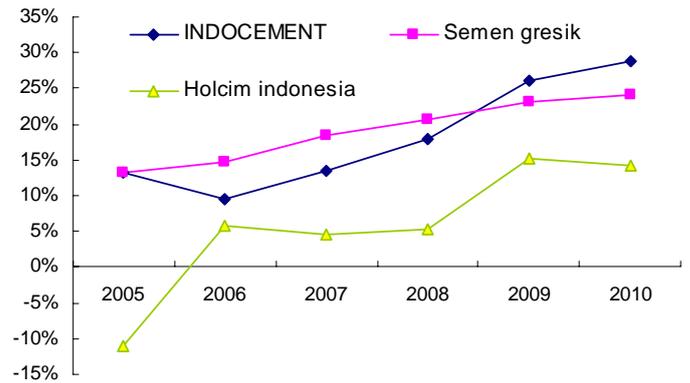
资料来源: bloomberg, 招商证券。

图 16: 主要企业毛利率情况



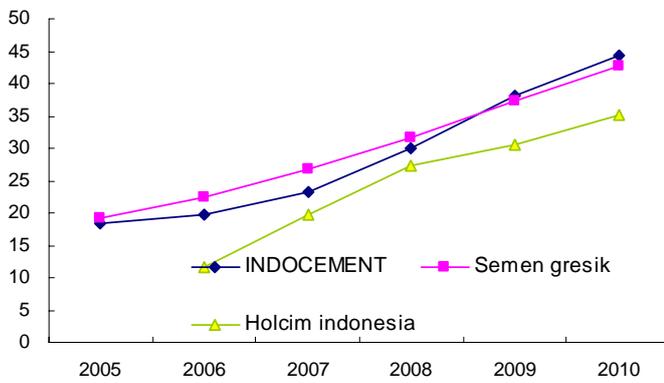
资料来源: bloomberg, 招商证券

图 17: 主要企业净利率情况



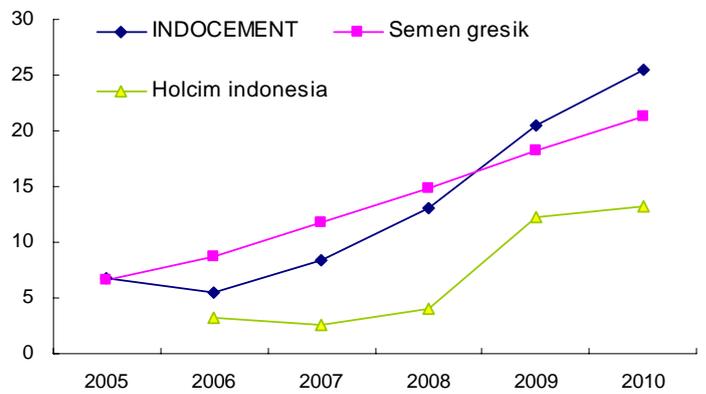
资料来源: bloomberg, 招商证券

图 18: 主要企业吨毛利情况 (美元)



资料来源: bloomberg, 招商证券

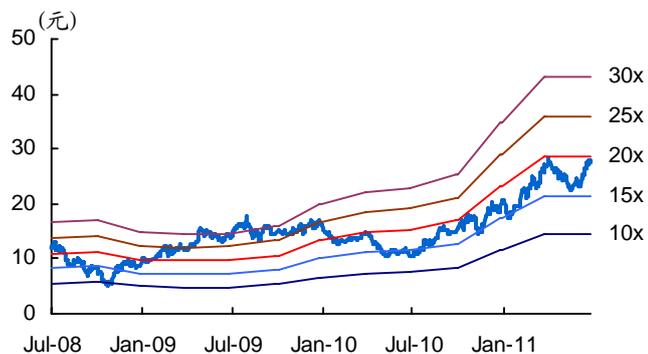
图 19: 主要企业吨净利情况 (美元)



资料来源: bloomberg, 招商证券

5、PE-PB Band

图 20: 海螺水泥历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

资料来源: 招商证

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	10097	13228	21942	34929	50523
现金	3627	2736	8022	18222	31257
交易性投资	0	2	0	0	0
应收票据	2615	5918	8951	10809	12430
应收款项	442	499	755	912	1049
其它应收款	319	352	533	644	740
存货	2172	2493	3233	3814	4434
其他	921	1228	447	528	614
非流动资产	37052	47183	51611	55880	59991
长期股权投资	481	1028	1028	1028	1028
固定资产	25609	32752	37418	41784	45869
无形资产	2064	2768	2214	1771	1417
其他	8896	10636	10950	11296	11676
资产总计	47148	60412	73553	90808	110514
流动负债	12073	13077	14315	15919	17659
短期借款	1706	2030	1500	1500	1500
应付账款	3339	4005	5194	6127	7122
预收账款	552	763	990	1167	1357
其他	6477	6279	6632	7125	7680
长期负债	5772	11703	10930	10392	9908
长期借款	5394	10971	10374	9837	9353
其他	379	732	555	555	555
负债合计	17846	24780	25244	26312	27568
股本	1766	3533	5299	5299	5299
资本公积金	15065	13989	13989	13989	13989
留存收益	11928	17481	28005	43699	61586
少数股东权益	543	629	1015	1509	2072
母公司所有者权益	28760	35003	47293	62987	80874
负债及权益合计	47148	60412	73553	90808	110514

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7029	6010	14878	18974	21731
净利润		6171	12505	15968	18199
折旧摊销		0	2887	3077	3269
财务费用		0	675	598	512
投资收益		0	(30)	(33)	(36)
营运资金变动		0	(1538)	(1122)	(766)
其它		(161)	379	485	553
投资活动现金流	(7813)	(10341)	(7305)	(7337)	(7371)
资本支出		0	(7000)	(7000)	(7000)
其他投资		(10341)	(305)	(337)	(371)
筹资活动现金流	(2395)	3447	(2287)	(1437)	(1325)
借款变动		0	(1251)	(597)	(537)
普通股增加		0	1766	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(1981)	(274)	(313)
其他		3447	(822)	(565)	(475)
现金净增加额	(3178)	(884)	5286	10200	13035

资料来源: 公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	24998	34508	52194	63024	72478
营业成本	17865	23437	30395	35855	41679
营业税金及附加	134	163	246	297	342
营业费用	1420	1546	2349	2773	3189
管理费用	976	1254	1879	2143	2392
财务费用	356	481	675	598	512
资产减值损失	2	40	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	16	27	30	33	36
营业利润	4260	7616	16680	21390	24401
营业外收入	257	489	538	592	651
营业外支出	41	27	30	33	36
利润总额	4477	8078	17189	21950	25016
所得税	815	1724	4297	5487	6254
净利润	3662	6354	12892	16462	18762
少数股东损益	118	183	387	494	563
母公司所有者净利润	3544	6171	12505	15968	18199
EPS (元)	2.01	1.75	2.36	3.01	3.43

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	3%	38%	51%	21%	15%
营业利润	43%	79%	119%	28%	14%
净利润	36%	74%	103%	28%	14%
获利能力					
毛利率	28.5%	32.1%	41.8%	43.1%	42.5%
净利率	14.2%	17.9%	24.0%	25.3%	25.1%
ROE	12.3%	17.6%	26.4%	25.4%	22.5%
ROIC	9.7%	12.8%	21.2%	21.5%	19.7%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	41.0%	34.3%	29.0%	24.9%
净负债比率	20.3%	23.5%	17.6%	13.6%	10.7%
流动比率	0.8	1.0	1.5	2.2	2.9
速动比率	0.7	0.8	1.3	2.0	2.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	8.8	10.0	10.6	10.2	10.1
应收帐款周转率	56.2	73.3	83.2	75.6	73.9
应付帐款周转率	5.2	6.4	6.6	6.3	6.3
每股资料(元)					
每股收益	2.01	1.75	2.36	3.01	3.43
每股经营现金	3.98	1.70	2.81	3.58	4.10
每股净资产	16.28	9.91	8.93	11.89	15.26
每股股利	0.00	0.03	0.04	0.05	0.06
估值比率					
PE	14.0	16.0	11.9	9.3	8.2
PB	1.7	2.8	3.1	2.4	1.8
EV/EBITDA	15.4	9.6	4.7	3.8	3.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007年加盟招商证券，入围2009新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。