

**水泥制造**

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 21.00元

当前股价: 19.95元

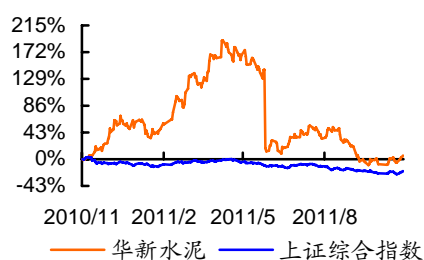
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2473.41
总股本(百万)	807
流通股本(百万)	807
流通市值(亿)	161
EPS (TTM)	1.29
每股净资产(元)	7.00
资产负债率	68.3%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	4.61	-20.71	-18.01
上证综合指数	3.40	-8.69	-14.33



**相关报告**

《华新水泥-毛利大幅提升, 行业维持景气》  
2011-4-25  
《华新水泥-经营情况显著改善, 重启生产线建设》2011-3-31  
《华新水泥-限电导致产品价格大涨, 行业拐点在明年下半年》2010-11-30

**华新水泥**

**600801**

**推荐**

**行业高景气 公司盈利大幅增长**

公司发布2011年三季报, 前三季度公司实现营业收入89.79亿元, 同比增长70%。归属母公司净利润9.05亿元, 同比增长913%; 基本每股收益1.12元, 基本符合预期。

**投资要点:**

- **三季度水泥吨净利约为39元。**三季度公司销售水泥1037万吨, 按4.1亿净利润测算, 吨净利约为39元, 与二季度47元的吨净利相比, 有所回落。吨净利回落主要是价格和成本两个方面, 一是虽然7、8月份湖北水泥价格环比基本持平, 但9月份出现30元/吨的回落, 二是三季度煤炭整体价格高于二季度, 上述两因素导致吨净利的回落。
- **前三季度毛利率和净利率同比大幅上升, 但四季度可能低于去年同期。**由于今年华中水泥价格与去年同期相比大幅上涨, 因此公司前三季度任何一个季度毛利率和净利率均明显上涨, 尤其在二、三季度。随着四季度水泥价格较二季度有所回落, 同时去年四季度水泥价格已经处于较高水平, 加上今年煤价高于去年, 预计今年四季度毛利率和净利润可能低于去年同期。
- **生产线建设高峰已过, 资金压力逐步得到缓解。**虽然近年来公司资产负债率持续高于65%, 但由于公司生产线建设高峰已过, 09年以来资本开支持续下降, 同时由于行业景气, 经营现金净流量持续改善, 因此资金压力逐步得到缓解。此外, 由于公司预计11月将完成非公开增发, 届时公司资产负债率将进一步下降至60%左右。
- **给予“推荐”的投资评级。**我们预计公司11-13年EPS分别为1.63、1.63和1.95元, 目前12.2倍左右的市盈率基本合理; 根据三季报披露, 预计非公开发行1.91亿股将于11月份完成, 则11-13年摊薄后EPS分别为1.32、1.32和1.58元, 目前股价对应11年PE为15.11倍, 估值基本合理, 给予“推荐”的投资评级。

**风险提示:**

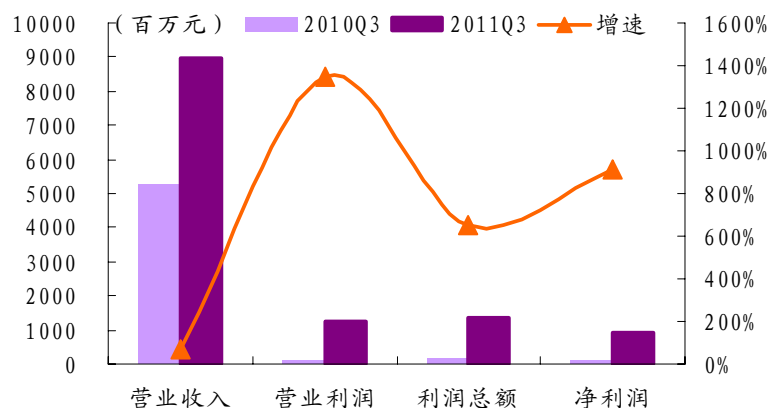
- 区域市场固定资产投资增速低于预期

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8469	12779	14012	15376
同比(%)	23%	51%	10%	10%
归属母公司净利润(百万元)	573	1314	1312	1571
同比(%)	14%	130%	0%	20%
毛利率(%)	22.3%	28.3%	26.4%	27.3%
ROE(%)	11.4%	21.0%	17.8%	17.9%
每股收益(元)	0.71	1.63	1.63	1.95
P/E	28.12	12.25	12.28	10.25
P/B	3.20	2.57	2.18	1.84
EV/EBITDA	14	8	8	7

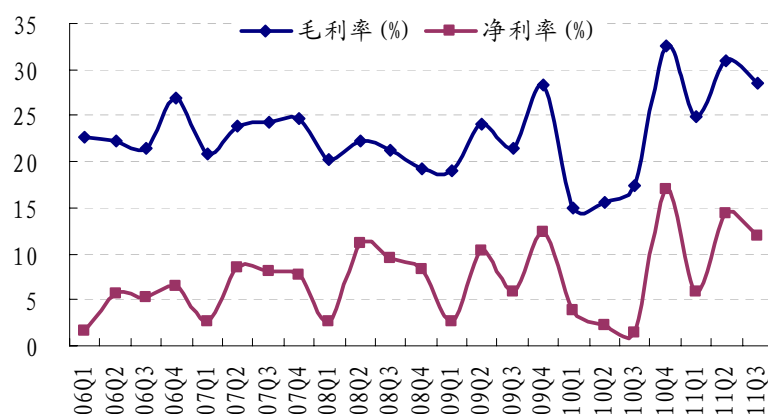
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司三季度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 近年来公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司各季度主要数据

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
收入(亿元)	18.04	18.21	12.80	18.70	19.38	18.17	12.92	19.68	20.33	31.77	20.85	34.87	34.08
环比增速	7.1%	0.9%	-29.7%	46.1%	3.6%	-6.2%	-28.9%	52.3%	3.3%	56.3%	-34.4%	67.3%	-2.3%
毛利率	21.2%	19.2%	19.0%	24.1%	21.4%	28.4%	14.9%	15.6%	17.4%	32.5%	24.8%	31.0%	28.5%
费用率	11.4%	11.0%	15.3%	12.2%	12.0%	12.9%	15.2%	13.4%	14.8%	12.2%	16.3%	12.2%	13.6%
归属股东净利润(亿元)	1.45	1.24	0.30	1.69	1.02	1.99	0.49	0.28	0.12	4.83	1.01	4.41	3.62
环比增速	-10.7%	-15.0%	-75.5%	459.2%	-39.6%	94.3%	-75.3%	-43.1%	-56.2%	3848.3%	-79.1%	336.8%	-17.8%
净利率	8.1%	6.8%	2.4%	9.1%	5.3%	10.9%	3.8%	1.4%	0.6%	15.2%	4.8%	12.6%	10.6%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司 2010 年到 2012 年新增生产线

项目	年产能	获得方式	(预计) 获得时间
重庆涪陵 4600t/d 生产线	200	新建	2010 年 1 月

西藏山南 2000t/d 生产线	80	新建	2010 年 3 月
湖南道县 4000t/d 生产线	160	新建	2010 年 8 月
四川万源 2500t/d 生产线	105	新建	2010 年 10 月
昆明东川 2500t/d 生产线	105	新建	2010 年 10 月
云南迪庆 2000t/d 生产线	80	新建	2010 年 12 月
宜昌长阳 4000t/d 生产线	160	收购	2010 年 12 月
宜昌长阳 1500t/d 生产线	60	收购	2010 年 12 月
襄樊房县 2500t/d 生产线	105	收购	2011 年 1 月
云南景洪 2500t/d 生产线	105	新建	2011 年 8 月
湖南冷水江 4500t/d 生产线	200	新建	2012 年 5 月
云南西双版纳 2500t/d 生产线	105	新建	2012 年 7 月

数据来源：公司年报、中投证券研究所

表 3 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
有效熟料产能（万吨）	2031	2915	3494	3678	3678
有效水泥产能（万吨）	2640	3790	4542	4781	4781
水泥熟料销量（万吨）	3092	3476	3800	4100	4400
+/-	#DIV/0!	12.42%	9.32%	7.89%	7.32%
价格（元/吨）	203.81	222.14	302	295	300
+/-	#DIV/0!	8.99%	35.95%	-2.32%	1.69%
单吨成本（元/吨）	157.48	173.99	215	215	215
+/-	#DIV/0!	10.48%	23.57%	0.00%	0.00%
单吨毛利（元/吨）	46.33	48.15	87.00	80.00	85.00
水泥熟料收入（百万元）	6,302	7,722	11,476	12,095	13,200
水泥熟料成本（百万元）	4,869	6,048	8,170	8,815	9,460
水泥毛利率	22.73%	21.68%	28.81%	27.12%	28.33%
混凝土销量（万方）	107	166	369	600	700
+/-		55.14%	122.29%	62.60%	16.67%
价格（元/方）	267	257	266	266	265
+/-		-3.71%	3.45%	0.00%	-0.38%
单位成本（元/方）	217	211	220	218	219
+/-		-2.72%	4.38%	-0.91%	0.46%
单位毛利（元/方）	50	46	46	48	46
混凝土收入（百万元）	285.73	426.85	981.54	1,596.00	1,855.00
混凝土成本（百万元）	231.83	349.88	811.80	1,308.00	1,533.00
其他收入（百万元）	318.87	321.17	321.17	321.17	321.17
其他成本（百万元）	179.33	185.22	185.22	185.22	185.22
合计收入（百万元）	6,906.41	8,469.61	12,778.71	14,012.17	15,376.17
合计成本（百万元）	5,280.44	6,582.99	9,167.02	10,308.22	11,178.22

数据来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3954	5935	7027	8295
现金	1803	3624	4408	5455
应收账款	370	510	584	637
其它应收款	322	245	270	262
预付账款	54	81	86	94
存货	864	1146	1300	1415
其他	541	330	380	431
非流动资产	13858	14865	15193	15473
长期投资	17	14	16	16
固定资产	10902	12200	12537	12667
无形资产	1463	1678	1895	2132
其他	1476	973	745	659
资产总计	17812	20800	22220	23768
流动负债	5114	6567	6572	6406
短期借款	613	625	621	622
应付账款	1980	2485	2882	3133
其他	2520	3457	3069	2650
非流动负债	7050	7152	7252	7351
长期借款	5633	5733	5833	5933
其他	1417	1419	1419	1418
负债合计	12164	13719	13824	13757
少数股东权益	623	823	1018	1254
股本	404	807	807	807
资本公积	2311	1907	1907	1907
留存收益	2310	3544	4664	6042
归属母公司股东权益	5025	6258	7378	8756
负债和股东权益	17812	20800	22220	23768

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1540	3316	3068	3336
净利润	660	1514	1506	1807
折旧摊销	718	850	965	1046
财务费用	305	449	427	413
投资损失	-54	0	0	0
营运资金变动	-70	470	157	70
其它	-18	33	12	0
投资活动现金流	-2511	-1819	-1265	-1284
资本支出	2687	1601	999	1000
长期投资	-1	-42	1	-0
其他	175	-260	-264	-284
筹资活动现金流	1482	324	-1019	-1005
短期借款	-35	12	-4	1
长期借款	935	100	100	100
普通股增加	0	404	0	0
资本公积增加	-215	-404	0	0
其他	797	212	-1115	-1106
现金净增加额	511	1821	784	1047

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8469	12779	14012	15376
营业成本	6583	9167	10308	11178
营业税金及附加	98	159	173	189
营业费用	451	678	744	817
管理费用	391	587	651	711
财务费用	305	449	427	413
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	0	0	0
营业利润	691	1739	1710	2069
营业外收入	149	192	210	231
营业外支出	9	20	20	20
利润总额	831	1911	1900	2280
所得税	171	397	393	472
净利润	660	1514	1506	1807
少数股东损益	87	200	195	236
归属母公司净利润	573	1314	1312	1571
EBITDA	1714	3038	3102	3528
EPS（元）	1.42	1.63	1.63	1.95

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.6%	50.9%	9.7%	9.7%
营业利润	10.5%	151.6%	-1.7%	21.0%
归属于母公司净利润	14.4%	129.6%	-0.2%	19.8%
获利能力				
毛利率		22.3%	28.3%	26.4%
净利率		6.8%	9.0%	7.4%
ROE	11.4%	16.9%	13.5%	12.6%
ROIC	6.3%	9.2%	8.7%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	68.3%	65.2%	61.2%	56.7%
净负债比率	100.7	120.8%	91.4%	67.8%
流动比率	0.77	0.48	0.60	0.74
速动比率	0.60	0.32	0.41	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.61	0.63	0.65
应收账款周转率	25	32	35	34
应付账款周转率	3.91	4.39	4.82	4.68
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.42	2.53	2.30	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	3.82	5.83	6.61	6.74
每股净资产(最新摊薄)	12.45	14.98	17.08	19.19
估值比率				
P/E	35.4	19.9	21.8	20.8
P/B	4.0	3.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	16	11	10	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  $\pm 10\%$  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, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434