

2011年8月22日

买入

A 600801.SS - 人民币 24.80

目标价格: 人民币 29.00

买入

B 900933.SS - 美元 2.25

目标价格: 美元 2.89

李攀\*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现 (A股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	65	(11)	7	177
相对新华富时A50指数 (%)	74	(2)	19	188

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A股)

发行股数 (百万)	807
流通股 (%)	41
流通股市值 (人民币 百万)	8,206
3个月日均交易额 (人民币 百万)	212
净负债比率 (%) (2011E)	93.5
主要股东 (%)	
HOLCHIN B.V.	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李大振为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

# 华新水泥

上半年业绩符合预期

华新水泥公告2011年中期收入55.71亿元, 比去年同期增长70.9%, 归属母公司股东净利润5.42亿人民币, 同比增长603.3%。公司上半年水泥销售量价齐升, 区域供求关系的改善以及企业竞争战略的改变推动公司所处主要区域价格的大幅提升, 在去年同期微利的情况下, 今年的业绩高弹性得以体现。展望下半年, 需求端的不确定性可能会对公司业绩产生一定不利影响, 但是中长期我们仍然看好公司所处区域供求关系的改善, 公司盈利能力仍存改善空间。考虑到当前的情况以及股本变动因素, 我们将对公司2011-2013年的盈利预测下调至1.801、2.445、2.935元人民币, 维持A股29.00元目标价和B股2.89美元目标价, 维持买入评级。

## 中报要点

- **上半年水泥销售量价齐升:** 上半年实现水泥及熟料销量1,710万吨, 较去年同期增长402万吨; 水泥不含税平均售价304.98元/吨, 较上年同期上涨了76.5元/吨。吨水泥净利润由去年同期7.1元上升至今年36.2元。
- **区域供求关系改善, 企业战略由走量向提价转变:** 湖北地区2010年水泥新增产能较09年已有明显降低, 2011年基本没有新增产能, 同时前四家公司市场占有率达到近70%。在此条件下, 大企业竞争战略实现从走量到提价转变。
- **下半年水泥需求存在不确定性, 中长期看盈利能力仍存改善空间。** 目前水泥企业下游需求有所放缓, 预计对公司今年业绩有一定不利影响, 但考虑到整体供求关系以及公司在区域市场的控制和引导能力, 我们仍看好公司中长期发展。

## 估值

- 考虑到当前的情况以及股本变动因素, 我们将对公司2011-2013年的盈利预测下调至1.801、2.445、2.935元人民币, 维持A股29.00元目标价和B股2.89美元目标价, 维持买入评级。

## 图表1. 投资摘要 (A股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	6,906	8,469	11,866	14,578	16,558
变动 (%)	9	23	40	23	14
净利润(人民币 百万)	501	573	1,454	1,973	2,369
全面摊薄每股收益(人民币)	1.240	1.419	1.801	2.445	2.935
变动 (%)	8.8	14.4	27.0	35.7	20.1
市场预期每股收益(人民币)		0.486	1.709	2.102	2.410
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	3.891	5.218	6.312
调整幅度(%)	-	-	(53.7)	(53.2)	(53.5)
核心每股收益(人民币)	1.093	1.150	1.668	2.287	2.748
变动 (%)	24.4	5.2	45.1	37.0	20.2
全面摊薄市盈率(倍)	20.0	17.5	13.8	10.1	8.4
核心市盈率(倍)	22.7	21.6	14.9	10.8	9.0
每股现金流量(人民币)	3.70	3.82	3.98	4.22	3.94
价格/每股现金流量(倍)	6.7	6.5	6.2	5.9	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	10.6	8.6	6.7	5.8
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.360	0.489	0.587
股息率(%)	0.8	0.8	1.5	2.0	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**股价相对指数表现 (B 股)**


资料来源：彭博及中银国际研究

**股价表现 (B 股)**

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	59	(16)	(1)	107
相对上海 B 股指 数(%)	73	(8)	12	102

资料来源：彭博及中银国际研究

**重要数据 (B 股)**

发行股数(百万)	807
流通股(%)	41
流通股市值(美元 百万)	1,284
3个月日均交易额(美元 百万)	2
净负债比率(%) (2011E)	93

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

**投资摘要 (B 股)**

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	6,906	8,469	11,866	14,578	16,558
变动(%)	9	23	40	23	14
净利润(人民币 百万)	501	573	1,454	1,973	2,369
全面摊薄每股收益(人民币)	1.240	1.419	1.801	2.445	2.935
变动(%)	8.8	14.4	27.0	35.7	20.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	3.891	5.218	6.312
调整幅度(%)	-	-	(53.7)	(53.2)	(53.5)
核心每股收益(人民币)	1.093	1.150	1.668	2.287	2.748
变动(%)	24.4	5.2	45.1	37.0	20.2
全面摊薄市盈率(倍)	20.0	17.5	13.8	10.1	8.4
核心市盈率(倍)	22.7	21.6	14.9	10.8	9.0
每股现金流量(人民币)	3.70	3.82	3.98	4.22	3.94
价格/每股现金流量(倍)	6.7	6.5	6.2	5.9	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	10.6	8.6	6.7	5.8
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.360	0.489	0.587
股息率(%)	0.8	0.8	1.5	2.0	2.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**图表 2. 业绩摘要**

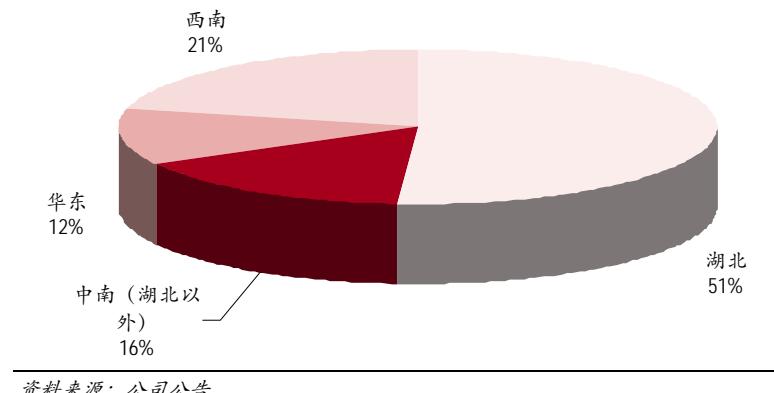
(人民币， 百万)	10年半年	11年半年	同比变化%
<b>营业收入</b>	3,259	5,571	70.9
营业成本	(2,760)	(3,971)	43.9
营业税金及附加	(36)	(62)	72.6
销售费用	(190)	(285)	50.4
管理费用	(135)	(237)	75.5
财务费用	(137)	(243)	78.1
资产减值损失	0	(1)	N.M
投资收益	51	0	(99.6)
<b>营业利润</b>	54	773	1,342.1
营业外收入	72	48	(33.1)
营业外支出	(2)	(5)	116.9
利润总额	124	816	560.9
所得税费用	(31)	(198)	543.3
净利润	93	619	566.6
少数股东损益	(16)	(77)	387.1
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	77	542	603.3

资料来源：公司数据

**盈利预测及估值。**公司上半年水泥销售量价齐升，区域供求关系的改善以及大企业竞争战略的改变推动公司所处主要区域价格的大幅提升，在去年同期微利的情况下，今年的业绩高弹性得以体现。展望下半年，需求端的不确定性可能会对公司业绩产生一定不利影响，但是中长期我们仍然看好公司所处区域供求关系的改善，公司未来盈利能力仍有提升空间。考虑到当前的情况以及送股因素，我们将对公司 2011-2013 年的盈利预测下调至 1.801、2.445、2.935 元人民币，维持 A 股 29.00 元目标价和 B 股 2.89 美元目标价，维持买入评级。

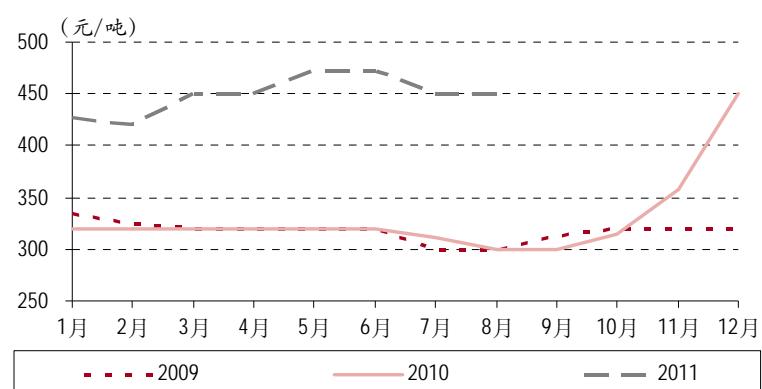
**上半年水泥销售量价齐升，盈利大幅提升，业绩基本符合预期。**公司在 2011 年上半年收入达到 55.71 亿元，比去年同期增长 70.9%，归属母公司股东净利润 5.42 亿人民币，同比增长 603.3%。公司收入和利润的大幅增长来自于水泥销售的量价齐升，公司上半年实现水泥及熟料销量 1,710 万吨，较去年同期增长 402 万吨，增幅为 30.7%，水泥不含税平均售价 304.98 元/吨，较上年同期上涨 76.5 元/吨。

图表 3.2011年上半年营业收入区域占比



从公司上半年收入的区域构成来看，湖北地区占收入比重为 51%，除湖北以外其他中南地区收入比重为 16%，华东地区收入比重为 12%，西南地区收入比重为 21%。今年上半年除西南地区以外水泥价格均有较大幅度上涨，另外公司在 2010 年下半年投放的产能在今年得到有效释放，上半年水泥销量同比增长 30.7%，区域内价格大幅上涨以及公司自身产能的释放带动上半年业绩大幅增长。

图表 4.湖北地区水泥价格走势

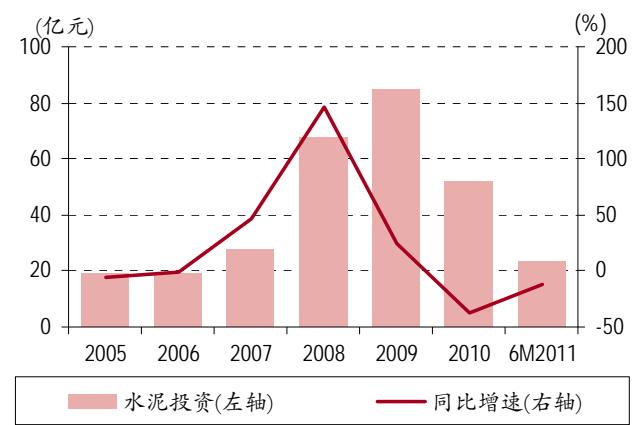


资料来源：数字水泥网

公司今年上半年的业绩体现出很强的弹性，去年上半年因为湖北地区水泥新增产能大且集中释放，水泥价格大幅下滑，加之煤炭成本上升，公司 2010 年上半年毛利率只有 15.28%，而今年上半年得益于区域行业景气度的提升，水泥盈利能力显著增强，毛利率达到 28.65%，比上年同期提升 13.37 个百分点。从吨水泥盈利能力指标来看，去年上半年吨水泥净利润仅为 7.1 元，今年上半年达到了 36.2 元。

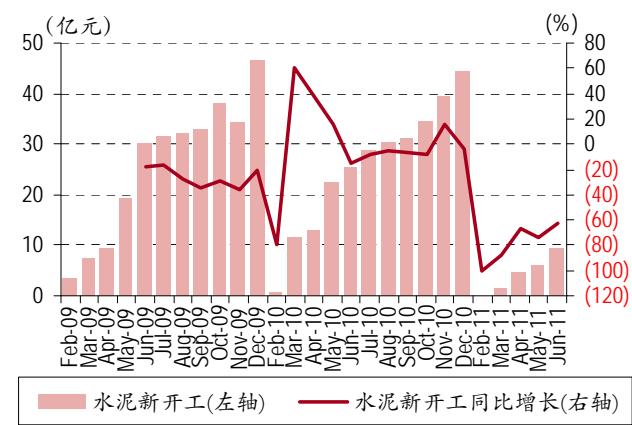
区域供求关系改善，竞争战略由抢占市场份额转向注重盈利能力提升转变。湖北地区近两年供给端的改善明显，09年是水泥产能投放最快的一年，新投产产能达到2,500万吨，受2009年国发38号文件影响，水泥行业新建产能受到遏制，2010年新投放产能降为1,200万吨，从今年情况看湖北地区没有新建生产线，预计2011年没有产能投放。区域内新增产能减少是公司景气大幅提升的重要外部条件。

图表5.湖北水泥行业固定资产投资明显放缓



资料来源：数字水泥网

图表6.湖北水泥新开工项目计划总投资额同比大幅降低



资料来源：数字水泥网

湖北地区目前水泥产业集中度已经达到比较高的水平，华新水泥在湖北有3,500万吨产能，其次为葛洲坝1,800万吨产能，亚东近800万吨，前三大水泥公司占总量的60%以上，前四家占总量近70%。在没有新增产能的情况下，各个水泥企业的竞争战略发生转变，由以前的通过低价抢占市场份额转向提升吨水泥盈利能力，水泥价格逐步提高。

从需求端来看，水泥需求相对刚性，价格的下降对水泥需求的刺激不大，作为区域龙头企业，公司在湖北通过自身限产保护区域价格，从上半年情况来看取得了较好的效果，在湖北市场的区域控制能力得到进一步确认。

下半年水泥需求存在不确定性，中长期看好公司所在区域供求关系改善。今年1-7月全国规模以上企业累计生产水泥11.3亿吨，同比增长19.16%，增速高于过去四年全年值。而从目前部分水泥企业及行业协会的反馈来看，水泥企业下游需求多数面临着资金紧张、项目建设放缓的情况，下半年水泥需求有可能放缓，目前看如果需求放缓会对价格形成一定考验，下半年存在业绩低于预期的可能，但是考虑到公司在区域市场的控制和引导能力，以及9月份以后的传统需求旺季，我们认为公司所在区域下半年水泥价格大幅下跌的可能性并不大，中长期看好区域整体供求关系的改善。

图表7.全国水泥产量及累计同比增速



资料来源：数字水泥网

**损益表—A&B股(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>销售收入</b>	6,906	8,469	11,866	14,578	16,558
销售成本	(5,281)	(6,583)	(8,226)	(9,887)	(11,055)
经营费用	(238)	(236)	(438)	(555)	(589)
<b>息税折旧前利润</b>	1,388	1,651	3,203	4,136	4,914
折旧及摊销	(555)	(706)	(852)	(1,030)	(1,211)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	833	945	2,351	3,106	3,702
净利润收入/(费用)	(193)	(305)	(365)	(389)	(438)
其他收益/(损失)	76	191	136	161	192
<b>税前利润</b>	717	831	2,121	2,879	3,457
所得税	(151)	(171)	(445)	(605)	(726)
少数股东权益	(65)	(87)	(222)	(301)	(361)
<b>净利润</b>	501	573	1,454	1,973	2,369
<b>核心净利润</b>	441	464	1,347	1,846	2,218
每股收益(人民币)	1.240	1.419	1.801	2.445	2.935
核心每股收益(人民币)	1.093	1.150	1.668	2.287	2.748
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.360	0.489	0.587
收入增长(%)	9	23	40	23	14
息税前利润增长(%)	29	13	149	32	19
息税折旧前利润增长(%)	27	19	94	29	19
每股收益增长(%)	9	14	27	36	20
核心每股收益增长(%)	24	5	45	37	20

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**资产负债表—A&B股(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>现金及现金等价物</b>	1,245	1,756	2,760	3,003	3,071
应收帐款	496	1,040	1,767	3,005	5,108
库存	629	864	1,079	1,298	1,451
其他流动资产	175	294	308	321	331
<b>流动资产总计</b>	2,544	3,954	5,915	7,626	9,961
固定资产	10,732	12,098	13,848	15,512	17,059
无形资产	1,095	1,473	1,475	1,478	1,480
其他长期资产	213	288	300	320	353
<b>长期资产总计</b>	12,040	13,858	15,624	17,310	18,893
<b>总资产</b>	14,584	17,812	21,538	24,936	28,854
应付帐款	2,030	2,513	3,231	4,056	4,877
短期债务	1,346	1,860	1,860	1,360	960
其他流动负债	900	741	1,304	1,672	1,950
<b>流动负债总计</b>	4,277	5,114	6,395	7,089	7,788
长期借款	4,698	6,831	7,670	8,380	9,255
其他长期负债	221	220	230	241	249
股本	404	404	807	807	807
储备	4,151	4,621	5,591	7,273	9,248
<b>股东权益</b>	4,555	5,025	6,398	8,080	10,055
少数股东权益	833	623	845	1,146	1,508
<b>总负债及权益</b>	14,584	17,812	21,538	24,936	28,854
每股帐面价值(人民币)	11.29	12.45	7.93	10.01	12.46
每股有形资产(人民币)	8.57	8.80	6.10	8.18	10.62
每股净负债/(现金)(人民币)	11.89	17.18	8.39	8.35	8.85

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**现金流量表—A&B股(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>税前利润</b>	717	831	2,121	2,879	3,457
折旧与摊销	555	706	852	1,030	1,211
净利息费用	193	305	365	389	438
运营资本变动	163	(66)	319	(286)	(1,195)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(133)	(235)	(445)	(605)	(726)
<b>经营活动产生的现金流</b>	1,494	1,540	3,212	3,407	3,184
购买固定资产净值	(3,415)	(2,687)	(2,605)	(2,696)	(2,761)
投资减少/增加	(77)	(13)	0	0	0
其他投资现金流	6	189	(2)	(2)	(2)
<b>投资活动产生的现金流</b>	(3,486)	(2,511)	(2,607)	(2,698)	(2,763)
净增权益	5	94	0	0	0
净增债务	2,126	803	839	210	475
支付股息	(61)	(81)	(81)	(291)	(395)
其他融资现金流	241	666	(360)	(385)	(433)
<b>融资活动产生的现金流</b>	2,311	1,482	398	(466)	(353)
现金变动	320	511	1,004	243	68
期初现金	925	1,245	1,756	2,760	3,003
公司自由现金流	(1,993)	(977)	606	715	427
权益自由现金流	(62)	(480)	1,079	530	458

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**主要比率—A&B股**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	20.1	19.5	27.0	28.4	29.7
息税前利润率	12.1	11.2	19.8	21.3	22.4
税前利润率	10.4	9.8	17.9	19.7	20.9
净利率	7.2	6.8	12.3	13.5	14.3
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
利息覆盖率	4.2	3.0	6.3	7.7	8.1
净权益负债率(%)	89.1	122.8	93.5	73.0	61.8
速动比率	0.4	0.6	0.8	0.9	1.1
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	20.0	17.5	13.8	10.1	8.4
核心业务市盈率	22.7	21.6	14.9	10.8	9.0
目标价对应核心业务市盈率	26.5	25.2	17.4	12.7	10.6
盈率					
市净率	2.2	2.0	3.1	2.5	2.0
价格/现金流	6.7	6.5	6.2	5.9	6.3
企业价值/息税折旧前利润	11.3	10.6	8.6	6.7	5.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	42.4	41.4	43.1	43.9	45.4
应收账款周转天数	22.0	33.1	43.2	59.7	89.4
应付账款周转天数	89.5	97.9	88.3	91.2	98.5
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	16.1	14.1	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	11.6	12.0	25.5	27.3	26.1
资产收益率	5.2	4.6	9.4	10.6	10.9
已运用资本收益率	8.3	7.4	15.2	17.5	18.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371