

水泥制造
署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12个月目标价: 15元

当前股价: 14.74元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2404.74
总股本(百万)	607
流通股本(百万)	479
流通市值(亿)	70
EPS	1.42
每股净资产(元)	12.45
资产负债率	68.29%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	-0.07	21.83	-15.33
建筑建材	1.79	6.84	-13.29
沪深300指数	2.52	7.84	-5.40


相关报告

华新水泥-行业高景气 公司盈利大幅增长

2011-10-31

华新水泥-毛利大幅提升，行业维持景气

2011-04-25

华新水泥-经营情况显著改善,重启生产线建设 2011-03-31

华新水泥
600801
推荐

两湖高景气度 12年存下行可能

华新水泥于今日披露 2011 年度年报，公司 2011 年年度实现营业收入 126.38 亿元，同比增长 49.22%，归属于母公司股东的净利润为 10.75 亿元，同比增长 87.79%，全面摊薄 EPS 为 1.15 元，略低于我们的预期。

投资要点:

- **四季度单季净利润 1.75 亿元，同比下降 63.79%，系两湖市场四季度水泥价格回落拉低了毛利率所致。**公司 70% 的产能集中在两湖，故两湖市场的景气度决定公司整体的盈利水平。11 年两湖市场的价格较 10 年大幅提升 (+50 元/吨，不含税) 使得公司在两湖的盈利大幅提高，而公司四季度业绩同比降幅明显，则在于 10 年价格是先抑后扬 (年底节能减排所致)，而 11 年则恰好相反呈“前高后低”：二季度是全年景气度的高点，3 季度开始逐步下行，四季度最低，水泥吨净利由二季度的 34.4 元/吨的高点降至四季度的 11.8 元/吨。
- **两湖地区的高景气度在 12 年存下行可能。**11 年“天时”(10 年底节能减排)、“地利”(需求较理想) 和“人和”(①主导企业维护市场；②安徽沿江熟料未大肆进入) 共同造就了两湖市场的高景气。我们认为在 12 年上述三个因素难以满足：① 12 年出现大规模限电的可能很小；②需求启动不理想，全年需求难言强劲；③华东景气度下滑致区域内水泥价格大幅低于湖北市场，或引发安徽沿江熟料大肆进入湖北。虽然湖北地区的景气度存下行可能，但区域内水泥价格的回落幅度存在不确定性。这一不确定性取决于华东和两湖地区需求的恢复情况，待后续观察。
- **公司生产线建设高峰已过，未来重心在通过并购整合加强区域市场控制力，12 年将新增有效产能 250 万吨。**公司产能的建设高峰期为 09-11 年间，在此期间公司熟料产能由 09 年底的 2000 万吨大幅提升至 11 年底的 3673 万吨，增幅为 83%。公司未来的重心将放在通过并购整合加强区域市场的控制力上，但考虑到 11 年的并购以及 12 年可能投产的生产线，公司 12 年仍将新增有效产能 250 万吨。
- **维持“推荐”评级。**我们预计公司 12-14 年的 EPS 分别为 1.02 元/1.21 元/1.38 元。当前股价对应 12-14 年的市盈率分别为 14.5 倍/12.2 倍/10.7 倍。给予推荐评级。

风险提示: 地产调控深入致需求启动大幅低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12638	13214	14427	16012
收入同比(%)	49%	5%	9%	11%
归属母公司净利润	1075	950	1135	1295
净利润同比(%)	88%	-12%	19%	14%
毛利率(%)	27.4%	24.7%	25.4%	24.7%
ROE(%)	13.9%	11.4%	12.3%	12.6%
每股收益(元)	1.15	1.02	1.21	1.38
P/E	12.78	14.46	12.11	10.61
P/B	1.77	1.65	1.48	1.34
EV/EBITDA	7	8	6	6

目 录

一、四季度单季净利润 1.75 亿元，同比下降 63.79%，两湖市场的景气度决定公司整体盈利水平	3
二、11 年两湖区域的高景气度在 12 年存下行可能	4
三、公司产能建设高峰已过，资金压力逐步减轻，未来重心在通过并购整合提高对区域市场的控制力	5
四、投资建议：推荐	6

图表目录

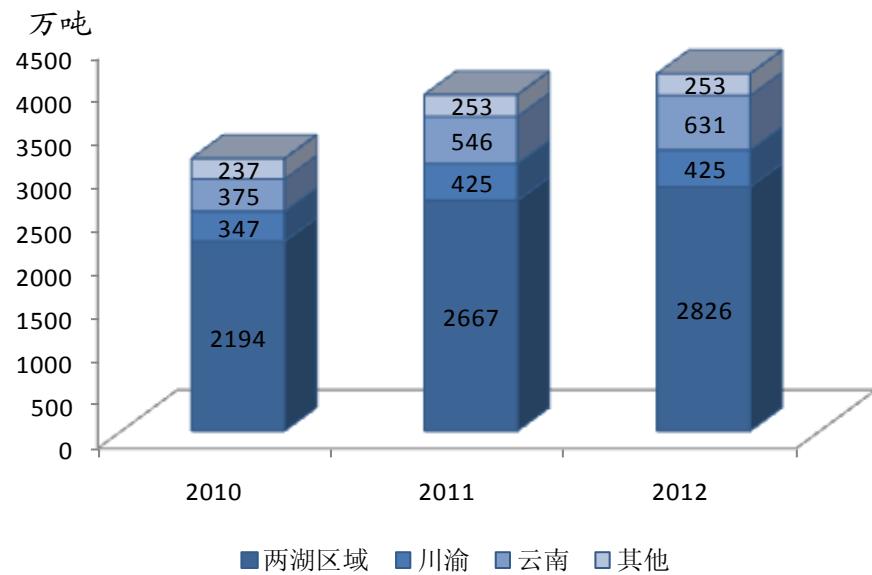
图 1 公司产能区域分布情况	3
图 2 湖北武汉水泥价格走势（高标号，含税）	4
图 3 湖南长沙水泥价格走势（高标号，含税）	4
表 1 公司分季度经营业绩情况	3
表 2 11 年底 12 年初投产的规模较大的沿江熟料生产线	5
表 3 2010 年以来公司新建和收购生产线情况	5
表 4 盈利预测假设	6

一、四季度单季净利润 1.75 亿元，同比下降 63.79%，两

湖市场的景气度决定公司整体盈利水平

截止到 11 年底，公司的产能分布为两湖地区 72%，川渝 12%，云南 8%，河南和西藏 8%，较 10 年底几无变化，两湖地区尤其是湖北作为公司主战场的地位不可动摇，因此两湖地区水泥行业的景气度的高低对公司的整体盈利情况起到举足轻重的作用。

图 1 公司产能区域分布情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

从利润来源来看，湖北、湖南贡献了近 8 个亿的利润，占公司净利润的 72.1%，去年同期湖北、湖南贡献了 3.5 个亿左右的净利润。因此公司在两湖市场的高盈利是公司 11 年盈利大幅增长的主要原因。

两湖市场的价格较 10 年大幅提升 (+50 元/吨，不含税) 使得公司在两湖的盈利大幅提高，而公司四季度业绩同比降幅明显，则在于 10 年价格是先抑后扬(年底节能减排所致)，而 11 年则恰好相反呈“前高后低”：二季度是全年景气度的高点，3 季度开始逐步下行，四季度最低。水泥吨净利由二季度的 34.4 元/吨的高点降至四季度的 11.8 元/吨。即便如此，4 季度价格仍在高位。

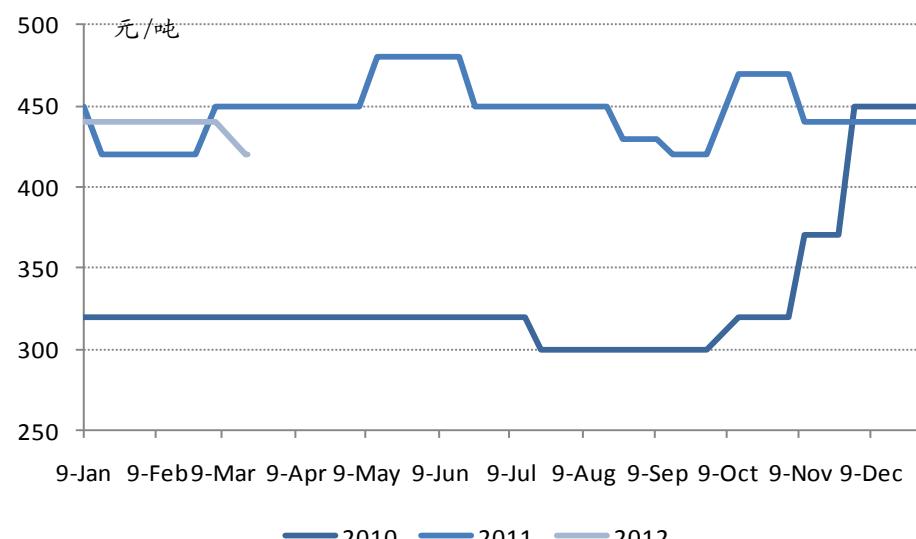
表 1 公司分季度经营业绩情况

项目	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
收入 (亿元)	12.92	19.68	20.33	31.77	20.80	34.87	34.08	36.59
环比增速	-28.9%	52.3%	3.3%	56.3%	-34.5%	67.6%	-2.3%	7.4%
毛利率	14.9%	15.6%	17.4%	32.5%	24.8%	31.0%	28.5%	27.4%
费用率	15.2%	13.4%	14.8%	12.2%	16.3%	20.0%	13.6%	14.3%
归属股东净利润 (亿元)	0.49	0.28	0.12	4.83	1.01	4.41	3.62	1.75
环比增速	-75.3%	-43.1%	-56.2%	3848.8%	-79.1%	336.6%	-17.9%	-51.7%

净利率 3.8% 1.4% 0.6% 15.2% 4.9% 12.6% 10.6% 4.8%

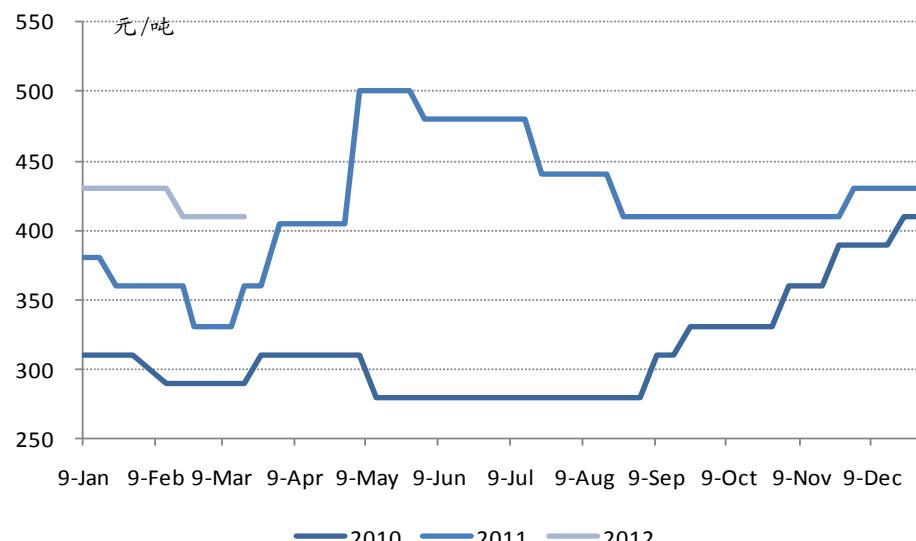
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2 湖北武汉水泥价格走势（高标号，含税）



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

图 3 湖南长沙水泥价格走势（高标号，含税）



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

二、11年两湖区域的高景气度在12年存下行可能

“天时”、“地利”和“人和”三者共同造就了11年两湖地区水泥行业的高景气。所谓“天时”指的是10年底的节能减排致两湖地区的水泥价格大幅上涨了80-130元/吨，为12年的高价奠定了基础；所谓“地利”指的是11年两湖的水泥需求较为理想；所谓“人和”有两方面含义，一是指安徽地区的沿江熟料由于华东也处于高景气，并没有大肆冲击武汉、宜昌和黄石等沿江区域；二是指区域内

主导企业主动维护市场，价格协同执行较好。

我们认为，造就11年水泥行业高景气度的三大因素在12年都不能得到满足，因此12年两湖地区水泥行业的高景气度难以持续。具体来看，①10年底的大规模限电在12年几乎不可能重新上演，故“天时”不具备；②受制于房地产调控，两湖的高需求能否持续目前看来存在很大的不确定性，故“地利”不具备；③华东地区的价格已经跌至360元/吨（合肥地区更是低于330元/吨），较湖北、湖南有40元左右的价格差，海螺芜湖、铜陵的3条万线的投产无疑给华东的供给进一步加压，若华东价格进一步下跌，势必会引发安徽的熟料沿江西进，冲击湖北、湖南市场，故“人和”不具备。

因此我们认为湖北、湖南当前的高价位难以为继，但价格回落的幅度存在不确定性。这种不确定来自于华东地区和两湖区域需求的恢复情况以及当地企业维护市场的决心。

表 2 11年底 12年初投产的规模较大的沿江熟料生产线

项目	年熟料产能(万吨)	所属企业	(预计)投产时间
池州 2*5000t/d 生产线	320	海螺	2011年11月
芜湖 2*12000t/d 项目A线	384	海螺	2011年12月
芜湖 2*12000t/d 项目B线	384	海螺	2012年4月
铜陵 12000t/d 生产线	384	海螺	2011年12月
合计	1472		

资料来源：数字水泥，中投证券

三、公司产能建设高峰已过，资金压力逐步减轻，未来重

心在通过并购整合提高对区域市场的控制力

公司产能建设的高峰在09-11年间，其熟料产能从09年底的2000万吨，大幅增加至11年底的3673万吨，增幅为83.7%。公司的产能建设高峰已过，未来将主要通过在湖北市场进行并购整合以增强公司在湖北市场的控制力。

表 3 2010年以来公司新建和收购生产线情况

项目	年水泥产能(万吨)	获得方式	投产时间
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
十堰金龙水泥 2500t/d 生产线	105	收购	2011年4月
十堰金龙水泥 4500t/d 生产线	200	收购	2011年4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

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司 11 年上半年收购的十堰金龙将在 12 年释放产能，湖南冷水江 4500t/d 生产线和云南西双版纳 2500t/d 生产线预计于 12 年年中陆续投产，故 12 年公司仍将有 250 万吨左右的有效产能得以释放。但是产能的释放进度会受到需求情况的影响，待后续观察。

四、投资建议：推荐

根据上述对华新水泥的分析，我们预计公司 12-14 年的 EPS 分别为 1.02 元/1.21 元/1.38 元。当前股价对应 12-14 年的市盈率分别为 14.5 倍/12.2 倍/10.7 倍。考虑到公司在湖北市场较强的区域控制力，给予推荐评级。

表 4 盈利预测假设

项目	2011	2012E	2013E	2014E
水泥有效产能（万吨）	4720	5047	5311	5400
水泥销量（万吨）	4228	4400	4600	4900
吨水泥收入（元/吨）	276	260	270	275
吨水泥成本（元/吨）	200	195	200	205
混凝土产能（立方）	1000	1200	1400	1600
混凝土销量（立方）	204	510	600	800
混凝土价格（元/立方）	284	266	265	265
混凝土成本（元/立方）	232	218	218	218

资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012	2013	2014
流动资产	6054	3687	4176	4650	营业收入	12638	13214	14427	16012
现金	2825	1500	1800	2000	营业成本	9174	9945	10767	12050
应收账款	611	380	414	460	营业税金及附加	155	164	179	199
其他应收款	149	185	202	224	营业费用	701	661	721	801
预付账款	78	70	75	84	管理费用	588	595	692	769
存货	1081	1293	1400	1567	财务费用	515	596	618	536
其他流动资产	1310	260	284	315	资产减值损失	73	73	0	0
非流动资产	15676	17881	17716	17482	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	15	0	0	0	投资净收益	-2	-2	1	1
固定资产	12432	15359	15446	15332	营业利润	1431	1179	1450	1659
无形资产	1677	1677	1677	1677	营业外收入	198	198	180	200
其他非流动资产	1552	845	593	473	营业外支出	19	19	9	9
资产总计	21730	21568	21891	22132	利润总额	1610	1358	1621	1850
流动负债	7314	7924	7138	6179	所得税	390	272	324	370
短期借款	998	3872	2855	1502	净利润	1220	1086	1297	1480
应付账款	2429	2188	2369	2651	少数股东损益	145	136	162	185
其他流动负债	3887	1864	1914	2026	归属母公司净利润	1075	950	1135	1295
非流动负债	5833	4378	4378	4378	EBITDA	2943	2757	3223	3431
长期借款	4223	4223	4223	4223	EPS (元)	1.15	1.02	1.21	1.38
其他非流动负债	1610	155	155	155					
负债合计	13146	12302	11516	10557					
少数股东权益	823	959	1121	1306					
股本	935	935	935	935					
资本公积	3521	3117	3117	3117					
留存收益	3304	4254	5202	6216					
归属母公司股东权益	7760	8307	9254	10269					
负债和股东权益	21730	21568	21891	22132					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012	2013	2014
经营活动现金流	1886	3172	3122	3369	成长能力				
净利润	1220	1086	1297	1480	营业收入	49.2	4.6%	9.2%	11.0%
折旧摊销	998	982	1155	1236	营业利润	107.0	-17.6	23.0	14.4
财务费用	515	596	618	536	归属于母公司净利润	87.8	-11.6	19.4	14.1
投资损失	2	2	-1	-1	盈利能力				
营运资金变动	-911	687	41	117	毛利率	27.4	24.7	25.4	24.7
其他经营现金流	62	-182	11	0	净利率	8.5%	7.2%	7.9%	8.1%
投资活动现金流	-1972	-3123	-1000	-1000	ROE	13.9	11.4%	12.3	12.6
资本支出	1861	3242	1000	1000	ROIC	9.9%	8.5%	10.1	10.9
长期投资	0	-11	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-111	109	1	1	资产负债率	60.5	57.0	52.6	47.7
筹资活动现金流	1098	-1375	-1822	-2169	净负债比率	59.3	78.7	57.6	38.2
短期借款	385	2874	-1018	-1353	流动比率	0.83	0.47	0.59	0.75
长期借款	-1410	0	0	0	速动比率	0.68	0.30	0.39	0.50
普通股增加	532	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1210	-404	0	0	总资产周转率	0.64	0.61	0.66	0.73
其他筹资现金流	382	-3845	-805	-817	应收账款周转率	26	27	35	35
现金净增加额	1013	-1325	300	200	应付账款周转率	4.16	4.31	4.73	4.80
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.15	1.02	1.21	1.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	3.39	3.34	3.60
					每股净资产(最新摊薄)	8.30	8.88	9.89	10.98
					估值比率				
					P/E	12.8	14.5	12.1	10.6
					P/B	1.8	1.7	1.5	1.3
					EV/EBITDA	7	8	6	6

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±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，7年证券行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为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，但我们将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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434