

水泥制造
署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12 个月目标价: 16

当前股价: 15.55 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2396.32
总股本(百万)	607
流通股本(百万)	479
流通市值(亿)	74
EPS	1.15
每股净资产(元)	8.30
资产负债率	60.50%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	17.00	4.37	-15.74
建筑建材	3.08	8.74	-8.65
沪深 300 指数	2.77	4.87	-0.96


相关报告

华新水泥-两湖高景气度 12 年存下行可能
 2012-03-22
 华新水泥-行业高景气 公司盈利大幅增长
 2011-10-31

华新水泥
600801
推荐

外埠水泥冲击，两湖盈利遭遇考验

华新水泥于 4 月 28 日披露 2012 年 1 季报，1 季度公司实现营业收入 24.20 亿元，同比增长 16.30%，归属于母公司股东的净利润为 433.4 万元，同比增长下降 95.71%，全面摊薄 EPS 为 0.005 元，低于我们的预期。

投资要点:

- **销售价格下降、成本提升致 1 季度盈利大幅下滑。** 1 季度公司销售水泥和熟料 779 万吨，其中熟料 75.2 万吨，较 11 年同期增长 18.6%。销量的增长主要来自于去年上半年收购的房县、金龙以及去年下半年投产的云南景洪线的并表。1 季度公司毛利率进一步降至 18.9%，环比下降 8.5 个百分点，销售价格持续回落以及成本提升共同拉低了 1 季度的毛利率水平。预计 1 季度吨收入降至 289 元/吨，同比下降 5 元/吨，价格的下降主要体现在湖北市场，预计湖北水泥价格同比下降 30 元/吨（黄石市场下降幅度在 70-80 元/吨）。此外人力成本和能源成本提升推升吨成本至 234 元/吨，较去年同期上涨 12 元/吨。
- **两湖市场受外埠沿江水泥冲击，短期盈利遭遇考验。** 1 季度公司盈利大幅下滑主要体现在湖北市场，受外埠水泥的冲击，湖北市场价格明显回落：黄石市场去年高标号水泥价格在 435 元/吨，目前跌至 350 元/吨。湖南市场在外埠水泥的冲击下，近期价格也持续大幅回落，长沙高标号水泥价格已经回落至 320 元/吨。我们预计 2 季度沿江水泥需求（重庆、安徽、两湖、江西）仍难以大幅好转，外埠水泥或将继续冲击两湖市场，水泥价格面临继续下行的压力，公司在 2 季度的盈利能力将遭遇考验。
- **下半年盈利或将触底回升，但难回盈利高点。** 下半年公司盈利有望触底回升，但鉴于公司产能所在区域（两湖、四川、重庆、河南、云南）供给压力较大，下半年景气度重回高点的必要条件是政策在下半年大幅放松。目前来看，CPI 仍处高位，下半年政策能否放松还有待进一步观察。
- **维持“推荐”评级。** 我们预计公司 12-14 年的 EPS 分别为 0.85 元/1.21 元/1.38 元。当前股价对应 12-14 年的市盈率分别为 18.3 倍/12.9 倍/11.3 倍。给予推荐评级。

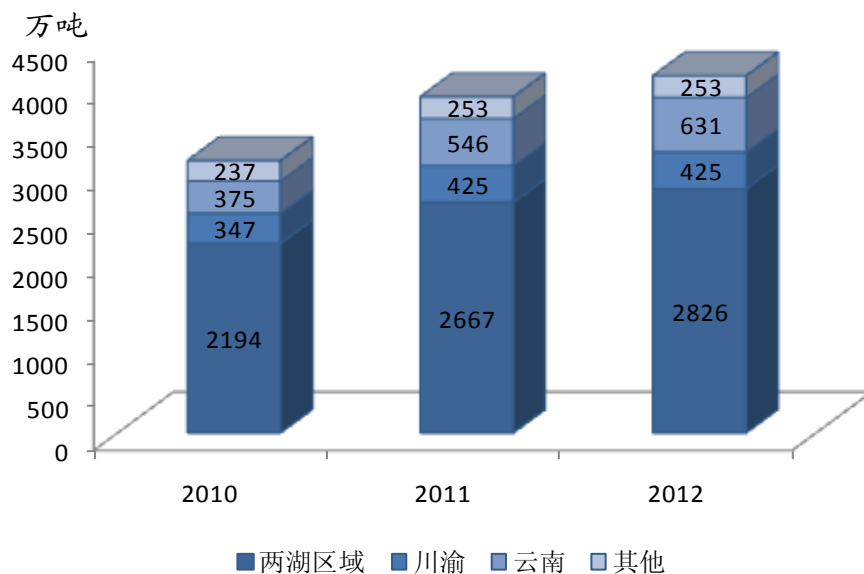
风险提示: 需求启动持续低于预期

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	793	1127	1286
净利润同比(%)	88%	-26%	42%	14%
毛利率(%)	27.4%	23.1%	25.4%	24.7%
ROE(%)	13.9%	9.7%	12.4%	12.7%
每股收益(元)	1.15	0.85	1.21	1.38
P/E	13.53	18.34	12.90	11.31
P/B	1.87	1.78	1.60	1.44
EV/EBITDA	7	9	7	6

资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司产能区域分布情况



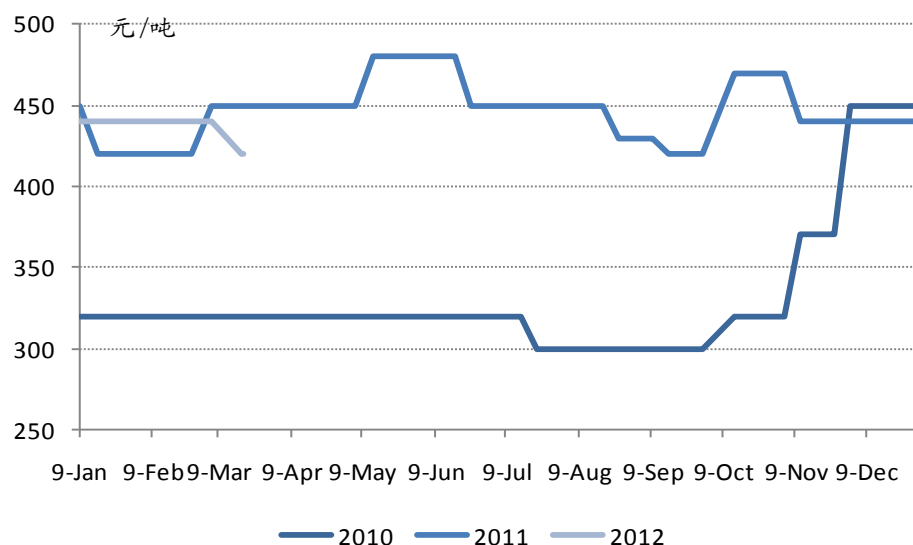
资料来源：公司公告,中投证券研究所

表 1 公司分季度经营业绩情况

项 目	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
收入 (亿元)	12.92	19.68	20.33	31.77	20.80	34.87	34.08	36.59	24.20
环比增速	-28.9%	52.3%	3.3%	56.3%	-34.5%	67.6%	-2.3%	7.4%	-33.9%
毛利率	14.9%	15.6%	17.4%	32.5%	24.8%	31.0%	28.5%	27.4%	18.9%
费用率	15.2%	13.4%	14.8%	12.2%	16.3%	20.0%	13.6%	14.3%	18.0%
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	0.04
环比增速	-75.3%	-43.1%	-56.2%	3848.8%	-79.1%	336.6%	-17.9%	-51.7%	-97.5%
净利率	3.8%	1.4%	0.6%	15.2%	4.9%	12.6%	10.6%	4.8%	0.2%

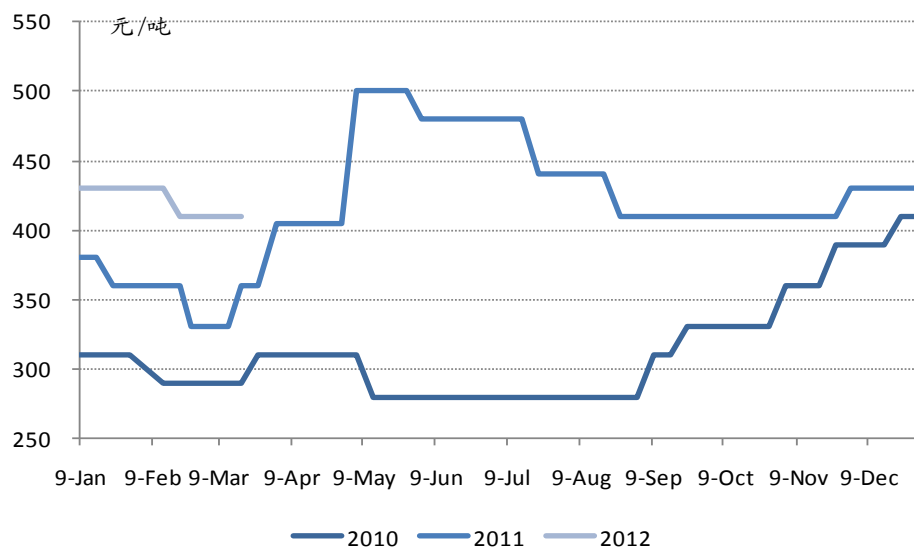
资料来源：公司公告，中投证券研究所

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

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

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

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

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6054	3717	4176	4650
现金	2825	1500	1800	2000
应收账款	611	380	414	460
其他应收款	149	185	202	224
预付账款	78	71	75	84
存货	1081	1321	1400	1567
其他流动资产	1310	260	284	315
非流动资产	15676	17885	17726	17497
长期投资	15	0	0	0
固定资产	12432	15363	15456	15347
无形资产	1677	1677	1677	1677
其他非流动资产	1552	845	593	473
资产总计	21730	21603	21902	22148
流动负债	7314	8139	7336	6393
短期借款	998	4027	3053	1716
应付账款	2429	2236	2369	2651
其他流动负债	3887	1875	1914	2026
非流动负债	5833	4378	4378	4378
长期借款	4223	4223	4223	4223
其他非流动负债	1610	155	155	155
负债合计	13146	12516	11714	10771
少数股东权益	823	937	1098	1282
股本	935	935	935	935
资本公积	3521	3117	3117	3117
留存收益	3304	4097	5037	6043
归属母公司股东权益	7760	8149	9090	10095
负债和股东权益	21730	21603	21902	22148

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1886	3021	3089	3366
净利润	1220	906	1288	1470
折旧摊销	998	978	1150	1230
财务费用	515	601	628	549
投资损失	2	2	-1	-1
营运资金变动	-911	749	12	117
其他经营现金流	62	-215	11	0
投资活动现金流	-1972	-3123	-1000	-1000
资本支出	1861	3242	1000	1000
长期投资	0	-11	0	0
其他投资现金流	-111	109	1	1
筹资活动现金流	1098	-1224	-1790	-2166
短期借款	385	3029	-974	-1337
长期借款	-1410	0	0	0
普通股增加	532	0	0	0
资本公积增加	1210	-404	0	0
其他筹资现金流	382	-3850	-815	-829
现金净增加额	1013	-1325	300	200

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	12638	13214	14427	16012
营业成本	9174	10165	10767	12050
营业税金及附加	155	164	179	199
营业费用	701	661	721	801
管理费用	588	595	692	769
财务费用	515	601	628	549
资产减值损失	73	73	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-2	1	1
营业利润	1431	954	1440	1646
营业外收入	198	198	180	200
营业外支出	19	19	9	9
利润总额	1610	1133	1611	1837
所得税	390	227	322	367
净利润	1220	906	1288	1470
少数股东损益	145	113	161	184
归属母公司净利润	1075	793	1127	1286
EBITDA	2943	2532	3218	3425
EPS (元)	1.15	0.85	1.21	1.38

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	49.2	4.6%	9.2%	11.0%
营业利润	107.0	-33.3	50.9	14.4
归属于母公司净利润	87.8	-26.2	42.2	14.1
获利能力				
毛利率	27.4	23.1	25.4	24.7
净利率	8.5%	6.0%	7.8%	8.0%
ROE	13.9	9.7%	12.4	12.7
ROIC	9.9%	7.5%	10.1	10.9
偿债能力				
资产负债率	60.5	57.9	53.5	48.6
净负债比率	59.3	82.0	60.6	40.8
流动比率	0.83	0.46	0.57	0.73
速动比率	0.68	0.29	0.38	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.61	0.66	0.73
应收账款周转率	25	26	35	35
应付账款周转率	4.16	4.36	4.68	4.80
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.15	0.85	1.21	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	3.23	3.30	3.60
每股净资产(最新摊薄)	8.30	8.71	9.72	10.79
估值比率				
P/E	13.5	18.3	12.9	11.3
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	7	9	7	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 $\pm 10\%$ 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，7 年证券行业从业经验。

免责声明

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