

**水泥制造**
**署名人: 李凡**

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

**参与人: 高熠**

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@cjis.cn

**6-12 个月目标价:** 10.8 元

当前股价: 10.74 元

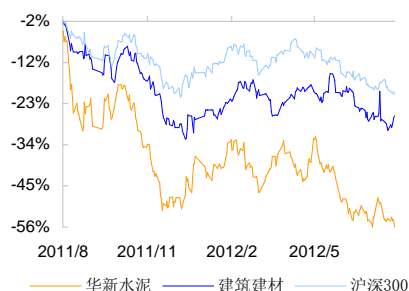
评级调整: 维持

**基本资料**

|          |         |
|----------|---------|
| 上证综合指数   | 2092.10 |
| 总股本(百万)  | 607     |
| 流通股本(百万) | 479     |
| 流通市值(亿)  | 51      |
| 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      | -10.13 | -27.19 | -26.81 |
| 建筑建材      | -3.82  | -13.11 | -13.61 |
| 沪深 300 指数 | -3.79  | -13.04 | -12.68 |


**相关报告**

华新水泥-外埠水泥冲击, 两湖盈利遭遇考验 2012-05-02

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**

## 两湖景气持续回落

公司 1-6 月份实现营业收入 54.86 亿元, 同比下降 1.53%, 归属于母公司股东的净利润为 0.96 亿元, 同比下降 82.30%, 基本每股收益 0.10 元。分季度来看, 2 季度实现营业收入 30.66 亿元, 同比下降 12.1%, 归属于母公司股东的净利润为 0.92 亿元, 同比下降 79.1%。公司预计 1-9 月份净利润下滑幅度超过 50%。

**投资要点:**

- **2 季度盈利 0.92 亿, 同比下跌 79.1%, 两湖地区水泥价格同比大跌是主因。**1-6 月份公司销售水泥和熟料合计 1829 万吨, 同比增 6.96%, 其中 2 季度单季水泥和熟料销量为 1050 万吨, 同比持平。区域协同致上半年产能利用率同比下降, 预计上半年公司的产能利用率在 75%, 较去年同期下降近 10 个百分点, 产能利用率下降推高公司期间费用率近 4 个百分点。在销量平稳增长的背景下, 两湖地区水泥价格大幅下降是上半年盈利同比大幅下滑的主因。上半年湖北地区高标号水泥含税均价为 395 元/吨, 较去年同期降低 155 元/吨, 降幅达 12%, 湖南地区高标号水泥含税均价为 368 元/吨, 较 11 年同期的 411 元/吨下降 143 元/吨, 降幅达 10.4%。预计 12 年上半年水泥的吨毛利已经由 11 年同期的 94 元/吨降至 59 元/吨, 降幅达 38%, 其中 2 季度吨毛利为 60 元/吨, 吨净利为 9 元/吨。
- **沿江熟料冲击, 两湖景气难以明显回升。**两湖地处长江中游, 易受上游重庆熟料和下游安徽熟料的冲击, 难以出现独立的价格上涨局面。目前安徽水泥价格在 275 元/吨, 重庆价格在 240 元/吨, 与湖北 310 元/吨的价差分别为 35 元/吨和 70 元/吨。考虑到下半年上述区域的水泥价格难以大幅改善, 故即便两湖地区的需求在四季度出现实质性好转, 但受制于沿江低价熟料的冲击, 两湖水泥价格向上提升幅度有限。
- **产能建设高峰已过, 未来注重区域整合。**公司产能高速扩张期是 09-11 年, 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%。目前仅有两条在建生产线 (不包括塔吉克斯坦那条线), 为湖南冷水江 4500t/d 和桑植 2500t/d 熟料生产线, 分别计划于 12 年 10 月和 13 年 3 月投产, 此外无在建生产线。公司的产能建设高峰已过, 未来将主要通过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。
- **给予推荐的投资评级。**预计 12-14 年归属于母公司的净利润分别为 3.27/4.51/5.84 亿元, EPS 分别为 0.35/0.48/0.62 元, 目前股价对应 12-14 年的 PE 分别为 29.2/21.2/16.4 倍, 给予推荐的投资评级。

**风险提示:**

- 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 | 11897 | 12897 | 13917 |
| 收入同比(%)   | 49%   | -6%   | 8%    | 8%    |
| 归属母公司净利润  | 1075  | 327   | 451   | 584   |
| 净利润同比(%)  | 88%   | -70%  | 38%   | 30%   |
| 毛利率(%)    | 27.4% | 19.1% | 19.7% | 20.0% |
| ROE(%)    | 13.9% | 4.3%  | 5.8%  | 7.2%  |
| 每股收益(元)   | 1.15  | 0.35  | 0.48  | 0.62  |
| P/E       | 8.88  | 29.17 | 21.19 | 16.36 |
| P/B       | 1.23  | 1.27  | 1.22  | 1.18  |
| EV/EBITDA | 6     | 9     | 7     | 7     |

资料来源: 中投证券研究所

## 一、两湖水泥价格大幅回落致盈利显著下滑

公司 1-6 月份实现营业收入 54.86 亿元，同比下降 1.53%，归属于母公司股东的净利润为 0.96 亿元，同比下降 82.30%，基本每股收益 0.10 元。分季度来看，2 季度实现营业收入 30.66 亿元，同比下降 12.1%，归属于母公司股东的净利润为 0.92 亿元，同比下降 79.1%。2 季度盈利较 1 季度有所改善，但幅度有限。

1-6 月份，公司实现水泥及熟料销量 1829 万吨，较 11 年同期增加 119 万吨，增幅为 6.96%，销售混凝土 93.18 万方，同比增长 10.59%。2 季度销售水泥及熟料 1050 万吨，较 11 年同期基本持平。

1-6 月份公司的销售毛利率为 21.1%，较去年同期下降近 8 个百分点，其中水泥业务的毛利率为 20.66%，较去年同期降低 8.14 个百分点。分季度来看，2 季度公司的销售毛利率为 22.1%，较去年同期下降 10 个百分点左右。

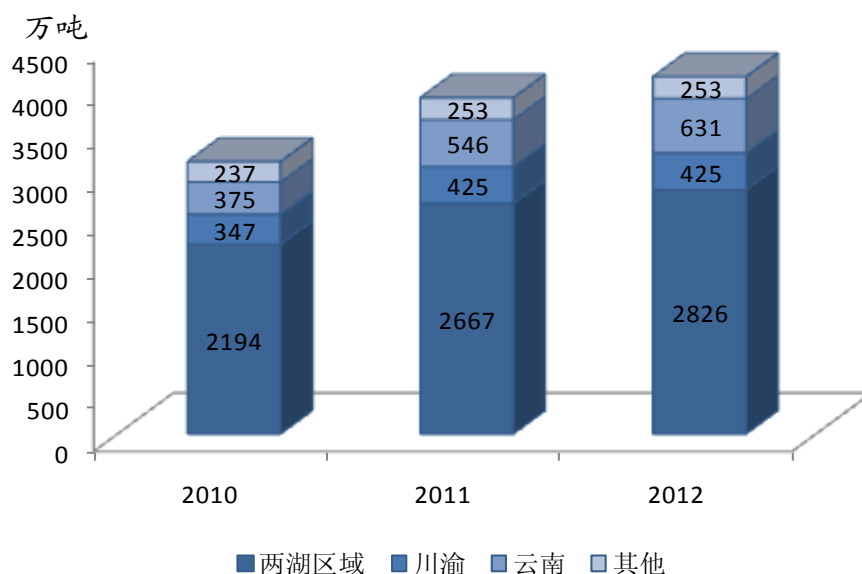
表 1 公司分季度经营业绩情况

| 项 目           | 11Q1  | 11Q2  | 11Q3  | 11Q4  | 12Q1  | 12Q2  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入（亿元）        | 20.80 | 34.87 | 34.08 | 36.59 | 24.20 | 30.66 |
| 毛利率           | 24.8% | 31.0% | 28.5% | 27.4% | 18.9% | 22.1% |
| 费用率           | 16.3% | 14.0% | 13.6% | 14.3% | 18.0% | 18.2% |
| 归属股东净利润（亿元）   | 1.01  | 4.41  | 3.62  | 1.75  | 0.04  | 0.92  |
| 净利率           | 4.9%  | 12.6% | 10.6% | 4.8%  | 0.2%  | 3.8%  |
| 水泥和熟料合计销量（万吨） | 657   | 1053  | 1037  | 1053  | 779   | 1050  |
| 吨毛利（元/吨）      | 73    | 96    | 87    | 89    | 55    | 60    |

资料来源：公司公告，中投证券研究所

两湖地区是公司的主战场，产能占比达 70%以上。年初以来两湖地区水泥需求启动缓慢，使得公司的产能得不到充分的发挥，加之区域内的协同保价，进一步降低了公司的产能利用率。我们预计上半年公司的产能利用率在 75%左右，较全年同期 85%左右的产能利用率下降 10 个百分点。

图 1 公司产能区域分布情况

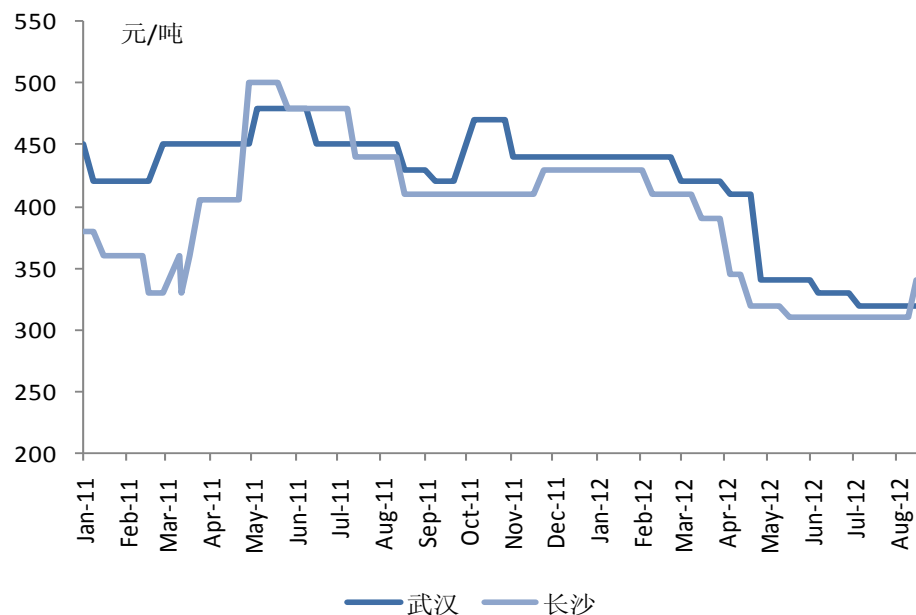


资料来源：公司公告,中投证券研究所

两湖地区需求启动低于预期一方面使得公司产能得不到充分利用,另一方面使得区域内的供需关系进一步恶化,从而导致区域内水泥价格出现大幅回落。据数字水泥网公布的价格数据,12年上半年湖北地区高标号水泥的均价为395元/吨,较11年同期的450元/吨下降155元/吨,降幅达12%,湖南地区高标号水泥的均价为368元/吨,较11年同期的411元/吨下降143元/吨,降幅达10.4%。

我们预计12年上半年公司水泥的吨毛利在58元/吨,较11年同期的94元/吨下降36元/吨,降幅在38%左右。预计2季度单季度吨毛利在60元/吨,吨净利在9元/吨。

**图2 两湖地区水泥价格同比大幅下跌**



资料来源：数字水泥,中投证券研究所

## 二、沿江熟料冲击，两湖景气难以明显回升

两湖位于长江中游,容易受到来自上游重庆地区的熟料以及来自下游安徽地区熟料的冲击。特殊的地理位置决定了两湖地区水泥价格难以在沿江地区水泥价格处于底部的时候出现独立上涨的情况。

目前安徽地区水泥价格已经降至275元/吨(高标号,含税),重庆地区水泥价格最近再次回落,已经降至240元/吨。武汉地区最新的水泥价格为310元/吨,与安徽、重庆地区的价差在35元/吨-70元/吨。目前看来,下半年安徽和重庆地区水泥价格大幅上涨的概率基本没有,故即便两湖地区需求改善超预期,在上述区域价格难以大幅好转的背景下,两湖地区水泥价格也难以出现实质性好转。

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 |
| 宿州海螺 5000t/d 熟料线     | 155        | 海螺   | 2012 年 6 月  |
| 全椒海螺 5000t/d 熟料线     | 155        | 海螺   | 2012 年 5 月  |
| 合计                   | 1782       |      |             |

资料来源：数字水泥，中投证券

### 三、产能建设高峰已过，未来重心在区域整合

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 10 月 |
| 湖南桑植 2500t/d 生产线   | 100        | 收购   | 2013 年 3 月  |

资料来源：公司公告，中投证券研究所

目前公司在建生产线 2 条，分别是湖南冷水江 4500t/d 熟料生产线和湖南桑植 2500t/d 熟料生产线。冷水江线将于今年 10 月投产，桑植线计划于 13 年 3 月投产。

## 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 0.35 元/0.48 元/0.62 元。当前股价对应 12-14 年的市盈率分别为 29.1 倍/21.1 倍/16.4 倍，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  | 245   | 250   | 255   |
| 吨水泥成本（元/吨）  | 200  | 200   | 202   | 205   |
| 混凝土产能（立方）   | 1000 | 1400  | 1500  | 1600  |
| 混凝土销量（立方）   | 204  | 250   | 350   | 450   |
| 混凝土价格（元/立方） | 284  | 280   | 280   | 280   |
| 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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 6054  | 3562  | 4023  | 4393  |
| 现金             | 2825  | 1500  | 1800  | 2000  |
| 应收账款           | 611   | 342   | 370   | 400   |
| 其他应收款          | 149   | 167   | 181   | 195   |
| 预付账款           | 78    | 67    | 72    | 78    |
| 存货             | 1081  | 1252  | 1346  | 1447  |
| 其他流动资产         | 1310  | 234   | 254   | 274   |
| <b>非流动资产</b>   | 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   |
| <b>资产总计</b>    | 21730 | 21447 | 21749 | 21891 |
| <b>流动负债</b>    | 7314  | 8653  | 8623  | 8373  |
| 短期借款           | 998   | 4714  | 4484  | 3989  |
| 应付账款           | 2429  | 2118  | 2277  | 2448  |
| 其他流动负债         | 3887  | 1820  | 1861  | 1936  |
| <b>非流动负债</b>   | 5833  | 4378  | 4378  | 4378  |
| 长期借款           | 4223  | 4223  | 4223  | 4223  |
| 其他非流动负债        | 1610  | 155   | 155   | 155   |
| <b>负债合计</b>    | 13146 | 13030 | 13000 | 12751 |
| 少数股东权益         | 823   | 873   | 941   | 1030  |
| 股本             | 935   | 935   | 935   | 935   |
| 资本公积           | 3521  | 3117  | 3117  | 3117  |
| 留存收益           | 3304  | 3491  | 3755  | 4058  |
| 归属母公司股东权益      | 7760  | 7543  | 7807  | 8110  |
| <b>负债和股东权益</b> | 21730 | 21447 | 21749 | 21891 |

## 现金流量表

| 会计年度           | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1886  | 2496  | 2408  | 2635  |
| 净利润            | 1220  | 377   | 519   | 672   |
| 折旧摊销           | 998   | 978   | 1150  | 1230  |
| 财务费用           | 515   | 621   | 692   | 660   |
| 投资损失           | 2     | 2     | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | -911  | 734   | 37    | 74    |
| 其他经营现金流        | 62    | -216  | 11    | -0    |
| <b>投资活动现金流</b> | -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     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1098  | -698  | -1109 | -1436 |
| 短期借款           | 385   | 3716  | -230  | -495  |
| 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   | -4011 | -879  | -940  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1013  | -1325 | 300   | 200   |

## 利润表

| 会计年度            | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 12638 | 11897 | 12897 | 13917 |
| <b>营业成本</b>     | 9174  | 9628  | 10350 | 11128 |
| <b>营业税金及附加</b>  | 155   | 148   | 160   | 173   |
| <b>营业费用</b>     | 701   | 595   | 645   | 696   |
| <b>管理费用</b>     | 588   | 535   | 619   | 668   |
| <b>财务费用</b>     | 515   | 621   | 692   | 660   |
| <b>资产减值损失</b>   | 73    | 73    | 0     | 0     |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | -2    | -2    | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>     | 1431  | 295   | 432   | 593   |
| <b>营业外收入</b>    | 198   | 220   | 260   | 300   |
| <b>营业外支出</b>    | 19    | 19    | 9     | 9     |
| <b>利润总额</b>     | 1610  | 496   | 683   | 884   |
| <b>所得税</b>      | 390   | 119   | 164   | 212   |
| <b>净利润</b>      | 1220  | 377   | 519   | 672   |
| <b>少数股东损益</b>   | 145   | 50    | 68    | 88    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1075  | 327   | 451   | 584   |
| <b>EBITDA</b>   | 2943  | 1894  | 2273  | 2483  |
| <b>EPS (元)</b>  | 1.15  | 0.35  | 0.48  | 0.62  |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2011  | 2012  | 2013 | 2014 |
|-----------------|-------|-------|------|------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |      |      |
| 营业收入            | 49.2  | -5.9% | 8.4% | 7.9% |
| 营业利润            | 107.0 | -79.4 | 46.4 | 37.4 |
| 归属于母公司净利润       | 87.8  | -69.6 | 37.7 | 29.5 |
| <b>获利能力</b>     |       |       |      |      |
| 毛利率             | 27.4  | 19.1  | 19.7 | 20.0 |
| 净利率             | 8.5%  | 2.8%  | 3.5% | 4.2% |
| ROE             | 13.9  | 4.3%  | 5.8% | 7.2% |
| ROIC            | 9.9%  | 4.2%  | 5.2% | 5.9% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |      |      |
| 资产负债率           | 60.5  | 60.8  | 59.8 | 58.2 |
| 净负债比率           | 59.3  | 96.7  | 87.0 | 75.6 |
| 流动比率            | 0.83  | 0.41  | 0.47 | 0.52 |
| 速动比率            | 0.68  | 0.27  | 0.31 | 0.35 |
| <b>营运能力</b>     |       |       |      |      |
| 总资产周转率          | 0.64  | 0.55  | 0.60 | 0.64 |
| 应收账款周转率         | 25    | 24    | 35   | 35   |
| 应付账款周转率         | 4.16  | 4.24  | 4.71 | 4.71 |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |      |      |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.15  | 0.35  | 0.48 | 0.62 |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 2.02  | 2.67  | 2.57 | 2.82 |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 8.30  | 8.07  | 8.35 | 8.67 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |      |      |
| P/E             | 8.9   | 29.2  | 21.2 | 16.4 |
| P/B             | 1.2   | 1.3   | 1.2  | 1.2  |
| EV/EBITDA       | 6     | 9     | 7    | 7    |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

| 报告日期       | 报告标题             |
|------------|------------------|
| 2012-05-02 | 外埠水泥冲击，两湖盈利遭遇考验  |
| 2012-03-22 | 两湖高景气度 12 年存下行可能 |
| 2011-10-31 | 行业高景气 公司盈利大幅增长   |



## 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。

高熠, 中投证券研究所建材行业分析师, 经济学硕士, 11 年加入中投证券。

## 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 | 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        |