

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。

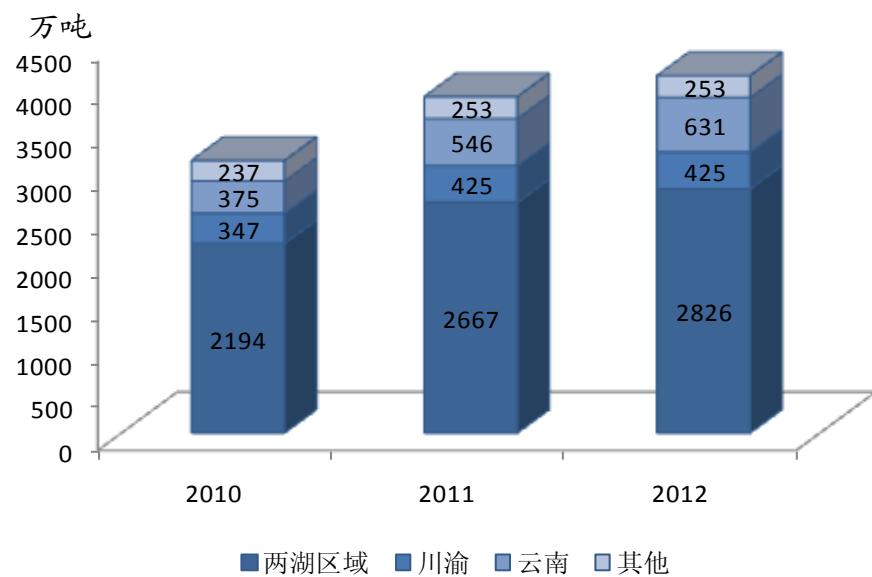
表 1 公司分季度经营业绩情况

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

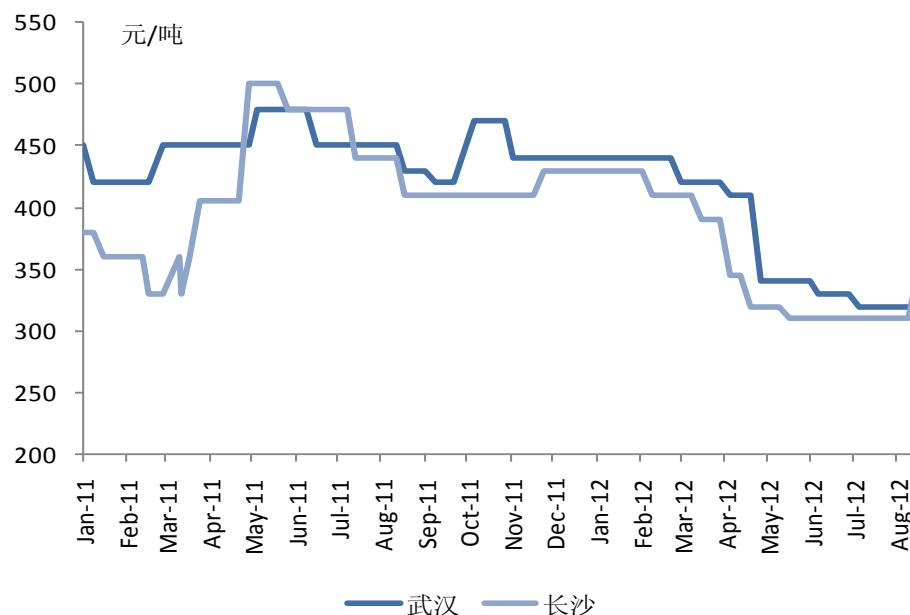


资料来源：公司公告，中投证券研究所

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，吨净利润在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的熟料的冲击。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，故即使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 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					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012	2013	2014
流动资产	6054	3562	4023	4393	营业收入	12638	11897	12897	13917
现金	2825	1500	1800	2000	营业成本	9174	9628	10350	11128
应收账款	611	342	370	400	营业税金及附加	155	148	160	173
其他应收款	149	167	181	195	营业费用	701	595	645	696
预付账款	78	67	72	78	管理费用	588	535	619	668
存货	1081	1252	1346	1447	财务费用	515	621	692	660
其他流动资产	1310	234	254	274	资产减值损失	73	73	0	0
非流动资产	15676	17885	17726	17497	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	15363	15456	15347	营业利润	1431	295	432	593
无形资产	1677	1677	1677	1677	营业外收入	198	220	260	300
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	21447	21749	21891	利润总额	1610	496	683	884
流动负债	7314	8653	8623	8373	所得税	390	119	164	212
短期借款	998	4714	4484	3989	净利润	1220	377	519	672
应付账款	2429	2118	2277	2448	少数股东损益	145	50	68	88
其他流动负债	3887	1820	1861	1936	归属母公司净利润	1075	327	451	584
非流动负债	5833	4378	4378	4378	EBITDA	2943	1894	2273	2483
长期借款	4223	4223	4223	4223	EPS (元)	1.15	0.35	0.48	0.62
其他非流动负债	1610	155	155	155					
负债合计	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					
负债和股东权益	21730	21447	21749	21891					
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	2496	2408	2635	成长能力				
净利润	1220	377	519	672	营业收入	49.2	-5.9%	8.4%	7.9%
折旧摊销	998	978	1150	1230	营业利润	107.0	-79.4	46.4	37.4
财务费用	515	621	692	660	归属于母公司净利润	87.8	-69.6	37.7	29.5
投资损失	2	2	-1	-1	盈利能力				
营运资金变动	-911	734	37	74	毛利率	27.4	19.1	19.7	20.0
其他经营现金流	62	-216	11	-0	净利率	8.5%	2.8%	3.5%	4.2%
投资活动现金流	-1972	-3123	-1000	-1000	ROE	13.9	4.3%	5.8%	7.2%
资本支出	1861	3242	1000	1000	ROIC	9.9%	4.2%	5.2%	5.9%
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	60.8	59.8	58.2
筹资活动现金流	1098	-698	-1109	-1436	净负债比率	59.3	96.7	87.0	75.6
短期借款	385	3716	-230	-495	流动比率	0.83	0.41	0.47	0.52
长期借款	-1410	0	0	0	速动比率	0.68	0.27	0.31	0.35
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	0.55	0.60	0.64
其他筹资现金流	382	-4011	-879	-940	应收账款周转率	25	24	35	35
现金净增加额	1013	-1325	300	200	应付账款周转率	4.16	4.24	4.71	4.71

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

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

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

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