

**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:** 无

当前股价: 11.74元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2066.21
总股本(百万)	607
流通股本(百万)	479
流通市值(亿)	56
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	7.71	0.00	-26.30
建筑建材	1.62	-2.64	-13.43
沪深300指数	1.71	-4.75	-14.40


**相关报告**

华新水泥 - 两湖景气持续回落 2012-08-28

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**
**600801**
**推荐**
**4 季度盈利将持续环比改善**

公司今日公布了 2012 年 3 季度报告, 1-9 月份公司实现销售收入 88.15 亿元, 同比下降 1.83%, 归属于母公司的净利润为 2.41 亿元, 同比下降 73.26%, 基本每股收益 0.26 元。业绩略超预期。

**投资要点:**

- **销量增加和煤价下跌抵消了水泥价格回落的不利影响, 是 3 季度盈利环比改善主因。**公司 3 季度的水泥销售均价是 12 年前 3 季度的最低点, 估计 3 季度水泥销售均价较 2 季度环比下降了 10 元/吨以上至 260 元/吨, 但水泥销量增加和煤价下跌很好地对冲了此不利影响。1-9 月公司销售水泥和熟料 1160 万吨, 环比增 10.47%, 销量的增加摊薄了公司的固定费用支出, 使得公司的管理费用率和财务费用率合计较 2 季度下降了 0.4 个百分点。此外, 3 季度煤炭成本较 2 季度出现了较大幅度的下降, 预计煤价的下跌使得水泥的单吨成本下降了 15 元/吨左右, 使得公司 3 季度水泥的销售毛利率水平较 2 季度环比提升了近 2 个百分点。
- **4 季度水泥价格将触底回升, 盈利将持续环比改善。**10 月以来华东地区的持续提价将利好两湖地区水泥价格跟着上涨。当前华东地区的水泥均价已经达到了 260 元/吨以上, 和两湖地区的水泥价格的价差已经很小, 如果 4 季度华东地区水泥价格在目前的位置能够稳住(我们认为是大概率事件), 那么两湖地区 4 季度的水泥价格还有 10-20 元/吨的上调空间。预计 4 季度公司水泥销售价格将达到 275 元/吨左右, 环比 3 季度提升 10 元/吨左右。此外, 4 季度是公司水泥销售的传统旺季, 水泥的销量也有望在 3 季度的基础上略有增加, 预计 12 年全年水泥和熟料的销量将达到 4200 万吨。
- **维持推荐的投资评级。**预计 12-14 年归属于母公司的净利润分别为 4.29/5.93/6.81 亿元, EPS 分别为 0.46/0.63/0.73 元, 目前股价对应 12-14 年的 PE 分别为 25.6/18.5/16.1 倍, 维持推荐的投资评级。

**风险提示:** 1. 需求增速恢复不达预期; 2. 华东水泥价格回落。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12638	11995	13127	14061
收入同比(%)	49%	-5%	9%	7%
归属母公司净利润	1075	429	593	681
净利润同比(%)	88%	-60%	38%	15%
毛利率(%)	27.4%	20.3%	21.2%	20.9%
ROE(%)	13.9%	5.6%	7.4%	8.1%
每股收益(元)	1.15	0.46	0.63	0.73
P/E	10.21	25.57	18.51	16.12
P/B	1.42	1.44	1.36	1.30
EV/EBITDA	6	9	7	7

资料来源: 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>				
现金	6054	3559	4037	4402
应收账款	2825	1500	1800	2000
其他应收款	611	345	377	404
预付账款	149	168	184	197
存货	78	67	72	78
其他流动资产	1081	1243	1346	1447
<b>非流动资产</b>				
长期投资	1310	236	259	277
固定资产	15676	17885	17726	17497
无形资产	15	0	0	0
其他非流动资产	12432	15363	15456	15347
<b>资产总计</b>				
<b>流动负债</b>				
短期借款	21730	21444	21763	21900
应付账款	998	4609	4212	3601
其他流动负债	2429	2104	2277	2448
<b>非流动负债</b>				
长期借款	1677	1677	1677	1677
其他非流动负债	1552	845	593	473
<b>负债合计</b>				
少数股东权益	7314	8532	8355	7988
股本	1610	155	155	155
资本公积	935	935	935	935
留存收益	3521	3117	3117	3117
归属母公司股东权益	3887	1819	1866	1939
<b>负债和股东权益</b>				
归属母公司股东权益	13146	12910	12733	12366
<b>现金流量表</b>				
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	1886	2597	2564	2731
折旧摊销	1220	494	683	785
财务费用	998	978	1150	1230
投资损失	515	618	680	640
营运资金变动	2	2	-1	-1
其他经营活动现金流	-911	721	40	78
<b>投资活动现金流</b>				
投资损失	62	-216	11	-0
<b>筹资活动现金流</b>				
资本支出	-1972	-3123	-1000	-1000
长期投资	1861	3242	1000	1000
其他投资现金流	0	-11	0	0
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	-111	109	1	1
长期借款	1098	-800	-1264	-1532
普通股增加	385	3611	-397	-611
资本公积增加	532	0	0	0
其他筹资现金流	1210	-404	0	0
<b>现金净增加额</b>				
普通股增加	382	-4008	-868	-920
资本公积增加	1013	-1325	300	200

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	12638	11995	13127	14061
营业成本	9174	9564	10350	11128
营业税金及附加	155	149	163	174
营业费用	701	600	656	703
管理费用	588	540	630	675
财务费用	515	618	680	640
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
<b>营业利润</b>	1431	450	648	741
营业外收入	198	220	260	300
营业外支出	19	19	9	9
<b>利润总额</b>	1610	651	899	1032
所得税	390	156	216	248
<b>净利润</b>	1220	494	683	785
少数股东损益	145	65	90	103
<b>归属母公司净利润</b>	1075	429	593	681
EBITDA	2943	2046	2478	2611
EPS (元)	1.15	0.46	0.63	0.73

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	49.2	-5.1%	9.4%	7.1%
营业利润	107.0	-68.6	44.1	14.4
归属于母公司净利润	87.8	-60.1	38.2	14.9
<b>盈利能力</b>				
毛利率	27.4	20.3	21.2	20.9
净利率	8.5%	3.6%	4.5%	4.8%
ROE	13.9	5.6%	7.4%	8.1%
ROIC	9.9%	4.9%	6.1%	6.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.5	60.2	58.5	56.5
净负债比率	59.3	94.1	81.2	68.4
流动比率	0.83	0.42	0.48	0.55
速动比率	0.68	0.27	0.32	0.37
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.64	0.56	0.61	0.64
应收账款周转率	25	24	35	34
应付账款周转率	4.16	4.22	4.72	4.71
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.15	0.46	0.63	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	2.78	2.74	2.92
每股净资产(最新摊薄)	8.30	8.17	8.61	9.04
<b>估值比率</b>				
P/E	10.2	25.6	18.5	16.1
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	6	9	7	7

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-08-27	两湖景气持续回落
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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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關服務。

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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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