

水泥制造**署名人:** 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@china-invs.cn

华新水泥 600801**推荐****13年业绩增长将主要依靠产能利用率提升**

公司今晚公布2012年度报告，公司12年实现营业收入125.20亿元，同比减少0.93%，归属于母公司股东的净利润为5.56亿元，同比减少48.32%，每股基本收益0.59元。12年度利润分配方案：每10股派现1.8元（含税）。

投资要点：

- **两湖水泥价格大幅回落是业绩下滑主因，4季度盈利大幅改善。**公司12年实现水泥及熟料销量4235万吨，同比增长9%，其中4季度销售水泥及熟料1246万吨，同比增加近200万吨，增幅约18%。两湖地区是公司的主战场，产能占比达70%以上，区域水泥价格同比大幅下降致公司业绩下滑。12年武汉高标号水泥的均价为376元/吨，较11年同期的447元/吨下降71元/吨，降幅达16%，湖南地区高标号水泥的均价为348元/吨，较11年同期的420元/吨下降72元/吨，降幅达17%。4季度水泥价格回暖、产能利用率提升（拉低费用率）一级煤价下跌使得业绩环比大幅改善。我们估算12年公司产能利用率仅为8成，较11年下降，产能利用率的下降拉升了公司的费用率水平，期间费用率由11年的14.27%增加至17.08%。我们预计13年伴随公司产能利用率的提升，公司的费用率水平有望小幅回落。
- **13年两湖水泥价格偏平。**12年湖北地区仅新增两条熟料线，新增熟料产能200万吨，13年湖北地区供需边际将显著改善，但区域水泥价格仍将取决于重庆和华东水泥景气度，但目前来看华东和重庆水泥价格难以出现大幅上涨的局面；湖南地区12年新增9条熟料线，新增熟料产能1122万吨，对应产能增速18.9%，13年供给端压力较大，水泥价格承压。我们预计13年两湖水泥价格将偏平。
- **产能建设高峰已过，未来重心在区域整合。**公司产能高速扩张期是09-11年，期间产能增长了83.7%，而12年仅投产湖南冷水江4500t/d熟料线（2012年底），目前在建生产线有2条，1条是湖南桑植2500t/d熟料生产线和塔吉克斯坦3000t/d熟料线，桑植线计划于14年3月投产，塔吉克斯坦线计划于13年7月投产。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两湖市场的控制力。预计13年水泥和熟料销量增长10%，主要来自产能利用率提升。
- **维持推荐评级。**我们预计公司13-15年归属于母公司股东的净利润分别为6.89亿元/7.86亿元/9.41亿元，对应于13-15年EPS分别为0.74元/0.84元/1.01元。当前股价对应于13年18.98倍PE，给予推荐的投资评级。

风险提示：1. 固定资产投资增速大幅放缓；2. 产能投放超预期

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	12521	14388	15825	16013
收入同比(%)	-1%	15%	10%	1%
归属母公司净利润	556	689	786	941
净利润同比(%)	-48%	24%	14%	20%
毛利率(%)	24.4%	24.2%	25.3%	26.8%
ROE(%)	7.2%	8.6%	9.1%	10.1%
每股收益(元)	0.59	0.74	0.84	1.01
P/E	23.51	18.98	16.63	13.89
P/B	1.69	1.63	1.52	1.41
EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源：中投证券研究所

6-12个月目标价：

当前股价： 13.90 元

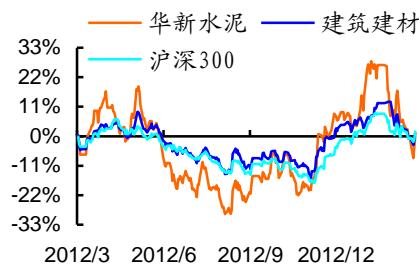
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2328.28
总股本(百万)	935
流通股本(百万)	556
流通市值(亿)	77
EPS	0.26
每股净资产(元)	7.98
资产负债率	62.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	-14.09%	-1.49%	31.50%
建筑建材	-9.80%	2.70%	15.85%
沪深300	0.84%	10.38%	19.06%

**相关报告**

一、两湖水泥价格回落致业绩大幅下滑，4季度业绩大

幅改善

公司12年实现营业收入125.20亿元，同比下降0.93%，归属于母公司股东的净利润为5.56亿元，同比下降48.32%，基本每股收益0.59元。分季度来看，4季度实现营业收入37.05亿元，同比下降1.27%，归属于母公司股东的净利润为3.14亿元，同比增长83.78%。4季度盈利大幅好转。

公司12年实现水泥及熟料销量4235万吨，同比增长9%，其中4季度销售水泥及熟料1246万吨，同比增加近200万吨，增幅约18%。。

12年公司的销售毛利率为24.4%，较去年同期下降3个百分点，分季度来看，4季度公司的销售毛利率为30.31%，较去年同期提升近4个百分点。4季度水泥和熟料综合吨毛利为90元/吨，环比提升21元/吨，同比持平。

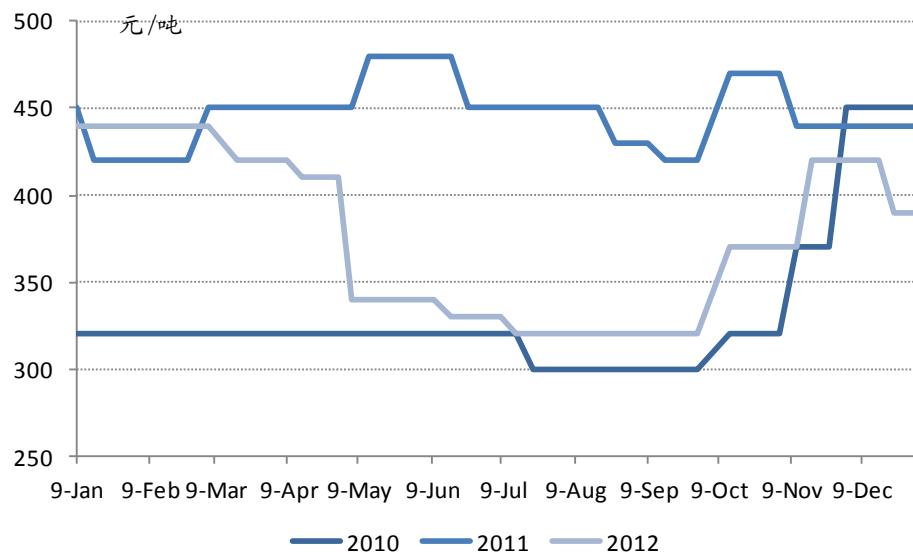
表1 公司分季度经营业绩情况

项目	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
收入(亿元)	20.80	34.87	34.08	36.59	24.20	30.66	33.29	37.05
毛利率	24.8%	31.0%	28.5%	27.4%	18.9%	22.1%	23.93%	30.31%
费用率	16.3%	14.0%	13.6%	14.3%	18.0%	18.2%	18.43%	20.52%
归属股东净利润(亿元)	1.01	4.41	3.62	1.75	0.04	0.92	1.46	3.14
净利率	4.9%	12.6%	10.6%	4.8%	0.2%	3.8%	5.50%	9.79%
水泥和熟料合计销量(万吨)	657	1053	1037	1053	779	1050	1160	1246
吨毛利(元/吨)	73	96	87	89	55	60	69	90

资料来源：公司公告，中投证券研究所

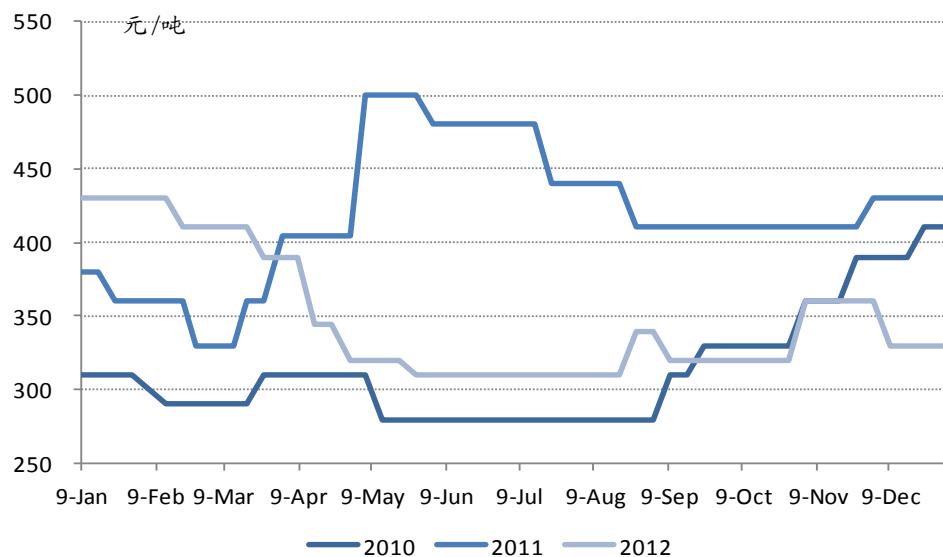
两湖地区是公司的主战场，产能占比达70%以上，区域水泥价格同比大幅下降致公司业绩下滑。12年武汉高标号水泥的均价为376元/吨，较11年同期的447元/吨下降71元/吨，降幅达16%，湖南地区高标号水泥的均价为348元/吨，较11年同期的420元/吨下降72元/吨，降幅达17%。

图 1 武汉高标号水泥价格走势



资料来源：数字水泥，中投证券研究所

图 2 长沙高标号水泥价格走势

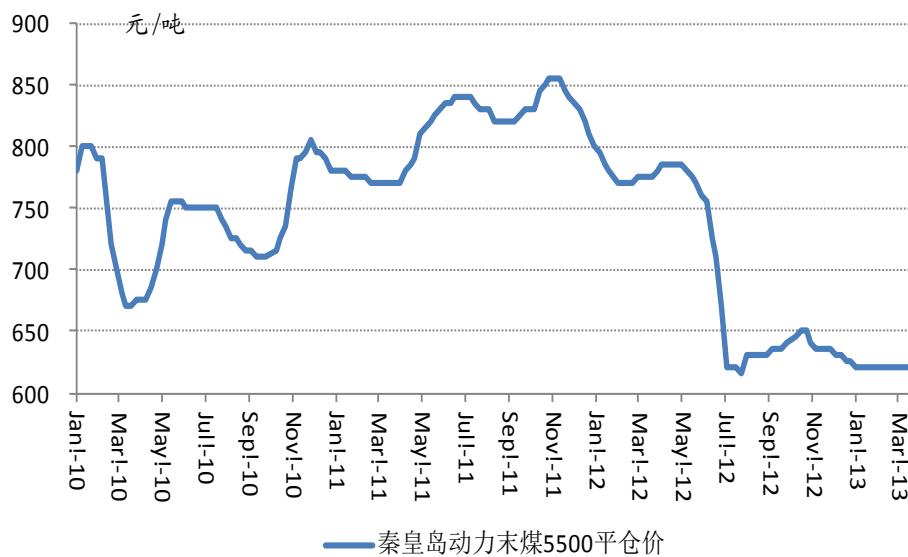


资料来源：数字水泥，中投证券研究所

二、13年两湖水泥价格难以出现大幅上涨

12 年湖北地区仅新增两条熟料线，新增熟料产能 200 万吨，13 年湖北地区供需边际将显著改善，但水泥价格仍将取决于重庆和华东水泥景气度，但目前来看华东和重庆水泥价格难以出现同比大幅上涨的局面；湖南地区 12 年新增 9 条熟料线，新增熟料产能 1122 万吨，对应产能增速 18.9%，13 年供给端压力较大，水泥价格承压。但有利的是我们预计煤价将持续低位维持。

图 3 秦皇岛动力末煤 5500 大卡平仓价走势



资料来源：数字水泥、中投证券研究所

三、产能建设高峰已过，区域整合将成未来重心

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%。12 年底公司湖南冷水江 4500t/d 熟料生产线投产试生产。

表 2 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 12 月
湖南桑植 2500t/d 生产线	100	收购	2014 年 3 月
塔吉克斯坦 3000t/d 生产线	130	新建	2013 年 7 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，分别是湖南桑植 2500t/d 熟料生产线和塔吉克斯坦 3000t/d 熟料线，桑植线计划于 14 年 3 月投产，塔吉克斯坦线计划于 2013

年 7 月投产。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。

三、投资建议：强烈推荐

我们预计公司 13-15 年的销量分别是 4650 万吨、4900 万吨、5200 万吨，综合销售价格分别为 260 元/吨、268 元/吨、275 元/吨，综合销售成本都为 196 元/吨、198 元/吨、200 元/吨。

表 2 公司盈利预测假设

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销量(万吨)	3885	4235	4650	4900	5200
+/-	12%	9%	10%	5%	6%
价格(元/吨)	280	260	260	268	275
+/-	26.05%	-7%	0%	3%	3%
成本(元/吨)	200	196	196	198	200
+/-	14.95%	-2.00%	0.00%	1.02%	1.01%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

在上述假设前提下，我们预计公司 13-15 年归属于母公司股东的净利润分别为 6.89 亿元/7.86 亿元/9.41 亿元，对应于 13-15 年 EPS 分别为 0.74 元/0.84 元/1.01 元。当前股价对应于 13 年 18.98 倍，给予推荐的投资评级。

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产				
现金	5865	4559	5145	5358
应收账款	2839	1500	1800	2000
其它应收款	805	827	909	920
预付账款	288	201	222	224
存货	99	76	83	82
其他	904	1091	1182	1171
非流动资产				
长期投资	17426	19165	21143	22869
固定资产	339	0	0	0
无形资产	12859	16039	18442	20375
其他	1797	1797	1797	1797
资产总计				
流动负债	23291	23724	26288	28228
短期借款	8077	12003	13847	14982
应付账款	1054	7666	9250	10396
其他	2550	2400	2601	2577
非流动负债				
长期借款	4473	1937	1996	2009
其他	6715	2830	2830	2830
负债合计				
少数股东权益	2675	2675	2675	2675
股本	4040	14792	14833	155
资本公积	155	16677	155	17812
留存收益	765	871	992	1137
归属母公司股东权益	935	935	935	935
负债和股东权益				
归属母公司股东权益	3081	2677	2677	2677
少数股东权益	3719	4407	5006	5666
归属母公司股东权益	7735	8020	8619	9279
现金流量表				
经营活动现金流				
净利润	23291	23724	26288	28228
折旧摊销	680	794	907	1085
财务费用	1155	1076	1360	1622
投资损失	576	614	836	908
营运资金变动	1	2	-1	-1
其它	463	-359	-30	-24
投资活动现金流				
资本支出	-420	-172	13	-1
长期投资	-2420	-2816	-3347	-3347
其他	2094	3263	3347	3347
筹资活动现金流				
短期借款	-143	-338	0	0
长期借款	-469	109	1	1
普通股增加	-10	-479	561	-43
资本公积增加	56	6612	1584	1146
其他	-1548	0	0	0
现金净增加额				
普通股增加	0	-404	0	0
资本公积增加	1921	-6687	-1023	-1188
其他	0	-1339	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	2012	2013	2014	2015
营业收入	12521	14388	15825	16013
营业成本	9466	10910	11822	11715
营业税金及附加	174	178	196	199
营业费用	838	964	1060	1073
管理费用	724	820	902	913
财务费用	576	614	836	908
资产减值损失	18	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-2	1	1
营业利润	723	879	989	1187
营业外收入	213	220	260	300
营业外支出	31	40	40	40
利润总额	905	1059	1209	1447
所得税	225	265	302	362
净利润	680	794	907	1085
少数股东损益	125	106	121	145
归属母公司净利润	556	689	786	941
EBITDA	2454	2569	3185	3717
EPS (元)	0.59	0.74	0.84	1.01

主要财务比率

会计年度	2012	2013	2014	2015
成长能力				
营业收入	-0.9%	14.9	10.0	1.2%
营业利润	-49.5	21.6	12.5	20.1
归属母公司净利润	-48.3	23.9	14.1	19.7
盈利能力				
毛利率	24.4	24.2	25.3	26.8
净利率	4.4%	4.8%	5.0%	5.9%
ROE	7.2%	8.6%	9.1%	10.1
ROIC	6.1%	6.0%	6.6%	7.0%
偿债能力				
资产负债率	63.5	62.5	63.4	63.1
净负债比率	45.7	107.3	112.6	113.0
流动比率	0.73	0.38	0.37	0.36
速动比率	0.61	0.29	0.29	0.28
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.61	0.63	0.59
应收账款周转率	17	17	17	17
应付账款周转率	3.80	4.41	4.73	4.52
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.74	0.84	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	2.63	2.09	3.30	3.84
每股净资产(最新摊薄)	8.27	8.57	9.21	9.92
估值比率				
P/E	23.5	19.0	16.6	13.9
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9	8	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
2012-08-28	两湖近期持续回落
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，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

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