

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
1季度业绩增长来自营业外收入, 主营业务盈利低于预期

公司今晚公布2013年1季度报告, 报告期内实现营业收入26.68亿元, 同比增长10.25%, 归属于母公司股东的净利润为0.26亿元, 同比增长494.08%, 每股基本收益0.03元。

投资要点:

➤ 期间费用增加吞噬主营业务利润, 营业外收入增加致1季度盈利大幅增长。公司1季度实现水泥及熟料销量930万吨, 同比增长19%, 销量增长来自两方面: 1.12年底投产的湖南冷水江线产能的发挥和1月份收购的湖北华祥的并表; 2.公司产能利用率的提高。1季度公司水泥销售均价较12年同期低20多元/吨, 但受益于煤炭成本的下跌和产能利用率提升带来的折旧等固定成本下降, 1季度公司水泥吨毛利较12年同期持平为55元/吨。但1季度公司销售费用和管理费用的较大幅度增加吞噬了主营业务利润, 1季度营业利润为亏损1014.5万元, 亏损幅度同比扩大500多万元。凭借营业外收入增加3000多万元(主要来自西藏公司), 1季度公司净利润同比实现了494.08%增长。

➤ 两湖价格尚未恢复到1月份水平, 2季度水泥销售均价预计将同比持平。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, 虽然2季度在华东水泥超预期上涨带动下有望出现上涨但考虑到重庆低价熟料冲击, 水泥价格在2季度难以大幅上涨; 而湖南地区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2季度公司水泥销售均价将同比持平, 难以出现同比较大幅度上涨的局面。

➤ 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21.8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	27.07	21.84	19.14	15.99
P/B	1.94	1.88	1.75	1.62
EV/EBITDA	9	9	7	6

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	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	26288	26288	28228
少数股东权益	3719	23724	23724	23291

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流				
净利润	2456	1955	3086	3589
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	-2420	-2816	-3347	-3347
长期投资	2094	3263	3347	3347
其他	-143	-338	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	-469	109	1	1
长期借款	-10	-479	561	-43
普通股增加	56	6612	1584	1146
资本公积增加	-1548	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额				
普通股增加	1921	-440	-6687	-1023
资本公积增加	0	-404	0	-1188
其他	300	200	0	0

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	27.1	21.8	19.1	16.0
P/B	1.9	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	9	9	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