

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

6-12 个月目标价:

当前股价: 16.08 元

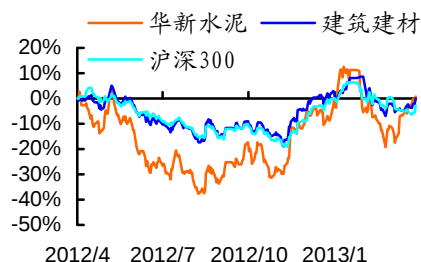
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2244.64
总股本(百万)	935
流通股本(百万)	556
流通市值(亿)	89
EPS	0.59
每股净资产(元)	8.27
资产负债率	63.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	13.88%	0.31%	22.94%
建筑建材	5.49%	-1.74%	9.92%
沪深 300	0.35%	-2.37%	8.63%


相关报告
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	5865	4559	5145	5358
现金	2839	1500	1800	2000
应收账款	805	827	909	920
其它应收款	288	201	222	224
预付账款	99	76	83	82
存货	904	1091	1182	1171
其他	930	863	950	961
非流动资产	17426	19165	21143	22869
长期投资	339	0	0	0
固定资产	12859	16039	18442	20375
无形资产	1797	1797	1797	1797
其他	2432	1330	904	698
资产总计	23291	23724	26288	28228
流动负债	8077	12003	13847	14982
短期借款	1054	7666	9250	10396
应付账款	2550	2400	2601	2577
其他	4473	1937	1996	2009
非流动负债	6715	2830	2830	2830
长期借款	2675	2675	2675	2675
其他	4040	155	155	155
负债合计	14792	14833	16677	17812
少数股东权益	765	871	992	1137
股本	935	935	935	935
资本公积	3081	2677	2677	2677
留存收益	3719	4407	5006	5666
归属母公司股东权益	7735	8020	8619	9279
负债和股东权益	23291	23724	26288	28228

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	2456	1955	3086	3589
净利润	680	794	907	1085
折旧摊销	1155	1076	1360	1622
财务费用	576	614	836	908
投资损失	1	2	-1	-1
营运资金变动	463	-359	-30	-24
其它	-420	-172	13	-1
投资活动现金流	-2420	-2816	-3347	-3347
资本支出	2094	3263	3347	3347
长期投资	-143	-338	0	0
其他	-469	109	1	1
筹资活动现金流	-10	-479	561	-43
短期借款	56	6612	1584	1146
长期借款	-1548	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-440	-404	0	0
其他	1921	-6687	-1023	-1188
现金净增加额	0	-1339	300	200

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
归属于母公司净利润	-48.3	23.9	14.1	19.7
获利能力				
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

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
2012-08-28	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 $\pm 10\%$ 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	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