



水泥制造

署名人: 高熠

S0960513080002

0755-82026912

gaoyi@china-invs.cn

参与人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 15.00 元

当前股价: 13.21 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2057.46
总股本(百万)	935
流通股本(百万)	556
流通市值(亿)	73
EPS	0.03
每股净资产(元)	8.29
资产负债率	64.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	14.37%	-3.79%	-10.42%
建筑建材	1.07%	-13.81%	-18.55%
上证指数	0.66%	-9.59%	-11.09%



相关报告

华新水泥

600801

推荐

全年业绩高增长较为确定

公司于 8 月 26 日晚公布 2013 年度半年报, 报告期内实现营业收入 66.25 亿元, 同比增长 20.76%, 归属于母公司股东的净利润为 3.55 亿元, 同比增长 270.05%, 每股基本收益 0.38 元, 符合预期。预计 1-9 月份净利润同比增长 100%以上。

投资要点:

- **产能利用率提升和煤炭成本下降致中期业绩同比大幅提升。**公司 1-6 月合计销售水泥和熟料 2216 万吨, 同比增长 21.1%, 其中 2 季度 1286 万吨, 同比增长 22.5%, 销量增长主要来自产能利用率的提升和 1 月份收购的湖北华祥水泥的并表。2 季度公司水泥销售均价 265 元/吨, 较去年同期低 7 元/吨, 但受益于煤价同比大幅下降, 水泥生产成本同比下降 19 元/吨, 2 季度吨毛利 72 元/吨, 同比提升 12 元/吨。费用方面, 受益产能利用率提升和内部降本增效措施的实施, 2 季度管理费用率同比下降 1.03 个百分点, 销售费用率下降 0.32 个百分点, 财务费用率下降 1.2 个百分点。
- **两湖水泥价格将受益于华东水泥价格淡季提前见底。**受浙江限电和高温天气影响, 华东熟料和水泥价格从 7 月下旬开始出现上涨, 这是近几年来首次出现淡季提前涨价, 虽然近期安徽巢湖和合肥地区价格有所回落, 但不改华东水泥价格淡季提前见底的事实。因为两湖水泥和熟料价格和华东沿江熟料价格是联动的, 区域水泥价格将受益于华东价格的提前见底, 两湖区域 4 季度水泥价格表现值得期待。
- **未来公司的重心在区域市场的整合。**公司产能建设高峰已过, 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省市场进行并购整合以增强公司在两湖市场的控制力, 1 月份收购湖北华祥水泥即为一例。
- **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 8.38 亿元/9.55 亿元/11.17 亿元, 对应于 13-15 年 EPS 分别为 0.90 元/1.02 元/1.19 元。当前股价对应于 13 年 14.75 倍, 维持推荐评级。

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	14468	15895	17341
收入同比(%)	-1%	16%	10%	9%
归属母公司净利润	556	838	955	1117
净利润同比(%)	-48%	51%	14%	17%
毛利率(%)	24.4%	26.1%	27.2%	27.5%
ROE(%)	7.2%	10.5%	10.9%	11.6%
每股收益(元)	0.59	0.90	1.02	1.19
P/E	22.24	14.75	12.94	11.06
P/B	1.60	1.54	1.41	1.29
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

一、产能利用率提升和煤炭成本下降致中期业绩大幅提升

公司报告期内实现营业收入 66.25 亿元, 同比增长 20.76%, 归属于母公司股东的净利润为 3.55 亿元, 同比增长 270.05%, eps0.38 元。2 季度实现营收 39.57 亿元 (+29.05%), 归属于母公司股东净利润 3.29 亿元 (+259.45%), eps0.35 元。

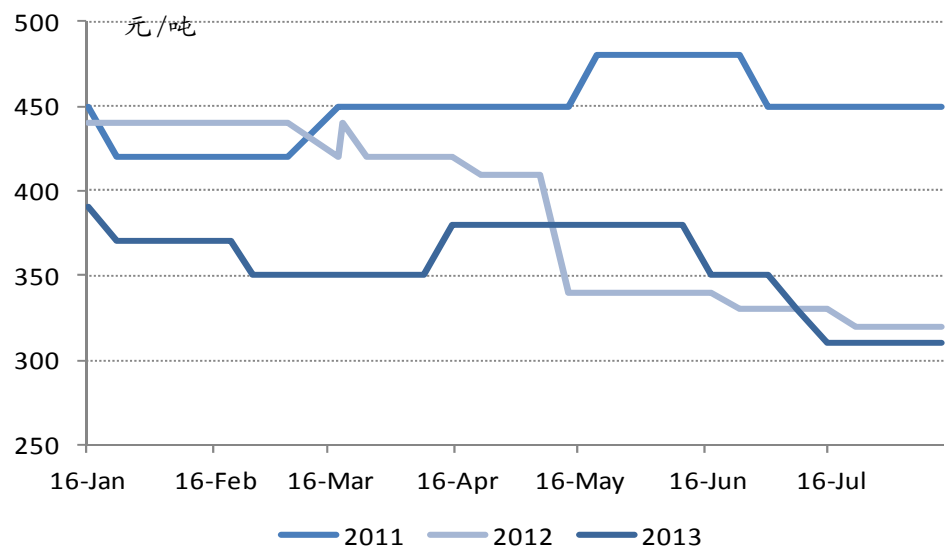
表 1 海螺水泥分季度经营情况

名称	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
营业收入 (亿元)	20.80	34.87	34.08	36.59	24.20	30.66	33.29	37.05	26.68	39.57
营业成本 (亿元)	15.67	24.04	24.36	27.67	19.62	23.89	25.31	25.82	21.19	28.80
水泥和熟料销量 (万吨)	657	1053	1037	1153	779	1050	1160	1246	930	1286
吨收入 (元/吨)	294	308	306	295	289	272	267	277	247	265
吨成本 (元/吨)	222	212	218	223	234	212	203	193	196	193
吨毛利 (元/吨)	73	96	87	72	55	60	64	84	51	72

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

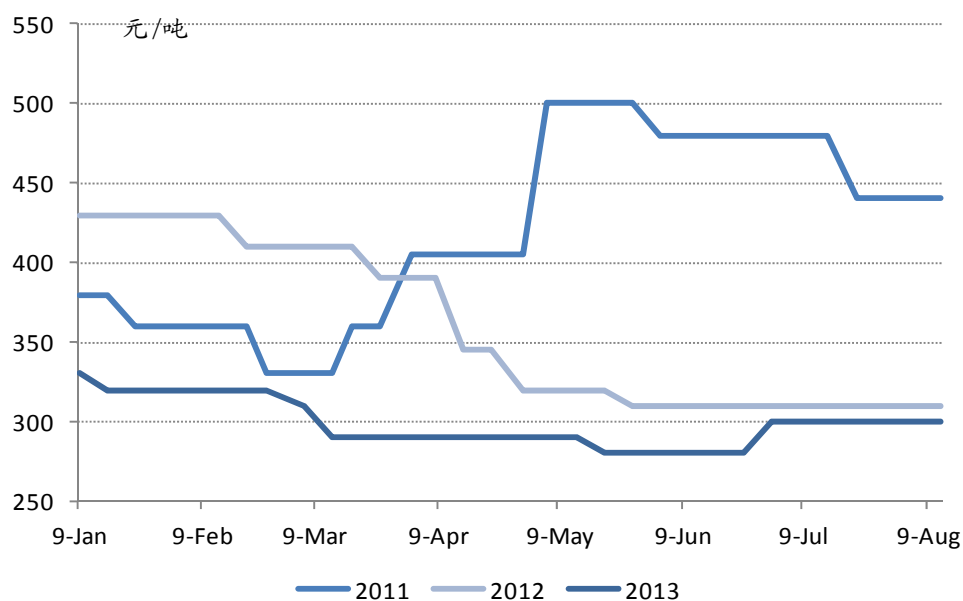
公司 1-6 月合计销售水泥和熟料 2216 万吨, 同比增长 21.1%, 其中 2 季度 1286 万吨, 同比增长 22.5%, 销量增长主要来自产能利用率的提升和 1 月份收购的湖北华祥水泥的并表。2 季度公司水泥销售均价 265 元/吨, 较去年同期低 7 元/吨, 但受益于煤价同比大幅下降, 水泥生产成本同比下降 19 元/吨, 2 季度吨毛利 72 元/吨, 同比提升 12 元/吨。费用方面, 受益产能利用率提升和内部降本增效措施的实施, 2 季度管理费用率同比下降 1.03 个百分点, 销售费用率下降 0.32 个百分点, 财务费用率下降 1.2 个百分点。

图 1 武汉高标号水泥价格走势 (含税价)



资料来源: 数字水泥、中投证券研究所

图 2 湖南高标号水泥价格走势（含税价）



资料来源：数字水泥、中投证券研究所

图 3 秦皇岛动力末煤 5500 大卡平仓价走势

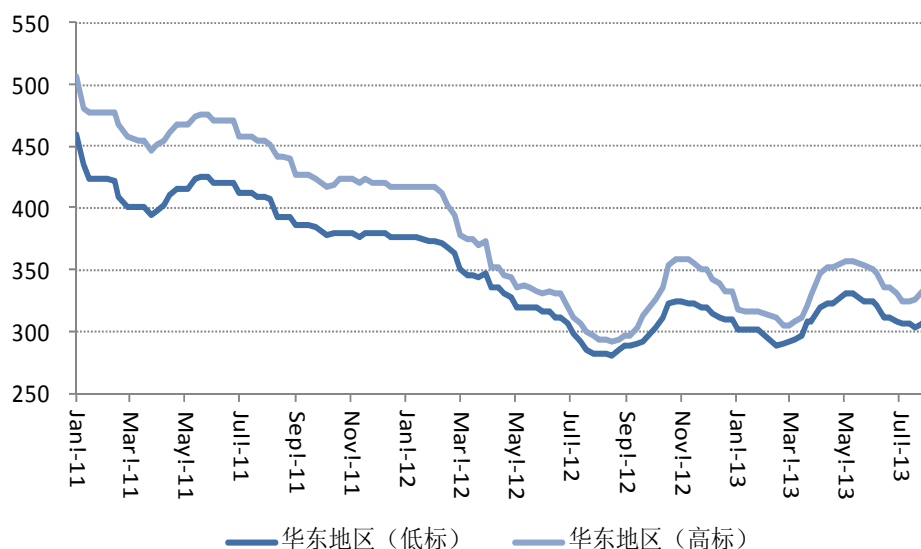


资料来源：煤炭资源网、中投证券研究所

二、两湖水泥价格将受益于华东水泥价格淡季提前见底。

受浙江限电和高温天气影响, 华东熟料和水泥价格从7月下旬开始出现上涨, 这是近几年来首次出现淡季提前涨价, 虽然近期安徽巢湖和合肥地区价格有所回落, 但不改华东水泥价格淡季提前见底的事实。因为两湖水泥和熟料价格和华东沿江熟料价格是联动的, 区域水泥价格将受益于华东价格的提前见底, 两湖区域4季度水泥价格表现值得期待。

图 4 华东水泥价格淡季提前见底



资料来源: wind、中投证券研究所

三、未来重心在区域整合

公司产能建设高峰已过, 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省市场进行并购整合以增强公司在两湖市场的控制力, 1月份收购湖北华祥水泥即为一例。

表 22013年以来公司收购和在建生产线情况

项目	年水泥产能 (万吨)	获得方式	收购或投产时间
湖北华祥水泥 2500t/d 生产线	100	收购	2013 年 1 月
湖北华祥水泥 5000t/d 生产线	200	收购	2013 年 1 月
湖北华祥水泥鄂州有限公司	200	收购	2012 年 10 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	120	新建	2013 年 7 月

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

四、投资建议：推荐

我们预计公司 13-15 年的销量分别是 4750 万吨、5000 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 190 元/吨、192 元/吨、195 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	4750	5000	5200
+/-	12%	9%	12%	5%	4%
价格(元/吨)	280	265	260	268	275
+/-	26.05%	-5%	-2%	3%	3%
成本(元/吨)	200	200	190	192	195
+/-	14.95%	0.00%	-5.00%	1.05%	1.56%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

我们预计公司 13-15 年归属于母公司股东的净利润分别为 8.38 亿元/9.55 亿元/11.17 亿元，对应于 13-15 年 EPS 分别为 0.90 元/1.02 元/1.19 元。当前股价对应于 13 年 14.75 倍，维持推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013	2014	2015
流动资产	5865	4545	5128	5624	营业收入	12521	14468	15895	17341
现金	2839	1500	1800	2000	营业成本	9466	10687	11575	12565
应收账款	805	831	913	996	营业税金及附加	174	179	197	215
其它应收款	288	203	223	243	营业费用	838	969	1065	1162
预付账款	99	75	81	88	管理费用	724	825	890	954
存货	904	1069	1158	1257	财务费用	576	614	828	884
其他	930	868	954	1040	资产减值损失	18	20	20	20
非流动资产	17426	19165	21143	22869	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	339	0	0	0	投资净收益	-1	-2	1	1
固定资产	12859	16039	18442	20375	营业利润	723	1171	1320	1542
无形资产	1797	1797	1797	1797	营业外收入	213	220	260	300
其他	2432	1330	904	698	营业外支出	31	40	40	40
资产总计	23291	23710	26271	28493	利润总额	905	1351	1540	1802
流动负债	8077	11939	13531	14683	所得税	225	338	385	450
短期借款	1054	7660	8999	9839	净利润	680	1013	1155	1351
应付账款	2550	2351	2547	2764	少数股东损益	125	176	200	234
其他	4473	1927	1986	2080	归属母公司净利润	556	838	955	1117
非流动负债	6715	2830	2830	2830	EBITDA	2454	2861	3508	4047
长期借款	2675	2675	2675	2675	EPS (元)	0.59	0.90	1.02	1.19
其他	4040	155	155	155	主要财务比率				
负债合计	14792	14769	16361	17513	会计年度	2012	2013	2014	2015
少数股东权益	765	941	1141	1375	成长能力				
股本	935	935	935	935	营业收入	-0.9%	15.6	9.9%	9.1%
资本公积	3081	2677	2677	2677	营业利润	-49.5	62.0	12.7	16.8
留存收益	3719	4388	5156	5992	归属于母公司净利润	-48.3	50.8	14.0	17.0
归属母公司股东权益	7735	8001	8768	9605	获利能力				
负债和股东权益	23291	23710	26271	28493	毛利率	24.4	26.1	27.2	27.5
现金流量表					净利率	4.4%	5.8%	6.0%	6.4%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	7.2%	10.5	10.9	11.6%
经营活动现金流	2456	2129	3323	3871	ROIC	6.1%	7.2%	7.8%	8.1%
净利润	680	1013	1155	1351	偿债能力				
折旧摊销	1155	1076	1360	1622	资产负债率	63.5	62.3	62.3	61.5
财务费用	576	614	828	884	净负债比率	45.47	74.72	75.63	75.45
投资损失	1	2	-1	-1	流动比率	0.73	0.38	0.38	0.38
营运资金变动	60	-404	-33	12	速动比率	0.61	0.29	0.29	0.30
其它	-17	-172	13	2	营运能力				
投资活动现金流	-2420	-2816	-3347	-3347	总资产周转率	0.56	0.62	0.64	0.63
资本支出	2094	3263	3347	3347	应收账款周转率	17	17	17	17
长期投资	-143	-338	0	0	应付账款周转率	3.80	4.36	4.73	4.73
其他	-469	109	1	1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-10	-652	323	-324	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.90	1.02	1.19
短期借款	56	6606	1339	840	每股经营现金流(最新摊薄)	2.63	2.28	3.55	4.14
长期借款	-1548	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.27	8.55	9.37	10.27
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-440	-404	0	0	P/E	22.24	14.75	12.94	11.06
其他	1921	-6855	-1016	-1164	P/B	1.60	1.54	1.41	1.29
现金净增加额	26	-1339	300	200	EV/EBITDA	8	7	6	5

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
2013-4-23	1 季度业绩增长来自营业外收入，主营业务盈利低于预期
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
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

投资评级定义

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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。

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