

# 华新水泥 (600801)

## 推荐

## 行业：水泥制造

### 1 季度业绩仍将高增长，股价基本反映悲观预期

公司今晚公布了 13 年度业绩报告,报告期内实现营业收入 159.84 亿元,同比增长 27.67%, 归属于母公司股东的净利润 11.80 亿元,同比增长 112.47%, EPS1.26 元, 符合预期。公司拟每 10 股转增 6 股派发股利 2 元 (含税)。

#### 投资要点：

✧ **量价齐升加之煤炭成本下降致 4 季度业绩同比大幅增长。** 13 年公司销售水泥和熟料 5103 万吨, 同比增长 20.52%, 其中 4 季度单季度实现水泥和熟料销量 1575 万吨, 同比增长 26.4%。受益 4 季度两湖水泥价格不断创新高, 公司 4 季度水泥单吨收入 (未剔除混凝土的收入) 提升至 291 元/吨较 12 年同期提升 14 元/吨, 同期煤炭成本也有显著下降, 水泥价格的上涨和煤炭成本的下降使得 4 季度公司的单吨毛利提升至 96 元/吨, 同比提升 12 元/吨, 接近历史最好水平。

✧ **1 季度高增长确定, 14 年业绩弹性减弱。** 考虑到 1 季度湖北水泥价格仍在高位维持, 且 13 年同期基数较低, 14 年 1 季度公司业绩仍有望实现高增长。14 年业绩弹性减弱的判断基于两点: 1.销量增速预计在 8% 左右, 较 13 年的 20.5% 显著放缓; 2.利润率弹性减弱。我们判断 14 年水泥价格向上的弹性弱于 13 年, 其次 14 年煤炭成本下降对业绩的贡献力度弱于 13 年。最新公布的汇丰 PMI 预示需求侧不容乐观, 2 季度水泥行业出现旺季不旺的局面的概率在加大, 关注需求侧可能暴露的风险。

✧ **关注环保业务的扩张。** 公司未来的发展战略为水泥与环保业务协同发展, 现在公司的盈利主要还是依靠水泥业务, 但未来伴随公司逐步加大对协同垃圾处理的投入, 环保业务的收入占比将逐步提升。13 年公司环保业务实现收入 1.1 亿元, 占公司整体业务收入的比重还小, 但未来提升的空间很大, 建议关注公司环保业务的后续发展。

✧ **给予推荐评级。** 我们预计公司 14-16 年归属净利润分别为 13.3/14.5/16.1 亿元, 对应 EPS 分别为 1.42/1.55/1.72 元, 当前股价对应 13 年 8.6 倍 PE, 股价已经较为充分反应对于经济较为悲观的预期 (GDP 增速跌破 7%), 股价向下空间有限, 而向上空间则来自于市场对于经济悲观预期的修正。我们给予公司 13 年 10 倍 PE, 对应 6-12 个月目标价 13 元, 推荐评级。

✧ **风险提示：** 固定资产投资增速低于预期, 产能投放速度快于预期

#### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	15984	17355	19053	20506
收入同比(%)	28%	9%	10%	8%
归属母公司净利润	1181	1327	1449	1612
净利润同比(%)	112%	12%	9%	11%
毛利率(%)	27.9%	28.1%	28.3%	28.4%
ROE(%)	13.5%	13.7%	13.3%	13.2%
每股收益(元)	1.26	1.42	1.55	1.72
P/E	8.56	7.62	6.98	6.27
P/B	1.16	1.05	0.93	0.82
EV/EBITDA	5	5	5	4

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：高熠

S0960513080002

021-62178413

gaoyi@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 13

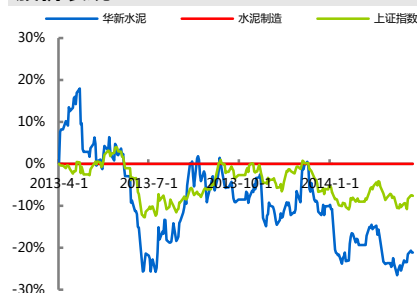
当前股价： 10.61

评级调整： 维持

#### 基本资料

总股本(百万股)	935
流通股本(百万股)	556
总市值(亿元)	99
流通市值(亿元)	59
成交量(百万股)	4.16
成交额(百万元)	44.19

#### 股价表现



#### 相关报告

《华新水泥业绩预增点评-四季度业绩超预期, 14 年业绩弹性将减弱》

2014-01-22

《华新水泥-4 季度盈利可能超预期》

2013-10-22

## 一、量价齐升加之煤炭成本下降致业绩大幅增长

公司今晚公布了 13 年度业绩报告,报告期内实现营业收入 159.84 亿元,同比增长 27.67%, 归属于母公司股东的净利润 11.80 亿元, 同比增长 112.47%, EPS1.26 元, 符合预期。**其中 4 季度单季度收入 53.95 亿元, 同比增长 45.58%, 归属母公司股东的净利润 6.22 亿元, 同比增长 98.35%, 量价齐升加之煤炭成本下降致业绩大幅增长。**

报告期内, 公司销售水泥和熟料共计 5103 万吨, 同比增长 20.52%, 其中 4 季度单季度实现水泥和熟料销量 1575 万吨, 同比增长 26.4%, 销量的增长主要来自产能利用率的提升和收购的华祥水泥的并表。报告期内公司完成了对湖北华祥水泥有限公司、湖北华祥水泥鄂州有限公司、广东恩平实德金鹰建材有限公司的并购, 新投产哈萨克斯坦亚湾 3000t/d 熟料线, 全年公司新增水泥产能 465 万吨。

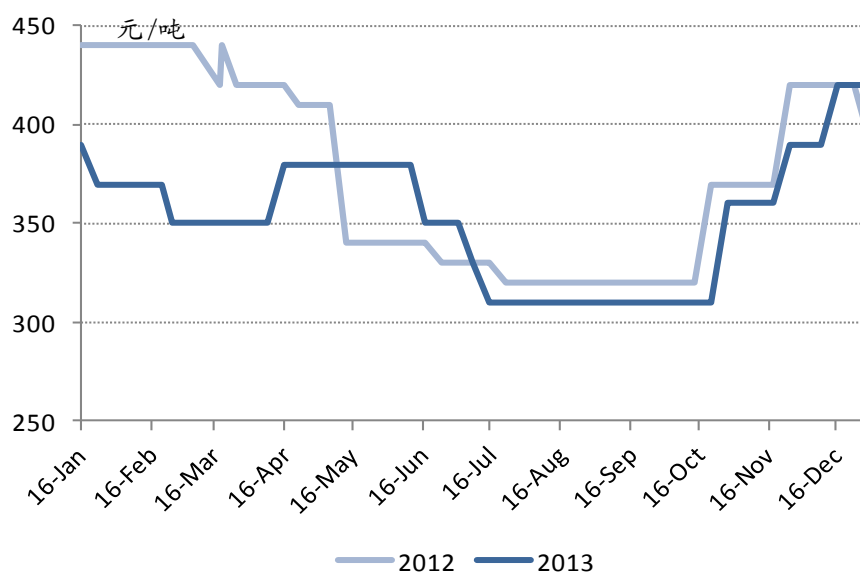
13 年 4 季度两湖水水泥价格在旺季需求不断超预期的带动下不断创新高, 4 季度高点较 3 季度低点高出 100 元/吨, 4 季度单季度公司水泥单吨收入 (未剔除混凝土的收入) 提升至 291 元/吨较 12 年同期提升 14 元/吨, 同期煤炭成本同比大幅下降拉低了生产成本。水泥价格的上涨和煤炭成本的下降使得 4 季度公司的单吨毛利提升至 96 元/吨, 同比提升 12 元/吨。

**表 1 公司分季度经营业绩情况**

项 目	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4
收入 (亿元)	34.87	34.08	36.59	24.20	30.66	33.29	37.05	26.68	39.57	39.65	53.95
成本 (亿元)	24.04	24.36	27.67	19.62	23.89	25.31	25.82	21.19	28.80	29.01	36.21
水泥熟料销量 (万吨)	1053	1037	1153	779	1050	1160	1246	930	1286	1312	1575
吨水泥收入 (元/吨)	308	306	295	289	272	267	277	247	265	257	291
吨水泥成本 (元/吨)	212	218	223	234	212	203	193	196	193	188	195
吨水泥毛利 (元/吨)	96	87	72	55	60	64	84	51	72	69	96

资料来源：公司公告，中投证券研究所

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 秦皇岛动力末煤 5500 价格走势



资料来源：煤炭资源网，中投证券研究所

## 二、1 季度仍将保持较快增长，14 年水泥业务业绩弹性减弱

### 2.11 季度业绩仍将实现高增长

1 季度公司产能的主要所在地湖北地区水泥价格高出去年同期，以武汉为例，高标号水泥价格超出去年

同期 20-30 元/吨,煤炭成本也较去年同期低。加之 1 季度水泥和熟料的销量也有望实现 15%-20% 的增长,综合水泥业务利润率和量的考量,1 季度公司业绩仍有望实现高增长。

## 2.2 14 年业绩弹性减弱

14 年销量增速较 13 年显著放缓。14 年公司预计投产 2 条熟料线,分别为湖南桑植 2500t/d(80%权益)熟料线和广东恩平 4000t/d (65%权益),新增有效产能 140 万吨,对应产能增速不到 5%。14 年公司计划销售水泥及商品熟料 5,105 万吨,同 2013 年基本持平,我们预计实际销售情况可能要好于公司的经营计划,预计 14 年公司的销量增速 8% 左右,增速较 13 年显著放缓。

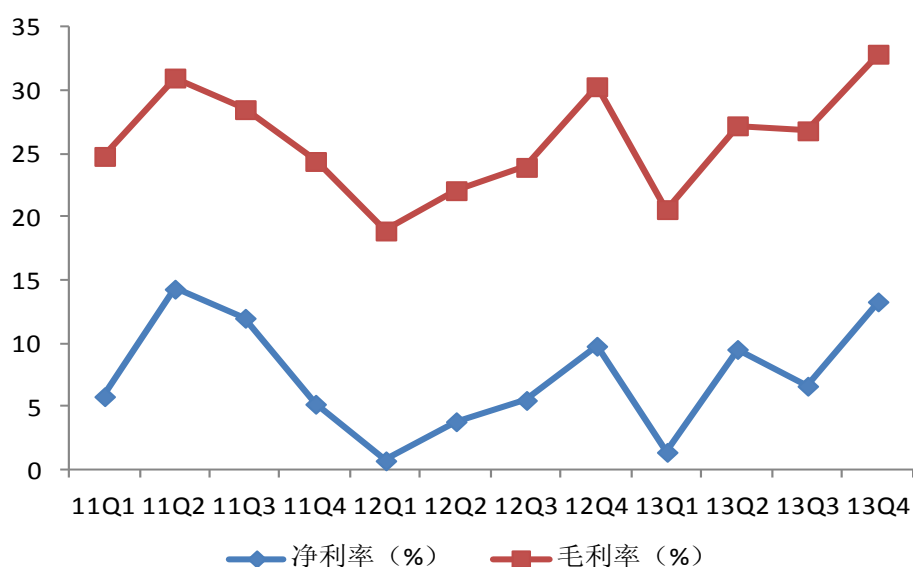
表 2 公司 14 年拟投产生产线情况

序号	生产线名称	生产线规模 (d/t)	权益比例	预计投产日期
1	恩平水泥	4000	65%	2014.2
8	桑植水泥	2500	80%	2014.8

资料来源:公司公告,中投证券研究所

14 年利润率弹性减弱。1.水泥价格向上的弹性弱于 13 年;2.煤炭成本下降对业绩的贡献力度弱于 13 年。自上而下考虑,最新公布的 3 月汇丰 PMI 初值显示经济增长的动能继续在缩减,意味着中央稳增长难度在加大,而即便中央在 2 季度开始稳增长,由于政策的时滞,要到 3、4 季度才会开始产生效果,2 季度旺季不旺的局面的概率在加大。13 年 4 季度单季度利润率水平 11 年以来仅低于 11 年的 2 季度,14 年在需求侧可能较弱的背景下超过 13 年的概率较小。

图 3 华新水泥单季度毛利率和净利率情况



资料来源:wind,中投证券研究所

### 三、关注环保业务的扩张

公司未来的发展战略为水泥与环保业务协同发展，现在公司的盈利主要还是依靠水泥业务，但未来伴随公司逐步加大对协同垃圾处理的投入，环保业务的收入占比将逐步提升。

报告期内公司武汉陈家冲（2\*500 吨/日）、赤壁（500 吨/日）、株洲（250 吨/日）、奉节（250 吨/日）等 4 个生活垃圾生态化处置环保项目建成投产或试生产；9 个生活垃圾生态化处置项目、及武汉龙王嘴污水厂二期（400 吨/日）市政污泥环保处置项目开工建设；成功签约武汉长山口、湖北罗田、黄冈、枣阳、十堰、秭归、四川万源、广东罗定等生活垃圾、武汉南太子湖和广东江门市政污泥等 12 个环保处置项目。

13 年公司环保业务实现收入 1.1 亿元，占公司整体业务收入的比重还小，但未来提升的空间很大，建议重点关注公司环保业务的后续发展。

### 四、投资建议：推荐

我们预计公司 14-16 年归属净利润分别为 13.3/14.5/16.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.42/1.55/1.72 元，当前股价对应 13 年 8.6 倍 PE，股价已经较为充分反应对于经济较为悲观的预期（GDP 增速跌破 7%），股价向下空间有限，而向上空间则来自于市场对于经济悲观预期的修正。我们给予公司 13 年 10 倍 PE，对应 6-12 个月目标价 13 元，推荐评级。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	6384	5117	5766	6266
现金	2215	1500	1800	2000
应收账款	908	997	1095	1178
其它应收款	217	243	267	287
预付账款	228	87	96	103
存货	954	1248	1366	1468
其他	1863	1041	1143	1230
<b>非流动资产</b>	19440	20763	22591	24165
长期投资	308	0	0	0
固定资产	14527	17449	19648	21400
无形资产	2012	2012	2012	2012
其他	2593	1302	931	753
<b>资产总计</b>	25825	25880	28357	30431
<b>流动负债</b>	9056	11858	12805	13250
短期借款	2319	7035	7645	7768
应付账款	3070	2746	3004	3230
其他	3667	2078	2156	2252
<b>非流动负债</b>	6849	2932	2932	2932
长期借款	2777	2777	2777	2777
其他	4072	155	155	155
<b>负债合计</b>	15906	14790	15738	16182
少数股东权益	1179	1424	1691	1989
股本	935	935	935	935
资本公积	3081	2678	2678	2678
留存收益	4726	6053	7315	8647
归属母公司股东权益	8740	9666	10928	12260
<b>负债和股东权益</b>	25825	25880	28357	30431

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	3006	2701	3890	4382
净利润	1395	1572	1717	1910
折旧摊销	1343	1223	1509	1775
财务费用	603	542	675	687
投资损失	-10	-9	-9	-9
营运资金变动	-320	-446	-16	17
其它	-6	-181	14	2
<b>投资活动现金流</b>	-2300	-2568	-3338	-3338
资本支出	1669	3279	3347	3347
长期投资	-162	-310	0	0
其他	-794	400	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	-1334	-847	-252	-844
短期借款	1265	4715	611	123
长期借款	102	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	-404	0	0
其他	-2702	-5159	-862	-967
<b>现金净增加额</b>	-634	-715	300	200

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	15984	17355	19053	20506
<b>营业成本</b>	11520	12480	13656	14680
<b>营业税金及附加</b>	221	240	263	283
<b>营业费用</b>	1107	1215	1334	1435
<b>管理费用</b>	933	1007	1105	1189
<b>财务费用</b>	603	542	675	687
<b>资产减值损失</b>	13	20	20	20
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	10	9	9	9
<b>营业利润</b>	1597	1862	2010	2220
<b>营业外收入</b>	215	220	260	300
<b>营业外支出</b>	27	40	40	40
<b>利润总额</b>	1785	2042	2230	2480
<b>所得税</b>	390	470	513	570
<b>净利润</b>	1395	1572	1717	1910
<b>少数股东损益</b>	214	245	268	298
<b>归属母公司净利润</b>	1181	1327	1449	1612
<b>EBITDA</b>	3544	3627	4194	4683
<b>EPS (元)</b>	1.26	1.42	1.55	1.72

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.7%	8.6%	9.8%	7.6%
营业利润	120.8	16.6%	8.0%	10.5%
归属于母公司净利润	112.5	12.4%	9.2%	11.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.9%	28.1%	28.3%	28.4%
净利率	7.4%	7.6%	7.6%	7.9%
ROE	13.5%	13.7%	13.3%	13.2%
ROIC	9.6%	9.1%	9.3%	9.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.6%	57.1%	55.5%	53.2%
净负债比率	41.81	71.07	70.67	69.49
流动比率	0.70	0.43	0.45	0.47
速动比率	0.60	0.33	0.34	0.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.67	0.70	0.70
应收账款周转率	18	18	17	17
应付账款周转率	4.10	4.29	4.75	4.71
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.26	1.42	1.55	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	3.21	2.89	4.16	4.69
每股净资产(最新摊薄)	9.35	10.33	11.68	13.11
<b>估值比率</b>				
P/E	8.56	7.62	6.98	6.27
P/B	1.16	1.05	0.93	0.93
EV/EBITDA	6	5	5	5

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-01-22	《华新水泥业绩预增点评-四季度业绩超预期，14 年业绩弹性将减弱》
2013-10-22	《华新水泥-4 季度盈利可能超预期》
2013-08-27	《华新水泥-全年业绩高增长较为确定》
2013-04-23	《华新水泥-1 季度业绩增长来自营业外收入，主营业务盈利低于预期》
2013-03-26	《华新水泥-13 年业绩增长将主要依靠产能利用率提升》



## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上  
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间  
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间  
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上  
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平  
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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,理学学士,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“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

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