

主产区景气平稳，海外扩张渐入正轨

买入 维持

目标价格：9.00

投资要点：

上半年公司实现营业收入72.7亿元，比上年同期增长9.69%；归属于母公司股东的净利润5.03亿元，同比增长41.74%。EPS：

报告摘要：

- 上半年水泥板块量稳价升推动盈利提升。上半年公司水泥板块销量和成本维持平稳，业绩回升主要是均价提升带来的毛利提升推动。上半年公司实现水泥熟料销量约2300万吨，同比增3.8%。测算均价268元/吨（不含税），同比增加19元/吨；上半年吨毛利80元，同比提升19元/吨；上半年公司实现混凝土销售274万方，同比增4.1%。测算上半年均价282元/立方（不含税），同比增加34元/立方。
- 主产区湖北景气平稳，海外子公司业绩贡献可观。主要区域武汉地区保持平稳增长，上半年实现收入36.8亿元，同比增10%。其他区域中收入增长较快的主要有云南、安徽、上海、广东等地，分别增15%、27%、38%、34%。收入增长有所回落的地区为浙江、西藏、河南分别下滑21%、15%、6%。海外盈利能力保持强劲，上半年华新亚湾收入3.15亿元，净利润1.52亿元，测算吨净利260元/吨。
- 海外扩张步入正轨，国际化战略初显成效。继公司去年完成塔吉克斯坦项目建设后，公司上半年成了柬埔寨CEMENT CHAKREY TING FACTORY CO. LTD的40%股权认购为该公司第一大股东。公司国际化发展战略将取得新的突破。预计后续海外子公司较高的盈利将有利于提升公司整体的盈利水平。
- 区域景气有望维持，整合推动龙头企业盈利提速。公司主产区湖北新增产能稀少，预计2014湖北仅恩施金凤2500t/d一条线投产。华新作为区域内具备环保协同优势的龙头企业，有望在政策推动下推进行业整合。预计2014-2016年收入188.3\210.4\224.3亿元，归母净利润14.6\17.6\18.9亿元；EPS(摊薄):0.98\1.18\1.27元，给予“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	12520.53	15984.36	18828.75	21036.50	22432.50
增长率(%)	-0.93	27.67	23.91	20.58	7.35
归母净利润(百万)	555.66	1180.60	1462.89	1764.02	1893.74
增长率(%)	-48.32	112.47	23.91	20.58	7.35
每股收益	0.59	1.26	0.98	1.18	1.27
市盈率	63.71	29.99	7.71	6.40	5.96

建材研究组

分析师：

顾益辉(S1180514060001)

电话：021-65051157

Email: guyihui@hysec.com

王钦(S1180514050004)

电话：021-65051130

Email: wangqin3@hysec.com

市场表现



相关研究

《东方雨虹：竞争优势强化，业绩逆周期增长》

2014/8/22

《兔宝宝：新品和渠道发力，业绩迎来拐点》

2014/8/21

《北新建材：石膏板稳健增长，新型房屋逐步布局》

2014/8/19

《中国玻纤：复苏确认，下半年景气有望维持》

2014/8/19

《建材O2O深度：颠覆时代，顺“势”为王》

2014/8/15

《伟星新材：业绩稳健增长，类消费属性凸显》

2014/8/10

目录

一、上半年量稳价增，业绩保持较快增长.....	3
1、上半年净利润同比处于历史较好水平	3
2、净利润环比季节性略回升，增速较去年回落	3
3、海外扩张步伐加快，费用率略有提升	4
二、湖北主产区景气平稳，海外扩张提升业绩.....	4
1、分产品：水泥产业链量稳价增，其他业务有所回落	4
2、分区域：主产区湖北平稳增长，海外子公司贡献业绩明显.....	5

插图

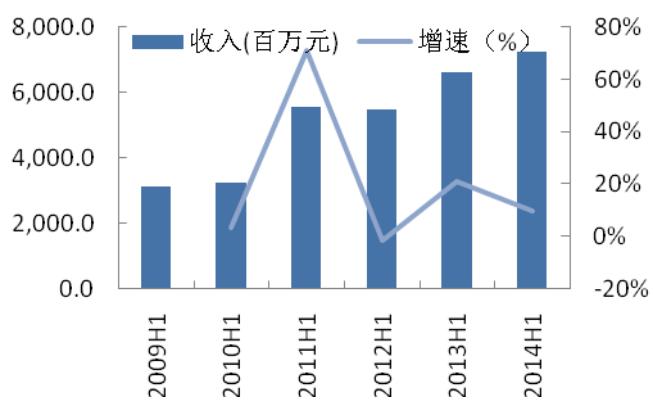
图 1：公司上半年收入以及增速.....	3
图 2：公司上半年净利润以及增速.....	3
图 3：单季度销售收入以及环比.....	3
图 4：单季度净利润以及环比.....	3
图 5：季度经营性现金流净额.....	4
图 6：管理费用率和销售费用率.....	4
图 7：主要产品的收入变化情况.....	4
图 8：主要产品的毛利率变化情况.....	4
图 9：2014年上半年分区域的收入增速.....	5
图 10：2014年上半年分区域收入占比情况.....	5
图 11：财务报表预测.....	7

一、上半年量稳价增，业绩保持较快增长

1、上半年净利润同比处于历史较好水平

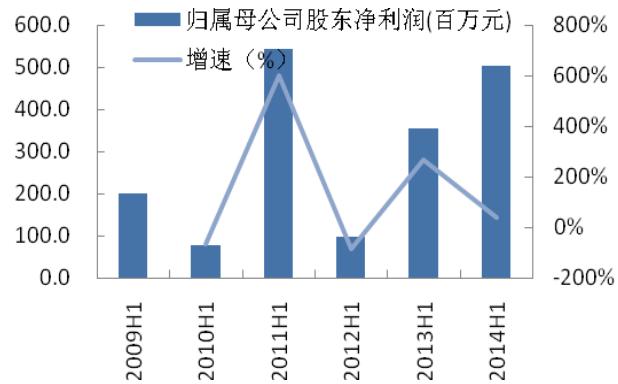
上半年公司实现营业收入 72.7 亿元，比上年同期增长 9.69%；利润总额 807,951,108 元，同比增长 53.71%；归属于母公司股东的净利润 503,110,461 元，同比增长 41.74%。

图 1：公司上半年收入以及增速



资料来源：Wind，宏源证券

图 2：公司上半年净利润以及增速

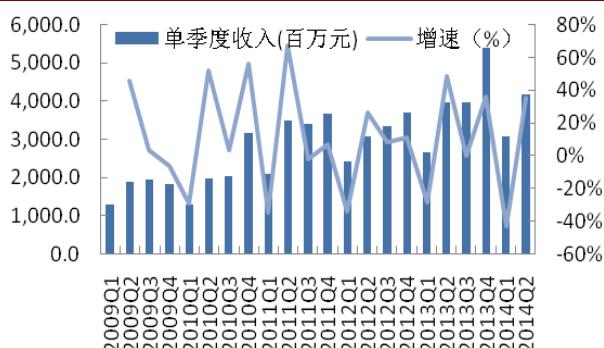


资料来源：Wind，宏源证券

2、净利润环比季节性略回升，增速较去年回落

2014 年二季度收入保持季节性回升状态，收入环比上升 35.52%；二季度单季度净利润环比上升 14.25%，但环比增速远低于 2013 年二季度的 259%。增速回落表明整体景气处于回落态势；二季度季度经营性现金流也季节性改善，从一季度的 4.56 亿元回升到 10.63 亿元。

图 3：单季度销售收入以及环比



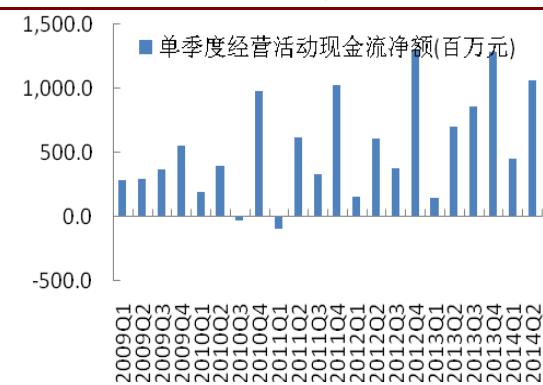
资料来源: Wind, 宏源证券

资料来源: Wind, 宏源证券

3、海外扩张步伐加快, 费用率略有提升

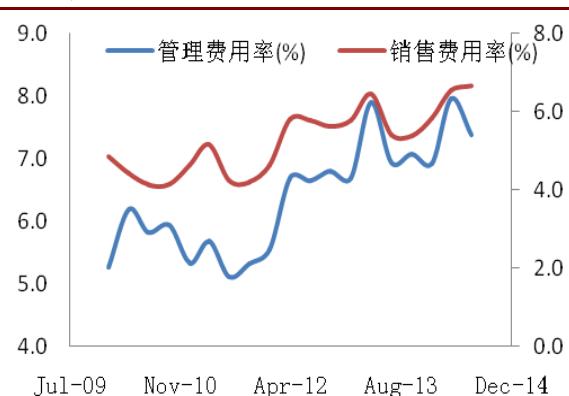
由于塔吉克斯塔的亚湾水泥投产, 海外管理和营销的推进导致 2014 年上半年整体费用同比去年同期有所提升。上半年公司管理费用率为 6.67%, 同比提升 1.25 个百分点。销售费用率为 7.37%, 同比提升 0.44 个百分点。

图 5: 季度经营性现金流净额



资料来源: Wind, 宏源证券

图 6: 管理费用率和销售费用率



资料来源: Wind, 宏源证券

二、湖北主产区景气平稳, 海外扩张提升业绩

1、分产品: 水泥产业链量稳价增, 其他业务有所回落

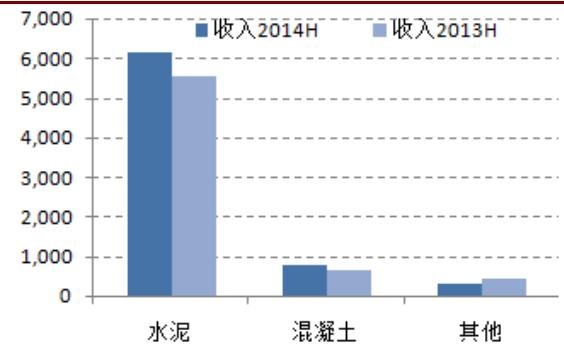
公司上半年水泥熟料收入为 61.6 亿元, 同比增长 11%。上半年实现水泥及商品熟料销量约 2300 万吨, 同比略增 3.8%。测算上半年均价 268 元/吨(不含税), 同比增加 19 元/吨。上半年吨毛利 80 元, 同比提升 19 元/吨。

公司上半年混凝土收入 7.33 亿元, 同比增长 13%。上半年实现混凝土销售 274 万方, 同比增长 4.1%。测算上半年均价为 282 元/立方(不含税), 同比增加 34 元/立方。上半年吨立方为 23 元, 同比提升 3 元/立方。

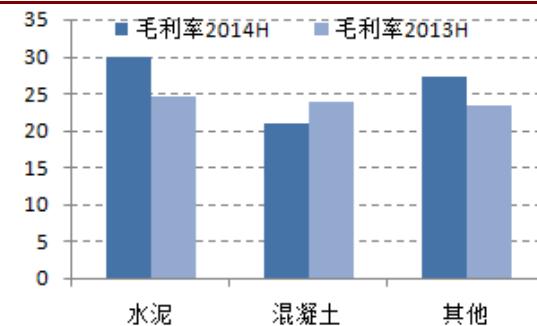
公司其他产品上半年收入 3.14 亿元, 同比减少 26%。其他产品毛利率 27.34%, 同比提升 4.3 个百分点。

图 7: 主要产品的收入变化情况

图 8: 主要产品的毛利率变化情况



资料来源: Wind, 宏源证券



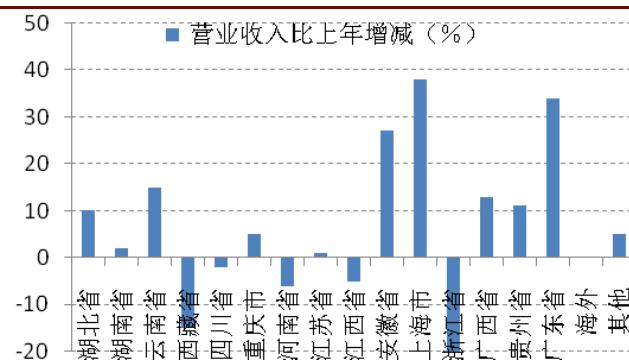
资料来源: Wind, 宏源证券

2、分区域：主产区湖北平稳增长，海外子公司贡献业绩明显

主要区域武汉地区保持平稳增长，上半年实现收入 36.8 亿元，同比增 10%。其他区域中收入增长较快的主要有云南、安徽、上海、广东等地，分别增 15%、27%、38%、34%。收入增长有所回落的地区为浙江、西藏、河南分别下滑 21%、15%、6%。

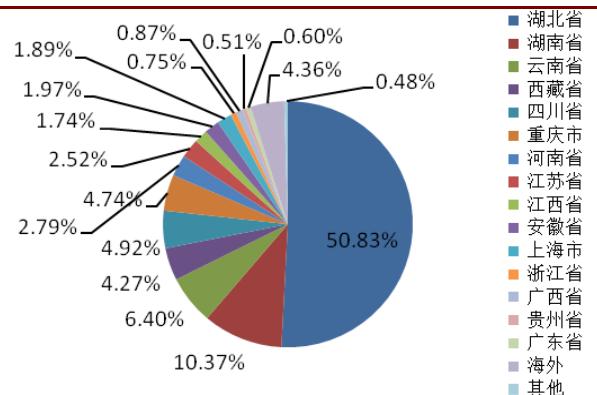
上半年海外盈利能力保持强劲，上半年华新亚湾收入 3.15 亿元，净利润 1.52 亿元，测算吨净利 260 元/吨。

图 9：2014 年上半年分区域的收入增速



资料来源: Wind, 宏源证券

图 10：2014 年上半年分区域收入占比情况



资料来源: Wind, 宏源证券

图 9：华新水泥主要的产能分布



资料来源: Wind, 宏源证券

图 11: 财务报表预测

资产负债表				利润表				现金流量表						
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	6384	7136	7309	10192	营业收入	15984	18829	21037	22433	经营活动现金流	3006	3137	3715	4150
现金	2215	1650	1750	4257	营业成本	11520	13562	14937	16055	净利润	1395	1737	2134	2291
应收账款	908	1836	1538	1640	营业税金及附加	221	245	273	292	投资活动现金流	-1395	-1737	-2134	-2291
其他应收款	217	183	204	217	营业费用	1107	1290	1441	1514	筹资活动现金流	-1334	-1384	-2114	-406
预付账款	228	136	149	161	管理费用	933	1073	1199	1234	经营活动现金流	1265	1049	-1231	-40
存货	954	1329	1464	1573	财务费用	603	568	521	478	净利润	1395	1737	2134	2291
其他流动资产	1863	2003	2204	2343	资产减值损失	13	15	20	20	投资活动现金流	-162	-27	0	0
非流动资产	19440	20572	20788	20642	公允价值变动收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
长期投资	308	308	308	308	投资净收益	10	15	20	35	经营活动现金流	-2702	-1396	-1383	-866
固定资产	14527	16420	17045	17131	营业利润	1597	2091	2665	2874	净利润	1395	1737	2134	2291
无形资产	2012	1994	1976	1957	营业外收入	215	215	200	200	投资活动现金流	-634	-565	100	2507
其他非流动资产	2593	1849	1460	1246	营业外支出	27	20	20	20	筹资活动现金流	1265	1049	-1231	-40
资产总计	25825	27708	28097	30834	利润总额	1785	2286	2845	3054	经营活动现金流	102	500	500	500
流动负债	9056	8530	6634	6955	所得税	390	549	711	764	净利润	1395	1737	2134	2291
短期借款	2319	1271	40	0	净利润	1395	1737	2134	2291	投资活动现金流	-162	-27	0	0
应付账款	3070	4069	3734	4014	少数股东损益	214	274	370	397	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
其他流动负债	3667	3191	2860	2941	归属母公司净利润	1181	1463	1764	1894	经营活动现金流	-2702	-1396	-1383	-866
非流动负债	6849	6958	7255	7557	EBITDA	3544	3819	4510	4787	净利润	1395	1737	2134	2291
长期借款	2777	3277	3777	4277	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	投资活动现金流	-634	-565	100	2507
其他非流动负债	4072	3680	3478	3280	主要财务比率					筹资活动现金流	1265	1049	-1231	-40
负债合计	15906	15488	13890	14512	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	经营活动现金流	102	500	500	500
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	成长能力					净利润	1395	1737	2134	2291
股本	935	1496	1496	1496	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	投资活动现金流	-162	-27	0	0
资本公积	3081	3081	3081	3081	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
留存收益	4726	6189	7807	9524	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	经营活动现金流	-2702	-1396	-1383	-866
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	EBITDA	3544	3819	4510	4787	净利润	1395	1737	2134	2291
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	投资活动现金流	-634	-565	100	2507
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	主要财务比率					筹资活动现金流	1265	1049	-1231	-40
股本	935	1496	1496	1496	成长能力					经营活动现金流	102	500	500	500
资本公积	3081	3081	3081	3081	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	净利润	1395	1737	2134	2291
留存收益	4726	6189	7807	9524	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	投资活动现金流	-162	-27	0	0
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	EBITDA	3544	3819	4510	4787	经营活动现金流	102	500	500	500
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	净利润	1395	1737	2134	2291
股本	935	1496	1496	1496	主要财务比率					投资活动现金流	-162	-27	0	0
资本公积	3081	3081	3081	3081	成长能力					筹资活动现金流	-794	136	-1	14
留存收益	4726	6189	7807	9524	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	经营活动现金流	102	500	500	500
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	净利润	1395	1737	2134	2291
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	投资活动现金流	-162	-27	0	0
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	EBITDA	3544	3819	4510	4787	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
股本	935	1496	1496	1496	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	经营活动现金流	102	500	500	500
资本公积	3081	3081	3081	3081	主要财务比率					净利润	1395	1737	2134	2291
留存收益	4726	6189	7807	9524	成长能力					投资活动现金流	-162	-27	0	0
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	经营活动现金流	102	500	500	500
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	净利润	1395	1737	2134	2291
股本	935	1496	1496	1496	EBITDA	3544	3819	4510	4787	投资活动现金流	-162	-27	0	0
资本公积	3081	3081	3081	3081	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
留存收益	4726	6189	7807	9524	主要财务比率					经营活动现金流	102	500	500	500
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	成长能力					净利润	1395	1737	2134	2291
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	投资活动现金流	-162	-27	0	0
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
股本	935	1496	1496	1496	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	经营活动现金流	102	500	500	500
资本公积	3081	3081	3081	3081	EBITDA	3544	3819	4510	4787	净利润	1395	1737	2134	2291
留存收益	4726	6189	7807	9524	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	投资活动现金流	-162	-27	0	0
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	主要财务比率					筹资活动现金流	-794	136	-1	14
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	成长能力					经营活动现金流	102	500	500	500
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	净利润	1395	1737	2134	2291
股本	935	1496	1496	1496	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	投资活动现金流	-162	-27	0	0
资本公积	3081	3081	3081	3081	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
留存收益	4726	6189	7807	9524	EBITDA	3544	3819	4510	4787	经营活动现金流	102	500	500	500
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	净利润	1395	1737	2134	2291
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	主要财务比率					投资活动现金流	-162	-27	0	0
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	成长能力					筹资活动现金流	-794	136	-1	14
股本	935	1496	1496	1496	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	经营活动现金流	102	500	500	500
资本公积	3081	3081	3081	3081	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	净利润	1395	1737	2134	2291
留存收益	4726	6189	7807	9524	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	投资活动现金流	-162	-27	0	0
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	EBITDA	3544	3819	4510	4787	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	经营活动现金流	102	500	500	500
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	主要财务比率					净利润	1395	1737	2134	2291
股本	935	1496	1496	1496	成长能力					投资活动现金流	-162	-27	0	0
资本公积	3081	3081	3081	3081	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
留存收益	4726	6189	7807	9524	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	经营活动现金流	102	500	500	500
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	净利润	1395	1737	2134	2291
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	EBITDA	3544	3819	4510	4787	投资活动现金流	-162	-27	0	0
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
股本	935	1496	1496	1496	主要财务比率					经营活动现金流	102	500	500	500
资本公积	3081	3081	3081	3081	成长能力					净利润	1395	1737	2134	2291
留存收益	4726	6189	7807	9524	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	投资活动现金流	-162	-27	0	0
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	经营活动现金流	102	500	500	500
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	EBITDA	3544	3819	4510	4787	净利润	1395	1737	2134	2291
股本	935	1496	1496	1496	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	投资活动现金流	-162	-27	0	0
资本公积	3081	3081	3081	3081	主要财务比率					筹资活动现金流	-794	136	-1	14
留存收益	4726	6189	7807	9524	成长能力					经营活动现金流	102	500	500	500
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	净利润	1395	1737	2134	2291
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%	投资活动现金流	-162	-27	0	0
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	归属母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%	筹资活动现金流	-794	136	-1	14
股本	935	1496	1496	1496	EBITDA	3544	3819	4510	4787	经营活动现金流	102	500	500	500
资本公积	3081	3081	3081	3081	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27	净利润	1395	1737	2134	2291
留存收益	4726	6189	7807	9524	主要财务比率					投资活动现金流	-162	-27	0	0
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	成长能力					筹资活动现金流	-794	136	-1	14
负债和股东权益	25825	27708	28097	30834	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%	经营活动现金流	102	500	500	500
少数股东权益	1179	1453	1823	2220</										

资料来源：宏源证券

作者简介:

王钦: 宏源证券研究所建材行业研究员，中国人民大学金融学硕士，4年建筑建材行业经验，4年证券行业研究经验，曾任职于中投证券、民生证券，2014年加盟宏源证券研究所。

顾益辉: 宏源证券研究所建材行业研究员，美国波士顿布兰代斯大学金融学硕士，中央财经大学学士，4年证券行业研究经验，曾经供职于华泰联合证券，2014年加盟宏源证券研究所

机构销售团队					
公募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴 哲	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
机构	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。