

# 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

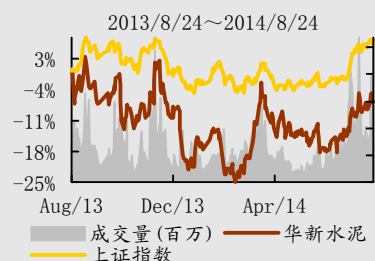
Email: guyihui@hysec.com

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

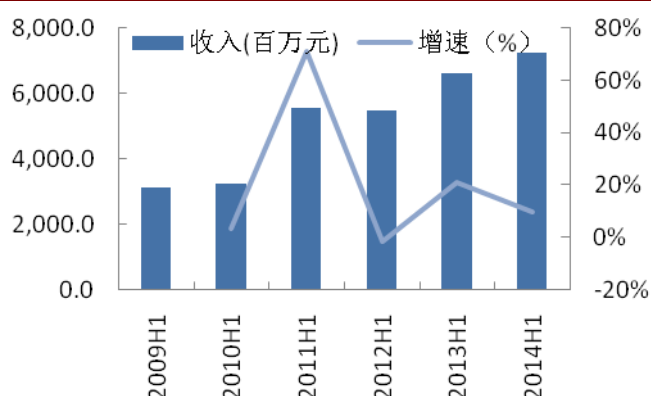
图 1：公司上半年收入以及增速.....	3
图 2：公司上半年净利润以及增速.....	3
图 3：单季度销售收入以及环比.....	3
图 4：单季度净利润以及环比.....	3
图 5：季度经营性现金流净额.....	4
图 6：管理费用率和销售费用率.....	4
图 7：主要产品的收入变化情况.....	4
图 8：主要产品的毛利率变化情况.....	4
图 9：2014 年上半年分区域的收入增速.....	5
图 10：2014 年上半年分区域收入占比情况.....	5
图 11：财务报表预测.....	7

## 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

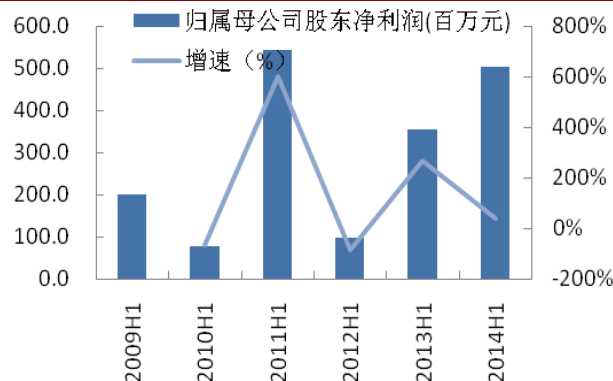
上半年公司实现营业收入 72.7 亿元，比上年同期增长 9.69%；利润总额 807,951,108 元，同比增长 53.71%；归属于母公司股东的净利润 503,110,461 元，同比增长 41.74%。

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，收入环比回升 35.52%；二季度单季度净利润环比回升 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

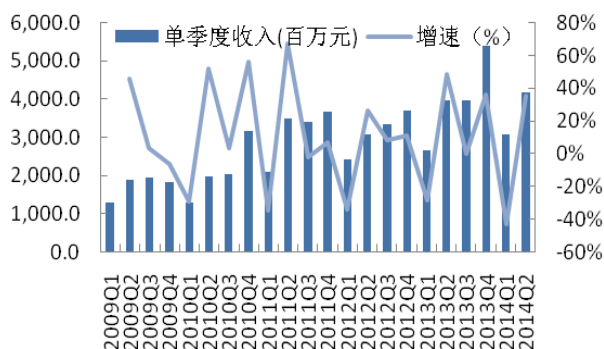
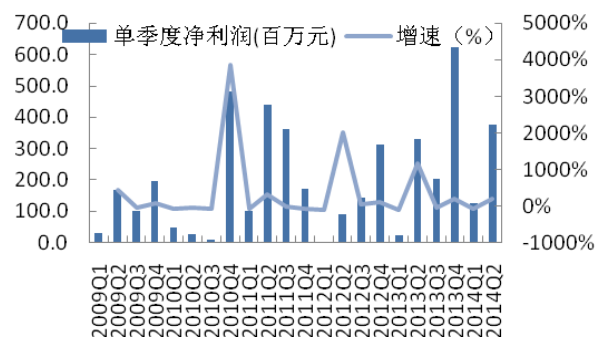


图 4：单季度净利润以及环比



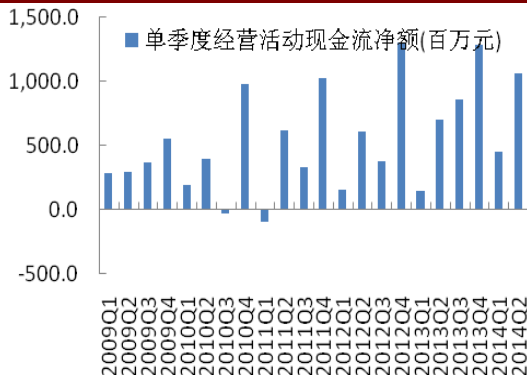
资料来源: Wind, 宏源证券

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

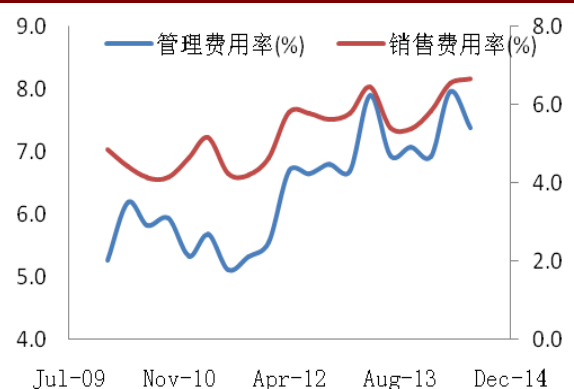
由于塔吉克斯坦的亚湾水泥投产，海外管理和营销的推进导致 2014 年上半年整体费用同比去年同期有所提升。上半年公司管理费用率为 6.67%，同比提升 1.25 个百分点。销售费用率为 7.37%，同比提升 0.44 个百分点。

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

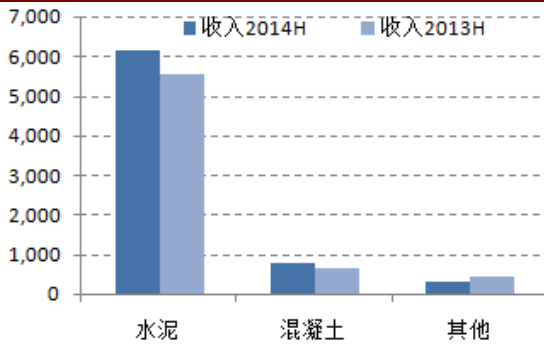
公司上半年水泥熟料收入为 61.6 亿元，同比增长 11%。上半年实现水泥及商品熟料销量约 2300 万吨，同比略增 3.8%。测算上半年均价 268 元/吨（不含税），同比增加 19 元/吨。上半年吨毛利 80 元，同比提升 19 元/吨。

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。

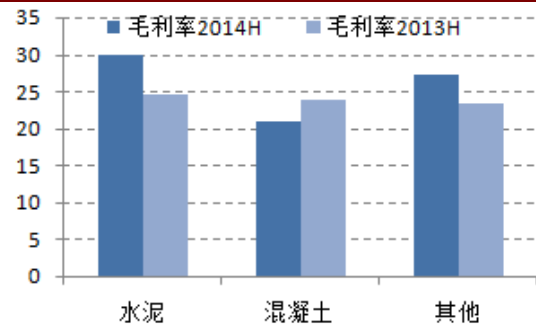
公司其他产品上半年收入 3.14 亿元，同比减少 26%。其他产品毛利率 27.34%，同比提升 4.3 个百分点。

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



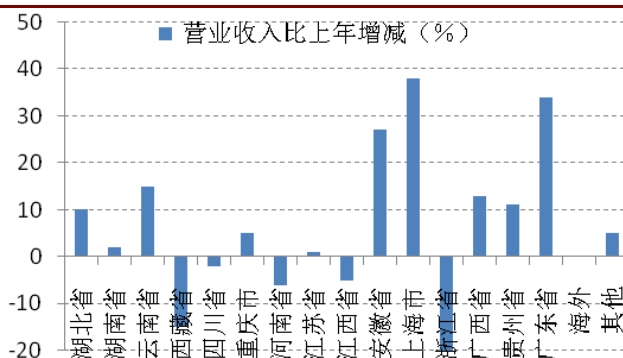
资料来源: Wind, 宏源证券

## 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%。

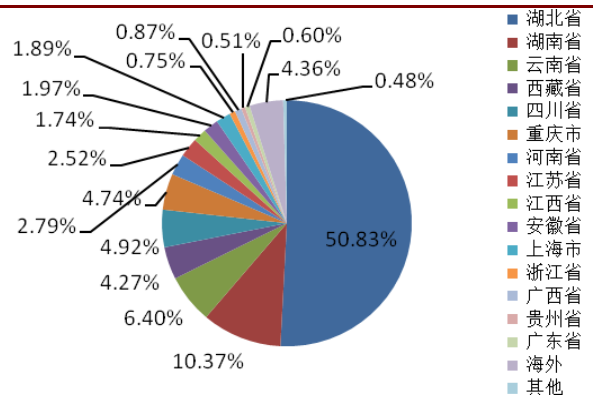
上半年海外盈利能力保持强劲, 上半年华新亚湾收入 3.15 亿元, 净利润 1.52 亿元, 测算吨净利 260 元/吨。

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				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	6384	7136	7309	10192	<b>营业收入</b>	15984	18829	21037	22433
现金	2215	1650	1750	4257	营业成本	11520	13562	14937	16055
应收账款	908	1836	1538	1640	营业税金及附加	221	245	273	292
其他应收款	217	183	204	217	营业费用	1107	1290	1441	1514
预付账款	228	136	149	161	管理费用	933	1073	1199	1234
存货	954	1329	1464	1573	财务费用	603	568	521	478
其他流动资产	1863	2003	2204	2343	资产减值损失	13	15	20	20
<b>非流动资产</b>	19440	20572	20788	20642	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	308	308	308	308	投资净收益	10	15	20	35
固定资产	14527	16420	17045	17131	<b>营业利润</b>	1597	2091	2665	2874
无形资产	2012	1994	1976	1957	营业外收入	215	215	200	200
其他非流动资产	2593	1849	1460	1246	营业外支出	27	20	20	20
<b>资产总计</b>	25825	27708	28097	30834	<b>利润总额</b>	1785	2286	2845	3054
<b>流动负债</b>	9056	8530	6634	6955	所得税	390	549	711	764
短期借款	2319	1271	40	0	<b>净利润</b>	1395	1737	2134	2291
应付账款	3070	4069	3734	4014	少数股东损益	214	274	370	397
其他流动负债	3667	3191	2860	2941	<b>归属母公司净利润</b>	1181	1463	1764	1894
<b>非流动负债</b>	6849	6958	7255	7557	EBITDA	3544	3819	4510	4787
长期借款	2777	3277	3777	4277	EPS (元)	1.26	0.98	1.18	1.27
其他非流动负债	4072	3680	3478	3280	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	15906	15488	13890	14512	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
少数股东权益	1179	1453	1823	2220	<b>成长能力</b>				
股本	935	1496	1496	1496	营业收入	27.7%	17.8%	11.7%	6.6%
资本公积	3081	3081	3081	3081	营业利润	120.8%	30.9%	27.5%	7.9%
留存收益	4726	6189	7807	9524	归属于母公司净利润	112.5%	23.9%	20.6%	7.4%
归属母公司股东权益	8740	10767	12385	14102	<b>获利能力</b>		68.19%	52.32%	41.08%
<b>负债和股东权益</b>	25825	27708	28097	30834	毛利率(%)	27.9%	28.0%	29.0%	28.4%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	7.4%	7.8%	8.4%	8.4%
单位: 百万元					ROE(%)	13.5%	13.6%	14.2%	13.4%
<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	ROIC(%)	9.6%	10.3%	11.9%	12.5%
<b>经营活动现金流</b>	3006	3137	3715	4150	<b>偿债能力</b>				
净利润	1395	1737	2134	2291	资产负债率(%)	61.6%	55.9%	49.4%	47.1%
折旧摊销	1343	1160	1323	1434	净负债比率(%)	41.8%	35.8%	31.1%	32.9%
财务费用	603	568	521	478	流动比率	0.70	0.84	1.10	1.47
投资损失	-10	-15	-20	-35	速动比率	0.60	0.68	0.88	1.23
营运资金变动	-320	-395	-274	-52	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-6	81	31	34	总资产周转率	0.65	0.70	0.75	0.76
<b>投资活动现金流</b>	-2300	-2318	-1501	-1236	应收账款周转率	18	13	12	14
资本支出	1669	2482	1500	1250	应付账款周转率	4.10	3.80	3.83	4.14
长期投资	-162	-27	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	-794	136	-1	14	每股收益(最新摊薄)	0.79	0.98	1.18	1.27
<b>筹资活动现金流</b>	-1334	-1384	-2114	-406	每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	2.10	2.48	2.77
短期借款	1265	-1049	-1231	-40	每股净资产(最新摊薄)	5.84	7.19	8.28	9.42
长期借款	102	500	500	500	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	561	0	0	P/E	13.99	11.29	9.37	8.72
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	1.89	1.53	1.33	1.17
其他筹资现金流	-2702	-1396	-1383	-866	EV/EBITDA	5	5	4	4
<b>现金净增加额</b>	-634	-565	100	2507					

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
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	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
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		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经营范围包括证券投资咨询业务。