

华新水泥 (600801)

推荐

行业：水泥制造

海外与西藏贡献主要利润，关注未来股东整合带来的机会

公司 8 月 22 日公布 15 年中报，实现收入 64.5 亿元，同比降 11.2%；净利润 8883 万元，同比降 82.34%；扣非后净利润 6397 万元，同比降 85%；EPS 为 0.06 元。

投资要点：

✧ **水泥价格持续下跌，毛利率跌至历史次低，仅略高于 2008 年。**国内经济疲软导致水泥需求上半年下滑，全国水泥均价今年以来下跌 18.7%。公司产能最大的湖北区域是全国下滑最大的。虽然煤炭等成本也在下降，但无法抵销水泥价格的下跌。公司上半年水泥及熟料销售 2329 万吨，同比增长 1.4%，但收入下滑 11.2%。上半年毛利率与净利率为 23.1%与 1.4%，其中毛利率为历史次低，仅较 2008 年的 20.8%高；净利率为历史最低点。单季看，Q2 毛利率为 23.15%，基本于 Q1 的 23.07%持平。三季度的水泥价格仍在下行，8 月初华中价格超跌反弹，预计 Q4 旺季仍会有所上涨，但全国利润明显下滑已成定局。

✧ **公司盈利主要源于海外与西藏，国内水泥业务小幅亏损。**上半年 8883 万净利润中，经常性收益约 6400 万元。其中塔吉克斯坦亚湾水泥贡献了约 4582 万净利润，西藏约 5750 万，柬埔寨 550 万，合计约 1.09 亿元，是利润的最主要来源。因此，国内除西藏以外的区域陷入亏损；目前 Q3 价格继续下行，主要看 Q4 是否上涨及幅度。

✧ **水泥行业基本进入底部，回升仍需时间。**全国水泥前 7 月产量累计下跌 5%，较前 6 月的 5.3%有所缩窄；下半年国家以基建托底经济，水泥需求下滑程度预计将减小。二季度末全国水泥企业基本全部进入亏损状态，我们判断行业已进入底部，再大幅下行的空间与概率不大。但因持续时间仍较短，去产能力度不大。我们认为本轮周期难以依赖经济大幅的强刺激来带动需求，而需要依赖供给端自己的消化。我们判断水泥行业全国反转或需等待至 16 年下半年。

✧ **华新未来关注点在于股东合并后的资产整合、以及海外扩张。**华东股东 Holcim 与拉法基在全球层面上的并购交易已完成，两者在中国区的资产整合预计将于今年下半年至明年上半年进行，我们估计以华新作为主体的概率较大。而拉法基目前中国的资产规模约为华新的 50%左右，或为未来华新国内资产增长提供增量。同时公司近两年在塔吉克斯坦、柬埔寨等国外市场的产能仍将继续扩张，其中塔国二三期各 3000T/D 将于今年与明年底投产；后续还将在其它国家考虑扩张。作为海外这些市场的先进入者，华新能够获得较高的收益，这将保证近几年华新的盈利。

✧ **给予“推荐”评级。**公司短期盈利以国外市场为主，但国内市场后续有望受益于股东合并带来的资产整合机会。预计 15-17 年 EPS 为 0.14、0.49 与 0.99 元，估值相对合理，推荐评级。

✧ **风险提示：水泥价格继续下跌，股东资产整合进展慢于预期。**

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	15996	13490	15333	17477
收入同比(%)	0%	-16%	14%	14%
归属母公司净利润	1222	208	727	1487
净利润同比(%)	3%	-83%	249%	105%
毛利率(%)	29.5%	22.1%	26.5%	31.2%
ROE(%)	12.5%	2.2%	7.5%	13.8%
每股收益(元)	0.82	0.14	0.49	0.99
P/E	12.13	71.09	20.38	9.96
P/B	1.51	1.59	1.52	1.37
EV/EBITDA	6	10	7	5

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 13

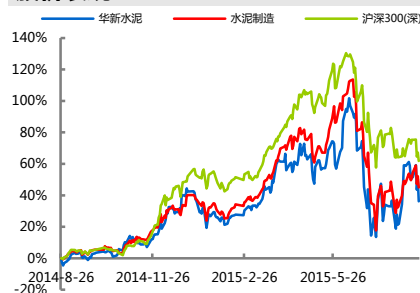
当前股价： 10.01

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,498
流通股本(百万股)	973
总市值(亿元)	150
流通市值(亿元)	97
成交量(百万股)	23.31
成交额(百万元)	244.62

股价表现



相关报告

《华新水泥-1 季度业绩仍将高增长，股价基本反映悲观预期》2014-03-30

《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、经营情况

图 1 公司年度经营情况

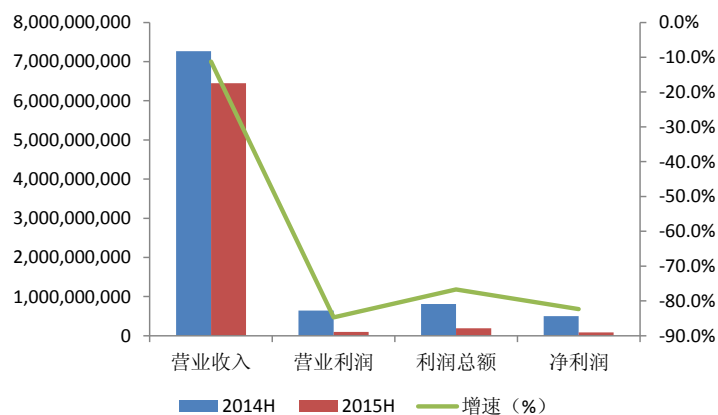
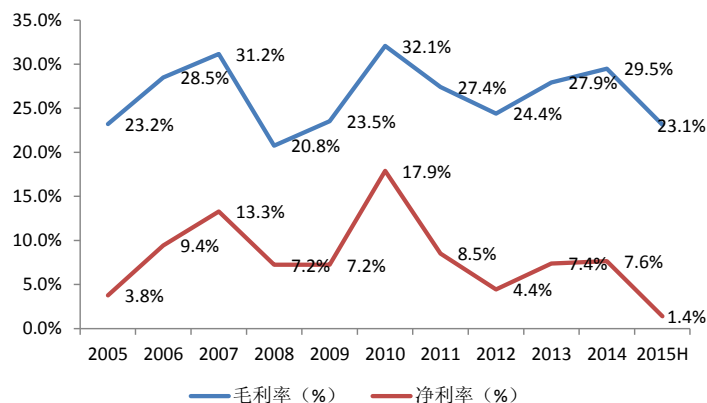


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中国中投证券研究所

表 1 公司分季度经营情况

名称	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
销售收入 (亿元)	134.21	182.54	126.30	41.82	40.58	46.71	27.93	36.57
归属母公司利润	2.03	6.22	1.27	3.76	3.12	4.07	0.29	0.60
毛利率	33.2%	39.1%	35.6%	31.6%	29.2%	30.7%	23.1%	23.2%
净利率	18.4%	22.8%	5.3%	10.9%	10.4%	9.6%	1.2%	3.1%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究所

二、盈利预测

表 2 公司盈利预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
有效熟料产能 (万吨)	4085	4200	4200	4200	4200
有效水泥产能 (万吨)	5311	5400	5650	5521	5742
水泥熟料销量 (万吨)	5082.2	5133.0	5184.3	5339.9	5606.9
+/-	21%	1%	1%	3%	5%
价格 (元/吨)	257.66	259.05	217.0	238.7	262.6
+/-	-3%	1%	-18%	10%	10%
单吨成本 (元/吨)	183.07	178.16	168.00	172.00	175.00
+/-	-8.48%	-2.69%	-5.70%	2.38%	1.74%
单吨毛利 (元/吨)	74.58	80.89	49.00	66.70	87.57
水泥熟料收入 (百万元)	13094.54	13297.23	11250.00	12746.25	14721.91
水泥熟料成本 (百万元)	9304.19	9144.90	8709.67	9184.56	9811.99
水泥毛利率	28.95%	31.23%	22.58%	27.94%	33.35%

混凝土产能（万方）	1500	1600	1600	1600	1600
混凝土销量（万方）	666.7	500.0	400.0	420.0	462.0
+/-	85%	-25%	-20%	5%	10%
价格（元/方）	261.72	279.01	210.00	235.00	250.00
+/-	22%	7%	-25%	12%	6%
单位成本（元/方）	202.66	219.49	160.00	180.00	190.00
+/-	22.35%	8.30%	-27.10%	12.50%	5.56%
单吨毛利（元/方）	59.05	59.52	50.00	55.00	60.00
混凝土收入（百万元）	1744.79	1395.06	840.00	987.00	1155.00
混凝土成本（百万元）	1351.09	1097.44	640.00	756.00	877.80
混凝土毛利率	22.56%	21.33%	23.81%	23.40%	24.00%
其他收入（百万元）	1145.03	1303.87	1400.00	1600.00	1600.00
其他成本（百万元）	750.00	880.00	1162.00	1328.00	1328.00
毛利率	0.34	0.33	0.17	0.17	0.17
合计收入（百万元）	15984.36	15996.15	13490.00	15333.25	17476.91
合计成本（百万元）	11405.29	11122.33	10511.67	11268.56	12017.79

资料来源：公司公告、中国中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	6318	4398	5021	5583
现金	2684	1500	1800	2000
应收账款	809	775	881	1004
其它应收款	229	189	215	245
预付账款	89	74	79	84
存货	1276	1051	1127	1202
其他	1231	809	920	1049
非流动资产	19739	20846	22593	24080
长期投资	492	0	0	0
固定资产	15018	17640	19640	21247
无形资产	2070	2070	2070	2070
其他	2160	1136	883	763
资产总计	26057	25244	27614	29663
流动负债	9239	11067	12682	13432
短期借款	2162	6857	8245	8732
应付账款	3029	2313	2479	2644
其他	4047	1898	1959	2055
非流动负债	5764	3423	3551	3542
长期借款	3268	3268	3268	3268
其他	2496	155	282	273
负债合计	15003	14491	16233	16974
少数股东权益	1273	1423	1623	1893
股本	1496	1496	1496	1496
资本公积	2514	2111	2111	2111
留存收益	5760	5724	6152	7190
归属母公司股东权益	9780	9331	9759	10797
负债和股东权益	26057	25244	27614	29663

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	3840	1534	3322	4318
净利润	1494	358	927	1757
折旧摊销	1429	1306	1591	1862
财务费用	654	617	773	819
投资损失	-10	-9	-9	-9
营运资金变动	179	-359	-101	-106
其它	94	-379	141	-5
投资活动现金流	-1839	-2374	-3338	-3338
资本支出	1756	3283	3347	3347
长期投资	-179	-509	0	0
其他	-262	400	9	9
筹资活动现金流	-1542	-344	316	-780
短期借款	-157	4694	1388	488
长期借款	491	0	0	0
普通股增加	561	0	0	0
资本公积增加	-555	-404	0	0
其他	-1882	-4634	-1072	-1268
现金净增加额	435	-1184	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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	15996	13490	15333	17477
营业成本	11279	10512	11269	12018
营业税金及附加	235	198	225	257
营业费用	1117	1012	1119	1241
管理费用	974	823	920	1049
财务费用	654	617	773	819
资产减值损失	58	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	9	9	9
营业利润	1689	318	1016	2083
营业外收入	326	200	260	300
营业外支出	22	40	40	40
利润总额	1993	478	1236	2343
所得税	500	119	309	586
净利润	1494	358	927	1757
少数股东损益	272	150	200	270
归属母公司净利润	1222	208	727	1487
EBITDA	3773	2241	3380	4763
EPS (元)	0.82	0.14	0.49	0.99

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	0.1%	-15.7%	13.7%	14.0%
营业利润	5.8%	-81.2%	219.7	105.0
归属于母公司净利润	3.5%	-82.9%	248.9	104.6
获利能力				
毛利率	29.5%	22.1%	26.5%	31.2%
净利率	7.6%	1.5%	4.7%	8.5%
ROE	12.5%	2.2%	7.5%	13.8%
ROIC	9.7%	3.4%	6.0%	9.1%
偿债能力				
资产负债率	57.6%	57.4%	58.8%	57.2%
净负债比率	51.38	74.70	75.24	74.83
流动比率	0.68	0.40	0.40	0.42
速动比率	0.54	0.30	0.31	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.53	0.58	0.61
应收账款周转率	18	16	18	18
应付账款周转率	3.70	3.94	4.70	4.69
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.14	0.49	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	2.57	1.02	2.22	2.89
每股净资产(最新摊薄)	6.54	6.24	6.52	7.21
估值比率				
P/E	12.13	71.09	20.38	9.96
P/B	1.51	1.59	1.52	1.37
EV/EBITDA	6	10	7	5

相关报告

报告日期	报告标题
2014-03-30	《华新水泥-1 季度业绩仍将高增长，股价基本反映悲观预期》
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》
2012-10-28	《华新水泥 - 4 季度盈利将持续环比改善》
2012-08-27	《华新水泥 - 两湖景气持续回落》
2012-05-01	《华新水泥 - 外埠水泥冲击，两湖盈利遭遇考验》
2012-03-21	《华新水泥 - 两湖高景气度 12 年存下行可能》
2011-10-31	《华新水泥-行业高景气 公司盈利大幅增长》
2011-04-25	《华新水泥-毛利大幅提升，行业维持景气》
2011-03-31	《华新水泥-经营情况显著改善,重启生产线建设》
2010-11-30	《华新水泥-限电导致产品价格大涨，行业拐点在明年下半年》
2010-07-26	《公司研究_20100726_王钦》
2010-04-28	《华新水泥-公司的冬天来临》
2010-03-31	《华新水泥-决定公司盈利能力的还是湖北区域的情况》
2009-12-24	《华新水泥-处置低利润区域资产，集中资源推进在主要市场的布局》
2009-10-28	《华新水泥-区域产能释放，水泥价格下滑拉低 3 季度业绩》
2009-07-27	《华新水泥-区域产能压力有所显现，公司新线建设与同业并购并举》
2009-04-23	《华新水泥-公司收入延续快速增长的良好势头》
2009-03-11	《华新水泥-沿着“十”字战略大步扩张》

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

王海青,中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

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，10 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为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