



建材 - 水泥
Construction material - Cement

2010年7月26日

市场数据	2010年7月23日
当前价格(元)	17.34
52周价格区间(元)	14.88-27.96
总市值(百万)	4155
流通市值(百万)	1683
总股本(万股)	40360
流通股(万股)	9704
日均成交额(百万)	39
近一月换手(%)	45.33
第一大股东	HOLCHIN B.V.
公司网址	http://www.huaxincem.com

华新水泥(600801)2010年中报点评

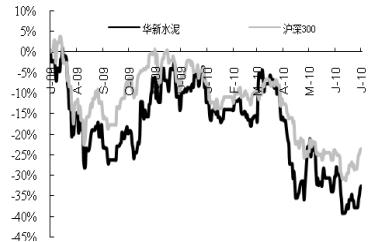
一区域产能集中释放，价格提升存在不确定性

评级：中性

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4770	6349	6906	8665	10628
同比(%)	34%	33%	9%	25%	23%
归属于母公司的净利润(百万元)	290	460	501	260	537
同比(%)	101%	58%	6%	-45%	107%
毛利率(%)	23.75%	20.76%	23.54%	17.31%	20.11%
每股收益(元)	0.88	1.14	1.24	0.64	1.33
PE	19.62	15.21	13.98	26.93	13.04

资料来源：金元证券研究所

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
华新水泥%	-3.3	-19.1	-32.6
沪深300%	0.3	-12.4	-23.5

相关报告

- 2008.6.30《供需持续改善、行业景气延续-2008下半年水泥行业投资策略》
- 2008.7.18《华新水泥中报点评》
- 2008.10.31《华新水泥三季报点评》
- 2009.3.12《华新水泥年报点评》
- 2009.6.26《华新水泥定向增发点评》
- 2009.7.27《华新水泥2009中报点评》
- 2010.4.1《华新水泥2009年报点评》

王昕

+86 755 21515547
Wangxin2@jyzq.cn

公司发布2010年中报，报告期内实现营业收入32.59亿元，同比增长3.44%，增速较去年同期减少5.8个百分点。实现利润总额1.24亿元、归属于母公司股东的净利润7700万元，分别同比下降54.2%、61.4%。按照全部股本摊薄计算每股收益为0.19元。累计综合毛利率为15.31%，较上年同期下降6.72个百分点。二季度单季度毛利率为15.59%，环比提高0.7个百分点，同比下降8.48个百分点。

■ **水泥售价下降，业绩低于预期。**公司业绩低于预期。报告期内公司实现水泥及熟料销量1308万吨，较去年同期增长172万吨，但与此同时，公司水泥平均售价为228.46元/吨(不含税)，较上年同期下降19.32元/吨。销量的增长难以抵消水泥售价下跌的影响，是造成公司收入增速大幅减少的主要原因。

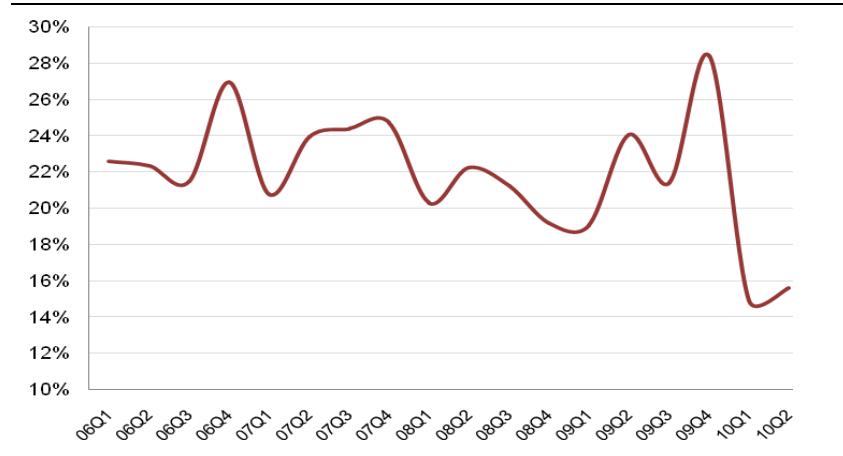
■ **价格低迷缘于产能过剩，煤价上涨挤压利润空间。**我们在之前的报告中曾经提到，公司所在区域面临较大的产能过剩压力。随着区域内新增产能的逐步释放，过剩的压力也随之增加。据公司披露，湖北省2009年新建投产新型干法水泥生产线17条，新增年设计熟料产能1860万吨。2010年上半年湖北区域水泥市场产能过剩严重，市场无序竞争有增无减。在此背景下，难以期待水泥价格有好的表现。而上半年煤炭价格的上涨进一步挤压了公司的利润空间，造成公司水泥毛利率大幅下降。

- **华东、华中收入占比减少，西南区域收入占比增加。**由于缺乏资金等原因，公司错过了拓展湖北省周边市场的最佳时机，公司的“十”字战略并未得到有效的实施，公司的销售仍多集中在湖北省内。去年下半年以来，随着公司四川、重庆、西藏等地生产线的陆续投产，西南区域的收入占比逐渐增加，报告期内公司西南区域的业务收入占比达到 23%，较去年同期提高 10 个百分点，华中及华东区域的收入占比分别为 67% 和 9%，均较去年同期下降了 5 个百分点。目前看来，湖北省内的收入仍占到公司总收入的 50% 以上，随着年内西南区域生产线的进一步达产以及云南景洪生产线的投产，西南区域的收入占比将进一步提升。
- **混凝土业务保持较快增长。**公司是业内较早进行向下游混凝土骨料业务延伸的企业之一。2009 年公司新增 11 条混凝土生产线，公司混凝土产能达到 420 万方。今年上半年，公司新建混凝土搅拌站 2 个，新增产能 40 万方/年，销售混凝土 68.75 万方，同比增长 59.98%；实现营业收入 1.82 亿元，同比增长 54.3%；实现利润总额 2894 万元，同比增长 106.51%。混凝土业务毛利率为 21.29%，同比提高 4.97 个百分点。混凝土收入占比为 5.6%，较去年同期提高 1.9 个百分点。混凝土业务毛利占主营业务利润的比重由去年同期的 2.8% 提升至 7.8%，混凝土业务保持了较快增长。
- **期间费用率略有增加，所得税优惠减少。**报告期内公司期间费用率为 14.14%，较去年同期提高 0.67 个百分点。其中销售费用率为 5.81%，同升 0.33 个百分点；管理费用率为 4.14%，同降 0.2 个百分点；财务费用率为 4.19%，同升 0.53 个百分点。报告期内由于公司部分子公司所得税优惠到期，致使公司综合所得税率由去年同期的 16.1% 提高至 24.86%。
- **下半年区域内新增产能压力仍然较大，价格提升存在不确定性。**湖北省 2009 年上半年的水泥投资达到 44.27 亿元，下半年的水泥投资较上半年略有减少，但仍然达到 40.35 亿元，以上投资所新建的产能将在今年下半年集中释放，湖北省的产能过剩情况仍难以有明显改观。此外其他有助于价格提升的因素，如固定资产投资增加、行业兼并重组、落后产能淘汰等目前看来也尚未出现超预期的情况。在此情况下，区域价格的提升存在不确定性。
- **投资建议：**我们根据公司生产线的建设进度以及目前行业及公司的情况，对盈利预测假设进行了调整，在不考虑定性增发带来的股本

摊薄的情况下，预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为：0.64 元、1.33 元，对应 7 月 23 日收盘价的市盈率分别为 27 倍和 13 倍。下调评级为“中性”。

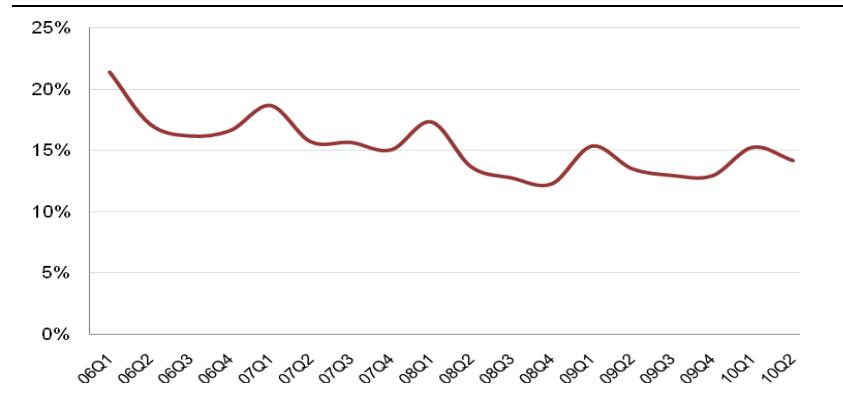
- **风险提示：**生产线建设进度低于预期；区域内产能过剩导致价格下降；区域内固定资产投资低于预期；区域内落后产能淘汰低于预期。

图表 1 公司单季度毛利率走势



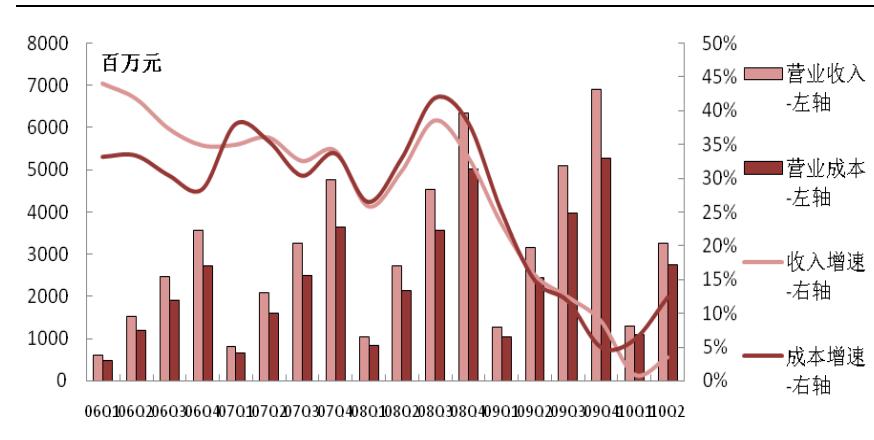
数据来源：Wind 资讯

图表 2 公司季度累计期间费用率走势



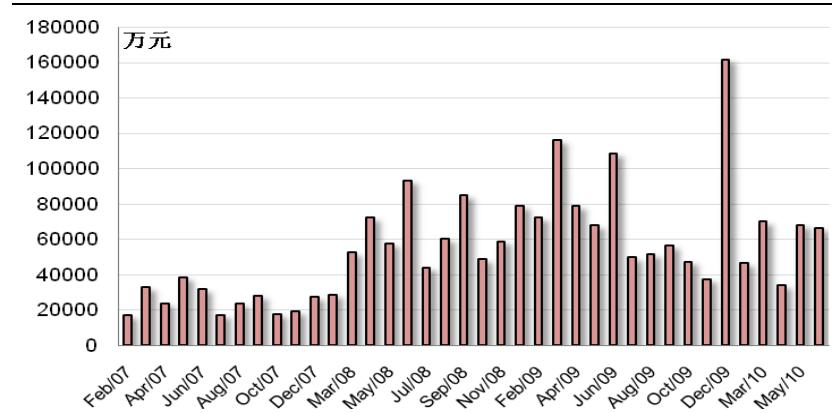
数据来源：Wind 资讯

图表3 公司季度累计营业收入与成本比较



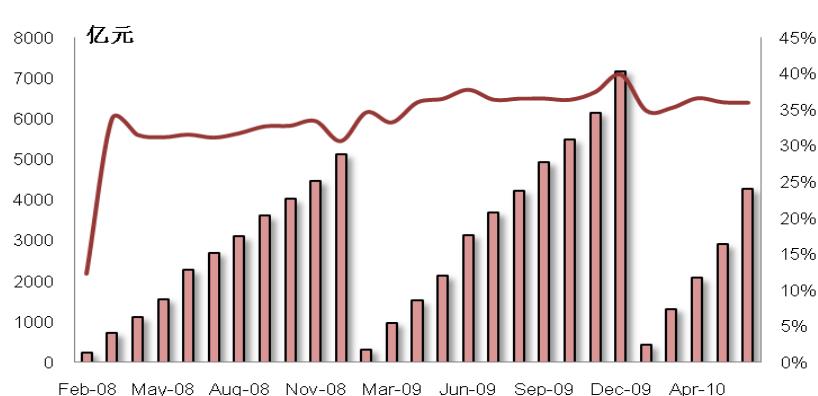
数据来源：Wind 资讯

图表4 湖北省月度水泥固定资产投资额



数据来源：数字水泥

图表4 湖北省月度累计固定资产投资额及增速



数据来源：Wind 资讯

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.