

华新水泥 600801.SH



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

华新水泥：中期业绩低于预期

事件：

公司公布 2009 年半年报，报告显示上半年实现营业收入 32.59 亿元，同比增长 3.44%；归属于母公司所有者的净利润 0.77 亿元，同比下降 61.40%；每股收益 0.19 元，同比下降 61.22%；加权平均净资产收益率 1.71%，比去年减少 3.08 个百分点；每股经营活动产生的现金流量净额为 1.46 元，同比增加 0.03 元；

点评：

■ 中报业绩低于预期。公司上半年业绩不尽如人意，尽管营收方面由于产量增加同比增长 3.44%，但在相关因素影响下利润下滑情况严重，利润总额同比下滑 54.20%，归属于母公司所有者的净利润同比下降 61.40%，每股收益同比下降 61.22%，应该来说，公司中期业绩要低于我们原先的预期。

■ 分产品来看，公司水泥及熟料销量 1308 万吨，较上年同期增长 172 万吨，增幅为 15.08%，水泥业务实现收入 29.51 亿元，同比增长 5.72%，其中 P.032.5 水泥收入 14.22 亿元，同比增长 7.03%，P.042.5 水泥收入 14.02 亿元，同比增长 0.67%；熟料实现收入 1.25 亿元，同比增长 82.96%；混凝土方面上半年新建两个搅拌站，新增产能 40 万方/年，销售 68.75 万方，同比增长 59.98%，收入 1.82 亿元，同比增长 54.3%。

■ 受水泥价格和能源成本拖累，公司销售毛利率同比出现大幅下滑。报告期内，公司水泥销售价格同比下降 19.32 元/吨，水泥及熟料单位销售成本比去年同期增加约 4 元/吨，报告期内公司毛利率为 15.3%，同比下降 6.4 个百分点。

■ 报告期内期间费用率为 14.13%，同比上升 0.66 个百分点；分项来看，销售费用同比增长 9.68%，费用率同比上升 0.33 个百分点；管理费用同比减少 1.32%，费用率同比降低 0.20 个百分点；财务费用同比增长 18.48%，费用率同比上升 0.53 个百分点。公司目前资产负债率为 69.36%，处于近年来高位。

■ 具体来看，公司业绩出现下滑主要有以下几个原因：1、核心市场区域新增产能过大，加大市场无序竞争情况。根据中国水泥协会数据，2009 年公司主导市场湖北地区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，大量产能的集中释放使得原先相对平衡的供需情况受到影响，区域水泥市场价格持续保持低位运行，公司平均售价 228.46 元/吨（不含税），较上年同期下降 19.32 元/吨；2、能源成本大幅上升。今年以来，煤炭价格相比去年同期出现较大上涨，造成公司外购煤炭成本大幅提升；3、公司东南区域、西南区域 2009 年四季度以来新投产的水泥生产线未实现盈利。

建筑建材

评级：中性

上次评级：

目标价格：

上次预测：

当前价格：¥17.34

2010.7.25

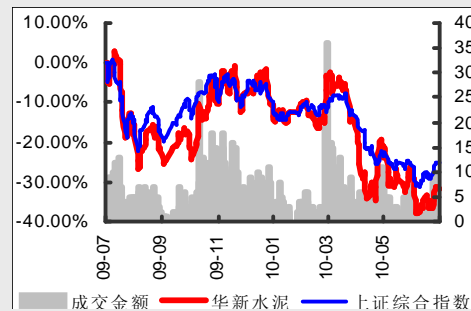
基础数据

总市值（百万元）	7005
总股本/流通 A 股（百万股）	404/97
流通市值（百万元）	1681
每股净资产（元）	11.17
净资产收益率（%）	1.71

交易数据

52 周内股价区间（元）	14.88 ~ 27.96
静态市盈率（倍）	13.98
动态市盈率（倍）	46.95
市净率（倍）	1.55

52 周内股价走势图



解文杰

行业研究员

执业证书编号

S0820208110015

电话

021-32229888*3506

邮箱

xiewenjie@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

图 1：湖北省武汉地区水泥价格图（含税价）

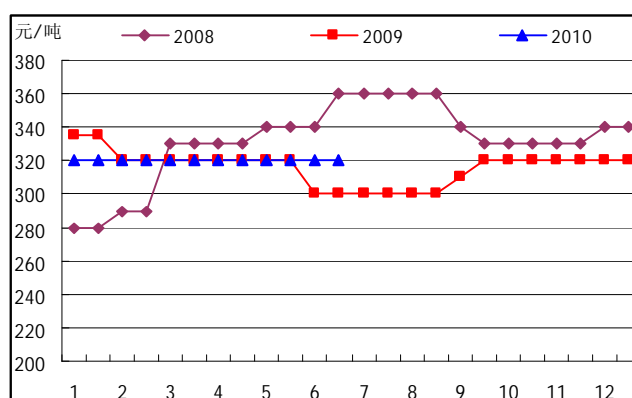
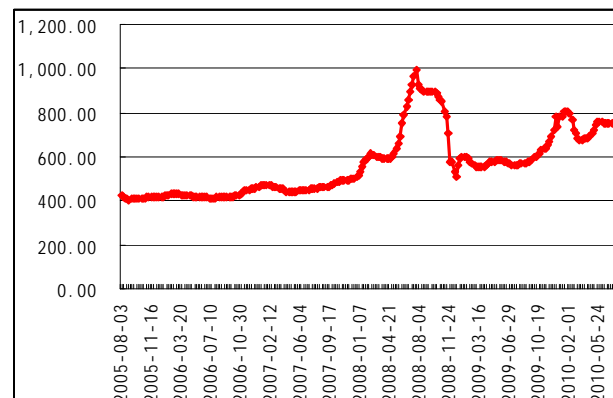


图 2：动力煤价格（山西优混）



资料来源：数字水泥网

图 3：公司毛利率图

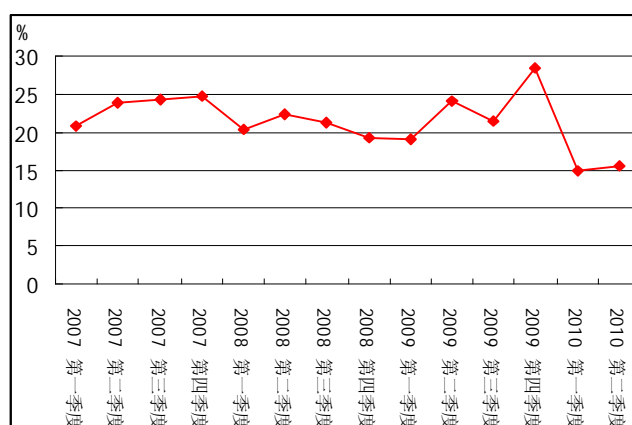
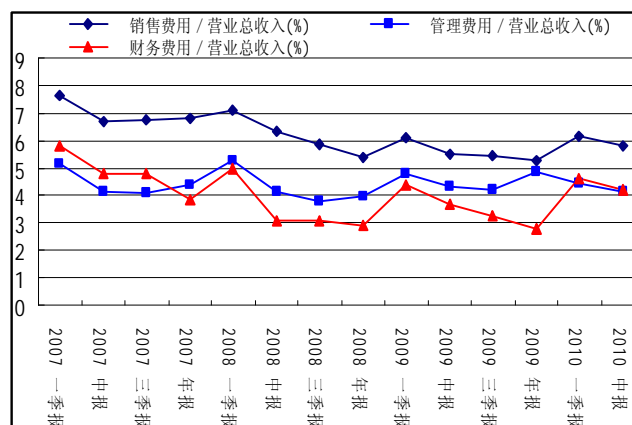


图 4：公司期间费用图



资料来源：爱建证券研究总部整理

目前在线生产线情况。09年公司新增熟料产能1000万吨/年，水泥产能1430万吨/年，水泥整体产能规模突破5000万吨。根据中报公司披露的情况，目前在建项目包括湖南道县1*4000T/D、四川万源1*2500T/D、昆明东川1*2000T/D、红塔水泥（景洪）1*2500T/D、迪庆1*2000T/D、西藏二期1*2000T/D等6条生产线，合计将新增年水泥产能约500万吨左右，2010年新增增加幅度大概为10%左右。同时，我们也看到，新增熟料生产线加上投资金额多少23亿左右，公司目前的资产负债率达到69.36%，达到近年来的最高水平，资金压力有所上升，而我们也注意到公司的在建生产线普遍都在10年完成，11年后公司新增生产线大为减少，产能释放压力基本减轻，因此未来新增产能推动公司的业绩大幅上升的可能性并不是很大，公司业绩的改善还是要通过区域市场的供需结构的改善对盈利状况的影响来实现。

表 1、新建熟料生产线

项目名称	项目金额	项目进度
湖南道县 4000T/D 熟料水泥生产线	概算总投资为 42966 万元	累计完成投资 41908 万元。设备安装完成 85%。计划 7 月点火投产
四川万源 2500T/D 熟料水泥生产线	概算总投资为 31805 万元	土建收尾，设备安装完成 80%。计划 8 月投产
昆明东川 2000T/D 熟料水泥生产线	概算总投资为 35000 万元	土建收尾，设备安装完成 75%。计划 8 月底投产

请务必阅读正文之后的重要声明

华新红塔水泥（景洪）有限公司 2500T/D 熟料水泥生产线技改工程	概算总投资为 35000 万元	桩基完成 80%，施工单位进场
华新水泥(迪庆)有限公司 2000T/D 熟料水泥生产线工程	概算总投资为 29095 万元	窑线交安，水泥粉磨系统土建完成 80%。计划三季度投产。
西藏二期 2000T/D 熟料水泥生产线	概算总投资为 34953 万元	3 月 31 日点火投产。6 月 18 日余热发电项目并网发电

资料来源：公司公告

表 2、在建余热发电项目

项目名称	项目金额	项目进度
宜昌余热发电项目	概算总投资为 6352 万元	6 月 27 日一期并网发电
黄石余热发电项目	概算总投资为 9056 万元	安装收尾，预计 7 月并网发电
昭通余热发电项目	概算总投资为 6088 万元	土建施工完成 40%

资料来源：公司公告

目前公司主要市场湖北市场还将处于产能过剩的消化和平衡阶段。2010 年 5 月份，湖北地区本月水泥产量 850.26 万吨，同比增长 42.59%，环比增长 3.51%，2010 年 1-5 月，水泥累计产量达到 3455.11 万吨，比去年同期增长 43.93%，熟料累计产量 2066.87 万吨，比去年同期增长 40.61%。

从湖北省 2001-2009 年水泥固定资产增速以及近一年来湖北的月度水泥资产投资数据可以看出，湖北省 2006 年以来水泥固定资产投资走出谷底，一路上行，在 2008 年达到增速高峰，2008 年水泥固定资产投资达到 67.88 亿元，同比增速更是高达 146.20%，09 年整体尽管增速下滑至 24.70%，但绝对数仍然高达 84.62 亿元，正是如此大规模的水泥固定资产投资建设，使得 09 年以来湖北本地的新增产能扩张迅猛，直接造成了目前本地水泥行业盈利状况的恶化。虽然从近一年的月度水泥资产投资数据上来看，我们发现同比增速持续下滑，今年上半年更是一一直处于负增长阶段，这或将有助于今后的供求状况得以改善，但是就目前来看，我们认为此种情况还将持续，至少在下半年和明年上半年还将处于产能过剩的消化和平衡阶段，在此期间实际赢利状况很难好转。

图 5：湖北省 2001 年-2009 年水泥固定资产增速

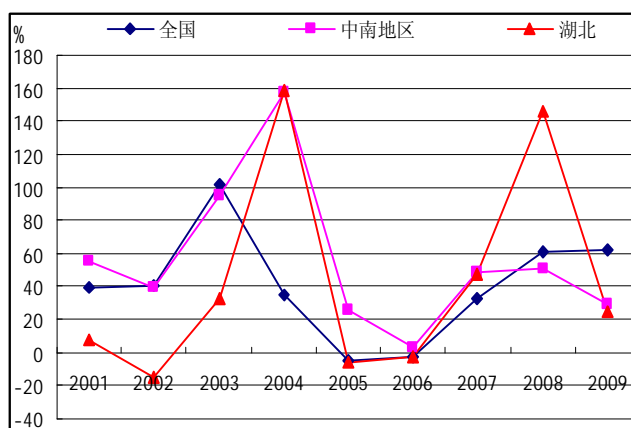
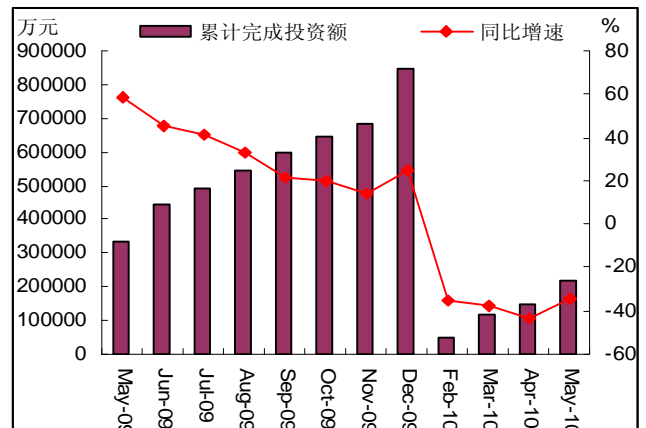


图 6：湖北省近一年以来水泥资产投资情况：月度



资料来源：爱建证券研究总部整理

截止 2010 年 5 月份，湖北本地水泥企业 171 家，实现产品销售收入 114.48 亿元，同比增长 35.47%，

实现利润总额 0.15 亿元, 同比下降 96.86%, 亏损企业个数达到 72 个, 占比达到 42.11%。水泥库存达到 10.89 亿元, 同比增长 26.99%, 处于近几年高位。

图 7: 湖北省水泥企业销售利润率数据

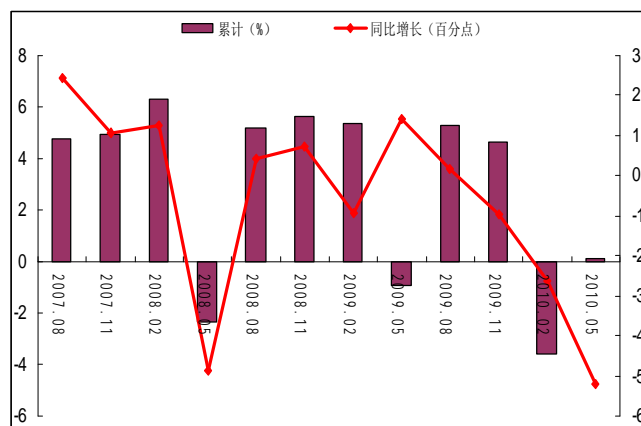
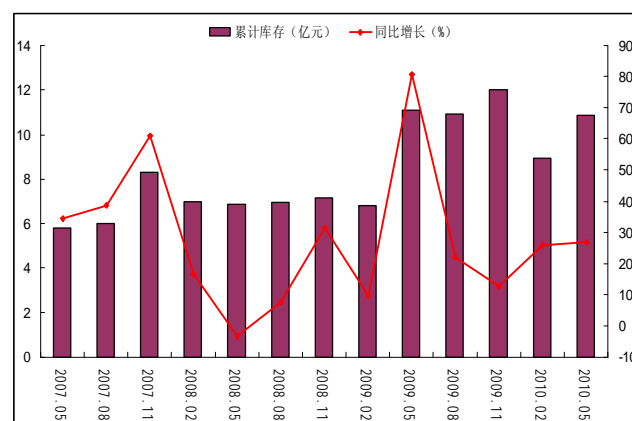


图 8: 湖北省水泥企业库存变化



资料来源: 爱建证券研究总部整理

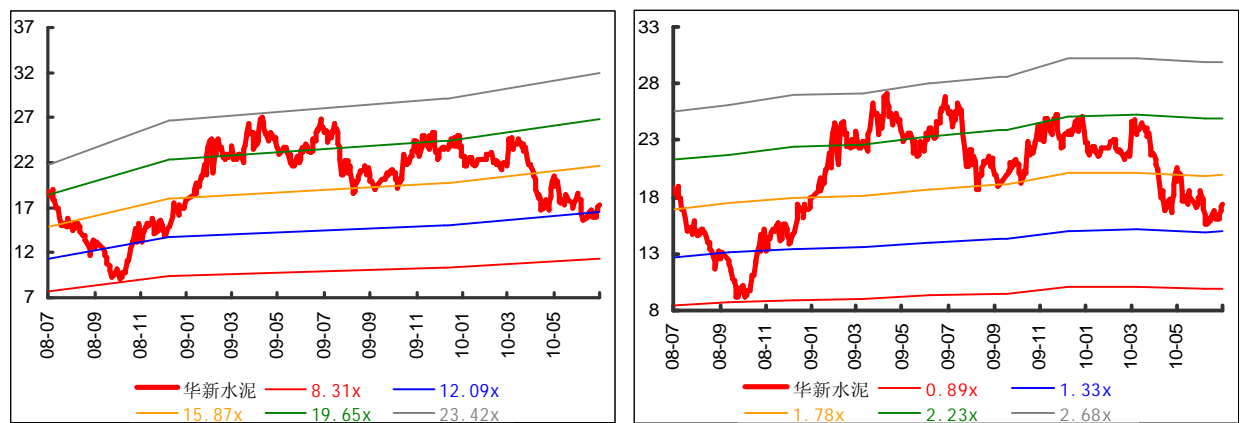
I 估值及投资建议。我们预计公司 2010 年、2011 年每股收益为 0.37 元、0.72 元, 相对目前的股价 PE 为 46.95 倍、24.08 倍, PB 为 1.55 倍, 尽管公司目前的市净率在行业中处于低位, 但是我们认为公司所处市场的产能过剩的消化进程仍然有待观察, 赢利状况的改善也是一个逐步的过程, 因此我们暂时给予“中性”评级。

表 3: 青龙管业盈利预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4770.11	6349.46	6906.33	7449.86	8621.72
减: 营业成本	3637.04	5031.29	5280.59	6146.13	7026.70
营业税金及附加	64.97	78.70	94.30	101.72	117.72
营业费用	324.03	340.34	362.86	391.41	452.98
管理费用	209.32	251.68	335.26	327.95	379.54
财务费用	182.64	184.78	192.81	256.08	205.11
资产减值损失	-0.27	0.74	15.61	0.00	0.00
加: 投资收益	2.23	0.56	0.77	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	354.62	462.49	625.67	226.56	439.67
加: 其他非经营损益	94.20	114.46	90.92	0.00	0.00
利润总额	448.82	576.94	716.60	226.56	439.67
减: 所得税	109.45	42.00	150.79	56.64	109.92
净利润	339.37	534.94	565.80	169.92	329.75
减: 少数股东损益	49.12	74.96	65.30	19.61	38.06
归属母公司股东净利润	290.25	459.98	500.51	150.31	291.70

资料来源: 爱建证券研究总部

图 9：华新水泥 PE/PB Bands



资料来源：爱建证券研究总部整理

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。