



区域景气度低迷，净利减六成

——华新水泥（600801）2010年中期财报点评

2010年7月27日

中性/首次

华新水泥

财报点评

银国宏 执业证书编号：S1480109050668

俞鹏程 建筑材料行业, 010-66507325, MSN: penny2517457@hotmail.com

事件：

2010年7月24日，华新水泥发布2010年中期业绩报告，报告期内公司水泥及熟料销量1308万吨，较去年同期增长172万吨，同比增长15.08%；实现营业收入32.59亿元，同比增长3.83%；实现营业利润5360.55万元，同比减少76.66%；实现净利润7706.6万元，同比减少61.4%，每股收益0.19元，同比减少61.22%。

公司分季度财务指标

指标	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1
营业收入（百万元）	2724.53	3624.93	3150.97	3755.36	3259.29
增长率（%）	31.01%	34.73%	15.65%	3.60%	3.44%
毛利率（%）	21.52%	20.19%	22.03%	24.81%	15.31%
期间费用率（%）	13.61%	11.20%	13.47%	12.42%	14.14%
营业利润率（%）	6.56%	7.82%	7.29%	10.54%	1.64%
净利润（百万元）	191.15	268.83	199.67	300.84	77.07
增长率（%）	74.42%	48.81%	4.46%	11.91%	-61.40%
每股盈利（季度，元）	0.47	0.67	0.49	0.75	0.19
资产负债率（%）	52.46%	54.16%	60.26%	63.06%	69.36%
净资产收益率（%）	4.68%	6.53%	4.50%	6.30%	1.86%
总资产收益率（%）	2.22%	2.99%	1.79%	2.33%	0.57%

评论：

积极因素：

- 公司在西藏和云南等区域的营业，尽管一段时间内生产受到电力供应紧张的影响，但在客户管理、价格维护等方面的工作见到了成效，依然保持了较强的盈利势头，成为公司上半年经营的亮点。
- 公司混凝土业务是主营业务中的另一个亮点，该业务在报告期内营收和营业利润率均实现了大幅增长（分别同比增长54.3%和30.45%）；公司报告期内新建混凝土搅拌站2个，新增产能40万方/年；上半年公司销售混凝土68.75万方，实现营业收入182,290,167元，实现利润总额28,946,638元，同比增长106.51%。
- 公司AFR环保业务取得新的进展。宜昌秭归年处理三峡漂浮物10万方项目已经竣工；武穴日处理200吨生活垃圾预处理工厂项目已开工，预计年底可建成。

消极因素：

- 外部因素：公司产品主导市场所在的湖北区域（区域营收占比52.48%），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，10年上半年这些产能集中释放。在新增产能集中释放、落后产能数量依然较大的背景下，2010年上半年湖北区域水泥市场产能过剩严重，报告期内湖北区域水泥价格同比下滑严重（同比下降19.32元/吨），对该区域的水泥工厂的盈利产生很大的负面影响；公司营收大幅增长的地区（湖南，四川和重庆）水泥售价跌幅较大，三区域营收占比接近25%，对公司盈利影响较大；受煤炭价格上升影响，水泥及熟料单位销售成本比上年同期增加约4元/吨；受上述影响公司毛利率从去年的21.7%大幅下降至今年的15.3%，是公司净利润大幅减少的主要原因。
- 内部因素：公司在湖北区域尽管运行了余热发电项目，部分降低了电力成本，但煤炭外购价格的上升，以及煤炭消耗、工厂维修维护控制等未达到内控目标，导致成本较去年同期上升，上半年公司该区域十几家工厂的盈利总和为负数。
- 公司西藏和云南区域盈利状况较好，但总的来说，这两个区域的营收占比仅约10%，对公司整体盈利的改善作用并不大；同样，公司的混凝土业务营收占比也仅约5.6%，对改善公司的盈利能力作用也较小。

业务展望：

公司10年下半年将投产的生产线包括西藏二期2000T/D熟料水泥生产线，昆明东川2000T/D熟料水泥生产线以及云南迪庆的2000t/d熟料水泥生产线，均处在水泥行业景气度较高的区域，在一定程度上将增强公司的盈利能力；而湖南道县4000T/D熟料水泥生产线和四川万源2500T/D熟料水泥生产线处在产能投放过剩，竞争激烈，水泥价格同比下降的区域，盈利能力有限。预计下半年公司盈利改善程度有限，但继续下滑的可能性不大。

公司的非公开增发方案已于今年3月和5月分别获得商务部和湖北省发改委的核准，尚待证监会核准。公司目前的资产负债率高达69.36%，若此次非公开发行获批将有效降低公司的资金成本。

盈利预测及投资建议

我们预计公司10年至12年每股收益分别为0.54元，0.88元和1.34元，对应的PE分别为31.4倍，19倍和12.76倍，基于业绩低于普遍的市场预期，且当前估值相对较高，给予其中性评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	6,349.46	6,906.33	8,500.00	9,985.00	11,200.00
主营收入增长率	33.11%	8.77%	23.08%	17.47%	12.17%
EBITDA（百万元）	1,094.44	1,373.32	1,450.58	1,692.40	1,966.11
EBITDA 增长率	17.70%	25.48%	5.63%	16.67%	16.17%
净利润（百万元）	459.98	500.51	219.31	356.51	540.21
净利润增长率	58.48%	8.81%	-56.18%	62.56%	51.53%
ROE	11.31%	10.99%	4.61%	7.03%	9.72%
EPS（元）	1.180	1.240	0.543	0.883	1.338
P/E	14.47	13.77	31.43	19.34	12.76
P/B	1.69	1.51	1.45	1.36	1.24

资料来源：东兴证券

分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事建筑材料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供之信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。