

华新水泥（600801） 建材

—盈利水平有望逐步回升

2010 年 7 月 26 日

投资评级	推荐	公司评级	B	收盘价	17.08	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：

2010年上半年公司实现营业收入32.59 亿元，同比增长3.44%；实现营业利润5361 万元，同比减少76.66%；实现净利润7707 万元，同比减少61.40%；实现每股收益0.19 元。

结论：

未来几年湖北及周边省份固定资产投资有望继续快速增长，将带动水泥需求及价格逐步回升，加之公司新增产能陆续释放，公司未来盈利能力有望逐步提升；预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.65、1.06、1.49 元，目前股价 17.08 元，2011 年 PE 为 16 倍，PB 仅为 1.5 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

正文：

◆ 湖北水泥价格下降严重拖累公司盈利

占公司营业收入53%的湖北水泥产能过剩，导致公司在水泥销量增加15.08%的情况下，营业收入仅增长3.44%；加之煤炭价格同比上涨较大，致使公司毛利率下降高达6.72%；销售净利率更是下降4.33%至2.85%，若非投资收益及营业外收入，公司上半年基本不盈利。

◆ 湖北水泥市场表现糟糕，西南市场及混凝土销售成为亮点

受到湖北水泥价格大幅下降拖累，公司来自湖北的营业收入同比下降13.30%；湖南及四川新增产能释放导致其营业收入大幅度增加；部分弥补了湖北收入下降的影响；公司混凝土销售收入1.82亿元，同比增长54.30%，利润增长高达106%。

◆ 定向增发若成功实施有望进一步提升公司盈利能力

8 月份公司重新启动定向增发计划，拟向包括大股东在内的投资者募集资金不超 19.06 亿元，主要用于公司的 15 个纯低温余热发电项目、28 个混凝土搅拌站项目以及归还贷款等，根据公司预测，增发项目完全达产后年贡献利润总额高达 3.61 亿元，若增发成功将进一步提升公司的盈利水平。

◆ 未来将受益于湖北在内的中西部固定资产投资的快速增加

包括湖北在内的中西部地区受到政策的扶持及城市化的快速推进，固定资产投资在未来几年仍将快速增长，将带动水泥需求的增长及价格的回升；并逐步消化目前的过剩产能；公司作为湖北市场的龙头，随着新增产能的逐步释放及毛利率的进一步回升，盈利能力将有望逐步回升。

联系方式

研究员：	包社
执业证书编号：	S0020108081173
电 话：	021-51097188-1923
电 邮：	baoshe@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

湖北水泥价格下降严重拖累公司盈利

湖北省在2009年投产新型干法水泥孰料生产线18条，新增水泥孰料产能2100万吨；导致今年上半年全省共生产水泥3727万吨，增长28.01%；生产水泥孰料2357.1万吨，增长28.95%。新增产能在今年上半年大量释放，导致湖北水泥市场产能过剩，竞争趋于激烈，水泥价格大幅度下降，大部分生产线处于微利或亏损状态。

公司上半年水泥及孰料销量1308 万吨，同比增长15.08%，营业收入仅增长3.44%；主要是由于湖北水泥价格的大幅下降，而公司营业收入的53%来自于湖北。受此拖累来自湖北的营业收入同比减少13.30%。若非公司在重庆、四川等地的新增产能释放，公司的营业收入同比去年将大幅度减少。

湖北水泥价格大幅下降，加之水泥的主要原材料煤炭价格同比上涨近20%，导致公司毛利率同比下降6.72%；严重拖累公司的盈利能力，公司的营业利润同比下降高达76.66%，若非投资收益及营业外收入大幅增长，公司上半年已基本不盈利。

图 1 营业收入及同比增速 (2007H1-2010H1)

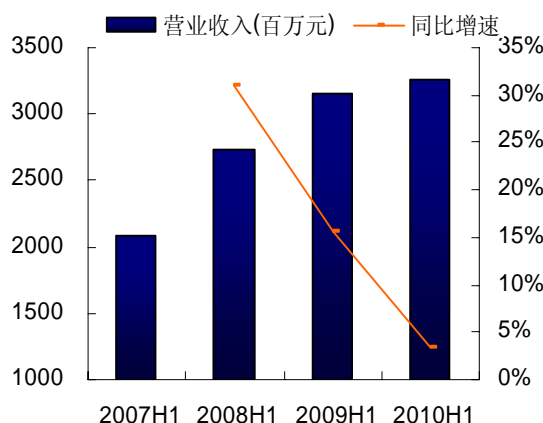
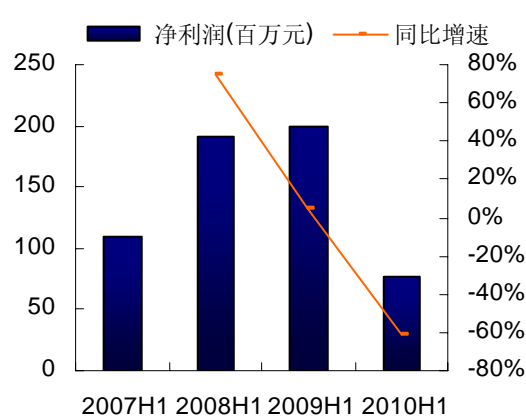


图 2 净利润及同比增速 (2007H1-2010H1)



资料来源: WIND、国元证券研究中心

资料来源: WIND、国元证券研究中心

湖北水泥市场表现糟糕，西南市场及混凝土销售成为亮点

不过欣喜的是西南市场及混凝土销售增长迅猛为公司增添一抹亮点，上半年公司的混凝土销售收入为1.82亿元，同比增长54.30%，利润增长高达106%；同时四川及重庆受到新增产能释放，上半年营业收入分别增至1.68亿元、2.66亿元，由于当地水泥价格高企，维持在较高的盈利水平，由于西南市场及混凝土销售在公司营业收入中占比不足20%，并不能阻止公司利润的大幅下滑。

图 1 各地区营业收入 (2009H1-2010H1)

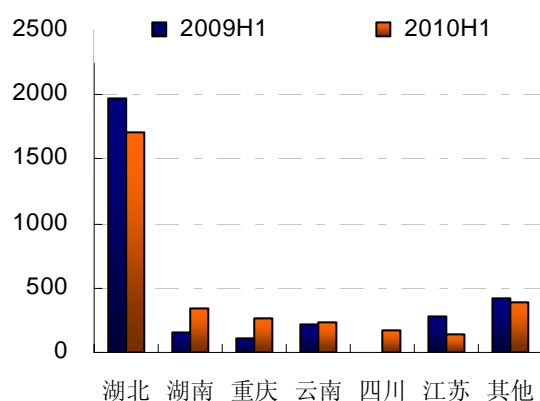
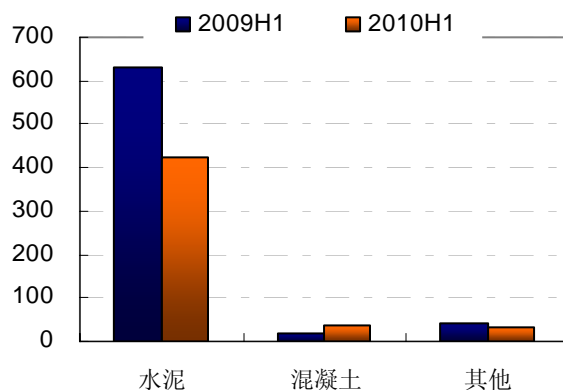


图 2 各行业毛利润 (2009H1-2010H1)



资料来源: WIND、国元证券研究中心

资料来源: WIND、国元证券研究中心

定向增发若成功实施有望进一步提升公司盈利能力

8月份公司重新启动定向增发计划，董事会通过决议以每股20.29元向包括大股东在内的投资者定向增发不超过1.35亿股，拟募集资金不超过19.06亿元；大股东Holchin B.V.承诺以其目前持股比例进行认购。

拟募集资金用于投资15个纯低温余热发电项目、28个混凝土搅拌站项目以及归还贷款等，以上项目在生产期内预计实现年利润总额3.61亿元，平均投资回报在4-5年；投资回报率较高；同时以上项目减少煤炭消耗和二氧化碳的排放，社会环境效益非常显著。

不过由于增发价仍高于公司目前股价，且需要通过相关审批程序，增发何时完成以及完成效果如何尚需要进一步观察。

未来将受益于湖北在内的中西部固定资产投资的快速增加

包括湖北在内的中西部地区受到政策的支持及城市化的快速推进，近几年固定资产投资保持快速增加，其中2009年湖北固定资产投资总额7184亿元，同比增长39.9%，2010年为4281亿元，同比增长36.0%，仍远高于全国固定资产投资总额的同期增速。

固定资产投资的快速增长进一步带动水泥投资及产能的快速增长，公司主要产能分布于湖北为主的中南（包括广东）及四川、重庆为主的西南地区；2009年这两大地区的水泥固定资产投资增速分别为29.2%及112.4%，其产能大多在2009年下半年陆续释放，导致竞争趋于激烈；公司上半年水泥平均售价仅为228元，远低于全国平均的售价水平。不过这两大区域已大幅降低水泥的投资，2010年上半年中南及西南地区的水泥固定资产投资增速仅同比增长0.3%、5.0%，将进一步减少这两大地区未来的产能过剩压力。公司目前的产能除湖北外，基本上处于这两大区域内。

随着这两大地区未来固定资产投资的继续快速增长，对水泥需求将进一步增长，而且产能将逐步得到消化，并带动水泥价格的逐步回升；公司作为湖北市场的龙头，盈利能力将有望逐步回升。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2544	3819	4960	6686	营业收入	6906	8288	10359	12639
现金	1338	1500	2137	3255	营业成本	5281	6837	8391	10174
应收账款	298	528	609	743	营业税金及附加	94	99	124	152
其它应收款	100	408	510	622	营业费用	363	439	539	657
预付账款	37	124	155	190	管理费用	335	365	445	531
存货	629	1139	1398	1695	财务费用	193	296	329	343
其他	143	120	150	180	资产减值损失	16	5	6	7
非流动资产	12040	13236	14107	14516	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	17	17	17	投资净收益	1	50	30	40
固定资产	7354	9842	11161	11607	营业利润	626	296	554	814
无形资产	1085	1095	1110	1120	营业外收入	97	110	120	130
其他	3583	2282	1819	1771	营业外支出	6	10	15	18
资产总计	14584	17055	19067	21201	利润总额	717	396	659	926
流动负债	4277	5681	6628	7690	所得税	151	87	145	204
短期借款	648	866	900	1000	净利润	566	309	514	723
应付账款	1387	1906	2279	2654	少数股东损益	65	48	86	120
其他	2241	2909	3449	4036	归属母公司净利润	501	261	429	602
非流动负债	4919	5758	6308	6658	EBITDA	1378	2190	3121	3963

长期借款	4698	5498	5998	6298	EPS (元)	1.24	0.65	1.06	1.49
其他	221	260	310	360					
负债合计	9196	11439	12936	14348	主要财务比率				
少数股东权益	833	881	966	1087	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	404	404	404	404	成长能力				
资本公积	2526	2526	2526	2526	营业收入	8.8%	20.0%	25.0%	22.0%
留存收益	1626	1807	2235	2837	营业利润	35.3%	-52.7%	87.2%	46.9%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润				
益	4555	4736	5164	5766	润	8.8%	-47.8%	64.0%	40.5%
负债和股东权益	14584	17055	19067	21201	获利能力				
现金流量表					毛利率	23.5%	17.5%	19.0%	19.5%
单位:百万元					净利率	7.2%	3.2%	4.1%	4.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	11.0%	5.5%	8.3%	10.4%
经营活动现金流	1494	1868	3280	3999	ROIC	8.2%	5.2%	7.4%	9.5%
净利润	566	309	514	723	偿债能力				
折旧摊销	560	1598	2237	2805	资产负债率	63.1%	67.1%	67.8%	67.7%
财务费用	193	296	329	343	净负债比率	65.73%	64.38%	62.60%	60.62%
投资损失	-1	-50	-30	-40	流动比率	0.59	0.67	0.75	0.87
营运资金变动	174	-272	220	161	速动比率	0.44	0.47	0.53	0.64
其它	3	-13	9	8	营运能力				
投资活动现金流	-3486	-2667	-3062	-3153	总资产周转率	0.55	0.52	0.57	0.63
资本支出	3415	2726	3040	3140	应收账款周转率	30	20	18	18
长期投资	-17	-1	5	5	应付账款周转率	4.43	4.15	4.01	4.12
其他	-88	58	-17	-8	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2311	961	420	272	每股收益	1.24	0.65	1.06	1.49
短期借款	-641	217	34	100	每股经营现金流	3.70	4.63	8.13	9.91
长期借款	2774	800	500	300	每股净资产	11.29	11.73	12.80	14.29
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	48	0	0	0	P/E	13.77	26.37	16.08	11.45
其他	130	-56	-114	-128	P/B	1.51	1.46	1.33	1.20
现金净增加额	320	162	637	1118	EV/EBITDA	9	6	4	3

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn