

2009 年 03 月 10 日

市场数据(人民币)

市价(元)	23.57
已上市流通A股(百万股)	89.11
总市值(百万元)	9,512.85
年内股价最高最低(元)	30.94/9.15
沪深 300 指数	2240.78
上证指数	2158.57
2007 年股息率	0.50%


相关报告

- 1 《3Q 高增长:内涵增长 VS 毛利率下降》, 2008.10.30
- 2 《中期增长74.4%:内涵式增长的代表》, 2008.7.17
- 3 《年报四大亮点 VS 两大软肋》, 2008.3.19

贺国文

 (8621)61038234
 hegww@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华新水泥 (600801.SH)

——2008 年年报点评

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.314	0.719	1.140	1.323	2.238
净利润增长率	104.16%	129.03%	58.48%	15.92%	69.13%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.178	1.477
市盈率(倍)	23.27	40.98	12.99	17.82	10.53
行业优化市盈率(倍)	36.18	56.14	26.24	26.24	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
PE/G(倍)	0.22	0.32	0.22	1.12	0.15
已上市流通A股(百万股)	71.44	75.28	89.11	75.28	75.28
总股本(百万股)	328.40	328.40	403.60	403.60	403.60

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

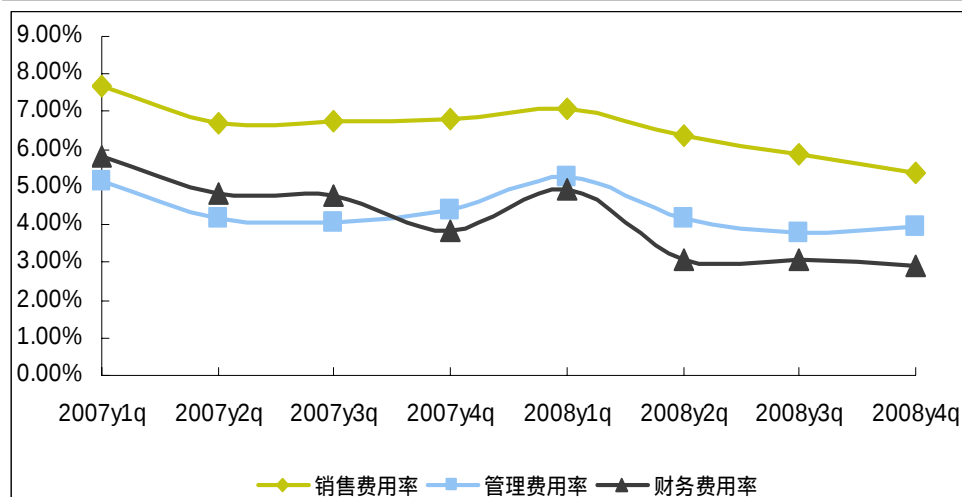
事件

- 华新水泥近日公布 2008 年年报:实现营业收入 63.49 亿元,同比增长 33.11%;归属于上市公司母公司净利润 4.60 亿元,同比增长 58.48%,按期末股本摊薄后 EPS 为 1.140 元/股。

我们的观点
年报简评

- 这是一份与我们预期非常接近的年报,我们之前对华新水泥 2008 年的 EPS 预期为 1.141 元/股,成为三大水泥股中 2008 年业绩增速最快的公司。
- 分解利润驱动的因素,主要来自于以下几个方面:
 - ◆ 全年实现水泥和熟料的销售总量为 2788 万吨(统计口径),同比增长 20.1%,公司水泥平均每吨售价(含税)达到 290.17 元,较 2007 年上涨 26.96 元/吨。产销量和水泥价格的提高,使公司实现营业收入 63.49 亿元,比 2007 年增长 33.11%,成为业绩增长的重要原因。
 - ◆ 内涵式管理水平的提高是我们一直倡导的理念,尤其在 Holchim 相对控股华新水泥后,相关管理人员的派驻和管理方法、理念的输入将对华新水泥作为老国企的管理起到很大的提升作用,从 2008 年年报的三项费用的控制方面来看,我们认为,内涵式增长是华新水泥能取得快速增长的最重要原因,因为三项费用率合计下降了 2.78 个百分点,基本弥补区域压力带来的毛利率下降。

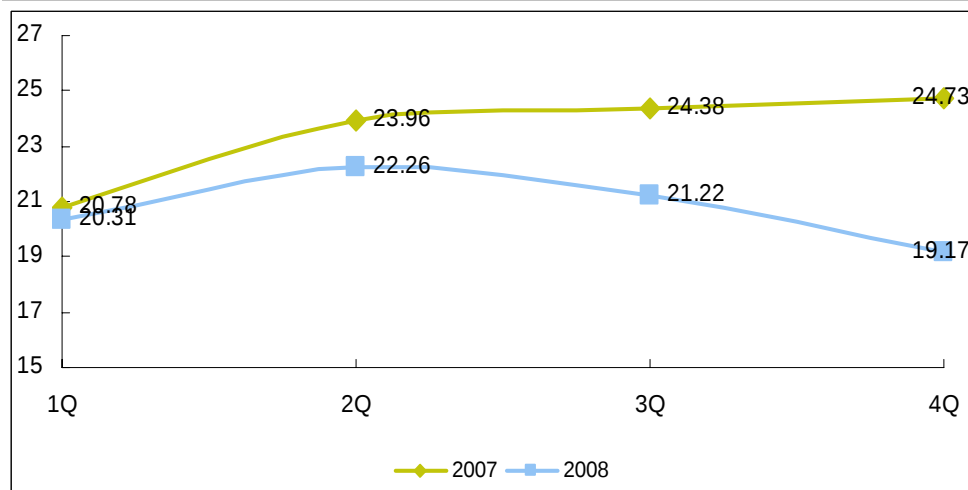
图表1：期间费用近两年的逐季下降趋势



来源：国金证券研究所

- ◆ 毛利率的下降是在预期之内，但 2008 年较去年下降 2.99 个百分点，四季度较三季度环比下降 2.05 个百分点，四季度同比下降 5.56 个百分点的幅度是大于我们预期的，全年煤炭价格上涨幅度达 45.27% 是对毛利率最大的侵蚀。

图表2：单季毛利率变化情况（%）



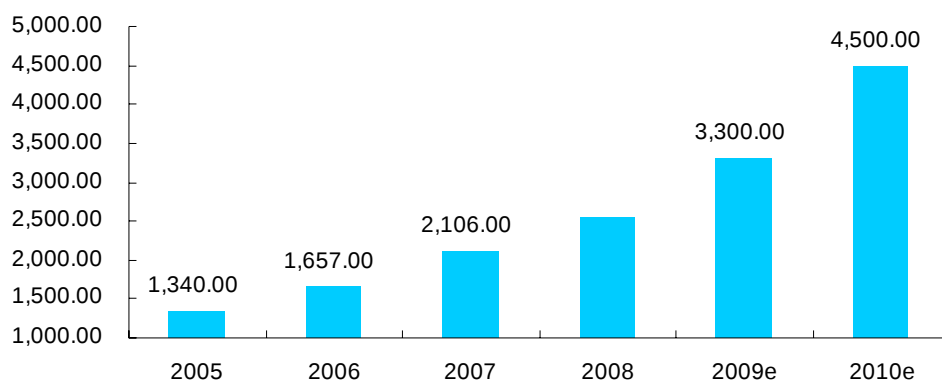
来源：国金证券研究所

- ◆ 另外，由于国产设备抵免等优惠原因，公司 2008 年的有效税率从 2007 年的 24.39% 下降到 7.28% 也是造成公司净利润快速增长的重要原因。

公司 2009 年仍将继续迎来产销快速增长阶段

- 截至 2008 年底，华新水泥已经具备 3850 万吨的水泥生产能力，目前正在建的生产线投产后确定性增加水泥产能 1345 万吨，即 2009 年的水泥产能至少在 5200 万吨以上，形成 2010 年的产销量。因此，我们认为，华新水泥从 2009 年开始将步入产销量的快速增长阶段。

图表3：最近几年公司水泥产销量增长状况（统计口径，万吨）



来源：国金证券研究所

- 对于新增产能区域的供求关系判断：未来华新水泥的主要增量市场还是在两湖地区和川渝地区，对于两湖地区，我们认为这个区域的景气比较优势相对于西北、华北而言，至少在 2009 年看来比较优势并不明显，但同样，如果此轮基建投资在两湖地区存在超预期的可能性（两湖地区的希望很大程度上取决于区域内的基建需求）；对于川渝地区，基于灾后重建的良好预期，我们认为这个区域 2009、乃至 2010 年上半年景气能持续。

投资建议

- 鉴于我们近期对于水泥股的分析逻辑：水泥股的机会是行业性的机会，行业性的机会来自于国家对于通过基建保增长的良好预期，从而使得水泥股的 PE 回升，华新水泥作为三大水泥之一，自然是水泥股 PE 提升的受益者。
- 我们给予华新水泥买入的投资评级，维持 2009~2010 年 1.323、2.238 元/股的盈利预测，我们将根据此轮旺季正式启动的速度和幅度调整未来盈利预测。
- 未来基建需求对于水泥价格将非常大，我们建议投资者重点关注（单位股本的产销量 = 产销量/总股本）这个指标，而华新的单位股本产销量是弹性最大的。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	4	11
买入	0	0	2	4	13
持有	0	0	0	1	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.33	1.53	1.70

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-11-25	买入	30.09	45.00 ~ 48.00
2 2007-12-02	买入	30.03	45.00 ~ 48.00
3 2007-12-16	买入	32.31	45.00 ~ 48.00
4 2008-01-09	买入	37.82	45.00 ~ 48.00
5 2008-02-18	买入	35.50	45.00 ~ 48.00
6 2008-03-19	买入	22.34	45.00 ~ 48.00
7 2008-07-17	买入	17.32	N/A
8 2008-10-30	买入	9.81	N/A

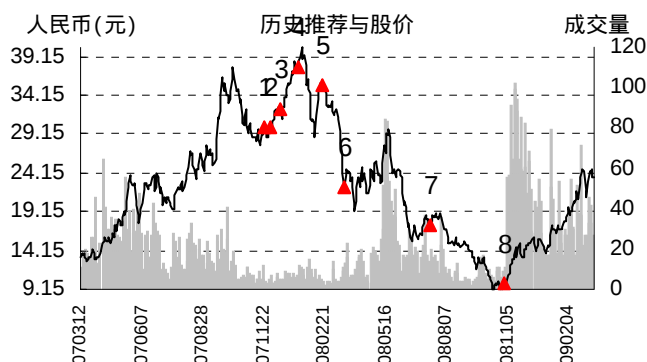
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。