



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 28 日

建材

研究部

罗炜

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

审慎推荐

华新水泥(600801.CH)

一季度业绩低于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	4,770	6,349	6,906	9,204	11,352
(+/-)	36%	33%	9%	33%	23%
主营业务利润	1,068	1,239	1,531	2,055	2,597
(+/-)	37%	16%	24%	34%	26%
净利润	290	460	501	685	866
(+/-)	129%	58%	9%	37%	27%
全面摊薄每股收益	0.88	1.13	1.23	1.27	1.61
(+/-)	129%	58%	9%	4%	27%
市盈率	34.2	21.6	19.8	19.1	15.1
市净率	7.8	3.2	2.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.6	12.9	11.2	8.4	7.3
净资产回报率	17.3%	11.3%	11.0%	8.7%	10.1%
投入资本回报率	9.1%	8.2%	6.6%	6.5%	7.7%
股息收益率	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
每股经营现金流	2.93	2.86	3.66	2.97	3.96
股价/经营性现金流	8.3	8.5	6.6	8.2	6.1

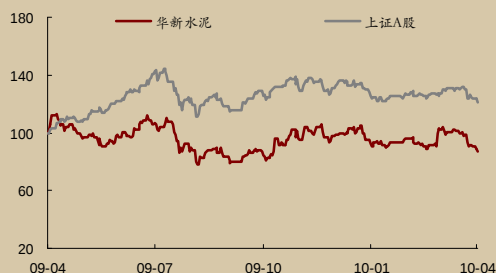
股票信息

A股	
股票代码	600801.CH
当前股价(元)	人民币20.8
日成交量(百万股)	1.84
52周最高价/最低价	人民币27.96/18.19
总市值(百万元)	7,969
发行股数(百万股)	404
其中:流通股(百万股)	167
主要股东(持股比例)	HOLCHIN B.V.(39.88%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[600801.SH]	-4.37	-14.79	-4.19	-10.44
[上证A股指数]	-2.41	-4.99	-2.66	-9.45

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010 年一季度业绩低于预期:

一季度营业收入 12.92 亿元, 同比增长 0.9%。净利润 4900 万元, 每股收益 0.12 元, 同比增长 62.2%。扣除非经营性损益后每股收益 0.02 元, 低于预期。低于预期的主要原因是三月份雨水过多, 价格涨幅低于预期, 导致毛利率下降幅度较大。

正面:

- 水泥及熟料销量约 520 万吨, 同比增加约 10%。
- 金猫资产出售获益 5100 万元使得投资收益大幅增加。收到京兰水泥违约金 2000 万元, 营业外收入大幅增加。
- 2010 年将是公司产能增长较快的一年。新增产能分布在湖南、云南、四川和西藏等高盈利地区。

负面:

- 一季度毛利率 14.9%, 为 05 年以来单季最低水平。水泥平均价格 271 元 (含税), 同比下降 9%, 环比下降 6.6%。

发展趋势:

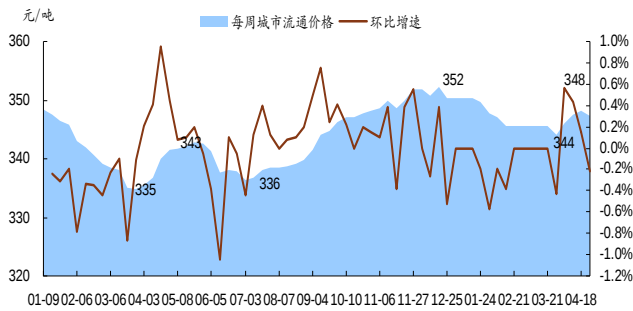
一季度业绩低于我们预期的主要原因是 3 月份以来湖北省雨水过多, 影响需求, 导致企业库存偏高, 价格难以明显提升。水泥价格从一月份的 290 元降至春节期间 250 元, 之后回升至 270 元左右, 一季度平均价格同比环比均有明显下降, 吨毛利降至 34 元。四月份, 雨水仍然较多, 公司水泥销量比三月份略有增加, 但价格没有明显提升。

湖北省 1-2 月份水泥行业固定资产投资同比下降 35%, 今明两年新增产能呈下降趋势。

估值与建议: “审慎推荐”

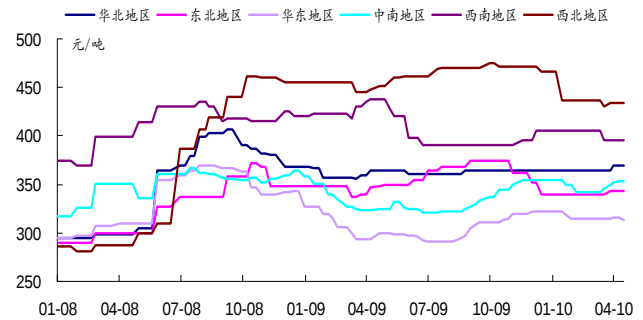
按照湖北省宣布的 12 万亿投资计划, 未来 6 年湖北 FAI 增长仍高达 30%, 水泥需求仍将保持 15% 以上的复合增长。虽然短期业绩不佳, 但是公司立足中西部, 将获益于中西部长期发展。从股价来看, 由于近期房地产调控政策, 市场对投资品行业前景担忧, 水泥板块整体承压, 预计二季度板块仍难有较好表现。维持盈利预测及投资评级。

图表 1：每周水泥平均流通价格



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

图表 2：分地区水泥价格



资料来源：数字水泥网，中金公司研究部

图表 3：2010 年 1 季度业绩分析

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	QoQ
营业收入	1,039	1,685	1,804	1,821	1,280	1,870	1,938	1,817	1,292	0.9%	-28.9%
营业成本	828	1,310	1,422	1,471	1,037	1,420	1,523	1,301	1,099	6.1%	-15.5%
主营业务税金及附加	15	21	21	22	16	24	29	25	16	-4.3%	-37.7%
主营业务利润	196	354	361	328	228	426	386	491	177	-22.4%	-64.0%
营业费用	74	99	92	75	78	94	104	86	80	1.9%	-7.3%
管理费用	55	59	58	80	62	75	78	121	57	-7.5%	-52.7%
财务费用	51	33	55	46	56	59	51	27	60	6.5%	121.7%
资产减值	-	1	-0	0	-	-0	-	16	-1	n.a	-107.6%
投资收益	-	-	-	1	-	-	0	0	51	n.a	12134.5%
营业利润	17	162	157	127	31	198	153	243	32	1.2%	-86.9%
营业外收入	27	23	41	42	17	26	18	36	35	105.0%	-4.0%
营业外支出	0	7	2	11	2	1	1	3	1	-15.4%	-50.9%
利润总额	43	179	196	159	47	223	171	276	65	39.3%	-76.3%
所得税	16	-8	24	10	13	30	57	50	17	24.5%	-66.7%
少数股东损益	-1	24	26	26	3	23	11	27	-0	-115.6%	-101.8%
净利润	28	163	145	124	30	169	102	199	49	62.2%	-75.3%
全面摊薄每股收益	0.07	0.40	0.36	0.31	0.08	0.42	0.25	0.49	0.12	62.2%	-75.3%
毛利率	20.3%	22.3%	21.2%	19.2%	19.0%	24.1%	21.4%	28.4%	14.9%	-4ppt	-14ppt
营业费用率	7.1%	5.9%	5.1%	4.1%	6.1%	5.1%	5.4%	4.7%	6.2%	0ppt	1ppt
管理费用率	5.3%	3.5%	3.2%	4.4%	4.8%	4.0%	4.0%	6.6%	4.4%	0ppt	-2ppt
营业利润率	1.6%	9.6%	8.7%	7.0%	2.5%	10.6%	7.9%	13.3%	2.5%	0ppt	-11ppt
净利润率	2.7%	9.7%	8.1%	6.8%	2.4%	9.1%	5.3%	10.9%	3.8%	1ppt	-7ppt
有效税率	37.6%	-4.5%	12.3%	6.1%	28.7%	13.4%	33.4%	18.2%	25.7%	-3ppt	7ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入净额	4,770	6,349	6,906	9,204	11,352
主营业务利润	1,068	1,239	1,531	2,055	2,597
营业费用	-324	-340	-363	-484	-613
管理费用	-209	-252	-335	-447	-554
财务费用	-183	-185	-193	-191	-202
营业利润	352	462	641	933	1,228
税前利润	449	577	717	1,038	1,323
所得税	-109	-42	-151	-218	-291
少数股东权益	-49	-75	-65	-135	-166
净利润	290	460	501	685	866
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	963	1,165	1,494	1,598	2,132
投资活动现金流净额	-1,207	-2,198	-3,486	-2,041	-3,041
融资活动现金流净额	308	1,443	2,311	3,132	-717
货币资金增加额	62	409	320	2,688	-1,626
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,533	1,952	2,544	5,827	4,632
长期投资	133	243	201	292	292
固定资产	6,084	7,353	10,569	12,105	14,508
无形资产和其他资产	763	1,115	1,207	1,201	1,191
总资产	8,514	10,716	14,584	19,488	20,686
流动负债	3,958	3,668	4,277	3,222	3,009
长期负债	2,153	2,136	4,919	7,459	7,947
少数股东权益	722	845	833	975	1,141
股东权益	1,681	4,068	4,555	7,832	8,590
负债和权益	8,514	10,716	14,584	19,488	20,686
财务指标					
主营业务利润率	22.4%	19.5%	22.2%	22.3%	22.9%
息税前利润率	11.2%	10.2%	12.1%	12.2%	12.6%
净利润率	6.1%	7.2%	7.2%	7.4%	7.6%
净资产收益率	17.3%	11.3%	11.0%	8.7%	10.1%
总资产收益率	3.7%	4.8%	4.0%	4.0%	4.3%
总资产负债率	71.8%	54.2%	63.1%	54.8%	53.0%
净负债率	177.0%	76.9%	108.2%	39.1%	49.9%
利息保障倍数	2.93	3.50	4.32	5.88	7.08
流动比率	0.4	0.5	0.6	1.8	1.5
速动比率	0.3	0.4	0.4	1.4	1.0
应收帐款周转期	27	19	26	23	23
存货周转期	54	43	43	65	65

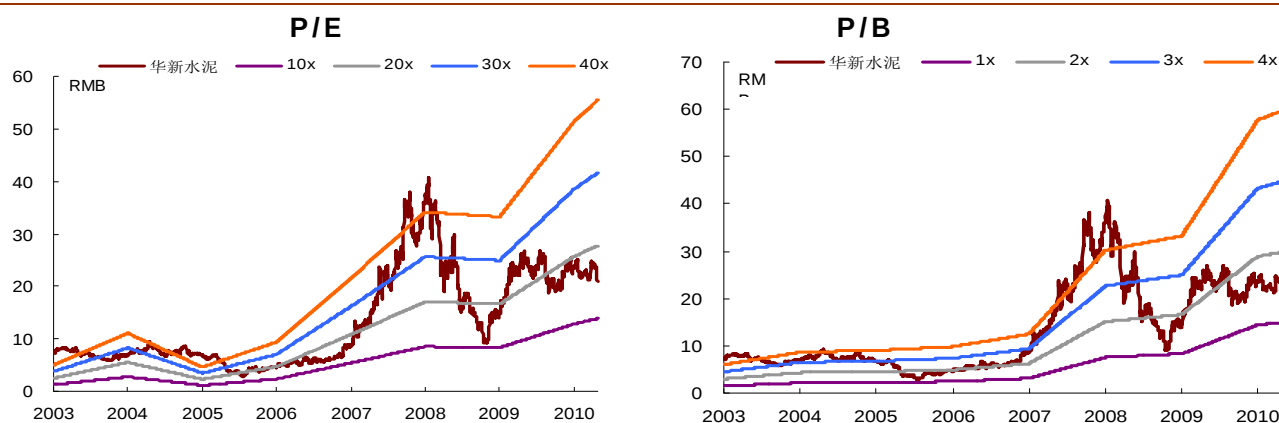
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 盈利预测及其主要假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
产销量 (万吨)	2,267	2,788	3,092	3,900	4,559
(+/-%)	34.6%	23.0%	10.9%	26.1%	16.9%
价格 (元/吨)	210	228	223	236	249
(+/-%)	0.9%	8.2%	-1.9%	5.7%	5.5%
单位成本 (元/吨)	160	180	171	180	189
(+/-%)	-0.3%	12.5%	-5.4%	5.6%	4.7%
吨水泥毛利 (元)	50	47	53	56	60
毛利率 (%)	23.8%	20.8%	23.5%	23.6%	24.1%
煤炭采购价 (不含税, 元/吨)	420	609	548	608	657
电价 (不含税, 元/度)	0.52	0.53	0.53	0.56	0.56
销售收入 (百万元)	4,770	6,349	6,906	9,204	11,352
净利润 (百万元)	290	460	501	685	866
净利润率 (%)	6.1%	7.2%	7.2%	7.4%	7.6%
每股收益 (元)	0.88	1.14	1.24	1.27	1.61
吨水泥净利 (元)	12.8	16.5	16.2	17.6	19.0
吨水泥费用	32	28	29	29	30

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值

公司名称	交易货币	最近价格	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
		2010-4-25	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
水泥														
A 股														
海螺水泥	CNY	37.4	25.3	18.6	13.4	11.2	2.7	2.3	2.0	1.7	13.8	11.7	7.2	5.7
冀东水泥	CNY	14.4	39.2	17.8	11.6	9.5	3.0	2.6	2.1	1.7	18.4	11.6	8.1	6.7
华新水泥	CNY	20.8	18.4	19.0	16.2	12.9	2.8	2.5	1.4	1.3	11.6	10.2	7.6	6.7
祁连山	CNY	14.7	39.5	17.1	12.3	11.0	6.6	3.3	2.7	2.1	16.0	12.4	9.2	8.9
天山股份	CNY	24.8	40.1	23.8	18.2	15.3	9.1	6.9	2.5	1.5	17.7	12.2	6.9	5.1
赛马实业	CNY	27.3	17.4	14.5	11.1	9.3	3.2	2.8	2.2	1.8	18.7	14.3	10.3	8.2
青松建化	CNY	24.3	73.7	42.1	29.6	20.9	6.6	5.6	5.0	4.3	52.1	24.1	21.8	19.4
A股平均			36.2	21.9	16.0	12.9	4.8	3.7	2.6	2.1	21.2	13.8	10.2	8.7
A股中值			39.2	18.6	13.4	11.2	3.2	2.8	2.2	1.7	17.7	12.2	8.1	6.7
H股														
海螺水泥	HKD	49.0	28.5	21.5	15.1	12.0	3.0	2.6	2.3	1.9	15.4	13.3	8.0	6.1
中国建材	HKD	13.1	18.5	12.2	9.0	7.6	3.2	2.2	1.8	1.4	10.5	10.0	8.4	7.5
中材股份	HKD	5.2	28.1	18.2	12.7	9.5	2.3	2.2	1.8	1.5	7.6	6.2	4.7	3.8
金隅股份	HKD	7.8	11.3	13.2	8.9	6.1	n.a	1.6	1.4	1.1	10.3	5.0	2.9	2.2
山水水泥	HKD	4.0	15.1	12.8	9.3	6.9	2.4	2.2	1.9	1.6	9.0	8.1	6.1	4.8
H股平均			20.3	15.6	11.0	8.4	2.7	2.1	1.8	1.5	10.6	8.5	6.0	4.9
H股中值			18.5	13.2	9.3	7.6	2.7	2.2	1.8	1.5	10.3	8.1	6.1	4.8
欧洲														
Cemex SAB de CV	USD	12.2	n.a	70.5	197.7	26.2	n.a	0.7	0.7	0.7	n.a	n.a	n.a	n.a
Holcim	CHF	83.3	13.4	17.4	17.2	13.3	1.5	1.4	1.4	1.3	8.3	9.2	8.3	7.4
HeidelbergCement AG	EUR	47.2	3.5	19.7	13.4	9.7	0.8	0.8	0.8	0.7	6.2	8.3	7.3	6.4
Lafarge SA	EUR	57.2	8.0	14.7	14.8	11.7	1.0	1.1	1.1	1.0	6.9	8.6	8.1	7.2
欧洲平均			8.3	30.6	60.8	15.2	1.1	1.0	1.0	0.9	7.1	8.7	7.9	7.0
欧洲中值			8.0	18.6	16.0	12.5	1.0	0.9	0.9	0.9	6.9	8.6	8.1	7.2
印度														
ACC Ltd	INR	901.4	15.3	10.6	12.4	12.9	3.5	2.8	2.5	2.2	7.7	6.0	7.3	7.1
Grasim Industries	INR	2,821.0	8.9	12.0	8.9	10.4	2.8	2.3	1.8	1.6	6.7	7.7	5.7	6.4
India Cements	INR	131.6	5.5	6.2	8.4	9.6	1.1	1.0	1.0	0.9	5.5	5.6	6.0	6.1
Shree Cement	INR	2,231.3	29.9	n.a	n.a	n.a	11.6	n.a	n.a	n.a	10.0	n.a	n.a	n.a
Ultra Tech Cement	INR	1,094.9	13.5	14.7	11.9	14.7	5.0	3.8	2.9	2.4	8.5	8.9	6.9	7.6
Adelaide Brighton	AUD	2.9	13.0	15.9	14.8	13.0	2.3	2.1	2.0	1.9	9.9	9.0	8.6	7.9
印度平均			14.3	11.9	11.3	12.1	4.4	2.4	2.0	1.8	8.1	7.5	6.9	7.0
印度中值			13.3	12.0	11.9	12.9	3.2	2.3	2.0	1.9	8.1	7.7	6.9	7.1
亚太地区														
Asia Cement	TWD	29.5	12.1	11.0	11.4	10.7	1.4	1.3	1.2	1.2	74.5	73.9	79.3	69.2
Taiwan Cement	TWD	28.5	16.3	13.4	13.8	12.2	1.3	1.2	1.2	1.2	38.4	42.8	39.9	34.5
Siam City Cement	THB	219.0	15.9	16.8	14.8	12.5	3.2	3.1	3.0	2.8	10.5	10.6	9.1	8.0
TPI Polene	THB	8.1	n.a	9.5	8.6	7.6	0.3	0.3	0.4	0.3	5.4	5.6	5.2	4.7
Indocement TP	IDR	15,450.0	32.6	23.1	17.7	14.7	6.7	5.5	4.5	3.7	17.9	13.5	10.9	9.3
Semen Gresik	IDR	8,200.0	19.2	15.2	13.4	12.0	6.0	4.8	4.0	3.3	11.5	9.4	8.1	7.0
亚太地区平均			19.2	14.8	13.3	11.6	3.1	2.7	2.4	2.1	26.4	26.0	25.4	22.1
亚太地区中值			16.3	14.3	13.6	12.1	2.3	2.2	2.1	2.0	14.7	12.0	10.0	8.7
石膏板及新型建材														
Saint-Gobain	EUR	39.0	11.7	27.0	16.3	12.0	1.1	1.2	1.2	1.1	5.5	8.2	7.1	6.2
USG Corporation	USD	24.6	n.a	n.a	n.a	n.a	1.7	1.7	3.2	4.5	n.a	58.9	49.4	16.8
Owens Corning	USD	31.5	n.a	23.2	21.1	14.4	1.5	1.4	1.4	1.3	9.5	8.9	8.3	7.0
Boral Ltd	AUD	5.9	14.5	29.9	26.4	17.1	1.2	1.2	1.2	1.2	7.6	9.1	9.4	7.8
CSR Ltd	AUD	1.8	10.0	16.2	15.9	11.9	1.3	1.3	1.6	1.5	11.0	8.5	7.9	6.7
CRH	EUR	21.2	10.0	23.0	18.7	14.4	1.6	1.5	1.5	1.4	7.1	10.2	9.4	8.2
平均			11.5	23.9	19.7	13.9	1.4	1.4	1.7	1.8	8.1	17.3	15.2	8.8
中值			10.9	23.2	18.7	14.4	1.4	1.3	1.4	1.3	7.6	9.0	8.8	7.4
玻璃纤维														
Asahi Glass	JPY	1,118.0	33.3	900.2	13.2	11.9	1.8	1.8	1.6	1.4	6.4	8.5	6.1	5.7
Nitto Boseki	JPY	211.0	8.8	n.a	60.3	20.0	0.7	0.7	0.8	0.8	5.1	9.7	10.0	8.8
Saint-Gobain	EUR	39.0	11.7	27.0	16.3	12.0	1.1	1.2	1.2	1.1	5.5	8.2	7.1	6.2
平均			17.9	463.6	29.9	14.6	1.2	1.2	1.2	1.1	5.7	8.8	7.7	6.9
中值			11.7	463.6	16.3	12.0	1.1	1.2	1.2	1.1	5.5	8.5	7.1	6.2
建材工程服务														
中材国际	CNY	37.2	40.0	20.4	15.6	12.8	11.9	7.6	5.4	4.1	7.7	6.4	5.5	4.5
FLSmidth	DKK	428.1	14.8	13.6	17.3	16.1	4.5	3.5	3.0	2.7	7.5	8.8	10.0	9.2
平均			27.4	17.0	16.5	14.5	8.2	5.5	4.2	3.4	7.6	7.6	7.8	6.8

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。