

水泥制造

李凡

执业资格编号:S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

王钦

执业资格编号:S0960110060055

0755-82026709

Wangqin1@cjis.cn

6-12 个月目标价: 12.20 元

当前股价: 17.34 元

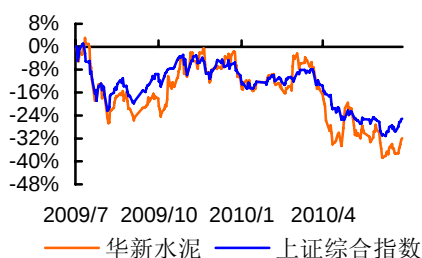
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2572.03
总股本(百万)	404
流通股本(百万)	175
流通市值(亿)	30
EPS (TTM)	1.29
每股净资产(元)	13.35
资产负债率	63.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	-3.34	-19.11	-23.18
上证综合指数	0.08	-13.79	-17.79



相关报告

《华新水泥-公司的冬天来临》2010-4-28

《华新水泥-决定公司盈利能力的还是湖北区域的情况》2010-3-31

《华新水泥-处置低利润区域资产, 集中资源推进在主要市场的布局》2009-12-24

华新水泥

600801

中性

非经常性损益贡献主要利润, 正在经历最坏时期

公司公布的2010年半年报显示, 上半年公司实现水泥及熟料销量1308万吨, 同比增长15.1%; 实现营业收入32.6亿元, 同比增长3.4%; 营业利润0.54亿元, 同比下降77%; 归属于母公司股东的净利润0.77亿元, 同比下降61.4%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润0.16亿元, 同比下降90.8%。

- **产能的集中释放使得水泥销量快速增长。**去年公司有四川渠县、襄樊二期、宜昌秭归、湖南株洲、湖南郴州、重庆涪陵 6 条 4000-4500t/d 的熟料生产线投产, 新增熟料产能约 800 万吨/年, 同比增速 40%, 所以今年上半年公司水泥及熟料销量同比增长 15.1%, 依然快速增长。今年下半年随着西藏、道县、万源、昆明东川、迪庆等熟料生产线投产, 又将新增熟料产能 640 万吨/年, 产能同比增速有所放缓;
- **主要业务区域市场水泥价格出现明显下降。**公司业务主要分布在湖北、湖南、重庆、云南、四川、江苏和河南, 其中公司在湖北的 P042.5 散装水泥出厂价格从去年的 320-360 元/吨跌至目前的 280 元/吨, 平均跌幅高达 17%, 重庆和四川的跌幅也在 15% 以上, 湖南和河南的平均跌幅在 5% 左右;
- **非经常性损益贡献 79% 的净利润。**公司处置华新金猫水泥(苏州)有限公司产生投资收益 5060 万元, 去年同期投资收益为 0; 收到政府补助等营业外收入 7227 万元, 去年同期为 4275 万元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.16 亿元, 仅占归属于母公司股东净利润的 21%, 而非经常性损益贡献了 79% 的净利润;
- **公司正在经历最坏时期, 下半年会有所好转。**分析过去 13 年公司扣除非经常性损益和投资收益的营业利润率发现, 只有在 1998 年和 2005 年中报期间出现过负值, 年报该指标均为正数。中报显示公司该指标已跌至 0.1%, 基本处于历史最低水平。
- **给予“中性”评级。**结合公司半年报和我们的预测, 公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.34、0.27 和 0.81 元。如果考虑今年增发 1.35 亿股, 公司 10-12 年 EPS 分别为 0.25、0.20 和 0.61 元, 目前 51 倍的市盈率, 对于一个中间制造业公司, 估值偏贵, 给予“中性”的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,906.33	8,478.00	9,484.80	10,338.43
同比(%)	8.77%	22.76%	11.88%	9.00%
归属母公司净利润(百万元)	500.51	136.79	109.78	327.10
同比(%)	8.81%	-72.67%	-19.74%	197.95%
毛利率(%)	23.5%	17.5%	18.7%	21.0%
ROE(%)	11.0%	3.0%	2.3%	6.6%
每股收益(元)	1.24	0.34	0.27	0.81
P/E	14.0	51.2	63.7	21.4
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	9	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

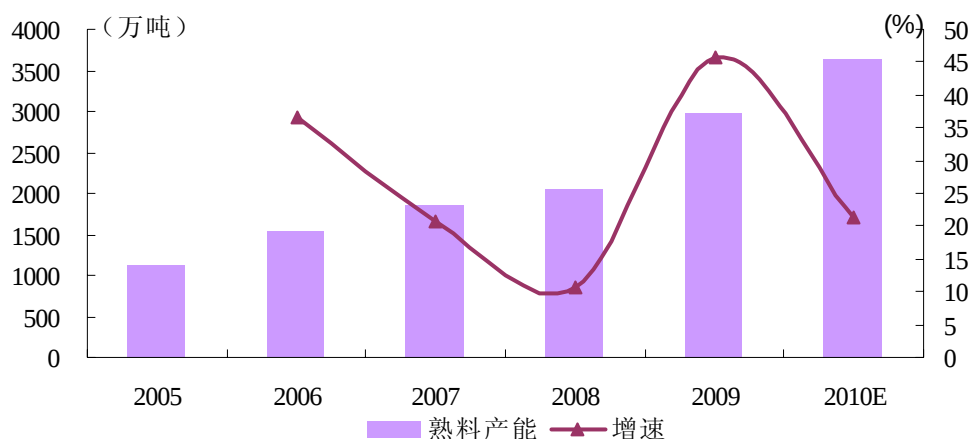
一、产能的集中释放使得水泥销量快速增长

1.1 去年公司熟料产能增速达到峰值

去年公司共有襄樊二期 4000T/D、四川渠县 4000T/D、宜昌秭归 4000T/D、湖南株洲 4500 T/D、湖南郴州 4500 T/D、重庆涪陵 4500 T/D 六条熟料水泥生产线投产，新增熟料产能 800 万吨/年，增长 40%，其中除襄樊二期是上半年投产外，其它五条都是下半年投产。

预计今年公司共有昆明东川 2500T/D、湖南道县 4000T/D、四川万源 2500T/D、西藏二期 2000T/D、云南迪庆 2000T/D、湖南冷水江 4500 T/D、云南景洪 2500T/D 七条熟料水泥生产线投产，新增熟料产能 640 万吨/年，增长 20%，产能增速与去年同期相比将放缓。

图 1 公司熟料产能及增速



资料来源：公司公告

表 1 公司今年新投产生产线

生产线	规模 (万吨/年)	投产时间
湖南道县 4000 T/D	128	2010 年 8 月
湖南冷水江 4500 T/D	144	2010 年底
四川万源-2500 T/D	80	2010 年 7 月
西藏二线-2000 T/D	64	2010 年 6 月
云南迪庆-2000 T/D	64	2010 年 8 月
云南东川-2500 T/D	80	2010 年 8 月
云南景洪 2500 T/D	80	2010 年底

资料来源：公司公告

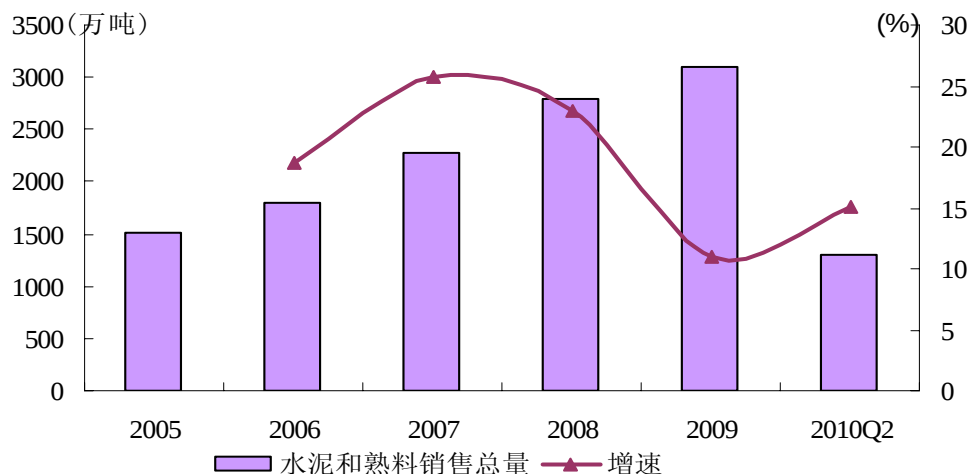
1.2 今年公司水泥和熟料产量将快速增长

去年公司水泥和熟料产量增速降到一个相对低点，下半年随着五条大规模的熟料生产线投产，产能增速达到 40% 以后，今年上半年公司水泥和熟料的产

量增速开始回升，预计下半年增速将继续上升，产能的集中释放使得公司水泥和熟料产量也快速增长。

但是随着今年公司新增熟料产能的增速下降到 20%，预计明年公司的水泥和熟料产量增速也将随之放缓。

图 2 公司水泥和熟料销售总量及增速



资料来源：公司公告

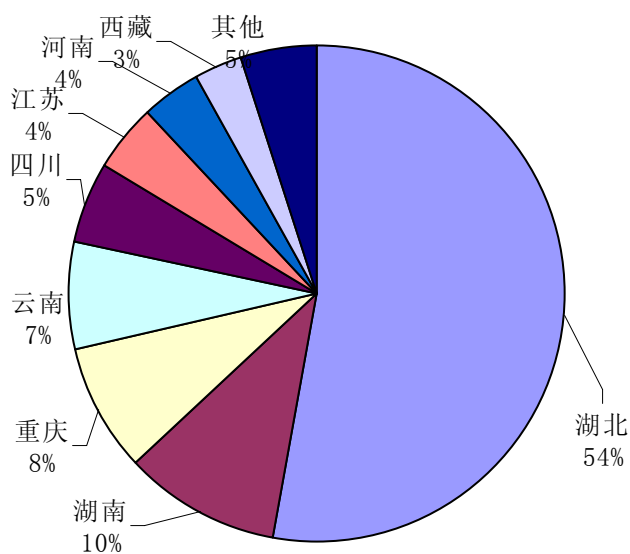
二、主要业务区域水泥价格出现明显下降

公司业务主要分布在湖北、湖南、重庆、云南和四川，从今年上半年的营业收入看，上述五区域占营业收入的比重分别为 54%、10%、8%、7%和 5%，合计占营业收入的比重为 84%。

五个区域中，08 年除云南外，其它四个区域水泥投资增速都高达 50% 以上，这些投资基本上在去年下半年和今年上半年投产，由于产能供给压力，这些区域在去年下半年和今年上半年都经历了价格的大幅下降，公司在湖北的 PO42.5（含税价）从去年上半年的 320-360 元/吨，降至目前的 280 元/吨，平均降幅在 17%；公司上半年水泥平均售价降至 228.46 元/吨（不含税），较上年同期下降 19.32 元/吨，降幅 8%。

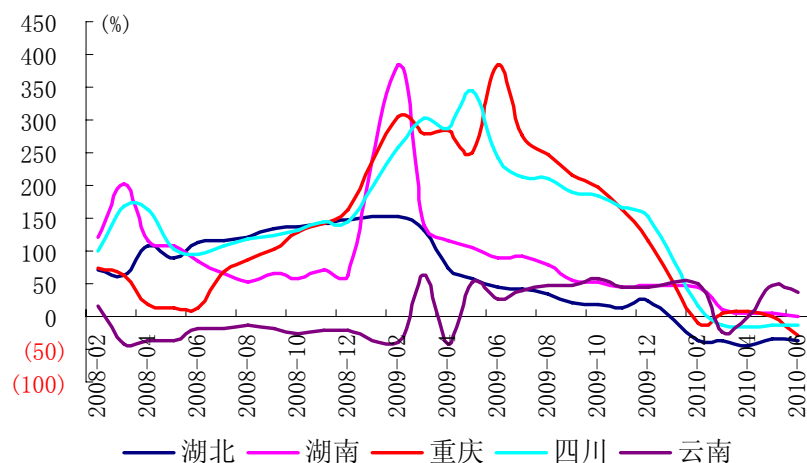
从 09 年的水泥投资增速看，除四川、重庆依然高达 100% 以上之外，湖北、湖南已经大幅下降，云南倒是有所上升。我们认为今年下半年和明年上半年四川、重庆的水泥价格仍然下降的可能，而湖北、湖南水泥价格继续下降的可能性降低，云南由于去年水泥投资较快，价格有可能面临下降压力。

图 3 公司营业收入区域分布情况



数据来源：公司公告

图 4 公司主要业务区域水泥月度投资增速



数据来源：中国水泥协会

图 5 武汉 P O42.5 价格走势（含税价，元/吨）

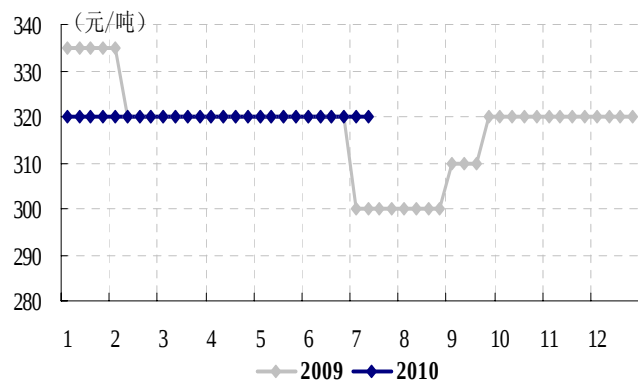
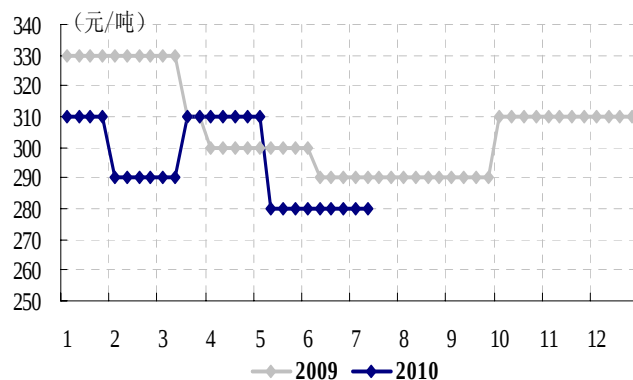


图 6 长沙 P O42.5 价格走势（含税价）



数据来源：中国水泥协会

图 7 重庆 PO42.5 价格走势（含税价，元/吨）

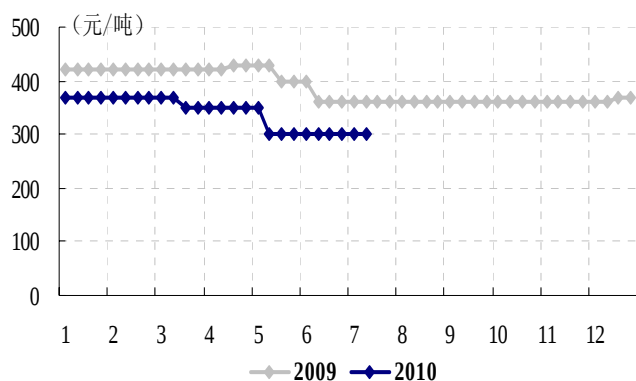
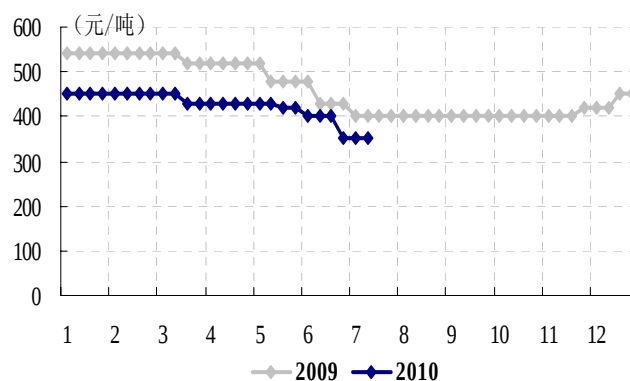


图 8 成都 PO42.5 价格走势（含税价）



数据来源：中国水泥协会

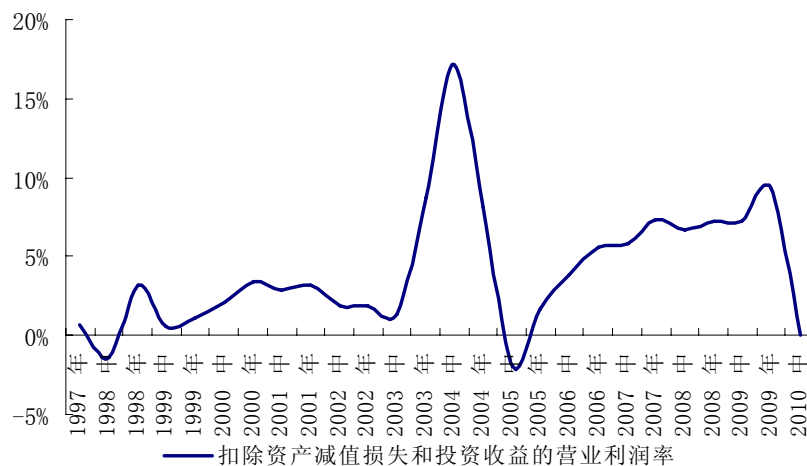
三、非经常性损益贡献 79%的净利润

根据半年报，公司上半年实现利润总额 12352 万元，其中处置华新金猫水泥(苏州)有限公司产生投资收益 5060 万元，收到政府补助等营业外收入 7227 万元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.16 亿元，仅占归属于母公司股东净利润的 21%，而非经常性损益贡献了 79%的净利润。

四、公司正在经历最坏时期，下半年将有所好转

通过分析过去 13 年公司扣除资产减值损失和投资收益的营业利润率发现，只有在 1998 年和 2005 年中报期间出现过负值，年报该指标均为正数。中报显示公司该指标已跌至 0.1%，基本处于历史最低水平。从以下两个方面，我们认为公司下半年业绩将明显回升，一是公司主要业务区域湖北、湖南水泥投资增速大幅下降，随着供给压力的减弱，水泥价格继续下跌可能性不大；二是由于上半年施工淡季长于下半年，下半年水泥需求会有所上升。所以我们认为，公司上半年将是业绩最坏时期，下半年将有所好转。

图 9 过去 13 年公司扣除资产减值损失和投资收益的营业利润率



数据来源：WIND，中投证券研究所

五、盈利预测假设

表 1 公司盈利预测假设

	2009	2010E	2011E	2012E
水泥产能（万吨）	3877.9	4709.9	5200	5500
水泥销量（万吨）	3092.0	3768.0	4160.0	4400.0
+/-	11%	22%	10%	6%
价格（元/吨）	223.36	225.00	228.00	235.00
+/-	-2%	1%	1%	3%
单位成本	170.8	185.6	185.4	185.7
单吨毛利（元/吨）	52.58	39.38	42.64	49.35

数据来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：中性

结合公司半年报和我们的预测，公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.34、0.27 和 0.81 元，如果考虑今年增发 1.35 亿股，公司 10-12 年 EPS 分别为 0.25、0.20 和 0.61 元。目前 51 倍的市盈率，对于一个中间制造业公司，估值偏贵，给予“中性”的投资评级。

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	2487	2849	3164	营业收入	6906	8478	9485	10338
现金	1338	1000	1200	1400	营业成本	5281	6994	7711	8167
应收账款	298	244	272	297	营业税金及附加	94	105	118	128
其他应收款	100	119	133	145	营业费用	363	458	512	548
预付账款	37	49	54	57	管理费用	335	336	455	496
存货	629	909	1002	1062	财务费用	193	536	657	648
其他流动资产	143	167	187	204	资产减值损失	16	0	0	0
非流动资产	12040	14663	14745	14727	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	0	0	0	投资净收益	1	51	0	0
固定资产	7354	11683	12580	12963	营业利润	626	100	31	351
无形资产	1085	1085	1085	1085	营业外收入	97	110	140	140
其他非流动资产	3583	1895	1080	679	营业外支出	6	15	15	20
资产总计	14584	17151	17593	17892	利润总额	717	195	156	471
流动负债	4277	6828	7189	7147	所得税	151	33	26	83
短期借款	648	3673	3835	3638	净利润	566	162	130	388
应付账款	1387	1539	1696	1797	少数股东损益	65	25	20	61
其他流动负债	2241	1617	1658	1713	归属母公司净利润	501	137	110	327
非流动负债	4919	4853	4853	4853	EBITDA	1378	1313	1598	2018
长期借款	4698	4698	4698	4698	EPS (元)	1.24	0.34	0.27	0.81
其他非流动负债	221	155	155	155	主要财务比率				
负债合计	9196	11681	12042	12001	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	833	858	879	940	成长能力				
股本	404	404	404	404	营业收入	8.8%	22.8%	11.9%	9.0%
资本公积	2526	2526	2526	2526	营业利润	35.3%	-83.9%	-68.9%	1023.8%
留存收益	1626	1682	1743	2022	归属于母公司净利润	8.8%	-72.7%	-19.7%	197.9%
归属母公司股东权益	4555	4611	4672	4951	获利能力				
负债和股东权益	14584	17151	17593	17892	毛利率(%)	23.5%	17.5%	18.7%	21.0%
现金流量表					净利率(%)	7.2%	1.6%	1.2%	3.2%
单位:百万元					ROE(%)	11.0%	3.0%	2.3%	6.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	6.5%	3.9%	4.2%	6.1%
经营活动现金流	1494	389	1744	2093	偿债能力				
净利润	566	162	130	388	资产负债率(%)	63.1%	68.1%	68.4%	67.1%
折旧摊销	560	677	909	1019	净负债比率(%)	87.3%	147.6%	144.7%	129.6%
财务费用	193	536	657	648	流动比率	0.59	0.36	0.40	0.44
投资损失	-1	-51	0	0	速动比率	0.44	0.23	0.26	0.29
营运资金变动	174	-781	36	39	营运能力				
其他经营现金流	3	-155	11	-0	总资产周转率	0.55	0.53	0.55	0.58
投资活动现金流	-3486	-3115	-1000	-1000	应收账款周转率	30	30	35	35
资本支出	3415	3243	1000	1000	应付账款周转率	4.43	4.78	4.77	4.68
长期投资	-17	-23	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-88	105	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.24	0.34	0.27	0.81
筹资活动现金流	2311	2388	-544	-893	每股经营现金流(最新摊薄)	3.70	0.96	4.32	5.19
短期借款	-641	3024	162	-197	每股净资产(最新摊薄)	11.29	11.42	11.58	12.27
长期借款	2774	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	14.0	51.2	63.7	21.4
资本公积增加	48	0	0	0	P/B	1.5	1.5	1.5	1.4
其他筹资现金流	130	-636	-706	-696	EV/EBITDA	9	10	8	6
现金净增加额	320	-338	200	200					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434