

分析师： 刘元瑞，邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 周旭辉 (8621)68751757 zhouxuhui1007@gmail.com

湖北拉低公司业绩，湘滇藏仍不乏亮点—华新水泥半年报点评

事件描述

华新水泥 24 日发布半年报，其主要内容为：

- 公司实现营业收入 32.6 亿元，比上年同期增长 3.44%；实现水泥及熟料销量 1308 万吨，较去年同期增幅为 15.08%；水泥平均售价 228.46 元/吨（不含税），较上年同期下降 19.32 元/吨；
- 水泥销售营业利润率为 14.31%，比上年同期下降了 8.37%；利润总额 123,523,645 元，比上年同期下降 54.20%；归属于母公司所有者的净利润 7706.6 万元，比上年同期下降 61.40%；
- 基本每股收益和稀释后的每股收益为 0.19，同比下降 61.22%。

符合 17 日预减公告。

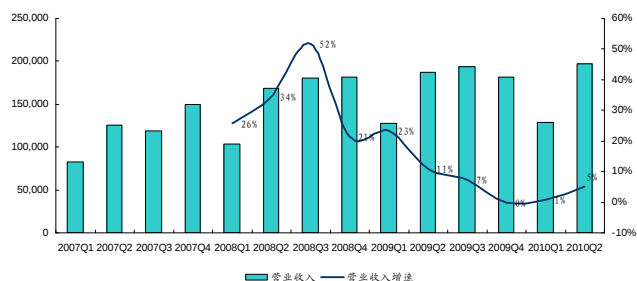
事件评论

第一， 湖北市场拉低公司业绩，其他地区仍不乏亮点

公司上半年收入增速放缓，毛利率同比大幅下滑。

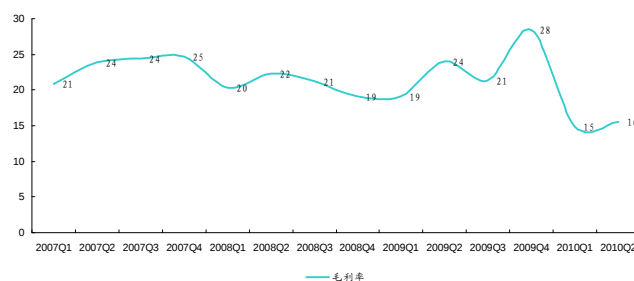
分季度来看，10 年第一、第二季度分别为主营业务收入增速分别为 1%、5%，毛利率分别为 15%、16%。环比来看，略有复苏。

图 1：公司营业收入（万元）及其增长率



资料来源：wind，长江证券研究部

图 2：毛利率大幅下滑



资料来源：wind，长江证券研究部

分业务来看，水泥及熟料的收入占比达 90%以上，而从上半年的经营情况来看，收入增速已经明显放缓，销售价格同比下降，而成本高企，毛利率大幅下滑。

表 1: 水泥及熟料经营数据

	2007H1	2007H2	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1
收入	197051	145975	253623	209662	279121	351053	295085
收入增长率			29%	44%	10%	67%	6%
平均售价	223	106	233	124	246	179	226
水泥及熟料销量	884	1383	1088	1698	1136	1956	1308
成本	152673	192996	200310	278353	215809	271134	252858
吨水泥熟料成本	173	140	184	164	190	139	193
毛利率	23%	-32%	21%	-33%	23%	23%	14%
吨毛利	50	(34)	49	(40)	56	41	32

资料来源: wind, 长江证券研究部

分地区来看, 湖北地区占公司总收入的比例达 50% 以上, 区域产能压力导致价格低迷, 在成本上升的情况下, 盈利能力大幅下滑; 公司西南区域的公司如西藏公司、昭通公司, 依然保持了较强的盈利势头, 成为公司上半年经营的亮点。

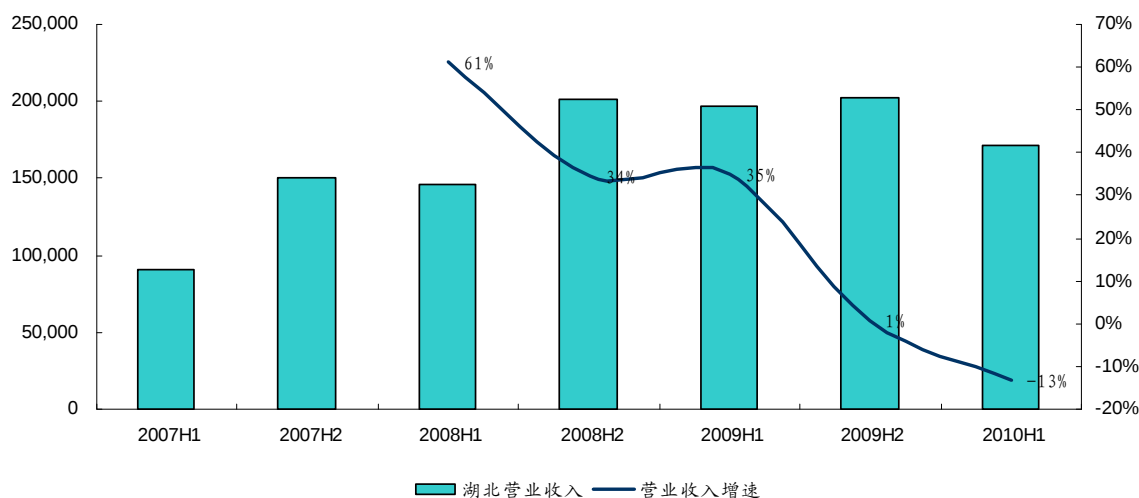
表 2: 华新水泥产能扩张计划

地区	2008 年	2009 年	2010 年	2009 年产能增速	2010 年产能增速
湖北	2007	2329	2329	16%	0%
湖南		403	766		90%
云南	161	161	343	0%	113%
西藏	40	40	121	0%	200%
重庆		202	202		0%
四川		202	302		50%
河南	202	202	202	0%	0%
江苏	262	0 (股权出售)	0		
合计	2672	3539	4265	42%	19%

数据来源: 上市公司年报, 长江证券研究部

■ 湖北市场: 产能大规模释放导致景气下滑

公司上半年在湖北的经营情况十分不利, 营业收入大幅下滑, 增速为-13%。

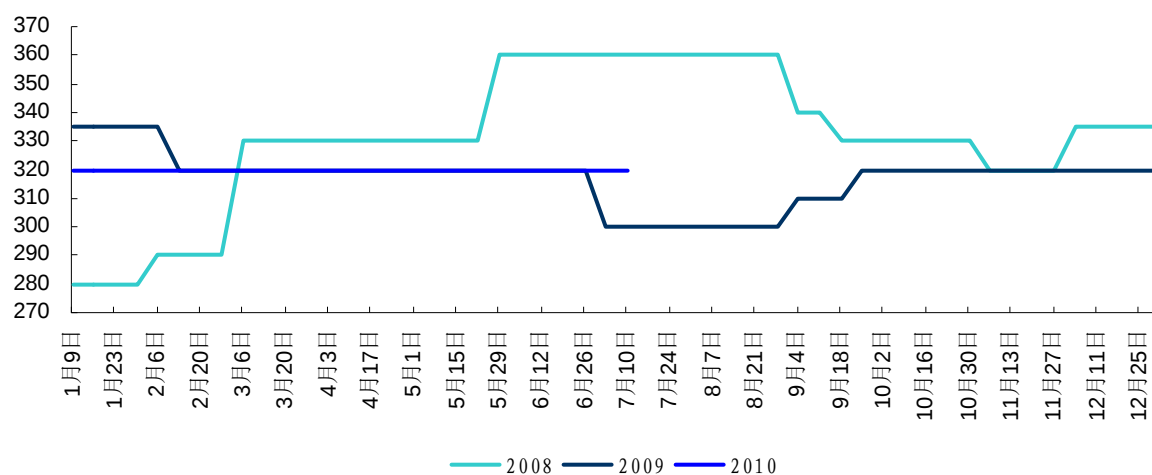
图 3: 武汉地区最近 3 年水泥价格


资料来源: wind, 长江证券研究部

09 年-10 年上半年, 湖北市场新增产能迅速增长, 08 年底湖北新型干法水泥产能约 4000 万吨, 09 年新增水泥产能(媒体不完全统计)约 2400 万吨, 增速达 60%, 10 年上半年又新增水泥产能(媒体不完全统计)约 773 万吨, 产能的持续释放导致市场供需压力较大。

以武汉地区 42.5 水泥价格为例, 09、10 年价格基本没有上调过, 都低于 08 年的水平。

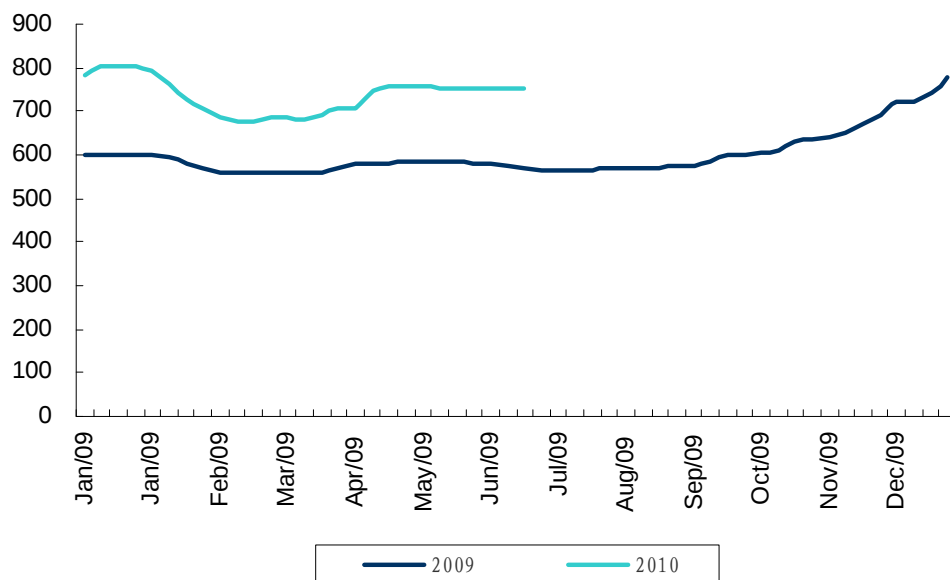
图 4: 武汉地区最近 3 年水泥价格



资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究部

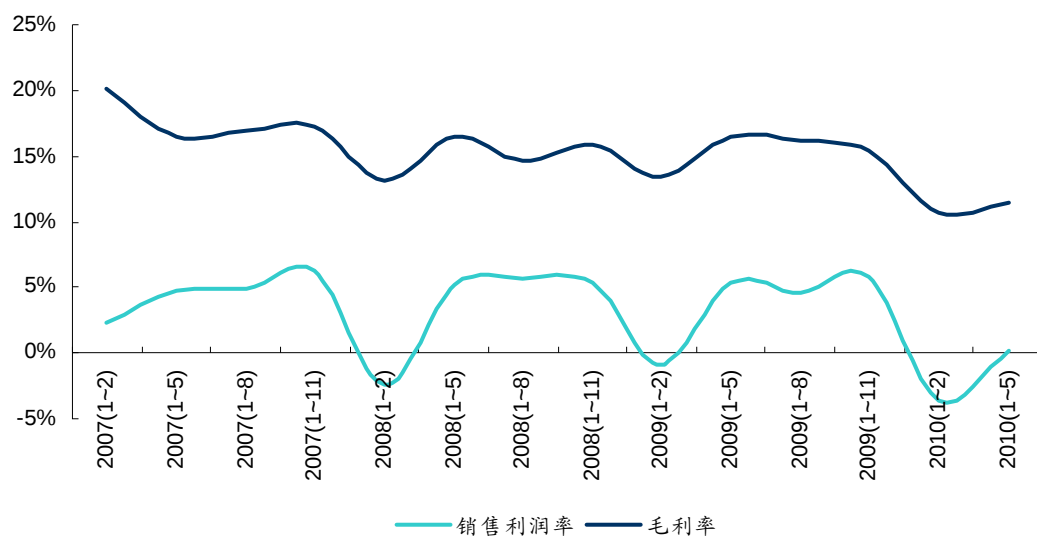
煤炭价格上涨导致成本高企: 上半年动力煤价格大幅上涨, 以山西优混为例, 09 年上半年均价为 577 元/吨, 10 年上涨至 737 元/吨, 上涨幅度达 28%。

图 5: 动力煤均价大幅上涨 (以山西优混为例)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

毛利率大幅下滑: 在价格和成本的双重挤压下, 湖北的毛利率大幅下滑, 前五月的毛利率为 11.39%, 比去年同期的 16.44%下滑了 5 个百分点。

图 6：10 年前 5 月毛利率相比 09 年大幅下滑 5%


资料来源：Wind，长江证券研究部

■ 其他区域：川、渝产能开始释放，湘、滇、藏景气高企

从其他地区来看，营业收入增速达 30%，远高于湖北地区。

表 3：除湖北以外的地区营业收入表现尚可

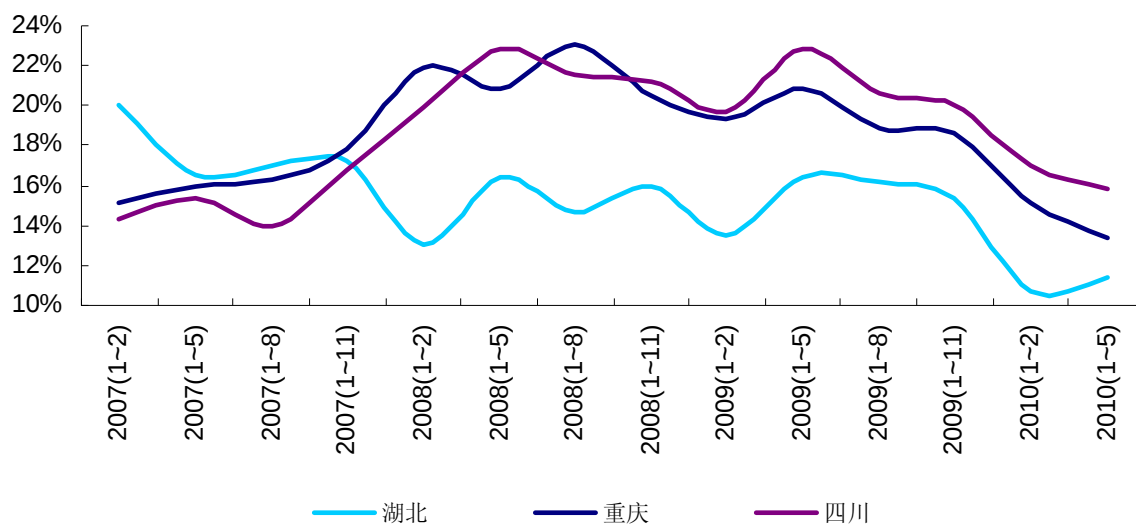
营业收入	2009 中报	2010 中报	同比增幅
四川		16845	-
重庆	10895	26625	144%
湖南	16015	33492	109%
江西	5017	6147	23%
西藏	8497	9775	15%
安徽	4431	5052	14%
云南	21438	22866	7%
河南	12781	13087	2%
浙江	663	568	-14%
其他	2880	1715	-40%
江苏	27323	14462	-47%
上海	6167	2566	-58%
出口	1462		-100%
福建	280		-100%
累计	117848	153198	30%

资料来源：wind，长江证券研究部

川渝产能开始释放：09 年之前，公司在川渝当地无生产线，四川无销售收入，重庆也仅依靠水泥的少量外地输送，09 年底，公司在川渝各建成一条 5000T/D 的水泥生产线，这些生产线开始在 10 年上半年释放产能，导致收入大幅增长。

尽管川渝上半年产能投放巨大，导致水泥价格大幅下调，但是毛利率还是高于湖北。

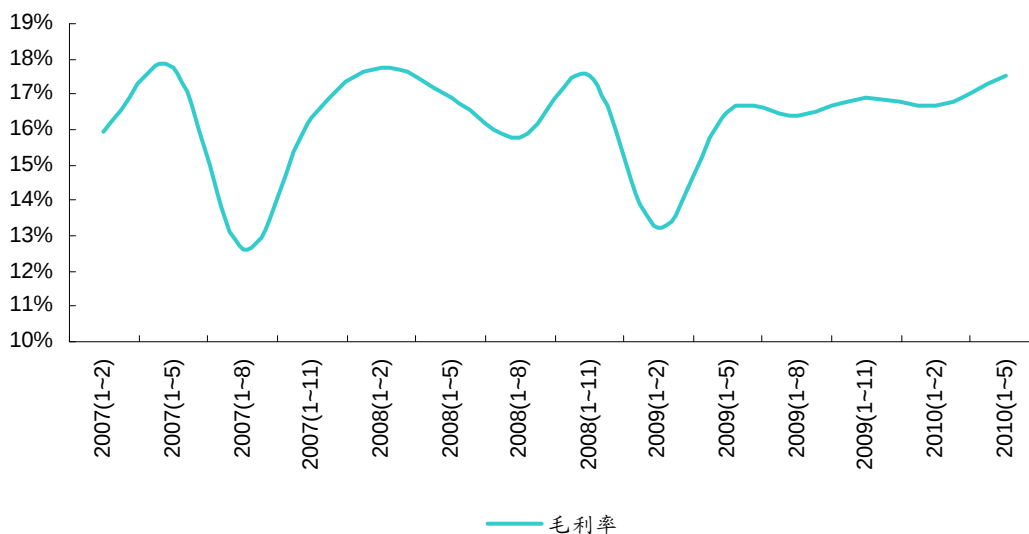
图 7: 川、渝地区毛利率高于湖北



资料来源: wind, 长江证券研究部

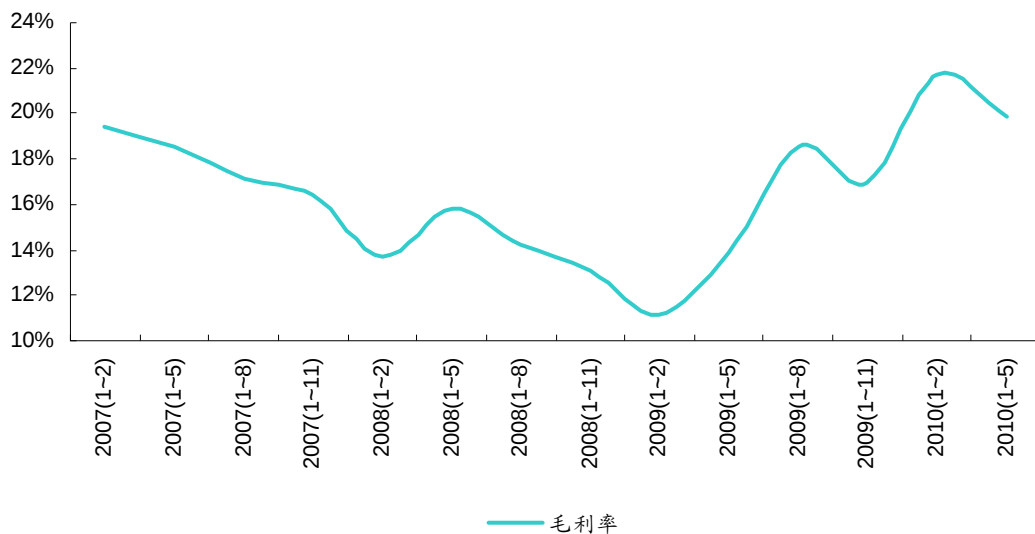
湘、滇、藏景气高企: 从前五月的情况来看, 湖南、云南、西藏的景气依然维持高位。

图 8: 湖南 10 年前 5 月毛利率同比有所上升



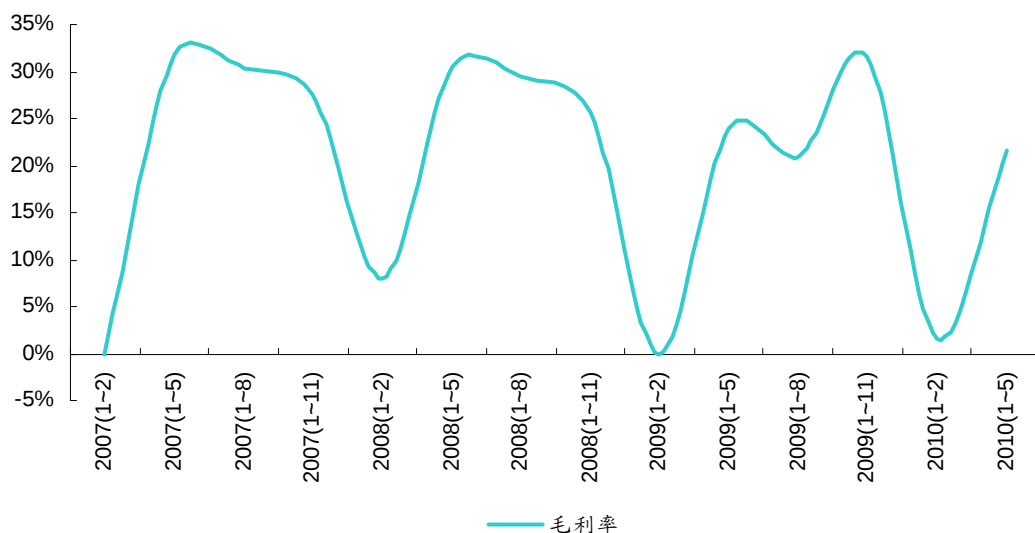
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 9：云南 10 年前 5 月毛利率同比大幅上升



资料来源：wind, 长江证券研究部

图 10：西藏 10 年前 5 月毛利率维持高位



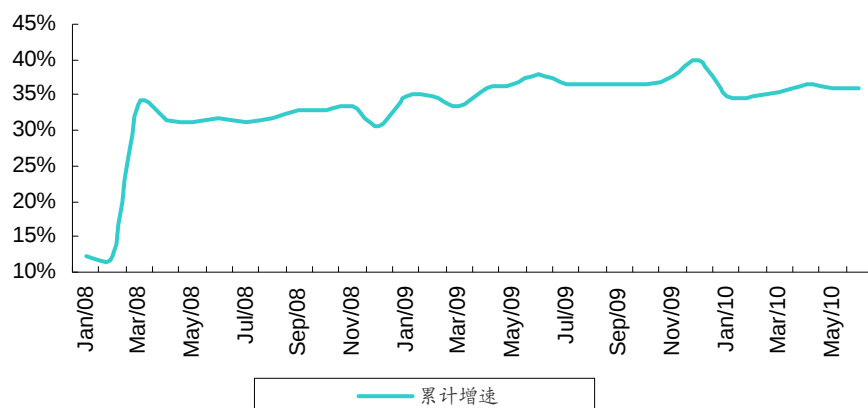
资料来源：wind, 长江证券研究部

第二，湖北固投或将低于预期，湘滇藏值得期待

■ 湖北固投或将低于预期

10 年 3 月 22 日，湖北省发改委公布了 12 万亿投资计划，市场对湖北的固投有了很高的预期，而从前 6 月的情况来看，湖北城镇固投累计同比增速仅为 36.0%，低于去年同期的 36.6%，也低于去年全年的 39.94%，10 年固投增速或将低于预期。

图 11: 湖北 10 年固定资产投资或将低于市场预期



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

■ 湘、滇、藏地区产能扩张仍在继续

从公司的产能扩张情况来看, 公司下半年在湘、滇、藏都有生产线开始释放产能, 这些地区有望锦上添花。

湘: 湖南省 09 年合计投产 15 条熟料产线, 水泥产能 2480 万吨; 截止 09 年 12 月熟料产能 3937 万吨, 水泥产能 5315 万吨; 在建熟料产能 2433 万吨, 水泥产能 3285 万吨。至 2010 年底湖南省新干法水泥总产能将达到 8600 万吨。09 年湖南省水泥产量 7539 万吨, 新增产能较大, 冲击比率为 33%, 而落后淘汰产能仅为 300 万吨, 力度很小。2010 年行业景气程度的看点在于落后产能淘汰的力度。

滇: 鉴于云南省产能主要集中在大中城市覆盖区且已过剩 (1、中部: 昆明、红河、玉溪; 2、东部: 曲靖; 3、西部: 大理), 公司在云南的产能扩张采取“金边银角战略”, 避开产能过剩且主要市场为民用市场的区域, 新建项目借鉴昭通经验着眼大型水利工程需求: 迪庆、东川项目依托金沙江梯级水电站开发, 西双版纳项目着眼未来当地旅游发展和滇藏铁路和南亚铁路的水泥需求。公司在云南地区的盈利有望维持

藏: 公司在西藏已有山南一期 40 万吨/年, 在建山南二期 80 万吨/年, 预计 2010 年上半年投产, 贡献产量约 30 万吨; 产量同比增长 60% 以上。而西藏的水泥价格是全国价格的两倍, 西藏的水泥厂成为了公司的现金牛。目前公司仍在积极拓展西藏的业务:

- ✓ 成立合资公司西藏高新建材。09 年已完成, 公司持有合资公司 43% 股权, 托管 7% 股权;
- ✓ 完成资产注入合资公司, 争取 2010 年完成。

资产已注入完成后合资公司将有 4 条新型干法产线水泥, 总产能规模达到 280 万吨, 是目前的 8 倍; 权益产能 120 万吨, 是目前的 4 倍。华新水泥已经基本上确定了在西藏的龙头地位, 即除西藏昌都地区外, 该公司的水泥销路已遍及西藏的山南、拉萨、那曲、日喀则、阿里地区。公司在西藏业务的扩展, 不但提高了产销量, 最重要的提高了区域市场份额。由于西藏地区的封闭性, 公司将在西藏地区形成垄断优势。

表 4: 公司 10 年产能投放情况

公司名称	权益	省份	地区	生产规模 T/D	熟料规模 万吨/年	水泥规模 万吨/年	投产年月
华新水泥 (道县) 有限公司	100%	湖南	道县	4000	128	150	预计 2010 年 8 月
		湖南	冷水江	5000	160	200	预计 2010 年
华新水泥 (云南) 有限公司	100%	云南	东川	2500	80	80	预计 2010 年 8 月

华新水泥（云南）有限公司	69%	云南	迪庆	2000	64	80	预计 2010 年 10 月
华新水泥（四川）有限公司	100%	四川	万源	2500	80	100	预计 2010 年 8 月
华新水泥（西藏）股份有限公司	79%	西藏	山南	2000	64	80	预计 2010 年 5 月

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们维持公司“中性”评级

由于公司目前增发尚未得到批准，我们分别对应进行测算，若不考虑增发因素，对应 10-12 年业绩分别为 0.669、1.436、1.864；若 10 年公司增发能顺利完成，考虑到增发全面摊薄，预计公司 10-12 年业绩分别为 0.532、1.139、1.460（对应摊薄前为 0.712、1.523、1.954）。在不考虑增发的情况下，公司 10-12 年对应的 PE 分别为 25.93、12.08、9.30，公司未来风险在于湖北固投可能低于预期，湖北市场供需关系改善值得继续关注，我们维持公司“中性”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6906	8605	10089	12111	货币资金	1338	909	1885	3415
营业成本	5281	7019	7932	9496	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1626	1586	2157	2615	应收账款	397	495	580	697
% 营业收入	23.5%	18.4%	21.4%	21.6%	存货	629	837	945	1131
营业税金及附加	94	117	138	165	预付账款	37	49	56	67
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	44	0	0	0
销售费用	363	452	530	636	流动资产合计	2544	2413	3610	5483
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	可供出售金融资产	43	43	43	43
管理费用	335	418	490	588	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	长期股权投资	17	17	17	17
财务费用	193	299	257	234	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	3.5%	2.5%	1.9%	固定资产合计	10676	10678	10594	10479
资产减值损失	16	4	4	5	无形资产	1085	1140	1192	1144
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	9	9	9	9
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	63	1	1	1
营业利润	626	295	739	986	其他非流动资产	146	146	146	146
% 营业收入	9.1%	3.4%	7.3%	8.1%	资产总计	14584	14447	15613	17324
营业外收支	91	91	91	91	短期贷款	1346	0	0	0
利润总额	717	386	830	1077	应付款项	1871	2489	2811	3365
% 营业收入	10.4%	4.5%	8.2%	8.9%	预收账款	160	199	233	280
所得税费用	151	81	175	227	应付职工薪酬	80	106	120	144
净利润	566	305	655	850	应交税费	24	0	0	0
归属于母公司所有者	500.5	269.9	579.4	752.3	其他流动负债	796	1051	1192	1428
的净利润					流动负债合计	4277	3846	4357	5217
少数股东损益	65	35	76	98	长期借款	4698	4698	4698	4698
EPS (元/股)	1.24	0.67	1.44	1.86	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	11	0	0	0
经营活动现金流净额	1494	1902	1934	2386	其他非流动负债	210	210	210	210
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	9196	8754	9265	10125
长期股权投资	-81	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4555	4825	5404	6157
无形资产投资	0	-100	-100	0	少数股东权益	833	868	944	1042
固定资产投资	-3411	-586	-601	-621	股东权益	5388	5693	6348	7199
其他	6	0	0	0	负债及股东权益	14584	14447	15613	17324
投资活动现金流净额	-3486	-686	-701	-621	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	597	0	0	0	EPS	1.240	0.669	1.436	1.864
股权融资	5	0	0	0	BVPS	12.24	12.96	14.52	16.54
银行贷款增加 (减少)	2126	-1346	0	0	PE	13.98	25.93	12.08	9.30
筹资成本	411	-299	-257	-234	PEG	0.89	1.64	0.77	0.59
其他	-828	0	0	0	PB	1.54	1.45	1.29	1.14
筹资活动现金流净额	2311	-1645	-257	-234	EV/EBITDA	8.82	9.08	5.81	4.19
现金净流量	320	-429	976	1530	ROE	11.0%	5.6%	10.7%	12.2%

长江证券研究部

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理专业硕士，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。