

上半年业绩下滑幅度超出预期

事件：

- 华新水泥 2010 年上半年实现营业收入 32.59 亿元，同比增长 3.44%，实现净利润 0.77 亿元，同比大幅下降 61.40% 左右，每股收益为 0.19 元，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.04 元。

我们的看法：

- 公司上半年业绩下滑幅度超出市场预期。公司上半年实现水泥及熟料销量 1308 万吨，同比增长 172 万吨，但水泥平均售价 228.46 元/吨（不含税），同比下降 19.32 元/吨，水泥销售毛利率同比下降了 8.37 个百分点。一季度处置子公司苏州金猫获得投资收益约 5000 万元和收购京兰水泥未成功获得违约金 2000 万元计入非经常性损益，公司上半年业绩大幅下滑 61.40%，经营状况非常不理想。
- 公司业绩差的原因主要是由于主导区域湖北市场水泥价格同比下滑严重，湖北区域 2009 年新建投产新型干法水泥生产线 17 条，新增年设计熟料产能 1860 万吨。在新增产能集中释放、落后产能数量依然较大的背景下，2010 年上半年湖北区域水泥市场产能过剩严重，市场无序竞争有增无减。上半年公司在湖北区域的十几家工厂盈利总和为负数。
- 公司东南区域、西南区域 2009 年四季度以来新投产的水泥生产线也未实现盈利。但是，公司西南区域的西藏公司、昭通公司在客户管理、价格维护等方面的工作见到了成效，依然保持了较强的盈利势头，成为公司上半年经营的亮点。
- 公司 2009 年底水泥产能规模突破 5000 万吨/年，2010 年新建生产线全部投产后可新增水泥熟料 408 万吨/年、水泥 550 万吨/年的能力。公司在西藏、云南、四川和重庆的生产线布局进展顺利，西南市场将成为公司未来几年的主要业绩驱动因素。
- 值得一提的是公司混凝土骨料业务正在快速发展，2009 年混凝土产能达到 420 万方，销量为 107 万方，2010 年上半年混凝土销量为 68.75 万方，同比增长 60%，毛利率为 21.29%，同比增加 4.79 个百分点。阳新 1,000 万吨/年骨料项目已开工建设，未来有望实现盈利贡献。
- 公司于 2009-12-16 股东大会通过非公开发行股票议案，计划增发不超过 13500 万股，发行价格不低于 20.49 元/股，大股东 Holchin 公司将按照占股比例认购非公开发行的股份，目前增发方案仍待证监会审批，存在较大不确定性。
- 考虑到中报业绩低于预期和近期房地产调控对水泥行业的影响，公司股价短期压力较大，我们调整华新水泥 2010 年和 2011 年 EPS 预测分别至 1.10 元和 1.32 元（按照当前股本计算），维持公司买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材行业资深分析师

8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208060127

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2010 年 7 月 26 日） 17.34

目标价格 20.00

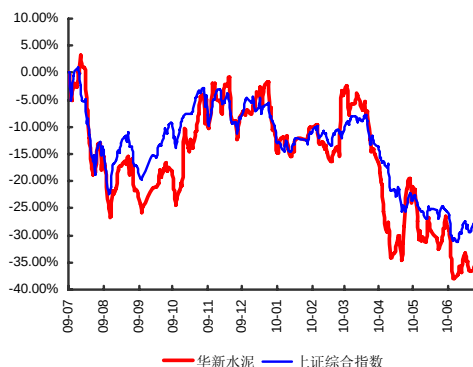
总股本/A 股（万股） 40360/17526

国家/地区 中国

行业 非金属建材

报告日期 2010 年 7 月 26 日

股价表现



财务预测

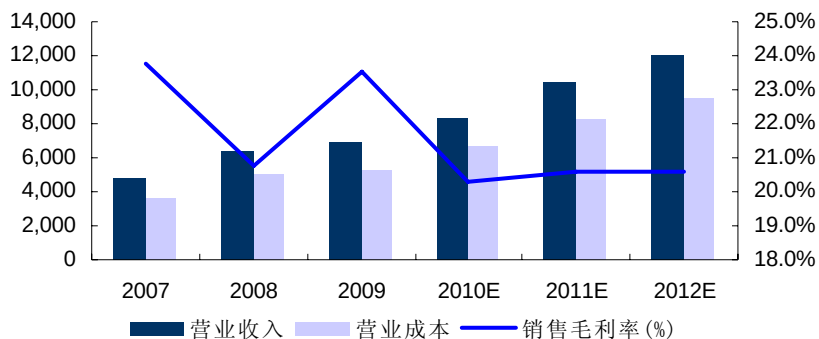
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6906	8370	10435	12000
同比(%)	9%	21%	25%	15%
归属母公司净利润	566	519	623	734
同比(%)	9%	-11%	20%	18%
毛利率(%)	23.5%	20.3%	20.6%	20.6%
ROE(%)	11.0%	9.0%	9.9%	10.6%
每股收益(元)	1.24	1.10	1.32	1.56
P/E	13.97	15.75	13.12	11.13
P/B	1.54	1.42	1.30	1.18
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

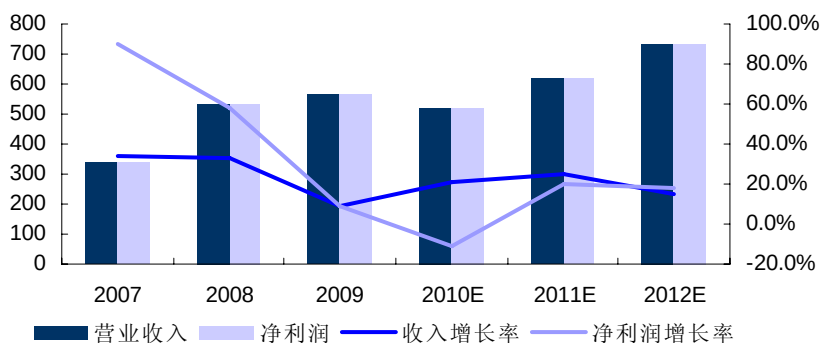
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：营业收入和毛利率预测（百万元）



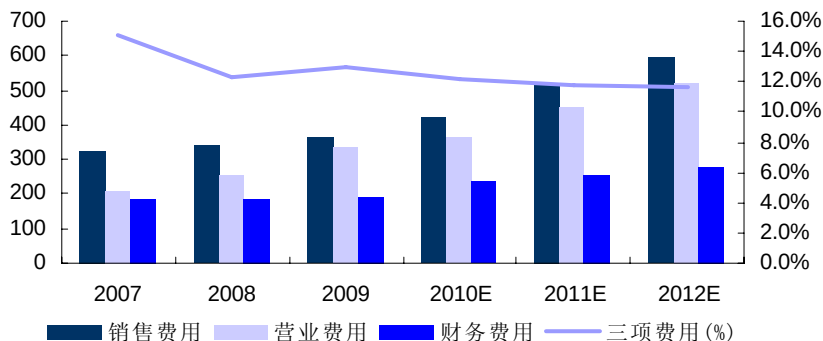
资料来源：东方证券研究所

图 2：营业收入和净利润变动趋势预测（百万元）



资料来源：东方证券研究所

图 3：三项费用变动预测（万元）



资料来源：东方证券研究所

图 4：湖北（武汉）地区水泥价格走势



资料来源：东方证券研究所

图 5：西南地区（四川/重庆区域）水泥价格走势



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2544	2555	2950	3245	营业收入	6906	8370	10435	12000
现金	1338	1093	1157	1166	营业成本	5281	6670	8286	9528
应收账款	298	282	365	431	营业税金及附加	94	111	137	160
其它应收款	100	99	130	150	销售费用	363	425	522	594
预付账款	37	72	84	94	管理费用	335	362	451	518
存货	629	826	1006	1161	财务费用	193	235	257	280
其他	143	183	208	244	资产减值损失	16	5	7	9
非流动资产	12040	13926	15710	16890	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	6	8	10	投资净收益	1	55	2	3
固定资产	7354	10257	12244	13473	营业利润	626	617	778	913
无形资产	1085	1242	1391	1487	营业外收入	97	65	66	76
其他	3583	2420	2067	1920	营业外支出	6	13	13	10
资产总计	14584	16481	18660	20135	利润总额	717	670	831	979
流动负债	4277	5742	7360	8177	所得税	151	151	208	245
短期借款	648	2041	3161	3384	净利润	566	519	623	734
应付账款	1387	1565	1972	2296	少数股东损益	65	75	90	106
其他	2241	2136	2227	2497	归属于母公司净利润	501	444	533	628
非流动负债	4919	4913	4914	4916	EBITDA	1378	1506	1917	2251
长期借款	4698	4698	4698	4698	EPS（元）	1.24	1.10	1.32	1.56
其他	221	215	216	217	主要财务比率				
负债合计	9196	10655	12274	13092	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	833	908	998	1104	成长能力				
股本	404	404	404	404	营业收入	8.8%	21.2%	24.7%	15.0%
资本公积	2526	2526	2526	2526	营业利润	35.3%	-1.3%	25.9%	17.5%
留存收益	1626	1989	2459	3010	净利润	8.8%	-11.2%	20.0%	17.8%
归属母公司股东权益	4555	4918	5388	5939	获利能力				
负债和股东权益	14584	16481	18660	20135	毛利率	23.5%	20.3%	20.6%	20.6%
					净利率	7.2%	5.3%	5.1%	5.2%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	63.1%	64.6%	65.8%	65.0%
经营活动现金流	1494	1150	1924	2372	净负债比率				
净利润	566	519	623	734	流动比率	0.59	0.45	0.40	0.40
折旧摊销	560	654	882	1058	速动比率	0.44	0.29	0.26	0.25
财务费用	193	235	257	280	营运能力				
投资损失	-1	-55	-2	-3					
营运资金变动	174	-249	151	279					
其它	3	46	13	23					

投资活动现金流	1494	-2469	-2652	-2235	总资产周转率	0.55	0.54	0.59	0.62
资本支出	3415	2381	2473	2095	应收账款周转率	30	28	31	29
长期投资	-17	-9	-6	7	应付账款周转率	4.43	4.52	4.69	4.46
其他	4892	-97	-185	-133	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2311	1074	792	-129	每股收益	1.24	1.10	1.32	1.56
短期借款	-641	1392	1120	223	每股经营现金流	3.70	2.85	4.77	5.88
长期借款	2774	0	0	0	每股净资产	11.29	12.19	13.35	14.71
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	13.97	15.75	13.12	11.13
其他	130	-318	-328	-351	P/B	1.54	1.42	1.30	1.18
现金净增加额	320	-245	64	9	EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn