

华新水泥 (600801.SH) 水泥行业

公司点评

贺国文
分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑
联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

华新水泥 2010 年中期报告点评

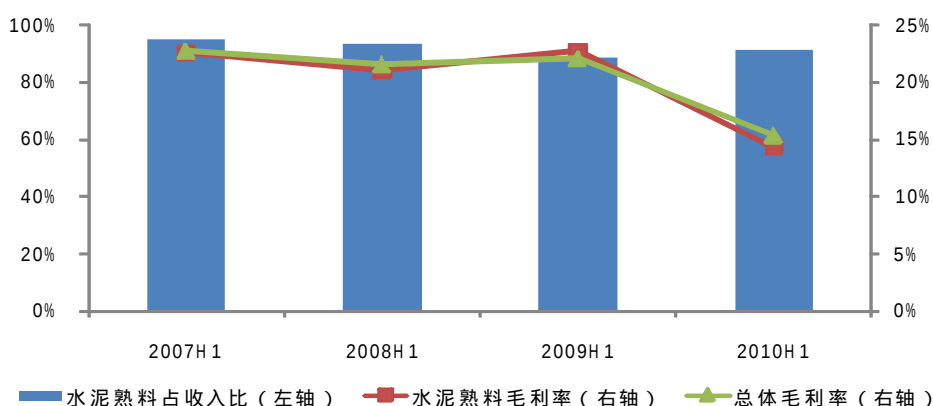
事件

2010 年 7 月 24 日，华新水泥发布 2010 年中期业绩报告，报告期内公司实现营业收入 32.59 亿元，同比增长 3.44%；实现营业利润 5360.55 万元，同比减少 76.66%；实现净利润 7706.62 万元，同比减少 61.40%；实现 EPS 为 0.19 元，业绩低于我们之前的预期，也低于市场预期。

评论

业绩大幅低于预期主要原因在于公司水泥熟料销售毛利率大幅下降：公司 2010 年上半年收入增长 3.43%，但是营业利润同比减少 76.66%，原因在于销售毛利率、尤其是收入的主要组成部分--水泥熟料销售毛利率的大幅下滑。

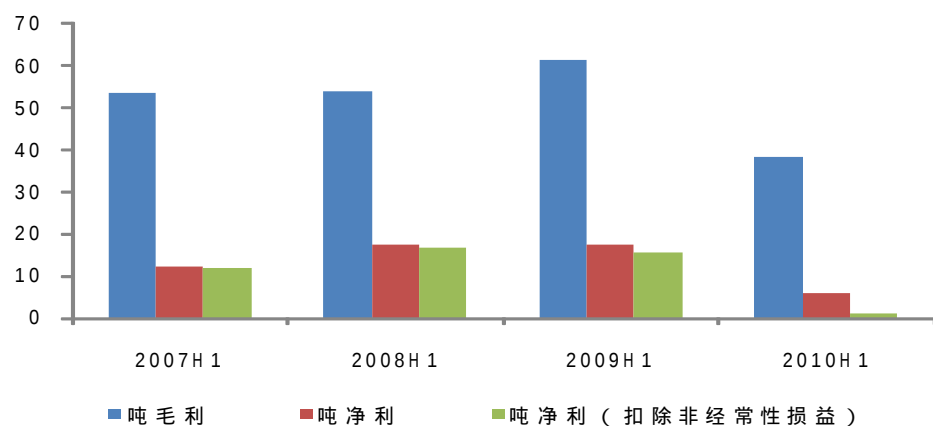
图表2：水泥熟料毛利率大幅下滑是总体毛利率下滑的主要原因



来源：公司财务报告 国金证券研究所

从吨毛利、吨净利的角度来看，2010 年上半年实现吨毛利、吨净利分别达 38.15、5.89 元，分别同比减少 22.96、11.68 元，扣除非经常性损益之后，吨净利为 1.24 元；华新水泥属于湖北地区、乃至全国范围的优秀水泥企业，该吨净利水平意味着湖北水泥市场已经开始大范围亏损。

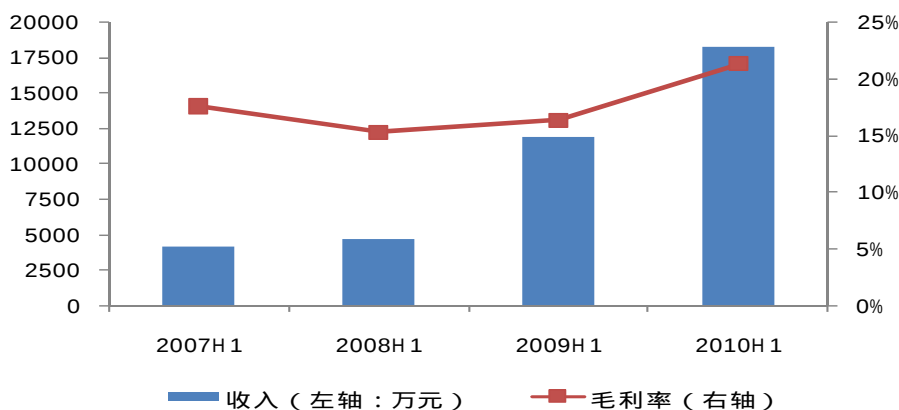
图表2：公司 2010 年上半年吨毛利、吨净利大幅度减少（元/吨）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

万绿丛中一点红--混凝土销量、效益齐升：报告期内，公司新建混凝土搅拌站 2 个，新增产能 40 万方/年；销售混凝土 68.75 万方，同比增长 59.98%；实现营业收入 18229.02 万元，同比增长 54.3%；实现利润总额 2894.66 万元，同比增长 106.51%。

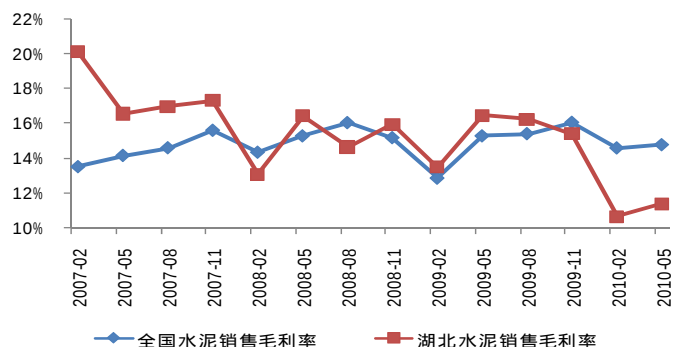
图表3：公司混凝土销量、毛利率增长可观



来源：公司财务报告 国金证券研究所

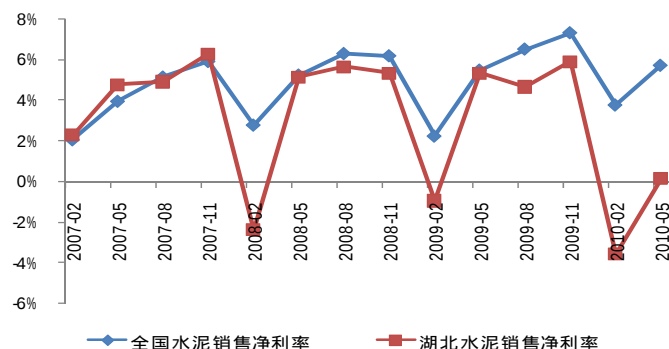
水泥熟料毛利率大幅下降源于湖北水泥市场景气大幅下滑：2010 年初以来，湖北水泥市场景气迅速下滑，如下图所示，无论毛利率还是净利率的角度，湖北市场都比全国平均情况来的更差；其中前五个月的净利率数字几乎为 0，显示整个行业已经处于亏损线上。

图表4：全国、湖北水泥销售毛利率情况



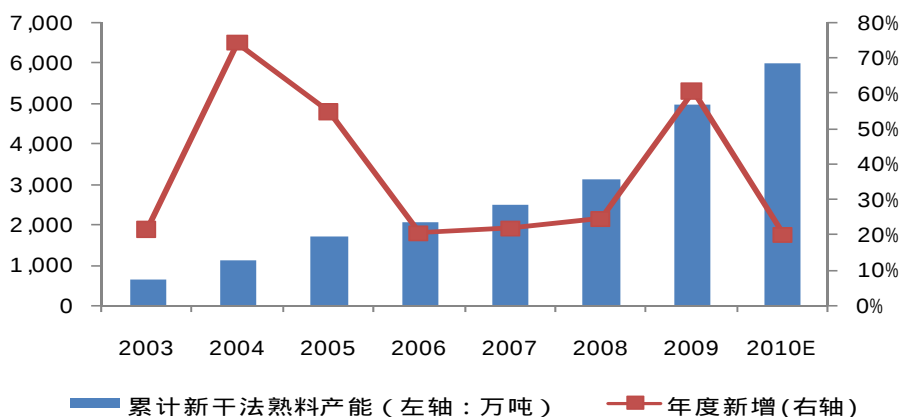
来源：中国建材信息总网 国金证券研究所

图表5：全国、湖北水泥销售净利率情况



最近两年湖北省新增产能释放太快，09 年投产新干法熟料线 17 条，合计贡献熟料产能 1860 万吨/年，其中一半左右在下半年投产，在次年完全发挥产能；2010 年预计投产 8 条熟料线，合计贡献熟料产能 1000 万吨。

图表6：近几年湖北省新干法熟料产能增长很快 (万吨)



来源：数字水泥 国金证券研究所

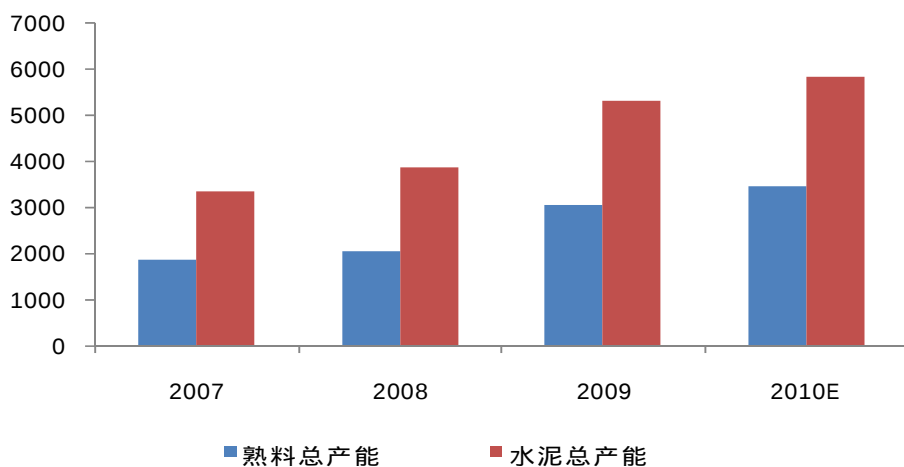
图表7：湖北2009年投产的17条熟料线情况

序号	企业名称	建设地点	建设规模 (t/d)	投产日期
1	当阳葛洲坝水泥有限公司	湖北当阳	5000	2009.03
2	老河口葛洲坝水泥有限公司	湖北襄樊老河口市洪山嘴	5000	2009.12
3	嘉鱼葛洲坝水泥有限公司	湖北咸宁嘉鱼县高铁岭镇	5000	2009.09
4	宜城葛洲坝水泥有限公司	湖北襄樊宜城	5000	2009.09
5	武汉亚东水泥有限公司一线	湖北武汉新洲区	5000	2009.04
6	华新襄樊南漳水泥公司二线	湖北襄樊南漳县	4000	2009.03
7	华新秭归水泥有限公司	湖北宜昌秭归郭家坝镇	4000	2009.07
8	黄石成美建材有限公司	湖北大冶市城南	4000	2009.09
9	京兰集团金龙水泥有限公司二期	湖北十堰郧县	4000	2009.1
10	恩施州腾龙水泥公司	湖北恩施市	2500	2009.03
11	湖北房县钻石水泥有限公司	湖北十堰房县化龙堰镇	2500	2009
12	兴山葛洲坝水泥有限公司	湖北宜昌	2500	2009.03
13	湖北白兆山水泥有限公司	湖北孝感市	2500	2009.09
14	湖北竹溪县瑞城水泥公司	湖北竹溪县	2500	2009.06
15	湖北武当水泥有限公司	湖北十堰郧西县大岭山	2500	2009.07
16	湖北崇阳昌华实业有限公司	湖北崇阳县天城镇	2500	2009.08
17	湖北金凤建材责任公司	湖北恩施来凤县	1500	2009.06
合计			60000	

来源：中国水泥网 国金证券研究所

华新水泥产能还在增长：上半年公司投产了西藏二线，2500t/d 的生产能力；预计下半年在湖南永州、昆明东川、云南迪庆、四川万源投产 4 条生产线，合计 13000t/d 的生产能力；可以看到，公司今年新投产的生产线均在湖北省外，其中西藏与云南迪庆地区景气处于高位，预计将贡献可观的利润。

图表8：华新水泥水泥、熟料产能情况（万吨）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

我们的观点：湖北省近年来新增水泥产能投产过快，致使景气程度大幅下降，目前整个行业已经处于亏损线上，预计水泥价格进一步下降的幅度不大；另外市场景气程度与整合成本有负相关关系，截至 2010 年 6 月 30 日，公司持有现金 18 亿元以上，目前正在积极推进增发，具备市场整合的条件；我们下调了对公司的盈利预测，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.49、0.87、1.31 元。

图表9：三张表预测情况
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4,770	6,349	6,906	8,701	10,781	10,881
增长率		33.1%	8.8%	26.0%	23.9%	0.9%
主营业务成本	-3,637	-5,031	-5,281	-7,300	-8,864	-8,745
% 销售收入	76.2%	79.2%	76.5%	83.9%	82.2%	80.4%
毛利	1,133	1,318	1,626	1,400	1,916	2,135
% 销售收入	23.8%	20.8%	23.5%	16.1%	17.8%	19.6%
营业税金及附加	-65	-79	-94	-113	-140	-141
% 销售收入	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-324	-340	-363	-435	-539	-544
% 销售收入	6.8%	5.4%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-209	-252	-335	-348	-431	-435
% 销售收入	4.4%	4.0%	4.9%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润（EBIT）	535	647	833	504	806	1,015
% 销售收入	11.2%	10.2%	12.1%	5.8%	7.5%	9.3%
财务费用	-183	-185	-193	-326	-460	-421
% 销售收入	3.8%	2.9%	2.8%	3.7%	4.3%	3.9%
资产减值损失	0	-1	-16	-2	-1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	0	1	1
% 税前利润	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	355	462	626	177	346	594
营业利润率	7.4%	7.3%	9.1%	2.0%	3.2%	5.5%
营业外收支	94	114	91	150	194	196
税前利润	449	577	717	327	540	790
利润率	9.4%	9.1%	10.4%	3.8%	5.0%	7.3%
所得税	-109	-42	-151	-69	-119	-182
所得税率	24.4%	7.3%	21.0%	21.0%	22.0%	23.0%
净利润	339	535	566	258	421	608
少数股东损益	49	75	65	60	70	80
归属于母公司的净利润	290	460	501	198	351	528
净利率	6.1%	7.2%	7.2%	2.3%	3.3%	4.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	339	535	566	258	421	608
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	394	453	575	591	670	715
非经营收益	216	178	183	249	285	245
营运资金变动	17	2	174	-771	176	-19
经营活动现金净流	966	1,168	1,498	327	1,551	1,548
资本开支	-1,209	-2,136	-3,411	-1,612	-915	-514
投资	0	-51	-98	-1	0	0
其他	2	-12	23	0	1	1
投资活动现金净流	-1,207	-2,198	-3,486	-1,613	-914	-513
股权募资	0	2,009	5	0	0	0
债权募资	588	-217	2,724	1,237	-38	-541
其他	-281	-349	-417	-390	-532	-494
筹资活动现金净流	307	1,443	2,311	848	-570	-1,035
现金净流量	66	412	323	-438	67	0

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	569	987	1,338	900	967	967
应收款项	351	335	496	529	699	705
存货	542	597	629	900	1,093	1,078
其他流动资产	57	71	81	75	91	89
流动资产	1,519	1,990	2,544	2,404	2,849	2,840
% 总资产	17.8%	18.6%	17.4%	15.5%	17.3%	17.3%
长期投资	106	82	72	73	72	72
固定资产	6,093	7,477	10,732	12,003	12,455	12,462
% 总资产	71.6%	69.8%	73.6%	77.2%	75.8%	75.9%
无形资产	763	1,115	1,172	1,073	1,062	1,050
非流动资产	6,995	8,727	12,040	13,151	13,591	13,587
% 总资产	82.2%	81.4%	82.6%	84.5%	82.7%	82.7%
资产总计	8,514	10,716	14,584	15,556	16,440	16,426
短期借款	1,681	1,982	1,346	2,677	2,639	2,097
应付款项	1,470	1,475	2,166	2,201	2,677	2,646
其他流动负债	935	337	881	386	465	466
流动负债	4,087	3,794	4,394	5,264	5,780	5,209
长期贷款	1,941	1,925	4,698	4,698	4,698	4,699
其他长期负债	84	85	104	0	0	0
负债	6,111	5,804	9,196	9,962	10,478	9,908
普通股股东权益	1,681	4,068	4,555	4,700	4,999	5,475
少数股东权益	722	845	833	893	963	1,043
负债股东权益合计	8,514	10,716	14,584	15,556	16,440	16,426

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.884	1.140	1.240	0.491	0.870	1.309
每股净资产	5.118	10.079	11.286	11.646	12.386	13.565
每股经营现金净流	2.931	2.886	3.703	0.811	3.844	3.836
每股股利	0.060	0.060	0.120	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	17.27%	11.31%	10.99%	4.21%	7.02%	9.65%
总资产收益率	3.41%	4.29%	3.43%	1.27%	2.14%	3.22%
投入资本收益率	6.68%	6.80%	5.75%	3.07%	4.73%	5.87%
增长率						
主营业务收入增长率	35.79%	33.11%	8.77%	25.98%	23.91%	0.93%
EBIT增长率	63.87%	21.07%	28.71%	-39.49%	59.85%	25.89%
净利润增长率	129.03%	58.48%	8.81%	-60.44%	77.29%	50.48%
总资产增长率	19.40%	25.87%	36.09%	6.66%	5.69%	-0.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.6	8.0	11.7	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	49.4	41.3	42.4	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	75.1	65.6	82.5	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	432.5	335.1	388.7	347.6	285.7	276.6
偿债能力						
净负债/股东权益	127.07%	59.43%	87.35%	115.76%	106.84%	89.43%
EBIT利息保障倍数	2.9	3.5	4.3	1.5	1.8	2.4
资产负债率	71.78%	54.16%	63.06%	64.04%	63.73%	60.32%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-10-30	买入	9.92	N/A
2	2009-03-11	买入	22.97	N/A
3	2009-07-27	买入	24.82	N/A
4	2009-10-28	买入	19.56	N/A
5	2010-03-31	买入	22.96	N/A

来源：国金证券研究所


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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室