

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

华新水泥

600801

推荐

经营情况显著改善,重启生产线建设

今日公司发布2010年年报,2010年全年公司实现水泥及熟料销售总量3476万吨,同比增长12.42%。全年公司实现营业收入84.69亿元,较上年同期增长22.36%;归属于上市公司股东的净利润为5.73亿元,较上年同期增长14.4%;每股盈利1.42元,超出我们之前的预期。分配预案为每股派息0.2元(含税)。以资本公积金向全体股东每10股转增10股。

投资要点:

- **毛利率下滑影响主业盈利能力,投资收益作补充。**由于2010年上半年公司主营区域的恶劣竞争,导致公司2010年毛利率水平相对2009年下降1.2个百分点。但是由于公司出售金猫股份,投资收益增加5300万,同时资源利用税返还增加5000万,从而保证了公司净利率仍保持在6.8%,与去年基本持平。
- **4季度盈利大幅度逆转前3季度颓势。**由于华东地区从3季度起大幅度限电导致区域水泥供不应求,而华中地区的水泥远距离运输到华东地区销售,导致华中地区水泥价格从4季度起也迅速提升。公司在2010年4季度创下近3年来最高的单季度盈利水平,毛利率达32.5%,净利率达到了15.2%。在4季度极强的盈利能力一举扭转了2010年前三季度的颓势,单季度盈利达到4.83亿元,占到全年盈利的84.44%。
- **产能扩张逐渐重启。**由于行业恢复了高景气状态,公司又在考虑逐步重启由2009年中期开始停止的熟料生产线新建。目前决定新建的是前期缓建的湖南冷水江项目和新增的云南西双版纳项目,这两个项目将于2012年中前后投产。公司在原来计划的项目储备里在湖北武穴、咸宁和恩施各有一条熟料生产线,合计日产12000吨。如果行业景气度一直保持目前这样的状态,我们不排除这些熟料生产线可能恢复建设;
- **给予“推荐”的投资评级。**我们预计,公司11-13年摊薄后的EPS分别为2.53、2.3和2.41元。目前20倍左右的市盈率基本合理,给予“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 区域水泥行业向下对公司盈利能力影响的不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8469	11348	12565	13216
同比(%)	23%	34%	11%	5%
归属母公司净利润(百万元)	573	1020	930	974
同比(%)	14%	78%	-9%	5%
毛利率(%)	22.3%	25.8%	24.4%	23.7%
ROE(%)	11.4%	16.9%	13.5%	12.6%
每股收益(元)	1.42	2.53	2.30	2.41
P/E	35.39	19.87	21.80	20.81
P/B	4.03	3.35	2.94	2.62
EV/EBITDA	16	11	10	10

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 55.00元

当前股价: 50.21元

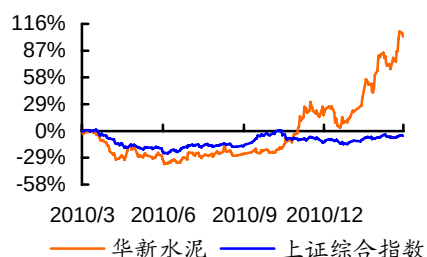
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2955.77
总股本(百万)	404
流通股本(百万)	404
流通市值(亿)	203
EPS (TTM)	0.71
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	24.93	70.03	173.9
			2
上证综合指数	1.75	7.11	11.30



相关报告

《华新水泥-限电导致产品价格大涨,行业拐点在明年下半年》2010-11-30

《华新水泥-公司的冬天来临》2010-4-28

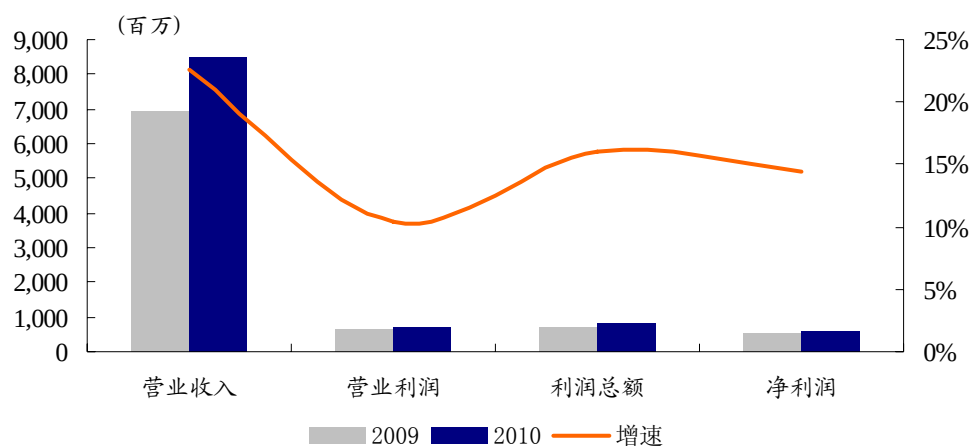
一、经营状况:4 季度大幅逆转前 3 季度颓势

1.1 毛利率下滑影响主业盈利能力,投资收益作补充

2010 年公司在营业收入增长 22.36%的同时,毛利率下滑 1.2 个百分点,为 22.3%,导致营业利润仅增长 10.5%。毛利率下滑的主要原因是公司主要经营的中部区域在去年 1-9 月份竞争异常激烈,处于行业整体面临亏损的境地。

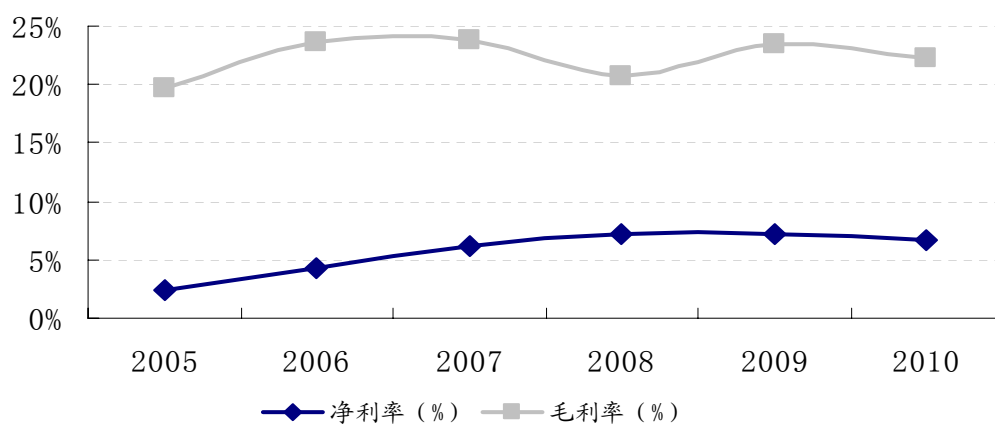
虽然毛利率的下滑影响了营业利润的增长,但是投资收益和营业外收入的增加缓解了净利率的下滑。公司出售金猫公司的股权使公司投资收益 5300 万元,同时资源综合退税增加了 53%,也增加了利润总额 5000 万元以上。这两项收益的增加占到净利润的 22.69%。

图 1 年度主要经营数据



资料来源：公司公告

图 2 公司近年来毛利、净利率



资料来源：公司公告

1.2 4 季度大幅逆转前 3 季度颓势

由于华东地区从 3 季度起大幅度限电导致区域水泥供不应求，而华中地区的水泥远距离运输到华东地区销售，导致华中地区水泥价格从 4 季度起也迅速提升。公司在 2010 年 4 季度创下近 3 年来最高的单季度盈利水平，毛利率达 32.5%，净利率达到了 15.2%。

在 4 季度极强的盈利能力一举扭转了 2010 年前三季度的颓势，单季度盈利达到 4.83 亿元，占到全年盈利的 84.44%。

表 1 公司季度经营数据比较

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
收入（亿元）	10.39	16.85	18.04	18.21	12.80	18.70	19.38	18.17	12.92	19.68	20.33	31.77
环比增速	-30.7%	62.2%	7.1%	0.9%	-29.7%	46.1%	3.6%	-6.2%	-28.9%	52.3%	3.3%	56.3%
毛利率	20.3%	22.3%	21.2%	19.2%	19.0%	24.1%	21.4%	28.4%	14.9%	15.6%	17.4%	32.5%
费用率	17.3%	11.3%	11.4%	11.0%	15.3%	12.2%	12.0%	12.9%	15.2%	13.4%	14.8%	12.2%
归属股东净利润（亿元）	0.28	1.63	1.45	1.24	0.30	1.69	1.02	1.99	0.49	0.28	0.12	4.83
环比增速	-70.6%	471.5%	-10.7%	-15.0%	-75.5%	459.2%	-39.6%	94.3%	-75.3%	-43.1%	-56.2%	3848.8%
净利率	2.7%	9.7%	8.1%	6.8%	2.4%	9.1%	5.3%	10.9%	3.8%	1.4%	0.6%	15.2%

数据来源：公司公告、中投证券研究所

二、产能扩张在重启

公司在 2010 年新建投产了重庆涪陵、西藏山南、湖南道县、四川万源、昆明东川、云南迪庆等 6 条熟料生产线。同时收购了京兰水泥在宜昌长阳的 2 条生产线和房县钻石水泥在襄樊房县的一条生产线。增加的熟料产能对应到水泥产能达 1055 万吨。使公司水泥产能突破了 6000 万吨。这些产能将为公司 2011 年的增长提供保证。

由于行业恢复了高景气状态，公司又在考虑逐步重启由 2009 年中期开始停止的熟料生产线新建。目前决定新建的是前期缓建的湖南冷水江项目和新增的云南西双版纳项目，这两个项目将于 2012 年中前后投产。另外公司正在考虑收购西藏高争熟料生产线，可能会于今年有结果。

公司在原来计划的项目储备里在湖北武穴、咸宁和恩施各有一条熟料生产线，合计日产 12000 吨。如果行业景气度一直保持目前这样的状态，我们不排除这些熟料生产线可能恢复建设。

表 2 公司 2010 年到 2012 年新增生产线

项目	年产能	获得方式	（预计）获得时间
重庆涪陵 4600t/d 生产线	200	新建	2010 年 1 月
西藏山南 2000t/d 生产线	80	新建	2010 年 3 月
湖南道县 4000t/d 生产线	160	新建	2010 年 8 月
四川万源 2500t/d 生产线	105	新建	2010 年 10 月
昆明东川 2500t/d 生产线	105	新建	2010 年 10 月
云南迪庆 2000t/d 生产线	80	新建	2010 年 12 月

宜昌长阳 4000t/d 生产线	160	收购	2010 年 12 月
宜昌长阳 1500t/d 生产线	60	收购	2010 年 12 月
襄樊房县 2500t/d 生产线	105	收购	2011 年 1 月
云南景洪 2500t/d 生产线	105	新建	2011 年 8 月
湖南冷水江 4500t/d 生产线	200	新建	2012 年 5 月
云南西双版纳 2500t/d 生产线	105	新建	2012 年 7 月

数据来源：公司年报、中投证券研究所

三、混凝土销量将在今年大幅增长

公司培育了近 5 年的混凝土业务在 2010 年终于出现了较大规模的销售，营业收入达到了 4 个亿以上。但由于 4 季度水泥价格的迅速上涨导致混凝土成本大幅度提高，该业务毛利率下半年出现明显下滑。上半年该业务毛利率一度达到 21%，下半年毛利率仅为 15.6%。

按照公司的经营计划，2011 年，混凝土销量将增长 122%，达到 369 万方。根据目前公司的计划，明年混凝土业务还不大可能成为公司的主要增长极，2-3 年后则可能成为公司业务的一个重要分支。

表 3 混凝土主要业务数据

	2009 年	2010 年	2011 年计划
混凝土收入（亿元）	2.86	4.27	8.81
混凝土成本（亿元）	2.32	3.50	
混凝土销量（万方）	107	166	369
混凝土均价（元/方）	267.04	256.80	238.75
混凝土单位成本（元/方）	216.66	210.49	

数据来源：公司年报、中投证券研究所

四、资金压力较大，增发可能渐行渐近

公司在 08 年增发缓解了资金压力后，随着 2009 年、2010 年区域市场步入低谷，应收帐款周转率逐步下降，经营性净现金流的压力逐步增加。在 2010 年，资本性支出减少 21.3% 的情况下，负债率仍有年初的 63.1% 上升到 68.1%。虽然目前行业景气度较高，但公司现金流压力依然较大。

我们预计公司将很快重启 2009 年 10 月公布，但之后由于行业低谷搁置的增发计划。当时计划增发 1.02 亿股，增发价不低于 19.02 元/股。如果能在今年顺利完成增发，公司的现金流压力将大幅度缓解。

表 4 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
营运能力						
存货周转率(次)		7.0	7.4	8.8	8.6	8.8
应收账款周转率(次)		31.5	38.1	45.6	31.2	25.4

资金状况

资产负债率(%)	68.4	70.1	71.8	54.2	63.1	68.3
经营活动现金流(亿元)	5.0	9.6	9.6	11.6	14.9	15.4
增长率(%)		90.6	0.4	21.0	28.3	3.1

资本性支出

资本性支出(亿元)	10.7	11.0	12.6	21.6	34.2	26.9
增长率(%)		2.8	14.1	71.9	58.2	(21.3)

数据来源：公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测假设

按照公司的产能增长，我们预计公司今年新增水泥及熟料销量 624 万吨，销量达 4100 万吨。

而在价格和盈利能力方面，我们预计上半年公司保持较高的盈利能力，下半年水泥价格可能下降，但由于今年年初的价格明显高于去年，全年水泥均价仍会比去年提高 4% 左右。同时由于煤炭价格和电力成本可能上升，

表 4 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
有效熟料产能(万吨)	2031	2915	3494	3678	3678
有效水泥产能(万吨)	2640	3790	4542	4781	4781
水泥熟料销量(万吨)	3092.0	3476.0	4100.0	4400.0	4600.0
+/-	11%	12%	18%	7%	5%
价格(元/吨)	203.81	222.14	235.00	230.00	232.00
+/-	-11%	8.99%	5.79%	-2%	1%
单吨成本(元/吨)	157.48	173.99	181.00	182.00	182.00
+/-		10.48%	4.03%	0.55%	0.00%
单吨毛利(元/吨)	46.32	48.15	54.00	48.00	50.00
水泥熟料收入(百万元)	6301.73	7721.41	9635.00	10120.00	10672.00
水泥熟料成本(百万元)	4869.43	6047.84	7421.00	8008.00	8372.00
水泥毛利率	22.73%	21.67%	22.98%	20.87%	21.55%
混凝土销量(万方)	107.0	166.0	369.0	600.0	700.0
+/-		55.14%	122%	63%	17%
价格(元/方)	267.04	257.14	266.00	266.00	265.00
+/-		-3.71%	3%	0%	0%
单位成本(元/方)	216.66	210.77	220.00	218.00	219.00
+/-		-2.72%	4.38%	-0.91%	0.46%
单位毛利(元/方)	50.37	46.37	46.00	48.00	46.00
混凝土收入(百万元)	285.73	426.84	981.54	1596.00	1855.00
混凝土成本(百万元)	231.83	349.88	811.80	1308.00	1533.00

其他收入（百万元）	318.87	321.17	321.17	321.17	321.17
其他成本（百万元）	179.33	185.22	185.22	185.22	185.22
合计收入（百万元）	6906.33	8469.43	10937.71	12037.17	12848.17
合计成本（百万元）	5280.59	6582.93	8418.02	9501.22	10090.22

数据来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：推荐

我们预计，公司 11-13 年摊薄后的 EPS 分别为 2.53、2.3 和 2.41 元。目前 20 倍左右的市盈率基本合理，给予“推荐”的投资评级。风险在于区域水泥行业向下对公司盈利能力影响的不确定性。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3954	3362	3886	4207
现金	1803	1500	1800	2000
应收账款	370	326	361	380
其它应收款	322	159	176	185
预付账款	54	59	67	71
存货	864	1094	1235	1312
其他	541	224	248	260
非流动资产	13858	16239	16193	16079
长期投资	17	0	0	0
固定资产	10902	13913	14133	14145
无形资产	1463	1463	1463	1463
其他	1476	863	597	470
资产总计	17812	19600	20079	20286
流动负债	5114	6999	6496	5711
短期借款	613	3398	2594	1622
应付账款	1980	1852	2090	2220
其他	2520	1748	1812	1869
非流动负债	7050	5788	5788	5788
长期借款	5633	5633	5633	5633
其他	1417	155	155	155
负债合计	12164	12787	12284	11499
少数股东权益	623	769	902	1041
股本	404	404	404	404
资本公积	2311	2311	2311	2311
留存收益	2310	3330	4179	5031
归属母公司股东权益	5025	6044	6893	7746
负债和股东权益	17812	19600	20079	20286

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1540	2351	2667	1540
净利润	660	1165	1062	660
折旧摊销	718	864	1036	718
财务费用	305	433	483	305
投资损失	-54	-1	-1	-54
营运资金变动	-70	-31	76	-70
其它	-18	-79	11	-18
投资活动现金流	-2511	-3217	-1000	-2511
资本支出	2687	3244	1000	2687
长期投资	-1	-16	0	-1
其他	175	10	1	175
筹资活动现金流	1482	562	-1368	1482
短期借款	-35	2785	-805	-35
长期借款	935	0	0	935
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-215	0	0	-215
其他	797	-2223	-563	797
现金净增加额	511	-303	300	511

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8469	11348	12565	13216
营业成本	6583	8418	9501	10090
营业税金及附加	98	141	156	164
营业费用	451	601	666	700
管理费用	391	449	603	634
财务费用	305	433	483	428
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	1	1	1
营业利润	691	1306	1157	1200
营业外收入	149	160	180	200
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	831	1457	1328	1391
所得税	171	291	266	278
净利润	660	1165	1062	1113
少数股东损益	87	146	133	139
归属母公司净利润	573	1020	930	974
EBITDA	1714	2603	2676	2744
EPS（元）	1.42	2.53	2.30	2.41

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.6%	34.0%	10.7%	5.2%
营业利润	10.5%	88.9%	-11.4%	3.7%
归属于母公司净利润	14.4%	78.1%	-8.8%	4.7%
获利能力				
毛利率		22.3%	25.8%	24.4%
净利率		6.8%	9.0%	7.4%
ROE	11.4%	16.9%	13.5%	12.6%
ROIC	6.3%	9.2%	8.7%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	68.3%	65.2%	61.2%	56.7%
净负债比率	100.7	120.8%	91.4%	67.8%
流动比率	0.77	0.48	0.60	0.74
速动比率	0.60	0.32	0.41	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.61	0.63	0.65
应收账款周转率	25	32	35	34
应付账款周转率	3.91	4.39	4.82	4.68
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.42	2.53	2.30	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	3.82	5.83	6.61	6.74
每股净资产(最新摊薄)	12.45	14.98	17.08	19.19
估值比率				
P/E	35.4	19.9	21.8	20.8
P/B	4.0	3.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	16	11	10	10

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

研究团队简介

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。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434