

审慎推荐-A (维持)

华新水泥 600801.SH

目标估值: 55.00-58.00 元

当前股价: 49.44 元

2011 年 4 月 2 日

基础数据

上证综指	2948
总股本(万股)	40360
已上市流通股(万股)	23960
总市值(亿元)	200
流通市值(亿元)	118
每股净资产(MRQ)	12.4
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	68.3%
主要股东	Holchin B.V.
主要股东持股比例	39.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	170	111
相对表现	22	158	115



相关报告

王晶晶

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

走出价格战泥潭, 价格弹性正面进行时

公司公告 2010 年年度报告, 实现收入同比增长 22.6%, 净利润 5.72 亿元, 同比增长 14.4%, 实现 EPS1.42 元, 其中四季度单季度为 1.2 元。随着湖北区域竞争格局的好转、华东限电带来的契机, 从去年四季度开始迎来向上拐点, 这一趋势在一季度得以延续。公司业绩的价格弹性较大, 景气持续向上时可配置。

□ **2010 年净利润同比增长 14.4%, 基本符合预期。**公司 2010 年实现水泥和熟料销售总量 3476 万吨(统计口径); 同比增长 12.4%; 实现营业收入 84.69 亿元, 同比增长 22.6%, 归属于上市公司净利润 5.72 亿元, EPS1.42 元, 其中 4 季度单季度为 1.2 元。公司实现分配方案为: 拟向全体股东按 0.2 元/股(含税)分配现金红利, 每 10 股转增 10 股。

□ **公司四季度业绩出现拐点, 缘于供需关系好转、限电拉动、企业意识转变。**前三季度公司实现吨净利不足 5 元, 而第四季度实现吨净利接近 50 元。主要原因是价格从三季度的 230 元/吨上升到 12 月末的 308 元/吨。几大市场中, 湖北水泥市场销量占比 50%, 成为对其影响最大的一个区域。前三季度市场仍陷于价格战的泥潭中, 第四季度由于周边限电的触动拉动价格上涨, 更为重要的是, 今年一季度的均价甚至高于去年四季度, 这让我们判断价格上涨的背后也许蕴含了更多供需关系改善、企业意识改变的逻辑。38 号文的效果将在今年逐步显现。

□ **新建增长主要来自非湖北地区, 湖北增量来自于并购。**2010 年, 公司西藏二期、湖南道县、昆明东川、四川万源、云南迪庆等五个熟料水泥生产线工程项目截至 2010 年底, 公司已建成水泥熟料生产线 34 条; 水泥熟料产能达到 3729 万吨/年; 水泥产能达到 6030 万吨/年。2012 年的新投产增长来自于湖南冷水江 4500t/d 和景洪西双版纳 2500t/d。今年新投产来自于云南迪庆 2000t/d、东川 2000t/d; 湖北新收购的宜昌长阳、十堰生产线。公司手上还有 3 条有批文未建线, 待观察需求的情况。

□ **给予“审慎推荐-A”的投资评级。**华新水泥作为中部的龙头企业, 受益传统产业由东向西推进的过程, 其价格弹性较大(见下表), 假设全年能在一季度的价格水平上浮 5 元, 预测 2011-2013 年 EPS 为 3.87、4.34、5.11 元(未考虑增发), 风险在于紧缩导致的需求超预期下滑。

财务数据与估值

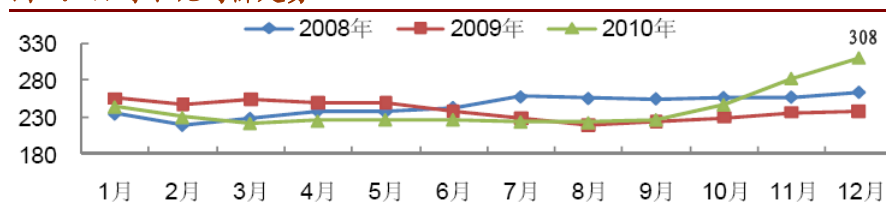
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	6906	8469	13028	16144	18078
同比增长	9%	23%	54%	24%	12%
营业利润(百万元)	626	691	2128	2403	2995
同比增长	35%	10%	208%	13%	25%
净利润(百万元)	501	573	1562	1752	2064
同比增长	9%	14%	173%	12%	18%
每股收益(元)	1.24	1.42	3.87	4.34	5.11
PE	40.3	35.2	12.9	11.5	9.8
PB	4.4	4.0	3.2	2.6	2.2

资料来源: 招商证券

1、拐在四季度

公司 2010 年实现水泥和熟料销售总量 3476 万吨（统计口径）；同比增长 12.4%；实现营业收入 84.69 亿元，同比增长 22.6%，归属于上市公司净利润 5.72 亿元，EPS1.42 元，其中 4 季度单季度为 1.2 元。全年吨毛利约 48 元，吨净利 17 元。而四季度单季度吨净利约为 48 元。这主要是来自湖北市场的变化。

图 1：公司水泥均价走势



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：分季度盈利情况

单位：百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	09Q5	09Q6	09Q7	09Q8
营业收入	1280	3151	5089	6906	1292	3259	5292	8469
营业毛利	244	694	1109	1626	192	499	853	1886
营业费用	78	173	277	363	80	189	314	451
管理费用	62	137	215	335	57	135	219	391
财务费用	56	115	166	193	60	137	227	305
投资收益	0	0	0	1	51	51	51	54
营业利润	31	230	383	626	32	54	85	691
归属母公司净利润	30	200	302	501	49	77	89	573
EPS (元)	0.08	0.49	0.75	1.24	0.12	0.19	0.22	1.42
主要比率								
毛利率	19.0%	22.0%	21.8%	23.5%	14.9%	15.3%	16.1%	22.3%
营业费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用率	4.8%	4.3%	4.2%	4.9%	4.4%	4.1%	4.1%	4.6%
营业利润率	2.5%	7.3%	7.5%	9.1%	2.5%	1.6%	1.6%	8.2%
有效税率	28.7%	16.1%	22.8%	21.0%	25.7%	24.9%	30.8%	20.6%
净利率	2.4%	6.3%	5.9%	7.2%	3.8%	2.4%	1.7%	6.8%
YoY								
收入	23.2%	15.7%	12.4%	8.8%	0.9%	3.4%	4.0%	22.6%
归属母公司净利润	6.4%	4.5%	-10.3%	8.8%	62.2%	-61.4%	-70.4%	14.4%

资料来源：公司公告，招商证券

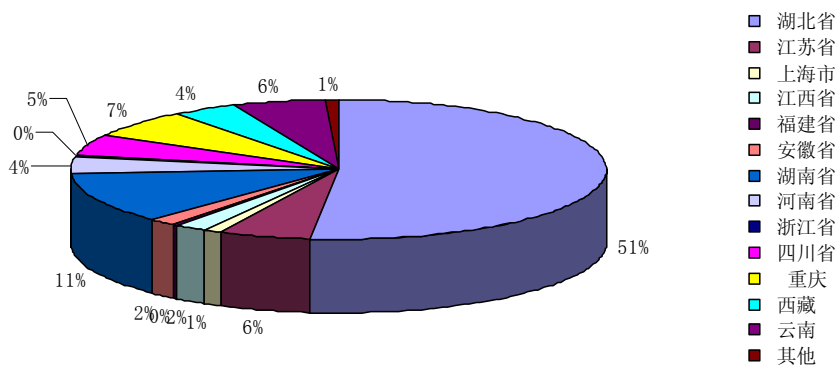
2、分区域情况

表 2: 公司在不同区域的市场占有率

2010 销量（万吨）	2010 量的市占率（%）
湖北	23.1
江苏	0.9
西藏	22.9
湖南	4.1
云南	2.5
重庆	6
河南	1.1
四川	1.6

资料来源：公司公告，招商证券

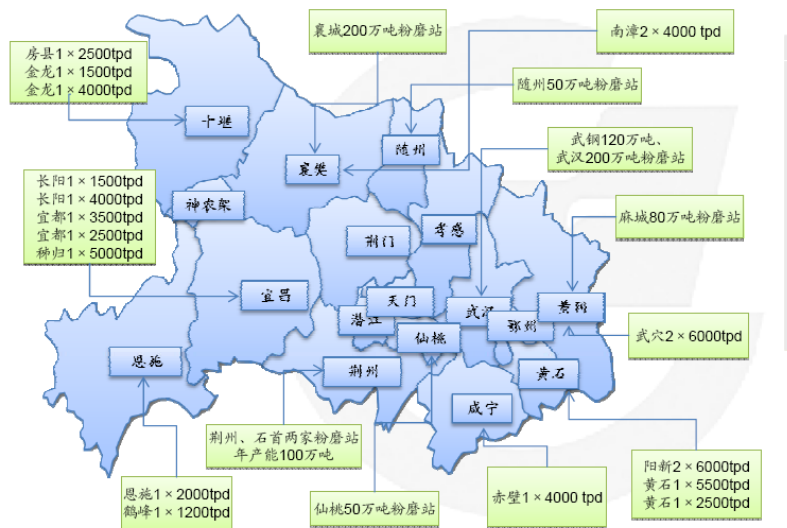
图 2: 分地区销售金额占比



资料来源：公司公告，招商证券

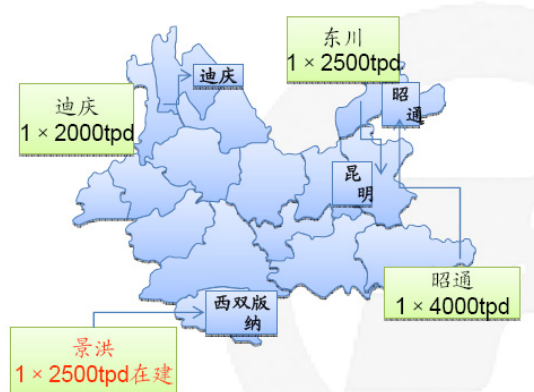
在建线：云南、湖南。并购战略重点：湖北

图 3: 公司在湖北布局



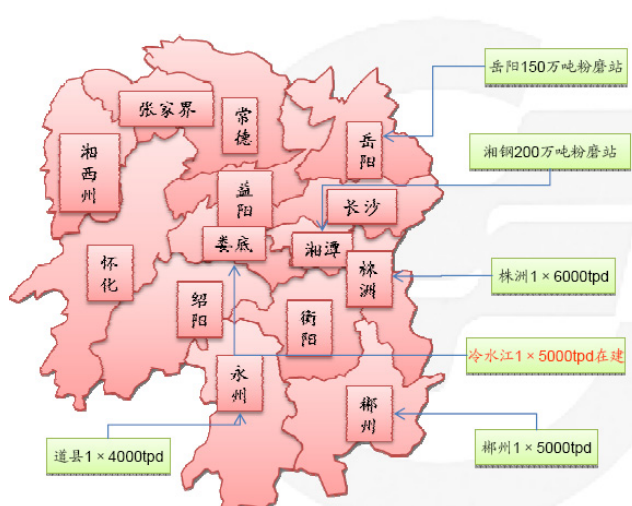
资料来源：公司公告，招商证券

图 4: 公司在湖南布局



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 5: 公司在湖南布局



资料来源: 公司公告, 招商证券

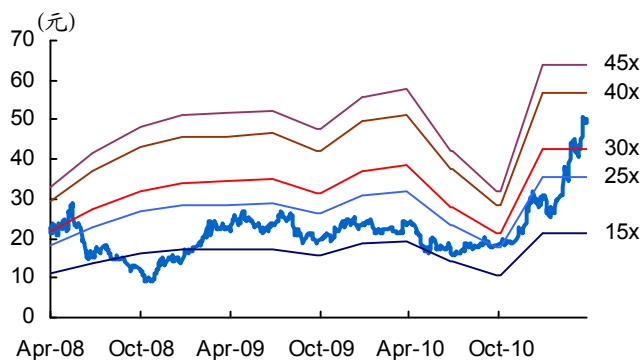
表 2: 公司 2011 年的业绩弹性情况

2011EPS		价格				
	3.87	283	288	293	298	303
量	3800	3.10	3.39	3.68	3.97	4.26
	3900	3.18	3.48	3.78	4.07	4.37
	4000	3.26	3.57	3.87	4.18	4.48
	4100	3.34	3.65	3.96	4.28	4.59
	4200	3.42	3.74	4.06	4.38	4.70

资料来源: 公司公告, 招商证券

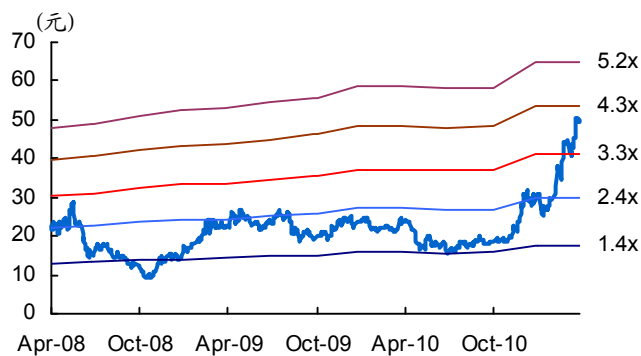
PE-PB Band

图 5: 华新水泥历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 华新水泥历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2544	3954	4015	6099	6760
现金	1338	1803	1231	2602	1000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	99	301	462	573	642
应收款项	298	370	559	693	785
其它应收款	100	322	495	614	362
存货	629	864	1208	1542	3889
其他	81	294	59	75	83
非流动资产	12040	13858	14170	14494	14050
长期股权投资	17	17	17	17	17
固定资产	7354	10902	11272	11959	11627
无形资产	1085	1463	1317	1185	1067
其他	3583	1476	1564	1333	1339
资产总计	14584	17812	18185	20593	20810
流动负债	4277	5114	5504	6529	5049
短期借款	648	613	600	600	619
应付账款	1387	1980	2772	3539	1298
预收账款	160	203	285	363	389
其他	2081	2317	1847	2027	2743
长期负债	4919	7050	5545	5259	4990
长期借款	4698	5633	5270	4943	4649
其他	221	1417	275	316	342
负债合计	9196	12164	11049	11788	10039
股本	404	404	404	404	404
资本公积金	2526	2311	2311	2311	2311
留存收益	1626	2310	3560	4962	6613
少数股东权益	833	623	862	1129	1444
母公司所有者权益	4555	5025	6274	7676	9327
负债及权益合计	14584	17812	18185	20593	20810

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1494	1540	3636	3639	800
净利润		573	1562	1752	2064
折旧摊销		0	988	1011	1923
财务费用		0	340	319	303
投资收益		0	(60)	(66)	(72)
营运资金变动		0	450	346	(3725)
其它		967	356	277	307
投资活动现金流	(3486)	(2511)	(1413)	(1341)	(1476)
资本支出		0	(1430)	(1320)	(1452)
其他投资		(2511)	17	(21)	(24)
筹资活动现金流	2311	1482	(2795)	(926)	(926)
借款变动		0	(1060)	(363)	(308)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(312)	(350)	(413)
其他		1482	(1423)	(212)	(205)
现金净增加额	320	511	(572)	1371	(1602)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6906	8469	13028	16144	18078
营业成本	5281	6583	9214	11764	12979
营业税金及附加	94	98	151	188	210
营业费用	363	451	677	823	865
管理费用	335	391	573	710	795
财务费用	193	305	340	319	303
资产减值损失	16	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	54	60	66	72
营业利润	626	691	2128	2403	2995
营业外收入	97	149	149	149	10
营业外支出	6	9	9	9	8
利润总额	717	831	2268	2543	2997
所得税	151	171	467	524	618
净利润	566	660	1800	2019	2379
少数股东损益	65	87	238	267	315
母公司所有者净利润	501	573	1562	1752	2064
EPS (元)	1.24	1.42	3.87	4.34	5.11

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	9%	23%	54%	24%	12%
营业利润	35%	10%	208%	13%	25%
净利润	9%	14%	173%	12%	18%
获利能力					
毛利率	23.5%	22.3%	29.3%	27.1%	28.2%
净利率	7.2%	6.8%	12.0%	10.9%	11.4%
ROE	11.0%	11.4%	24.9%	22.8%	22.1%
ROIC	5.7%	6.0%	14.4%	14.5%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	63.1%	68.3%	60.8%	57.2%	48.2%
净负债比率	41.4%	42.1%	35.4%	29.5%	27.7%
流动比率	0.6	0.8	0.7	0.9	1.3
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.7	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转率	8.6	8.8	8.9	8.6	4.8
应收帐款周转率	31.2	25.4	28.1	25.8	24.5
应付帐款周转率	4.4	3.9	3.9	3.7	5.4
每股资料(元)					
每股收益	1.24	1.42	3.87	4.34	5.11
每股经营现金	3.70	3.82	9.01	9.02	1.98
每股净资产	11.29	12.45	15.55	19.02	23.11
每股股利	0.12	0.02	0.77	0.87	1.02
估值比率					
PE	40.3	35.2	12.9	11.5	9.8
PB	4.4	4.0	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	25.0	20.0	9.6	8.9	6.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，入围 2009 新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。