

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

华新水泥

600801

推荐

毛利大幅提升，行业维持景气

今日公司发布1季度季报，1季度公司实现营业收入20.85亿元，同比增长61%。公司实现利润总额1.73亿元，较上年同期增长165%；归属于上市公司股东的净利润为1.01亿元，较上年同期增长106%；每股盈利0.25元，基本符合我们之前的预期。

投资要点:

6-12个月目标价: 55.00元

当前股价: 50.95元

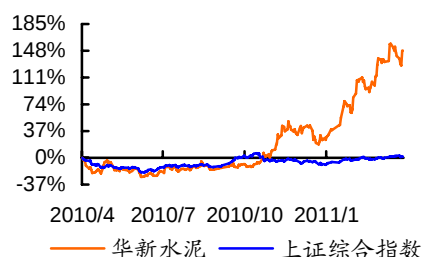
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2964.95
总股本(百万)	404
流通股本(百万)	404
流通市值(亿)	213
EPS (TTM)	1.42
每股净资产(元)	13.99
资产负债率	68.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	16.85	99.06	174.1
			3
上证综合指数	3.13	10.87	1.19



相关报告

《华新水泥-经营情况显著改善,重启生产线建设》2011-3-31

《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

《公司研究_20100726_王钦》2010-7-26

- **销量同比增长 29.33%。**1 季度公司水泥熟料总销量达到 657 万吨, 同比去年的 507 万吨, 增加了 29.33%。值得一提的是公司为了保证湖北市场价格, 在 1 季度对公司湖北区域的主要产能进行了限产, 限产幅度在 20 万吨左右, 1 季度含去年收购的长阳和襄樊的生产线后在湖北的销量为 330 万吨, 与去年基本持平。新增量主要来自云南、湖南、四川、西藏等产能在今年的充分发挥。
- **价格成本均有所上涨, 但价格涨幅较大, 毛利率提升 15 个百分点。**1 季度公司产品价格和单位成本均有所上涨。价格上涨的原因主要是众所周知的去年节能减排以后, 企业间协同加强, 在 1 季度共同实施停产检修, 保证了高价位, 目前公司产品含税综合价位保持在 357 元/吨, 较 1 季度上调 6-7 元。而成本的上升则是因为煤炭价格上涨和公司主动限产后单位固定成本增加。由于单价提高幅度在 25%, 单位成本提高幅度为 10%, 公司毛利率提高了约 15 个百分点。单位毛利从去年 1 季度的 37.85 元提高到今年 1 季度的 78.82 元;
- **后续的景气还是取决于需求面。**我们认为宏观调控力度的偏弱导致了目前的高通胀和水泥行业的高景气持续。而所谓的“价格联盟”只是在这种背景下维持这一高盈利状态的补充因素, 它对行业景气的影响起到的作用是“锦上添花”, 而非“雪中送炭”。因此未来水泥板块的走势还是取决于宏观调控的效果合适显现以及调控对水泥需求影响的程度;
- **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

表 1 公司 1 季度主要经营数据对比

	2010Q1	2011Q1	+/-
销量 (万吨)	508	657	29.33%
收入 (万元)	129175	208451	61.37%
单价 (元/吨)	254.28	317.28	24.77%
成本 (万元)	109945	156664	42.49%
单位成本 (元/吨)	216.43	238.45	10.18%
单位毛利 (元/吨)	37.85	78.82	108.22%
毛利率	17.49%	33.06%	
净利润 (万元)	4912.2	10098.2	105.57%
单位利润	9.67	15.37	58.95%

资料来源: 公司数据、公司公告、中投证券研究所

表 2 公司各季度主要数据

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
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	20.85
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%	-34.4%
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%	33.1%
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%	16.3%
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	1.01
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%	-79.1%
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%	4.8%

资料来源: 公司公告

表 3 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

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

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