



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月22日

建材

研究部

罗炜

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

关雪

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010035
guanxue@cicc.com.cn

推荐

华新水泥 (600801.SH)

上半年业绩基本符合预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	6,349	6,906	8,469	13,634	16,050
(+/-)	33%	9%	23%	61%	18%
主营业务利润	1,239	1,531	1,788	4,115	4,993
(+/-)	16%	24%	17%	130%	21%
净利润	460	501	573	1,606	2,087
(+/-)	58%	9%	14%	181%	30%
全面摊薄每股收益	0.57	0.62	0.71	1.99	2.59
(+/-)	58%	9%	14%	181%	30%
市盈率	43.5	40.0	35.0	12.5	9.6
市净率	4.9	4.4	4.0	3.1	2.4
净资产回报率	11.3%	11.0%	11.4%	24.8%	24.9%
投入资本回报率	8.2%	6.6%	6.7%	14.1%	14.3%
股息收益率	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
每股经营现金流	2.89	3.70	3.82	5.27	5.19
股价/经营性现金流	8.6	6.7	6.5	4.7	4.8

股票信息

	A-Share	B-Share
Bloomberg code	600801.CH	900933.CH
Share price	Rmb24.8	USD2.253
Daily turnover (mm)	9.60	0.82
52wk high/low	Rmb31.39/8.75	Rmb2.798/1.065
Market Cap (mm)	16,611	2597
Issued shares (mm)	807	807
Free float	479	328
Major shareholders(%)	HOLCHIN B.V. (39.88%)	

最近估值走势

	1w	1m	3m	YTD
[600801.SH]	-10.11	-12.98	+15.02	+65.55
[上证A股指数]	-2.27	-8.53	-8.65	-9.72

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

上半年业绩基本符合预期

华新水泥 2011 年上半年实现营业收入 55.7 亿元, 同比增长 71%, 营业利润 7.73 亿元, 同比增长 1342.8%, 净利润 5.42 亿元, 同比增长 604%。每股收益 0.67 元, 基本符合我们和市场预期。

要点:

- 收入大幅增长的原因是价格和销量同比均有较大幅度上升。水泥及熟料销量 1710 万吨, 同比增长 31%, 平均出厂不含税价格同比上升 31%。因煤炭、辅材以及人工成本上升较大, 单位成本上升 10%。
- 上半年综合毛利率 28.7%, 同比提高 13.4 个百分点。二季度达到 31%, 同比提高 15.5 个百分点和 6.6 个百分点。二季度毛利率和净利率没有达到去年 4 季度最好水平。
- 上半年吨毛利为 94 元, 吨净利 32 元, 均创出历史半年最好水平。吨三费 45 元, 同比提高 10 元, 主要因停产检修等限产措施增加固定费用。

发展趋势

进入 7-8 月淡季以来, 华新水泥日出货量稳定在 10 万吨, 二季度最高日出货量为 11 万吨。当前日出货量水平属于正常淡季水平。预计进入 9 月旺季之后, 日出货量将再次超出 11 万吨。

水泥价格淡季保持稳定。公司二季度最高含税出厂价格为 370 元, 进入淡季后小幅调整, 当前为 366-367 元。预计进入 9 月旺季之后, 水泥价格将超过 370 元。

往明年看, 公司所在区域平均价格将稳中有升。分区域看, 高于今年的地区将是湖北、湖南和西南, 基本稳定的地区将是华东。我们预计华新水泥 2012 年较今年上升 5.2%, 吨毛利 104 元, 较今年提高 8 元, 吨净利达到 42 元, 较今年提高 6 元。

投资建议: 推荐

9-12 月, 东中部迎来旺季, 保障房和水利建设集中施工消费水泥, 水泥价格将上涨。往明年看, 中部地区供应缩减速度加快, 而需求依然保持较快增长, 供需继续向好。中部地区首选为华新水泥, 业绩弹性较大。近期股价因负面消息面调整幅度较大, 股价吸引力增大, 建议投资逢低买入。

图表 1: 分产品收入与成本

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	本期毛利 率 (%)	营业收入比上 年同期增减 (%)	营业成本比上 年同期增减 (%)	营业利润率比上 年同期 增减 (%)
水泥	5,165	3,678	28.80	75.04	45.44	增加14.49个百分点
混凝土	239	195	18.26	31	36.04	减少3.03个百分点
其他	147	88	40.13	34.21	17.38	增加8.58个百分点
合计	5,551	3,960	28.65	71.19	44.18	增加13.37个百分点

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 分季度盈利分析

(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H11	1H10	YoY
营业收入	1,292	1,968	2,033	3,177	2,085	3,487	61.4%	-34.4%	5,571	3,259	70.9%
营业成本	1,099	1,661	1,679	2,143	1,567	2,405	42.5%	-26.9%	3,971	2,760	43.9%
主营业务税金及附加	16	21	23	40	20	42	30.1%	-49.1%	62	36	72.6%
主营业务利润	177	286	331	994	498	1,040	181.5%	-49.9%	1,538	463	232.3%
营业费用	80	110	125	137	118	167	48.2%	-13.7%	285	189	50.4%
管理费用	57	78	85	172	108	129	88.7%	-37.4%	237	135	75.5%
财务费用	60	77	91	78	113	130	88.8%	45.0%	243	137	78.1%
投资收益	51	0	0	3	-	-0	-100.0%	-100.0%	-0	51	-100.1%
营业利润	32	22	32	606	159	615	398.4%	-73.8%	773	54	1342.8%
营业外收入	35	37	25	51	15	34	-57.5%	-71.0%	48	72	-33.1%
营业外支出	1	1	3	4	0	5	-77.9%	-91.9%	5	2	116.7%
利润总额	65	58	54	653	173	643	165.0%	-73.5%	817	124	561.2%
所得税	17	14	24	116	53	145	214.3%	-54.7%	198	31	543.3%
少数股东损益	-0	16	18	54	20	57	n.a	-63.4%	77	16	387.2%
净利润	49	28	12	483	101	441	105.7%	-79.1%	542	77	603.8%
全面摊薄每股收益	0.06	0.03	0.02	0.60	0.13	0.55	105.7%	-79.1%	0.67	0.10	603.8%
毛利率	14.9%	15.6%	17.4%	32.5%	24.8%	31.0%	15.5pt	6.2pt	28.7%	15.3%	13.4pt
营业费用率	6.2%	5.6%	6.1%	4.3%	5.7%	4.8%	-0.8pt	-0.9pt	5.1%	5.8%	-0.7pt
管理费用率	4.4%	3.9%	4.2%	5.4%	5.2%	3.7%	-0.3pt	-1.5pt	4.2%	4.1%	0.1pt
营业利润率	2.5%	1.1%	1.6%	19.1%	7.6%	17.6%	16.5pt	10pt	13.9%	1.6%	12.2pt
净利润率	3.8%	1.4%	0.6%	15.2%	4.8%	12.7%	11.2pt	7.8pt	9.7%	2.4%	7.4pt
有效税率	25.7%	24.0%	44.3%	17.8%	30.4%	22.5%	-1.5pt	-7.9pt	24.2%	24.9%	-0.7pt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 主要假设

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
产销量 (万吨)	2,788	3,092	3,476	4,470	5,000
(+/-%)	23.0%	10.9%	12.4%	28.6%	11.9%
价格 (元/吨)	228	223	244	305	321
(+/-%)	8.2%	-1.9%	9.1%	25.2%	5.2%
单位成本 (元/吨)	180	171	189	209	217
(+/-%)	12.5%	-5.4%	10.9%	10.6%	3.8%
吨水泥毛利 (元)	47	53	54	96	104
毛利率 (%)	20.8%	23.5%	22.3%	31.3%	32.3%
煤炭采购价 (不含税, 元/吨)	609	548	603	723	760
电价 (不含税, 元/度)	0.53	0.53	0.55	0.57	0.59
销售收入 (百万元)	6,349	6,906	8,469	13,634	16,050
净利润 (百万元)	460	501	573	1,606	2,087
净利润率 (%)	7.2%	7.2%	6.8%	11.8%	13.0%
每股收益 (元)	1.14	1.24	1.42	1.99	2.59
吨水泥净利 (元)	16	16	16	36	42
总费用	-777	-891	-1,148	-1,928	-2,054
吨水泥三项费用	28	29	33	43	41

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 历史及预测的财务数据

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	6,349	6,906	8,469	13,634	16,050	流动资产	1,952	2,544	3,954	3,785	6,402
营业成本	-5,031	-5,281	-6,583	-9,360	-10,871	长期投资	119	72	69	69	69
主营利润	1,239	1,531	1,788	4,115	4,993	固定资产	7,477	10,732	12,098	15,511	17,235
营业费用	-340	-363	-451	-736	-819	无形资产和其他资产	1,168	1,235	1,692	1,668	1,640
管理费用	-252	-335	-391	-682	-722	总资产	10,716	14,584	17,812	21,032	25,346
息税折旧前利润	647	833	945	2,697	3,452	流动负债	3,668	4,277	5,114	6,547	7,910
财务费用	-185	-193	-305	-510	-513	长期负债	2,136	4,919	7,050	7,248	8,044
营业利润	462	641	640	2,188	2,939	少数股东权益	845	833	624	767	997
税前利润	577	717	831	2,333	3,090	母公司股东权益	4,068	4,555	5,025	6,470	8,395
所得税	-42	-151	-171	-583	-772	负债和权益	10,716	14,584	17,812	21,032	25,346
减：少数股东损益	75	65	87	143	230	财务指标					
归属母公司股东的净利润	460	501	573	1,606	2,087	综合毛利率	19.5%	22.2%	21.1%	30.2%	31.1%
期末总股本	404	404	404	807	807	净利润率	7.2%	7.2%	6.8%	11.8%	13.0%
基本每股收益 (元)	1.14	1.24	1.42	1.99	2.59	净资产收益率	11.3%	11.0%	11.4%	24.8%	24.9%
当期现金股利	61	81	81	161	161	总资产收益率	4.3%	3.4%	3.2%	7.6%	8.2%
每股现金股利	0.15	0.20	0.20	0.20	0.20	总资产负债率	54%	63%	68%	66%	63%
现金流量表(百万元)						净负债率	101%	138%	177%	140%	126%
经营活动现金流	1,165	1,494	1,540	4,255	4,188	流动比率	0.5	0.6	0.8	0.6	0.8
投资活动现金流	-2,198	-3,486	-2,511	-4,316	-2,830	速动比率	0.4	0.4	0.6	0.3	0.6
融资活动现金流	1,443	2,311	1,482	-520	824	利息保障倍数	3.5	4.3	3.1	5.3	6.7
货币资金增加额	409	320	511	-580	2,182	应收账款周转期	19	26	23	23	23
						存货周转期	43	43	65	65	65

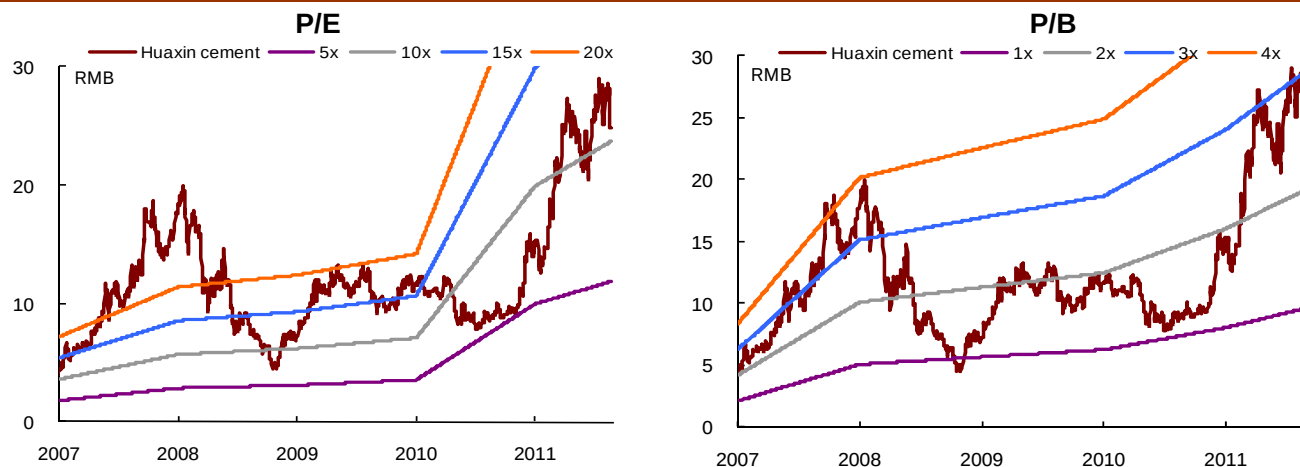
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价 11-8-21	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600585.SH	海螺水泥	CNY	22.9	19.6	9.0	7.3	3.5	2.6	2.0	13.5	6.6	5.4
000401.SZ	冀东水泥	CNY	20.3	17.6	11.5	9.7	3.0	2.4	2.0	9.0	6.1	5.1
600801.SH	华新水泥	CNY	24.8	35.0	12.4	9.6	4.0	3.1	2.3	16.0	7.5	6.0
600720.SH	祁连山	CNY	14.5	14.0	12.0	8.6	2.7	2.1	1.8	12.9	8.8	6.3
600449.SH	赛马实业	CNY	28.2	9.8	8.5	6.8	2.1	1.9	1.5	9.6	6.6	5.1
000877.SZ	天山股份	CNY	27.6	21.2	10.6	7.7	2.4	2.0	1.6	15.0	8.4	6.4
600425.SH	青松建化	CNY	17.6	27.5	17.4	12.3	3.5	3.1	2.7	20.4	12.4	8.8
中金覆盖A股平均值				20.7	11.6	8.9	3.0	2.5	2.0	13.8	8.0	6.1
中金覆盖A股中位数				19.6	11.5	8.6	3.0	2.4	2.0	13.5	7.5	6.0
000789.SZ	江西水泥	CNY	17.3	44.6	13.7	12.4	5.6	4.1	3.2	19.1	5.6	5.2
002233.SZ	塔牌集团	CNY	13.0	37.8	19.3	16.2	5.0	2.7	2.4	19.0	10.1	8.7
601992.SH	金隅股份	CNY	12.9	20.4	13.3	10.2	3.3	2.3	1.9	20.1	12.7	9.8
600881.SH	亚泰集团	CNY	7.1	27.3	10.6	8.0	1.8	1.6	1.3	15.0	10.0	8.1
000885.SZ	同力水泥	CNY	13.6	26.8	45.7	19.5	2.8	n.a	n.a	9.9	n.a	n.a
A股市场平均值				174.5	16.4	11.9	4.8	2.8	2.2	26.2	9.0	7.1
A股市场中位数				29.6	13.5	10.8	3.5	2.6	2.2	19.0	9.1	7.0
914.HK	海螺水泥	HKD	30.8	22.7	10.3	8.0	4.0	2.9	2.2	11.6	5.6	4.4
3323.HK	中国建材	HKD	12.0	16.6	7.1	5.6	2.9	1.9	1.4	9.9	5.2	4.4
743.HK	亚洲水泥	HKD	5.8	15.1	5.6	4.8	1.1	0.9	0.8	7.7	3.9	3.4
中金覆盖H股平均值				18.1	7.7	6.2	2.7	1.9	1.4	9.7	4.9	4.0
中金覆盖H股中位数				16.6	7.1	5.6	2.9	1.9	1.4	9.9	5.2	4.4
1313.HK	华润水泥	HKD	6.5	20.8	9.6	7.5	2.9	2.2	1.8	15.7	7.9	5.9
1893.HK	中材股份	HKD	4.4	12.3	7.9	6.1	1.4	1.2	1.0	4.1	3.3	2.6
2009.HK	金隅股份	HKD	8.4	10.3	6.9	5.2	1.7	1.5	1.1	13.6	7.2	5.4
691.HK	山水水泥	HKD	7.4	18.2	7.1	5.5	3.2	2.3	1.7	8.0	4.2	3.3
2233.HK	西部水泥	HKD	1.9	6.5	6.1	4.9	2.0	1.6	1.2	4.6	3.8	2.9
H股市场平均值				16.8	8.2	6.3	2.7	2.0	1.5	10.5	5.6	4.3
H股市场中位数				17.4	7.5	5.9	2.9	2.1	1.6	10.7	5.4	4.4
HOLN VX equity	豪西蒙水泥	CHF	44.0	11.9	12.4	10.0	0.8	0.8	0.7	6.5	6.8	6.1
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	28.5	15.5	8.7	6.4	0.4	0.4	0.4	7.0	5.9	5.3
LG FP equity	拉法基水泥	EUR	27.6	9.6	9.5	7.4	0.5	0.5	0.5	7.0	6.9	6.2
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	11.1	18.2	13.1	10.2	0.8	0.7	0.7	7.5	6.9	6.1
IT IM equity	意大利水泥	EUR	4.7	28.5	19.5	10.8	0.4	0.4	0.4	5.5	5.9	5.1
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	999.0	17.4	16.6	14.0	3.0	2.7	2.4	9.8	9.3	8.0
其他市场平均值				16.8	13.3	9.8	1.0	0.9	0.8	7.2	7.0	6.2
其他市场中位数				16.5	12.8	10.1	0.6	0.6	0.6	7.0	6.8	6.1

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 6: 历史估值走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED