

[table_main]
建筑材料

公司点评

华新水泥(600801.SH)/19.95元

吨毛利略降，增发提升成长空间

事项

华新水泥近期公告前三季度业绩，公司11年三季度实现收入89.79亿元，同比增长69.67%，归属母公司净利润9.05亿元，同比上涨约912.84%，折合EPS1.12元，基本符合我们的预期。

主要观点

销量快速增长，毛利环比下降。公司三季度实现水泥及熟料销量1032万吨，较去年同期增长212万吨，增速25.9%。水泥平均售价为每吨330元，同比提升82元，环比降4元。吨毛利94元，同比提升51元，但吨成本的上升使吨毛利环比下降10元。前三季度吨成本236元，环比上升6元，主要原因是煤炭价格的上涨，三季度雨季使公司产能利用率有所降低，固定成本摊销减少。

公司费用控制得力，投资收益大幅减少。前三季度销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为5.32%、4.20%和4.17%，分别同比增长-0.62、0.06、-0.12个百分点，三项费用率同比降低0.69个百分点。净利率11.46%，同比提升9.13个百分点。前三季度资产减值损失60.1万元，比去年同期增加175.83万元，去年同期为已核销坏账准备收回。前三季度投资收益24.97万元，比去年同期5114.68万元大幅减少，主要是由于去年同期处置金猫公司确认了投资收益。

湖北地区占总收入比重超过50%，仍是占比最大的地区。上半年公司完成了对湖北金龙水泥有限公司的并购，新增水泥产能230万吨/年。价格方面，湖北地区的高标水泥价格除了一季度淡季水泥价格下降到420元以外，上半年基本维持在450元左右，进入三季度水泥价格由于天气原因受到一定的影响。从6月末至9月末价格跌幅达到60元，10月之后随着需求的恢复价格已基本提升至480元以上的水平。从大的趋势上看，2011年湖北地区新增产能比2010年明显放缓，旧城改造等投资拉动了水泥需求，供需关系得到了明显的改善。

公司非公开发行股票的申请，已于2011年8月15日获得证监会的核准。预计公司本次非公开增发将于11月份完成，项目建成后公司将增加560万方的商混产能，公司向下游拓展的战略将提升公司业绩成长空间。

盈利预测及投资评级：我们认为公司进入四季度旺季后，水泥销量将环比提升，价格仍将保持稳定，价格弹性趋减。结合公司的产能及销售情况，我们对公司的水泥量价测算如下表，预计2011-2013年EPS（考虑增发摊薄）分别为1.31、1.63、2.02元，当前股价对应PE15x、12x、10x，给予“推荐”的投资评级。

风险提示

湖北固定资产投资大幅下滑；煤炭价格大幅上涨

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：李龙
Tel：010-66500835
Email：lilong@hczq.com

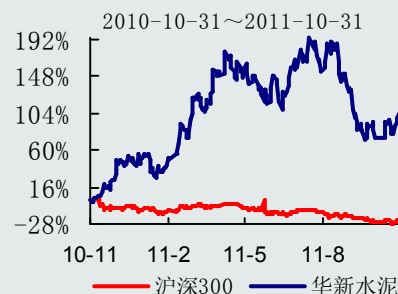
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	80720
流通A股/B股(万股)	47920/32800
资产负债率(%)	66.48
每股净资产(元)	7.25
市盈率(倍)	17.80
市净率(倍)	2.75
12个月内最高/最低价	56.96/16.92

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3954	4810	8054	11612
现金	1803	3357	6451	9876
应收账款	370	271	313	318
其它应收款	322	163	195	226
预付账款	54	54	48	52
存货	864	696	730	763
其他	541	270	318	376
非流动资产	13858	13706	13633	13374
长期投资	17	12	15	15
固定资产	10902	11020	10987	10569
无形资产	1463	1681	1861	2106
其他	1476	993	770	684
资产总计	17812	18516	21687	24985
流动负债	5114	3994	4345	4382
短期借款	613	600	600	600
应付账款	1980	1456	1608	1681
其他	2520	1939	2137	2100
非流动负债	7050	7250	8385	9562
长期借款	5633	6633	7633	8633
其他	1417	617	752	928
负债合计	12164	11244	12730	13943
少数股东权益	623	825	1074	1384
股本	404	998	998	998
资本公积金	2311	1907	1907	1907
留存收益	2310	3542	4978	6753
归属母公司股东权益	5025	6447	7883	9659
负债和股东权益	17812	18516	21687	24985

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1540	2529	3031	3131
净利润	660	1513	1875	2327
折旧摊销	718	595	637	655
财务费用	305	481	479	449
投资损失	-54	-60	-60	-60
营运资金变动	-70	-69	108	-222
其它	-18	69	-8	-18
投资活动现金流	-2511	-402	-471	-276
资本支出	2687	-	-	-
长期投资	-1	-5	6	-3
其他	175	-204	-167	-219
筹资活动现金流	1482	-574	534	570
短期借款	-35	-13	0	0
长期借款	935	1000	1000	1000
普通股增加	0	595	0	0
资本公积增加	-215	-404	0	0
其他	797	-1752	-466	-430
现金净增加额	511	1553	3094	3425

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8469	12609	14850	16815
营业成本	6583	9025	10575	11795
营业税金及附加	98	149	178	203
营业费用	451	668	787	891
管理费用	391	580	683	773
财务费用	305	481	479	449
资产减值损失	3	3	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	54	60	60	60
营业利润	691	1763	2202	2758
营业外收入	149	164	180	198
营业外支出	9	11	9	10
利润总额	831	1916	2374	2946
所得税	171	402	498	619
净利润	660	1513	1875	2327
少数股东损益	87	201	249	309
归属母公司净利润	573	1312	1626	2018
EBITDA	1714	2839	3318	3861
EPS（元）	1.42	1.31	1.63	2.02

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.6%	48.9%	17.8%	13.2%
营业利润	10.5%	155.1%	24.9%	25.2%
归属母公司净利润	14.4%	129.1%	23.9%	24.1%
获利能力				
毛利率	22.3%	28.4%	28.8%	29.9%
净利率	6.8%	10.4%	10.9%	12.0%
ROE	11.4%	20.4%	20.6%	20.9%
ROIC	6.2%	14.1%	17.1%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	68.29%	60.73%	58.70%	55.80%
净负债比率	61.60%	72.15%	72.07%	73.55%
流动比率	0.77	1.20	1.85	2.65
速动比率	0.60	1.02	1.68	2.47
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.69	0.74	0.72
应收帐款周转率	25	39	50	53
应付帐款周转率	3.91	5.25	6.90	7.17
每股指标(元)				
每股收益	0.57	1.31	1.63	2.02
每股经营现金	1.54	2.53	3.04	3.14
每股净资产	5.03	6.46	7.90	9.68
估值比率				
P/E	13.72	14.81	11.95	9.63
P/B	1.56	3.01	2.46	2.01
EV/EBITDA	14	8	7	6

建材行业分析师介绍

李龙，建材行业高级分析师。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558