

华新水泥 (600801.SH) 非金属类建材

湖北区域今明两年无供给，区域景气度可看高一线

公司研究简报

◆报告期内公司业绩同比增长 912.8%，EPS1.12 元

2011 年 1-9 月公司实现营业收入 89.79 亿元，同比增长 69.67%，归属上市公司股东净利润 9.05 亿元，同比增长 912.84%，每股收益（摊薄）1.12 元。单 3 季度公司实现营业收入 34.08 亿元，同比增长 67.62%，归属上市公司股东净利润 3.63 亿元，同比增长 2861.58%，环比下降 17.8%，单季贡献每股收益（摊薄）0.45 元。

◆3 季度华东、中南区域水泥价格有回落，但公司经营稳健优于市场预期

今年以来华东、中南区域行业供求改善和行业自律增强共同作用湖北水泥行业景气快速回升。虽 3 季度区域水泥价格有回落，但公司经营稳健，业绩优于市场预期。报告期内公司综合毛利率 28.65%，同比提高 12.54 个百分点；销售费率、管理费率 and 财务费率为 5.32%、4.20%、4.17%，分别同比下降 0.6、-0.05、0.1 个百分点，期间费率 13.69%，同比下降 0.7 个百分点；

我们预计报告期内公司销售水泥和熟料 2745 万吨，同增 24.45%；吨水泥综合价格 327.1 元，较 10 年同期提高 87.18 元/吨，同增 36.33%；吨水泥综合成本 233.40 元，较 10 年同期提高 32.1 元/吨，同增 15.96%；吨毛利 93.71 元，同比提高 55.05 元；吨水泥综合净利 32.95 元，较 10 年同期提高 28.90 元；

◆单 3 季度吨净利 35.02 元，EPS0.45 元，基本符合预期

单 3 季度公司营收同增 67.6%，环降 2.3%，综合毛利率 28.52%，同增 11.1 个百分点，环降 2.5 个百分点；销售费率、管理费率 and 财务费率为 5.65%、4.13%、3.85%，分别同比下降 0.49、0.03、0.6 个百分点，期间费率 13.63%，同降 1.12 个百分点，环增 1.42 个百分点；

单 3 季度公司水泥和熟料销量同增 15.3%；吨水泥综合价格 329.2 元，较 10 年同期提高 102.8 元，同增 45.4%；环比 2 季度增长 2.0%；吨水泥综合成本 235.33 元，较 10 年同期提高 48.27 元，同增 25.8%，环比 2 季度增长 5.7%；吨水泥综合毛利 93.91 元，较 10 年同期提高 54.5 元，环比 2 季度下降 6.3 元；吨净利 35.0 元，较 10 年同期提高 33.6 元，环比 2 季度下降 5.8 元；

◆上调公司今明两年盈利预测，“买入”评级

虽 3 季度华东及中南区域产品价格有回落，但相关公司 3 季度业绩仍保持稳定，市场对行业及公司的悲观预期应有所恢复。我们上调公司 2011-2012 年盈利预测，其 EPS 为 1.75、2.52 元，考虑 11 月公司完成增发融资，假定增发 1 亿股（摊薄 12.5%），2011-2012 年 EPS（摊薄后）分别为 1.56、2.24 元，买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	6,906	8,469	11,936	14,736	17,683
营业收入增长率	8.77%	22.63%	40.93%	23.46%	20.00%
净利润（百万元）	501	573	1,414	2,036	2,608
净利润增长率	8.81%	14.40%	147.03%	43.94%	28.11%
EPS（元）	0.62	0.71	1.75	2.52	3.23
ROE（归属母公司）	10.99%	11.40%	20.92%	24.48%	25.48%
P/E	32	28	11	8	6

买入（维持）

当前价/目标价：19.95/29.20 元

目标期限：12 个月

分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）

021-22169050

chenhaowu@ebcn.com

联系人

市场数据

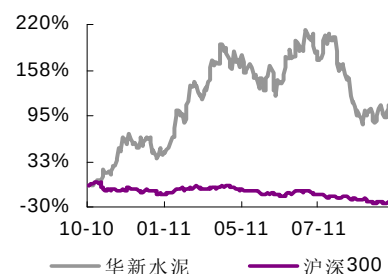
总股本(亿股)：8.07

总市值(亿元)：161.04

一年最低/最高(元)：16.92/56.96

近 3 月换手率：58.80%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.47	-11.60	134.84
绝对	9.14	-20.45	114.99

相关研报

区域供求边际好转，公司业绩如期回升

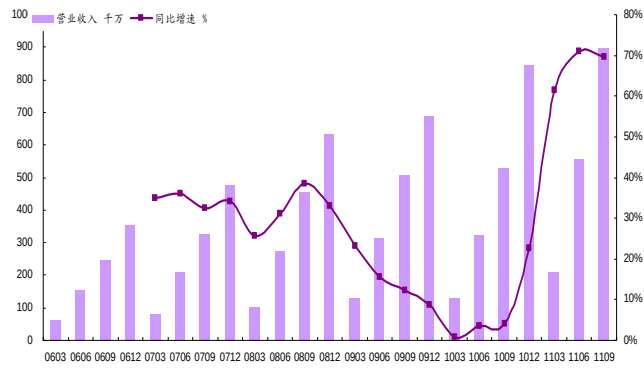
.....2011-08-22
成本、费用端提高削弱利润提升幅度
20110426

.....2011-04-26
灰姑娘的水晶鞋已穿上 20110331

.....2011-03-31

图 1：华新水泥营业收入增长情况-分报告期

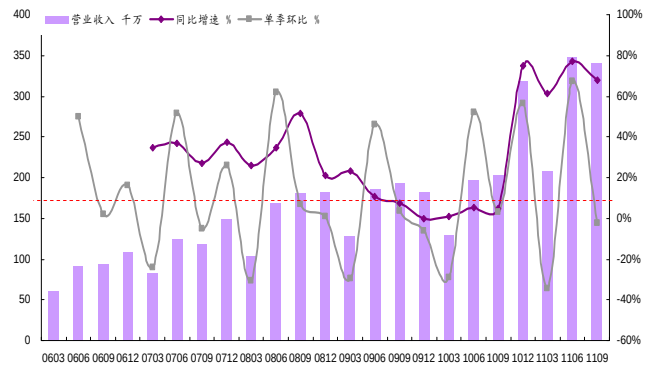
2011 年 1-9 月公司营业收入 89.79 亿元，同比增长 69.67%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：华新水泥营业收入增长情况-分季度

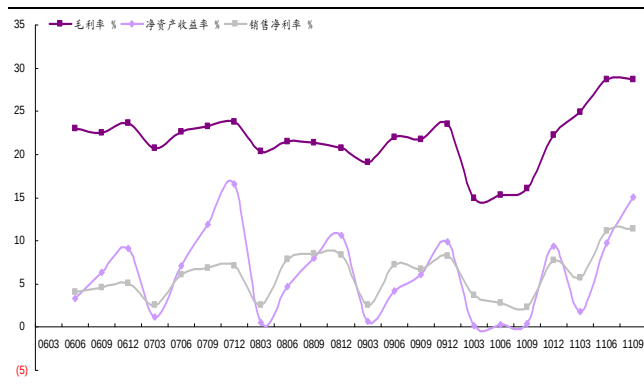
2011 年单 3 季度公司营业收入 34.08 亿元，同比增长 67.6%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：华新水泥盈利能力变化情况-分报告期

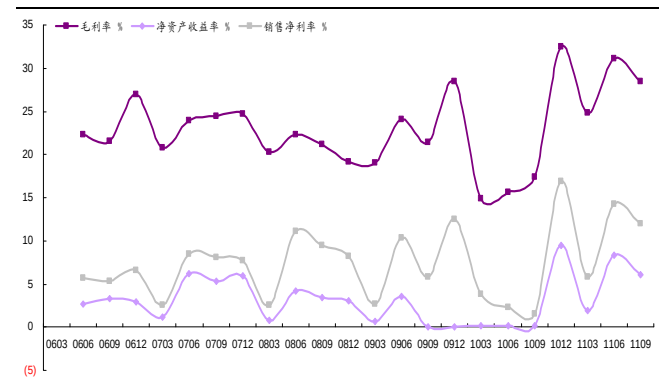
2011 年 1-9 月公司综合毛利率 28.65%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 4：华新水泥盈利能力变化情况-分季度

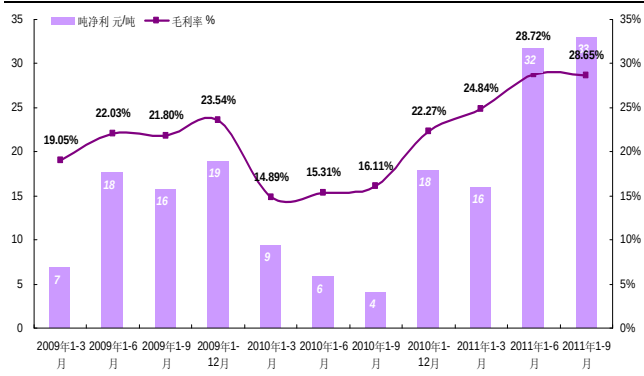
2011 年 7-9 月公司综合毛利率 28.52%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 5：华新水泥吨净和毛利率变化情况-分报告期

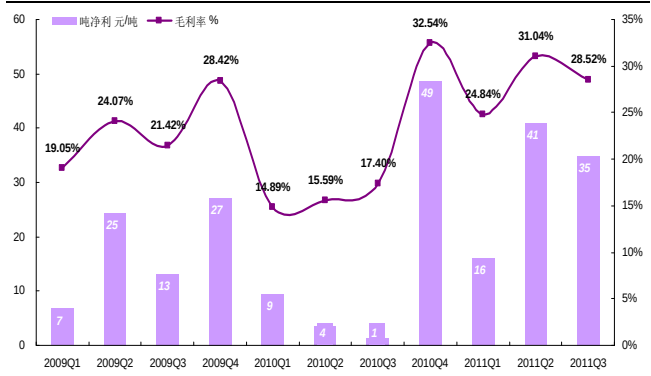
2011 年 1-9 月公司吨净利 32.95 元，毛利率 28.65%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

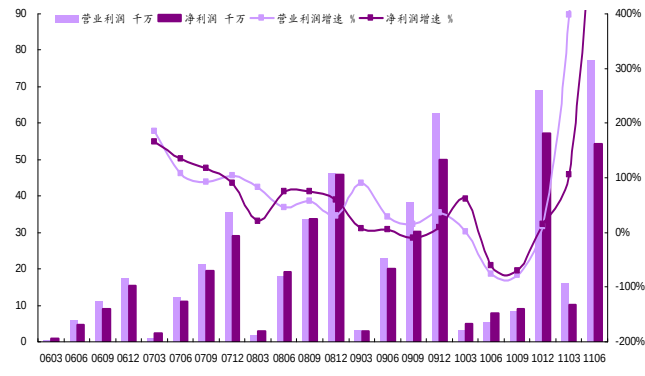
图 6：华新水泥吨净和毛利率变化情况-分季度

2011 年单 3 季度公司吨净利 35.02 元，毛利率 28.52%



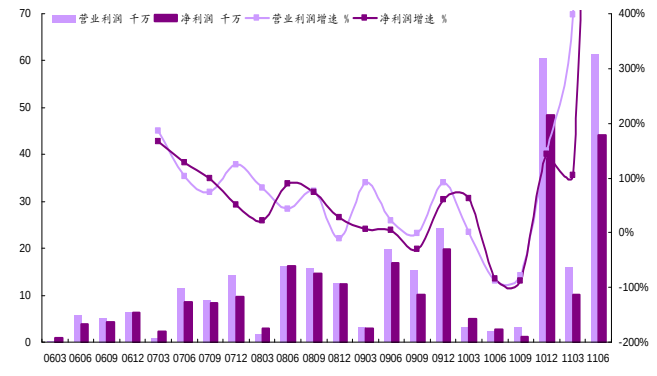
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 7：华新水泥营业利润及净利润变化情况- 分报告期
2011 年 1-9 月公司营业利润同增 1352%，净利润同增 913%



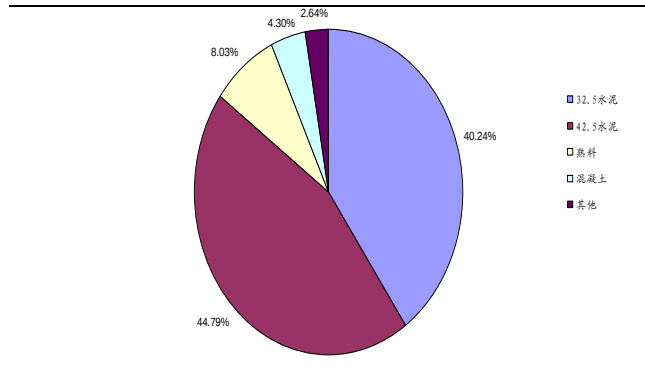
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 8：华新水泥营业利润及净利润变化情况- 分季度
单 3 季度公司营业利润同增 1368%，净利润同增 2862%



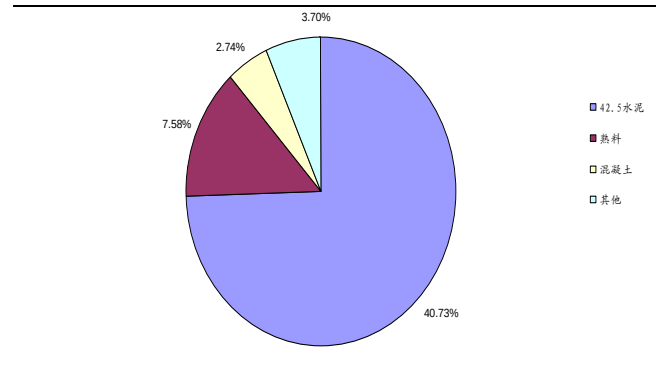
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 9：报告期内华新水泥分产品收入占比情况
2011 年 1-6 月公司水泥收入占比 85.0%



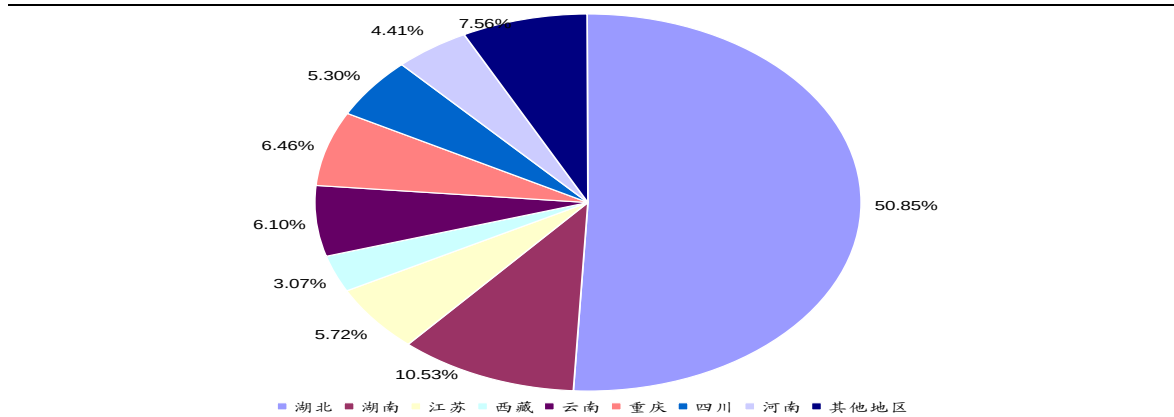
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 10：报告期内华新水泥分产品主营业利润占比情况
2011 年 1-6 月公司水泥主营业利润占比 85.9%

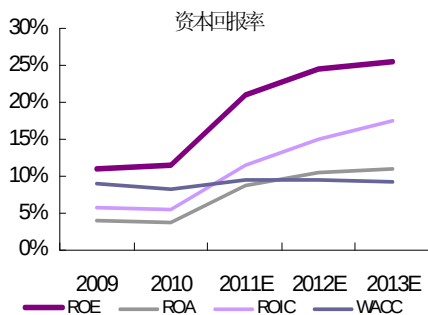
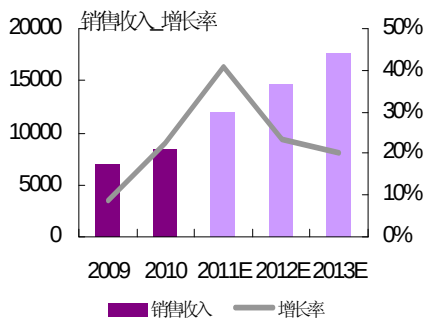
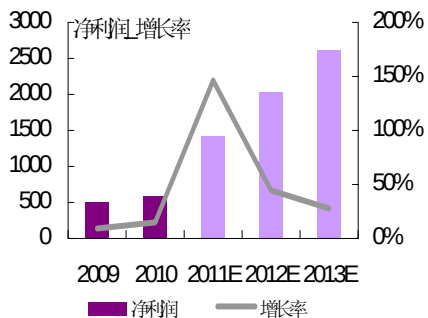
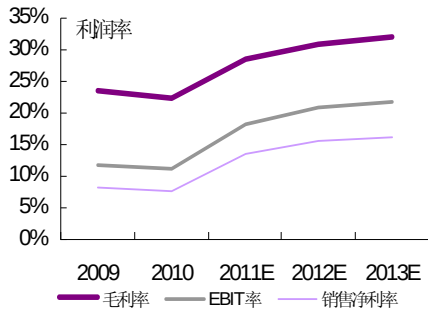


资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 11：报告期内华新水泥分区域收入占比情况
2011 年 1-6 月公司湖北、湖南两省收入合计占比 61.38%



资料来源：公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,906	8,469	11,936	14,736	17,683
营业成本	5,281	6,583	8,532	10,178	12,025
折旧和摊销	560	718	1,318	1,438	1,579
营业税费	94	98	131	147	177
销售费用	363	451	609	737	884
管理费用	335	391	501	604	725
财务费用	193	305	361	443	531
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	54	30	30	30
营业利润	626	691	1,840	2,655	3,369
利润总额	717	831	2,010	2,860	3,608
少数股东损益	65	87	194	252	278
归属母公司净利润	500.51	572.58	1,414.42	2,035.95	2,608.15

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	14,584	17,812	18,601	21,667	26,003
流动资产	2,544	3,954	4,274	6,276	9,388
货币资金	1,338	1,803	2,029	3,621	6,292
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	298	370	477	589	707
应收票据	99	301	239	295	354
其他应收款	100	322	155	177	195
存货	629	864	1,048	1,252	1,480
可供出售投资	43	36	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	17	20	23	26
固定资产	7,354	10,902	11,518	12,417	13,438
无形资产	1,085	1,463	1,390	1,320	1,254
总负债	9,196	12,164	11,022	12,282	14,418
无息负债	3,152	3,473	3,532	4,199	4,935
有息负债	6,045	8,691	7,490	8,083	9,483
股东权益	5,388	5,648	7,579	9,385	11,584
股本	404	404	807	807	807
公积金	2,754	2,575	2,714	2,714	2,714
未分配利润	1,398	2,046	3,240	4,794	6,716
少数股东权益	833	623	817	1,069	1,347

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,494	1,540	3,297	4,396	5,261
净利润	501	573	1,414	2,036	2,608
折旧摊销	560	718	1,318	1,438	1,579
净营运资金增加	-946	887	613	219	206
其他	1,380	-637	-48	703	869
投资活动产生现金流	-3,486	-2,511	-1,833	-2,473	-2,773
净资本支出	3,411	2,679	2,000	2,500	2,800
长期投资变化	17	17	-3	-3	-3
其他资产变化	-6,914	-5,207	-3,830	-4,970	-5,570
融资活动现金流	2,311	1,482	-1,239	-332	183
股本变化	0	0	404	0	0
债务净变化	2,138	2,646	-1,201	593	1,400
无息负债变化	1,254	322	58	667	736
净现金流	320	511	226	1,591	2,671

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.77%	22.63%	40.93%	23.46%	20.00%
净利润增长率	8.81%	14.40%	147.03%	43.94%	28.11%
EBITDA 增长率	25.33%	20.46%	110.27%	29.15%	20.92%
EBIT 增长率	26.44%	15.17%	130.49%	41.31%	26.15%
估值指标					
PE	32	28	11	8	6
PB	4	3	2	2	2
EV/EBITDA	11	11	7	6	5
EV/EBIT	19	19	12	8	6
EV/NOPLAT	24	24	15	10	8
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	1	1	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	23.54%	22.27%	28.52%	30.93%	32.00%
EBITDA 率	19.95%	19.59%	29.23%	30.58%	30.81%
EBIT 率	11.84%	11.12%	18.19%	20.82%	21.88%
税前净利润率	10.38%	9.81%	16.84%	19.41%	20.40%
税后净利润率 (归属母公	7.25%	6.76%	11.85%	13.82%	14.75%
ROA	3.88%	3.70%	8.64%	10.56%	11.10%
ROE (归属母公司) (摊	10.99%	11.40%	20.92%	24.48%	25.48%
经营性 ROIC	5.81%	5.41%	11.54%	15.03%	17.43%
偿债能力					
流动比率	0.59	0.77	1.07	1.57	1.99
速动比率	0.45	0.60	0.81	1.26	1.67
归属母公司权益/有息债务	0.75	0.58	0.90	1.03	1.08
有形资产/有息债务	2.21	1.85	2.28	2.50	2.59
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.62	0.71	1.75	2.52	3.23
每股红利	0.10	0.10	0.60	0.85	1.07
每股经营现金流	1.85	1.91	4.09	5.45	6.52
每股自由现金流(FCFF)	-1.54	-2.60	0.54	1.46	2.07
每股净资产	5.64	6.22	8.38	10.30	12.68
每股销售收入	8.56	10.49	14.79	18.26	21.91

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

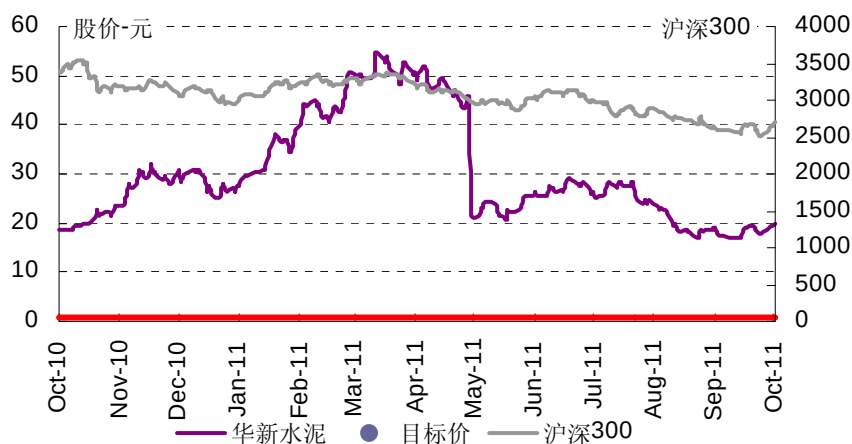
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人特点：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势研究领域：水泥行业；熟悉公司：华新水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

投资建议历史表现图

华新水泥（600801）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-07-27	17.08	19.50	增持
2010-11-30	23.24	35.60	买入
2011-02-21	23.24	50.00	买入
2011-03-31	50.21	58.60	买入
2011-04-26	50.95	58.60	买入
2011-05-29	50.95	29.17	买入
2011-08-08	28.22	29.17	买入
2011-08-22	24.80	29.17	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com