

华新水泥（600801）

推荐（维持）

3 季报点评：业绩略低于预期，供给端确定性改善

市场数据

报告日期	2011-10-29
收盘价(元)	19.95
总股本(百万股)	807.20
流通股本(百万股)	807.20
总市值(百万元)	16103.64
流通市值(百万元)	16103.64
净资产(百万元)	5853.05
总资产(百万元)	19789.07
每股净资产	7.25

主要财务指标

会计年	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8469	13304	16093	19458
同比增长(%)	22.6%	57.1%	21.0%	20.9%
净利润(百万元)	573	1318	1705	2516
同比增长(%)	14.4%	130.2%	29.4%	47.5%
毛利率(%)	22.3%	28.4%	28.1%	30.3%
净利率(%)	6.8%	9.9%	10.6%	12.9%
净资产收益率(%)	11.4%	21.0%	21.9%	25.5%
每股收益(元)	0.71	1.63	2.11	3.12
每股经营现金流(元)	1.91	4.05	4.64	5.89

相关报告

《华新水泥中报点评-未来业绩动力：涨价&产能利用率提升》2011-8-22

投资要点

事件：

2011 年 1-9 月公司实现营业收入 897909 万元，较去年同期增长 69.7%，实现归属母公司所有者净利润 90451 万元，较去年同期增长 912.8%，EPS 为 1.12 元。2011 年 7-9 月公司实现营业收入 340762 万元，较去年同期增长 68%，实现归属母公司所有者净利润 36246 万元，较去年同期增长 2862%，EPS 为 0.45 元。Q1、Q2、Q3 分别实现 EPS 为 0.12、0.55、0.45 元

点评：

- **产能利用率不高，吨水泥均价环比平稳，成本略有上升。**我们测算公司上半年熟料窑运转率仅有 72%，低于公司往年同期水平。公司实现水泥及熟料销量约 1030 万吨，环比 2 季度略有下降。吨产品销售均价为 308 元，环比 2 季度基本持平。3 季度吨水泥生产成本达到 220 元，环比上半年略有上涨，超出我们预期。公司 3 季度毛利率由 2 季度 31%下降至 28.5%。
- **吨水泥期间费用高于我们预期。**公司 3 季度吨水泥期间费用达到 45 元，环比上涨 5 元，同比上涨 10 元。吨水泥销售费用本应与水泥销售价格无关，而公司该财务指标环比、同比均出现不小涨幅，超出我们的预期。详细数据参照表 2。

分析师 张忆东

SAC:S0190510110012

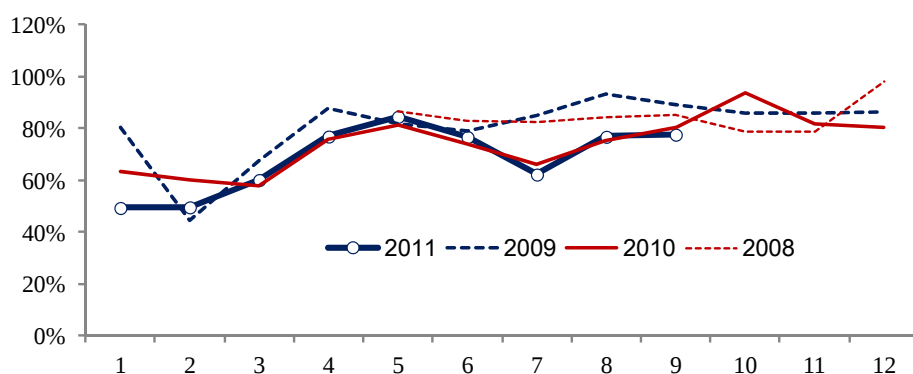
联系人： 陈文 王挺

021-3856 5950

chenwyf@xyzq.com.cn

- **湖北省水泥行业供给端确定性改善。**湖北省新增水泥产能将十分有限，如果落后产能顺利淘汰，供给端将出现负增长，2011~2013 年熟料有效产能增长率分别为 6.4%、-2.2%、-3%，高景气度将持续。
- **中长期看，产能利用率仍有提升空间。**随着区域产能的逐步消化，公司较低的产能利用率将有望提升，这是公司业绩增长的又一大动力。
- **盈利预测及评级：**预计 11-13 年 EPS 分别为 1.63、2.11、3.12（未考虑增发摊薄），对应 PE 分别为 12.2X、9.4X、6.4X，给予“推荐”投资评级。
- **风险提示：**房地产开发投资增速下滑，落后产能淘汰低于预期

图 1、华新水泥熟料产能、熟料产量（万吨），运转率情况



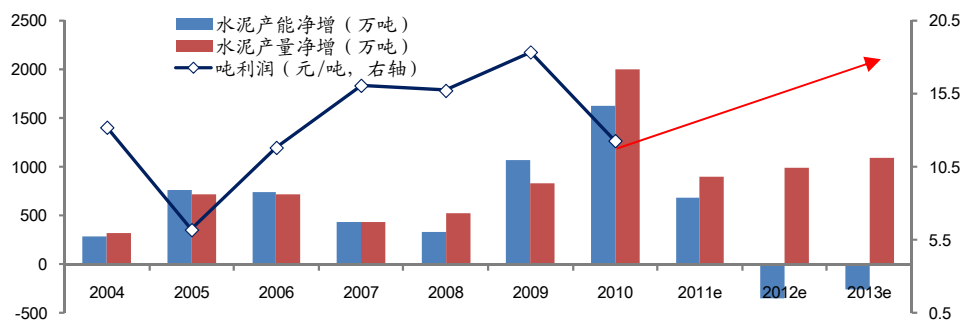
数据来源：公司资料，建材信息总网，兴业证券研究所

表 1、华新水泥单季度经营、财务数据

季度	季度熟料产量	季度熟料产能	熟料窑运转率	季度销量	销量/熟料产量	吨售价	吨产品成本	吨毛利	吨营业税金及附加	吨销售费用	吨管理费用	吨财务费用	吨期间费用	吨营业外净收入	吨利润总额	吨净利润
2007/3	308	452	68%	359	1.17	218	173	45	3.0	17.6	11.9	13.3	42.9	4.7	3.7	2.5
2007/6	353	457	77%	527	1.49	225	172	54	2.7	14.5	8.3	9.9	32.7	3.3	21.5	16.7
2007/9	386	473	82%	498	1.29	227	172	55	3.3	16.4	9.3	11.4	37.0	4.1	18.8	16.0
2007/12	440	536	82%	631	1.44	226	170	56	3.7	16.3	12.1	4.1	32.5	6.3	25.7	15.2
2008/3	122	548	22%	437	3.57	224	179	45	3.4	16.9	12.5	11.8	41.1	6.2	6.7	2.9
2008/6	311	548	57%	651	2.09	244	190	54	3.2	15.3	9.0	5.1	29.4	2.6	23.7	25.0
2008/9	465	554	84%	645	1.39	264	210	55	3.3	14.3	9.1	8.5	31.8	6.1	25.5	21.8
2008/12	513	601	85%	698	1.36	246	201	46	3.1	10.7	11.5	6.5	28.7	4.6	18.6	17.2
2009/3	386	599	65%	464	1.20	246	197	49	3.5	16.9	13.3	12.1	42.3	3.3	6.9	4.0
2009/6	517	625	83%	672	1.30	249	187	62	3.6	14.1	11.1	8.8	34.0	3.7	28.3	23.9
2009/9	586	659	89%	784	1.34	226	179	46	3.7	13.3	10.0	6.5	29.7	2.2	15.2	7.9
2009/12	591	687	86%	773	1.31	214	155	59	3.2	11.1	15.6	3.5	30.2	4.4	30.2	23.7
2010/3	447	742	60%	518	1.16	226	201	26	3.0	15.4	11.0	11.5	37.9	6.5	(8.6)	(11.9)
2010/6	631	819	77%	790	1.25	226	199	27	2.6	13.9	9.8	9.7	33.4	4.6	(3.9)	(5.7)
2010/9	618	839	74%	846	1.37	219	182	37	2.7	14.7	10.0	10.7	35.4	2.7	1.2	(1.6)
2010/12	769	904	85%	1048	1.36	276	188	89	3.8	13.1	16.4	7.4	36.9	4.5	52.3	41.2
2011/3	531	996	53%	665	1.25	292	219	73	3.0	17.8	16.2	17.0	51.0	2.2	21.1	13.2
2011/6	824	1037	80%	1047	1.27	310	213	97	4.0	15.9	12.3	12.4	40.7	2.7	54.8	40.9
2011/9	768	1064	72%	1031	1.34	308	220	88	3.9	18.7	13.7	12.7	45.1	4.8	43.5	33.2
2011/12	887	1082	82%	1198	1.35	305	215	90	4.0	17.0	13.0	12.0	42.0	5.0	49.0	36.8

数据来源：兴业证券研究所

图 2、湖北省水泥行业供给端确定性改善



数据来源：兴业证券研究所

图 3、华新水泥盈利预测假设

单位	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
熟料：年末产能 万吨	1866	2062	2465	3243	3646	3878	3878
有效产能 万吨	1628	1906	2181	2803	3547	3746	3878
产能利用率	88%	94%	90%	80%	80%	84%	88%
产量 万吨	1429	1788	1971	2251	2838	3147	3413
水泥：年末产能 万吨	3210	3680	4540	5480	6200	6500	6500
有效产能 万吨	2648	3301	3940	4912	5940	6330	6500
产能利用率	77%	76%	66%	64%	64%	64%	64%
产量 万吨	2035	2515	2593	3135	3801	4051	4160
产销率：水泥	98%	93%	99%	95%	98%	98%	98%
销量：水泥 万吨	2000	2345	2567	2992	3725	3970	4077
熟料系数	1.44	1.48	1.41	1.54	1.45	1.45	1.45
销量：熟料 万吨	15.8	85.7	126	210	216	353	544
熟料&水泥：销量 万吨	2016	2431	2693	3202	3942	4323	4621
吨销售均价 元/吨	225	247	234	241	305	321	352
营业收入 万元	452815	599801	630173	772140	1202173	1388722	1627201
吨成本 元/吨	171	197	181	189	217	228	239
营业成本 万元	345669	478663	486943	604784	856138	985993	1106496
吨毛利 元/吨	53	50	53	52	88	93	113
毛利率	23.7%	20.2%	22.7%	21.7%	28.8%	29.0%	32.0%
混凝土：年末产能 万m3	140	260	420	770	1785	2650	3515
有效产能 万m3	140	205	347	611	1323	2255	3122
产能利用率	27%	22%	32%	28%	25%	28%	30%
产量 万m3	37	46	110	174	331	631	936
产销率	#N/A	#N/A	98%	98%	98%	98%	98%
销量 万m3	#N/A	#N/A	107	166	324	619	918
单位售价 元/m3	#N/A	#N/A	267	257	282	288	294
营业收入 万元	8999	11644	28573	42684	91338	178110	269729
单位成本 元/m3	#N/A	#N/A	217	211	231	236	241
营业成本 万元	7299	10142	23183	34988	74897	146051	221178
毛利率	18.9%	12.9%	18.9%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其他：营业收入 万元	15197	23501	31887	32117	36934	42475	48846
YOY	69%	55%	36%	1%	15%	15%	15%
营业成本 万元	10736	14324	17933	18522	22161	25485	29307
毛利率	29%	39%	44%	42%	40%	40%	40%
合计：营业收入 万元	477011	634946	690633	846943	1330445	1609307	1945776
营业成本 万元	363704	503129	528059	658293	953195	1157528	1356982
毛利率	23.8%	20.8%	23.5%	22.3%	28.4%	28.1%	30.3%
营业税金及附加 万元	6497	7870	9430	9844	15965	19312	23349
吨水泥税金及附加 元/t	3.2	3.2	3.5	3.1	4.1	4.5	5.1
营业税金及附加/营业收入	1.36%	1.24%	1.37%	1.16%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用 万元	32403	34034	36286	45133	67006	73062	77625
吨水泥销售费用 元/t	16.1	14.0	13.5	14.1	17.0	16.9	16.8
销售费用率	6.8%	5.4%	5.3%	5.3%	5.0%	4.5%	4.0%
管理费用 万元	20932	25168	33526	39147	55182	60093	63764
吨水泥管理费用 元/t	10.4	10.4	12.4	12.2	14.0	13.9	13.8
管理费用率	4.4%	4.0%	4.9%	4.6%	4.1%	3.7%	3.3%
财务费用 万元	18264	18478	19281	30491	45013	48391	49559
吨水泥财务费用 元/t	9.1	7.6	7.2	9.5	11.4	11.2	10.7
财务费用率	3.8%	2.9%	2.8%	3.6%	3.4%	3.0%	2.5%
吨利润总额 元/t	14.4	14.6	16.6	13.3	41.3	46.7	66.3
所得税率	24%	7%	21%	21%	24.5%	24.5%	24.5%
吨净利 元/t	10.9	13.6	13.1	10.6	31.2	35.3	50.1
少数股东权益占比	14.5%	14.0%	11.5%	13.2%	13%	13%	13%
归属上市公司股东吨净利 元/t	9.3	11.7	11.6	9.2	27	31	44

数据来源：兴业证券研究所

表 2、华新水泥分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	11-3Q	QOQ	2010-09	2011-09	YOY	说明
营业收入	2033	3177	2085	3487	3407.6	67.6%	5292	8979	69.7%	
营业成本	1679	2143	1567	2404	2435.7	45.1%	4440	6407	44.3%	
毛利	354	1034	518	1083	971.9	174.8%	853	2572	201.7%	
销售费用	125	137	118	167	192.4	54.2%	314	477	51.9%	
管理费用	85	172	108	129	140.7	66.3%	219	377	72.0%	
财务费用	91	78	113	130	131.2	44.9%	227	374	64.9%	
资产减值	-1	5	0	1	0.0	-	-1	1	-	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	3	0	0	0.0	-80.0%	51	0	-99.5%	
营业利润	32	606	159	614	467.6	1367.8%	85	1241	1351.7%	
利润总额	54	653	173	643	516.8	849.7%	178	1333	649.2%	
净利润	12	483	101	441	362.5	2861.6%	89	905	912.8%	
EPS	0.015	0.599	0.125	0.546	0.4	2861.6%	0.111	1.121	912.8%	
销售费用率	6.1%	4.3%	5.7%	4.8%	5.7%	-0.5%	5.9%	5.3%	-0.6%	
管理费用率	4.2%	5.4%	5.2%	3.7%	4.1%	0.0%	4.2%	4.2%	0.1%	
财务费用率	4.5%	2.5%	5.4%	3.7%	3.9%	-0.6%	4.3%	4.2%	-0.1%	
所得税率	44.3%	17.8%	30.4%	22.5%	20.7%	-23.6%	30.8%	22.8%	-8.0%	
毛利率	17.4%	32.5%	24.8%	31.0%	28.5%	11.1%	16.1%	28.7%	12.5%	
净利率	0.6%	15.2%	4.8%	12.7%	10.6%	10.0%	1.7%	10.1%	8.4%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3954	5007	6615	9524
货币资金	1803	1996	3016	5282
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	370	580	702	849
其他应收款	322	396	479	580
存货	864	1251	1519	1781
非流动资产	13858	16046	17192	17154
可供出售金融资产	36	36	36	36
长期股权投资	17	17	17	17
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	10902	12626	13224	13422
在建工程	1026	1061	1442	1113
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1463	1767	1924	2035
资产总计	17812	21053	23807	26677
流动负债	5114	6732	7448	8354
短期借款	613	691	600	600
应付票据	329	476	578	678
应付账款	1980	2868	3482	4082
其他	2191	2698	2787	2993
非流动负债	7050	7229	7499	6990
长期借款	5633	5683	5953	6043
其他	1417	1546	1546	947
负债合计	12164	13961	14947	15344
股本	404	807	807	807
资本公积	2311	1912	1912	1912
未分配利润	2046	3151	4489	6326
少数股东权益	623	825	1085	1469
股东权益合计	5648	7092	8860	11333
负债及权益合计	17812	21053	23807	26677

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	573	1318	1705	2516
折旧和摊销	718	955	1082	1165
资产减值准备	-60	15	9	9
无形资产摊销	51	64	75	78
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	305	464	487	511
投资损失	-54	-1	-1	-1
少数股东损益	87	201	260	384
营运资金的变动	742	-340	-195	-176
经营活动产生现金流量	815	3270	3748	4758
投资活动产生现金流量	-1648	-3109	-2238	-1128
融资活动产生现金流量	2070	31	-491	-1365
现金净变动	1236	192	1020	2266
现金的期初余额	1338	1803	1996	3016
现金的期末余额	2575	1996	3016	5282

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8469	13304	16093	19458
营业成本	6583	9532	11575	13570
营业税金及附加	98	160	193	233
销售费用	451	670	731	776
管理费用	391	552	601	638
财务费用	305	464	487	511
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	54	1	1	1
营业利润	691	1928	2506	3731
营业外收入	149	94	108	122
营业外支出	9	10	11	12
利润总额	831	2012	2604	3841
所得税	171	493	638	941
净利润	660	1519	1966	2900
少数股东损益	87	201	260	384
归属母公司净利润	573	1318	1705	2516
EPS (元)	0.71	1.63	2.11	3.12

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	22.6%	57.1%	21.0%	20.9%
营业利润增长率	10.5%	178.9%	30.0%	48.8%
净利润增长率	14.4%	130.2%	29.4%	47.5%
盈利能力(%)				
毛利率	22.3%	28.4%	28.1%	30.3%
净利率	6.8%	9.9%	10.6%	12.9%
ROE	11.4%	21.0%	21.9%	25.5%

偿债能力(%)

资产负债率	68.3%	66.3%	62.8%	57.5%
流动比率	0.77	0.74	0.89	1.14
速动比率	0.60	0.55	0.68	0.92

营运能力(次)

资产周转率	52.3%	68.5%	71.7%	77.1%
应收帐款周转率	2490.3	2754.9	2468.2	2467.7

每股资料(元)

每股收益	0.71	1.63	2.11	3.12
每股经营现金	1.91	4.05	4.64	5.89
每股净资产	6.22	7.76	9.63	12.22

估值比率(倍)

PE	28.1	12.2	9.4	6.4
PB	3.2	2.6	2.1	1.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。