

审慎推荐-A (维持)

华新水泥 600801.SH

目标估值: N.A
 当前股价: 13.00 元
 2013年10月20日

量价有所提升, 三季度业绩符合预期

基础数据

上证综指	2194
总股本(万股)	93530
已上市流通股(万股)	55621
总市值(亿元)	122
流通市值(亿元)	72
每股净资产(MRQ)	8.7
ROE(TTM)	10.7
资产负债率	63.2%
主要股东	HOLCHIN B.V.
主要股东持股比例	39.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-15	5
相对表现	3	-11	1



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《华新水泥(600801)-销量上升成本下降, 中报业绩略超预期》2013/7/18
- 2、《华新水泥(600801)-营业外收入带来一季度业绩大幅增长》2013/4/23
- 3、《华新水泥(600801)深度报告-一季度出货量超预期, 二季度将量价同增》2013/4/10

王晶晶

0755-82943246
 wangjj@cmschina.com.cn
 S1090511040035

研究助理

韩创
 0755-83295441
 hanchuang@cmschina.com.cn

公司发布 2013 年三季报, 三季度净利润同比增长 39%, 实现 EPS 为 0.22 元, 利润增长主要来自销量增加和价格提升。10 月份以来鄂东地区跟随华东大幅提高了水泥价格, 公司全年业绩仍将高增长, 维持“审慎推荐-A”投资评级。

- **华新水泥今年三季度净利润同比增长 39%, 实现 EPS0.22 元, 符合我们的预期。** 公司三季度实现收入 39.7 亿元, 营业利润 3.0 亿元, 归母净利润 2.0 亿元, 同比分别增 19%、61%和 39%。三季度单季度 EPS 为 0.22 元, 符合我们的预期。前三季度公司共实现归母净利润 6.8 亿元, 同比增 131%, 实现 EPS0.60 元,
- **销量、价格提升带来收入增长。** 三季度的收入增长主要来自销量增长和价格提升, 销量方面, 我们预计公司三季度的水泥销量同比增长约 11%左右, 销量增加一方面是由于去年底湖南冷水江 5000t/d 线投产、今年初对华祥水泥 2 条共 7500t/d 熟料线的收购以及哈萨克斯坦 5000t/d 项目在 8 月份的投产, 另外需求较好下产能利用率有所提升。价格方面, 三季度公司水泥熟料吨收入(未剔除其他收入)为 305 元, 同比增加 19 元, 达到去年四季度的水平。
- **成本端的控制略低于预期, 吨费用水平小幅增加。** 三季度公司吨毛利为 82 元, 同比上升 14 元, 但吨净利为 16 元, 同比仅提升 3 元。主要原因是成本控制略低于预期, 三季度公司吨成本(未剔除其他业务成本的影响)为 223 元, 同比增加了 5 元, 我们预计可能是受到了其他业务的影响。三季度的吨销售费用、吨管理费用分别上升了 2 元和 1 元, 吨财务费用下降 1 元。
- **四季度水泥价格将超过去年高点, 但基数因素使得累计增速下降, 维持“审慎推荐-A”投资评级。** 10 月份以来华东水泥价格持续上涨, 公司大本营鄂东地区也顺势大幅上调水泥价格, 且后续仍有上涨空间, 我们预计今年四季度公司水泥出厂价有望超过去年高点。不过由于去年公司的季度盈利水平逐季大幅上升, 因此今年公司的累计业绩增速将呈下降趋势, 公司预计全年业绩增速在 50%左右。我们预计 2013-2015 年公司 EPS 为 0.94、1.11 和 1.20 元, 仍维持“审慎推荐-A”投资评级。
- **风险提示: 价格上涨不达预期。**

财务数据与估值

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	12638	12521	14530	16913	19345
同比增长	49%	-1%	16%	16%	14%
营业利润(百万元)	1431	723	1238	1500	1640
同比增长	107%	-49%	71%	21%	9%
净利润(百万元)	1075	556	880	1042	1119
同比增长	88%	-48%	58%	18%	7%
每股收益(元)	1.15	0.59	0.94	1.11	1.20
PE	11.3	21.9	13.8	11.7	10.9
PB	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 华新水泥各季度业绩回顾

(百万元)	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
营业收入	3408	3659	2420	3066	3329	3706	2668	3957	3965
营业成本	2436	2768	1963	2389	2532	2582	2119	2880	2901
营业费用	192	224	162	202	235	239	211	248	290
管理费用	141	210	140	176	178	229	172	187	212
财务费用	131	140	133	147	152	143	144	144	161
营业利润	468	190	-5	110	187	431	-10	438	301
归属母公司净利润	362	171	4	92	146	314	26	329	203
EPS (元)	0.39	0.18	0.00	0.10	0.16	0.34	0.03	0.35	0.22
主要比率									
毛利率	29%	24%	19%	22%	24%	30%	21%	27%	27%
营业费用率	6%	6%	7%	7%	7%	6%	8%	6%	7%
管理费用率	4%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	5%	5%
营业利润率	14%	5%	0%	4%	6%	12%	0%	11%	8%
有效税率	21%	31%	34%	19%	17%	29%	27%	21%	21%
净利率	11%	5%	0%	3%	4%	8%	1%	8%	5%
YoY									
收入	68%	15%	16%	-12%	-2%	1%	10%	29%	19%
归属母公司净利润	2859%	-65%	-96%	-79%	-60%	84%	493%	259%	39%

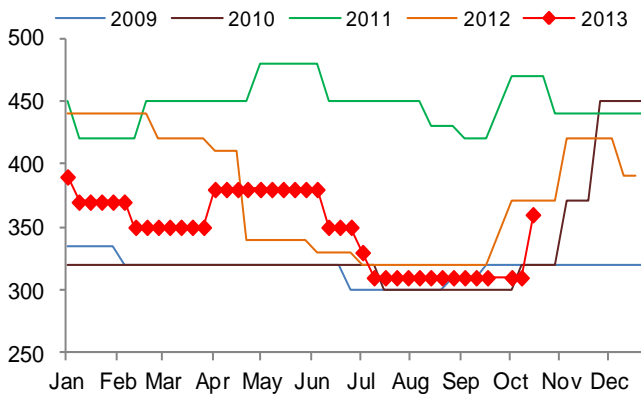
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 华新水泥去年底以来投产、收购和在建新线一览

项目名称	建设进度/收购情况
湖南冷水江 4500t/d 线项目	2012.12.24 投入试生产
湖北华祥水泥	2013.2 收购, 华祥水泥有 2500t/d、5000t/d 线各 1 条
塔吉克斯坦 3000t/d 线项目	2013.8 投产
湖南桑植 2500t/d 线续建项目	2011.12 开工, 预计 2014.3 建成投产

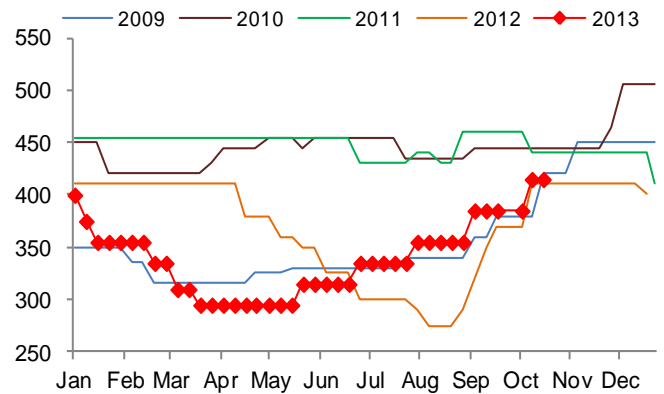
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 武汉高标水泥价格 (元/吨): 近期大幅上涨



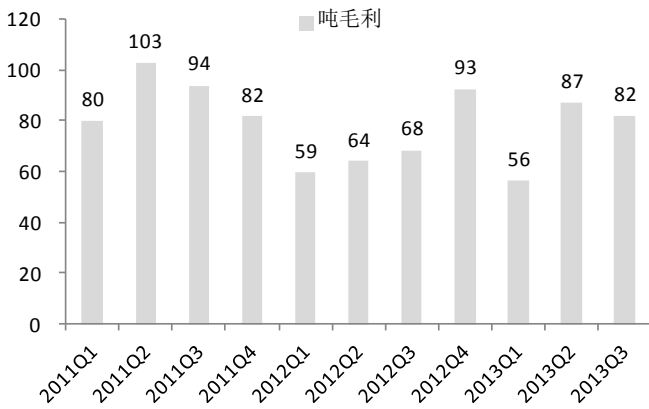
资料来源: 公司公告, 招商证券 (注: 未扣除其他业务收入成本)

图 2: 长沙高标水泥价格 (元/吨): 已经达到去年高点



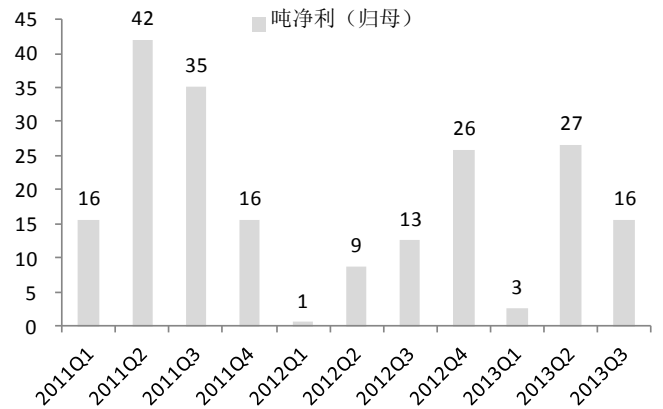
资料来源: 公司公告, 招商证券 (注: 未扣除其他业务收入成本)

图 3: 公司单季度吨毛利 (元): 同比增加 14 元



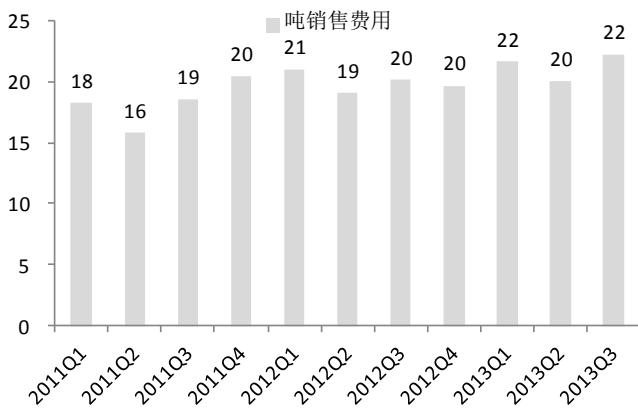
资料来源: 公司公告, 招商证券 (注: 未扣除其他业务收入成本)

图 4: 公司单季度吨净利 (元): 同比增加 3 元



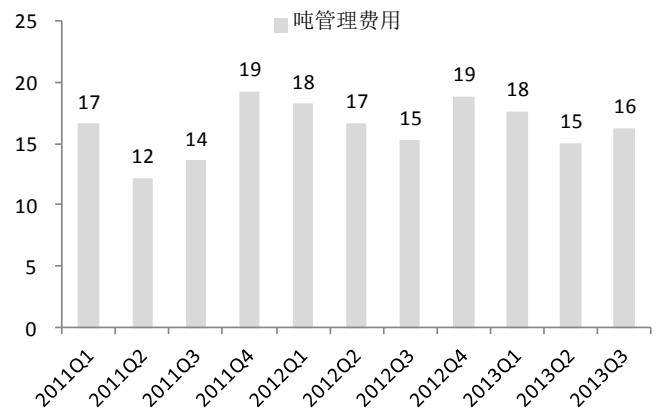
资料来源: 公司公告, 招商证券 (注: 未扣除其他业务收入成本)

图 5: 公司单季度吨销售费用 (元): 同比增加 2 元



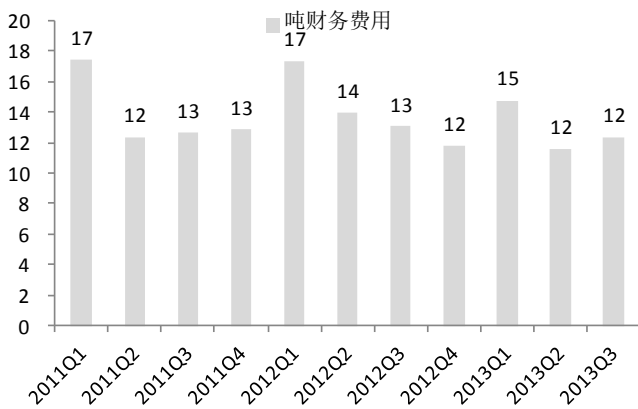
资料来源: 公司公告, 招商证券 (注: 未扣除其他业务费用)

图 6: 公司单季度吨管理费用 (元): 同比增加 1 元



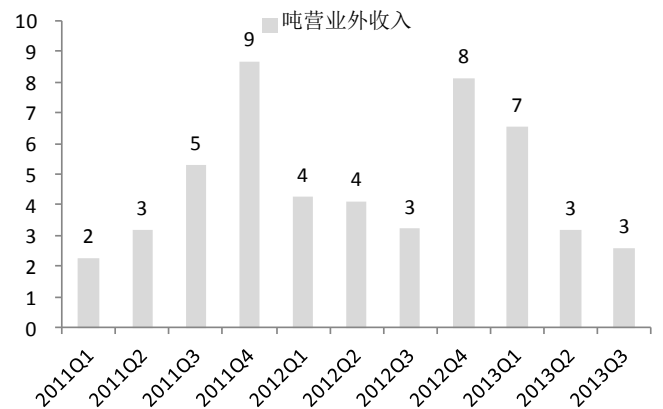
资料来源: 公司公告, 招商证券 (注: 未扣除其他业务费用)

图 7: 公司单季度吨财务费用 (元): 同比下降 1 元



资料来源: 公司公告, 招商证券 (注: 未扣除其他业务费用)

图 8: 公司单季度吨营业外收入 (元): 同比持平



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 9: 华新水泥历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 10: 华新水泥历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	6054	5865	8250	10775	13313
现金	2825	2839	4783	6736	8674
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1152	816	947	1102	1261
应收款项	611	805	911	1061	1213
其它应收款	149	288	334	389	445
存货	1081	904	1028	1201	1391
其他	235	213	246	287	330
非流动资产	15676	17426	18827	19356	19371
长期股权投资	15	339	339	339	339
固定资产	12432	12859	14492	15225	15419
无形资产	1677	1797	1617	1455	1310
其他	1552	2432	2379	2337	2303
资产总计	21730	23291	27076	30131	32684
流动负债	7314	8077	9077	9671	10219
短期借款	998	1054	1200	1400	1500
应付账款	2429	2550	2925	3418	3957
预收账款	404	326	374	437	506
其他	3482	4148	4579	4416	4257
长期负债	5833	6715	8632	10132	11132
长期借款	4223	2675	4275	5575	6575
其他	1610	4040	4357	4557	4557
负债合计	13146	14792	17710	19803	21352
股本	935	935	935	935	935
资本公积金	3521	3081	3081	3081	3081
留存收益	3304	3719	4430	5208	6015
少数股东权益	823	765	920	1104	1302
母公司所有者权益	7760	7735	8446	9224	10031
负债及权益合计	21730	23291	27076	30131	32684

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1886	2456	3065	3381	3546
净利润	1075	556	880	1042	1119
折旧摊销	998	1155	1398	1470	1485
财务费用	526	593	625	670	700
投资收益	2	1	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(860)	26	7	14	44
其它	145	125	161	190	203
投资活动现金流	(1972)	(2420)	(2800)	(2000)	(1500)
资本支出	(1861)	(2094)	(2800)	(2000)	(1500)
其他投资	(111)	(326)	0	0	0
筹资活动现金流	1098	(10)	1679	571	(108)
借款变动	(199)	(1284)	2149	1300	900
普通股增加	532	0	0	0	0
资本公积增加	1210	(440)	0	0	0
股利分配	(81)	(140)	(168)	(264)	(313)
其他	(363)	1854	(302)	(465)	(695)
现金净增加额	1013	26	1944	1952	1938

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	12638	12521	14530	16913	19345
营业成本	9174	9466	10857	12688	14690
营业税金及附加	155	174	202	235	269
营业费用	701	838	872	981	1103
管理费用	588	724	727	829	929
财务费用	515	576	625	670	700
资产减值损失	73	18	15	15	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	(1)	5	5	5
营业利润	1431	723	1238	1500	1640
营业外收入	198	213	150	150	150
营业外支出	19	31	20	30	50
利润总额	1610	905	1368	1620	1740
所得税	390	225	333	394	423
净利润	1220	680	1035	1226	1317
少数股东损益	145	125	155	184	197
母公司所有者净利润	1075	556	880	1042	1119
EPS (元)	1.15	0.59	0.94	1.11	1.20

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	49%	-1%	16%	16%	14%
营业利润	107%	-49%	71%	21%	9%
净利润	88%	-48%	58%	18%	7%
获利能力					
毛利率	27.4%	24.4%	25.3%	25.0%	24.1%
净利率	8.5%	4.4%	6.1%	6.2%	5.8%
ROE	13.9%	7.2%	10.4%	11.3%	11.2%
ROIC	8.9%	6.4%	7.7%	8.0%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	63.5%	65.4%	65.7%	65.3%
净负债比率	36.4%	28.9%	32.8%	33.8%	33.9%
流动比率	0.8	0.7	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.8	1.0	1.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	9.4	9.5	11.2	11.4	11.3
应收帐款周转率	25.8	17.7	16.9	17.2	17.0
应付帐款周转率	4.2	3.8	4.0	4.0	4.0
每股资料(元)					
每股收益	1.15	0.59	0.94	1.11	1.20
每股经营现金	2.02	2.63	3.28	3.61	3.79
每股净资产	8.30	8.27	9.03	9.86	10.72
每股股利	0.15	0.18	0.18	0.18	0.18
估值比率					
PE	11.3	21.9	13.8	11.7	10.9
PB	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.1	9.8	7.1	6.4	6.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，获 2012 年新财富最佳分析师和水晶球分析师非金属建材行业第四名，STARMINE 大陆香港区原材料行业第三名；入围 2009 年新财富最佳策略分析师。

韩创，中山大学金融学硕士和理学学士，2012 年加入招商证券，从事建材行业研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。