


2013-10-21


公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

华新水泥 (600801)
海外线增厚部分补偿国内季节性下滑


分析师: 范超


 (8621)68751757

 fanchao@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490513080001

联系人: 徐璐瑶

 (8621)68751757

 xuly2@cjsc.com.cn

联系人: 范晓媛

 (8621)68751757

 fanxy@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《销量提升+成本下行,中期业绩大增》2013/8/27

《量增+成本下行,中期业绩超预期》2013/7/18

《Q1受益成本改善,Q2望量利齐升》2013/4/23

报告要点
■ 事件描述

2013三季报	12/9/30	13/9/30	同比		2013Q2	2013Q3	环比变动
营业收入	881,502	1,058,984	20.1%	营收同比	29.1%	19.1%	-9.9%
毛利率	21.9%	25.4%	3.5%	毛利率	27.2%	26.8%	-0.4%
费用率	17.3%	16.7%	-0.6%	费用率	14.6%	16.7%	2.0%
归属净利	24,184	55,813	130.8%	归属净利同比	259.5%	39.2%	-220.2%
最新摊薄EPS	0.26	0.60	0.34	最新摊薄EPS	0.35	0.22	(0.13)

■ 事件评论

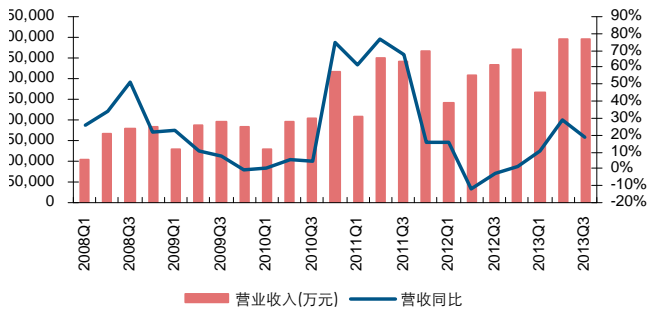
- **Q3量增价降,吨毛利略低于Q2。**公司Q3实现水泥熟料销量超1312万吨,略高于2季度的1285万吨,单季度均价较Q2下滑约6元。从区域表现看,受两湖市场影响,公司较早步入淡季,水泥均价自6月开始下滑,7月均价较5月高点下滑约18元,此后区域虽有提价,但实际贡献有限,直至8月塔吉克斯坦生产线投产,量虽小但价格高达900元/吨,最终提升3季度均价水平。3季度吨成本变动不大,吨毛利约81元(将其他业务利润并入水泥熟料),略低于Q2的84元/吨。
- **Q3业绩环比下滑还因投资损失和费用率提升。**不同于往年季节性下滑,受益海外项目贡献,今年Q3吨毛利下滑幅度较小,业绩环比下滑主因:1、前期分步收购股权产生了约4500万的投资损失;2、综合费用率较Q2提升了2个百分点。最终Q3吨归属净利较Q2仍下滑约10元。
- **海外项目实现高盈利,看好中西部发展。**8月塔吉克斯坦项目投产,尽管仅实现5.2万吨销售,但价格和盈利水平较高,预计明年放量后有望贡献超1亿归属净利润。另外公司产能集中于中西部,受政策倾斜有较大发展潜力,随过剩产能被需求消化,量价弹性将现。
- **政策支持水泥窑协同处置力度加大,保障公司环保业务中长期发展。**近日国务院发文支持利用现有水泥窑协同处理生活垃圾,协同处置生产线比重不低于10%。公司在该领域处于领先水平,尽管短期效益有限,但随政策导向支持,将是中期发展亮点。
- **预计13-14年EPS为0.96和1.18元,对应PE14、11倍,维持推荐。**

表 1: 总体盈利归因分

	2012/9/30	2013/9/30	同比	2013Q3		2013Q2	2013Q3	环比变动
营业收入	881,502	1,058,984	20.1%	396,458	营业收入同比	29.1%	19.1%	-9.9%
毛利率	21.9%	25.4%	3.5%	26.8%	毛利率	27.2%	26.8%	-0.4%
费用率	17.3%	16.7%	-0.6%	16.7%	费用率	14.6%	16.7%	2.0%
销售费用率	6.8%	7.1%	0.3%	7.3%	销售费用率	6.3%	7.3%	1.0%
管理费用率	5.6%	5.4%	-0.2%	5.3%	管理费用率	4.7%	5.3%	0.6%
财务费用率	4.9%	4.2%	-0.7%	4.1%	财务费用率	3.6%	4.1%	0.4%
其他成本占营收比	1.3%	1.4%	0.1%	1.5%	其他成本占营收比	1.5%	1.5%	0.0%
投资收益	-12	-4,569	-38477.7%	-4,303	投资收益(万)	-266	-4,303	-4,038
营业利润率	3.3%	6.9%	3.6%	7.6%	营业利润率	11.1%	7.6%	-3.5%
营业利润	29,182	72,834	149.6%	30,099	营业利润同比	299.2%	60.7%	-238.5%
营业外净收入	9,993	12,902	29.1%	3,075	营业外净收入	3,710	3,075	-17.1%
利润总额	39,176	85,737	118.9%	33,174	利润总额同比	227.2%	50.6%	-176.6%
所得税率	18.9%	21.0%	2.1%	20.8%	所得税率	20.5%	20.8%	0.3%
净利率	3.6%	6.4%	2.8%	6.6%	净利率	9.5%	6.6%	-2.9%
归属净利润	24,184	55,813	130.8%	20,319	归属净利润同比	259.5%	39.2%	-220.2%
其中非经常损益	2,055	4,065	97.8%	290	其中非经常损益	1,025	290	-71.7%
非经常损益占比	8.5%	7.3%	-1.2%	1.4%	非经常损益占比	3.1%	1.4%	-1.7%
扣非归属净利	22,129	51,749	133.9%	20,028	扣非归属净利同比	279.8%	44.2%	-235.5%

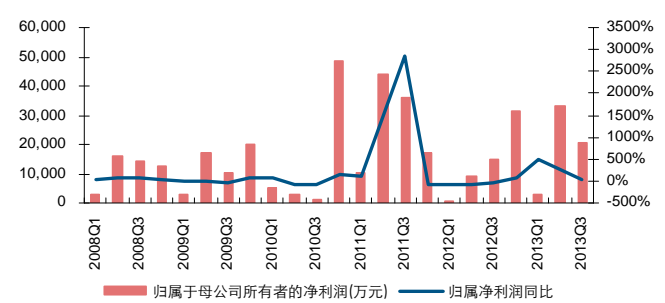
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 1: 13Q3 营业收入同增 20.1%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

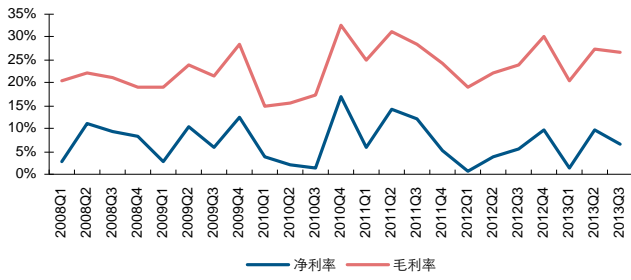
图 2: 13Q3 归属净利润增速同增 39.2%



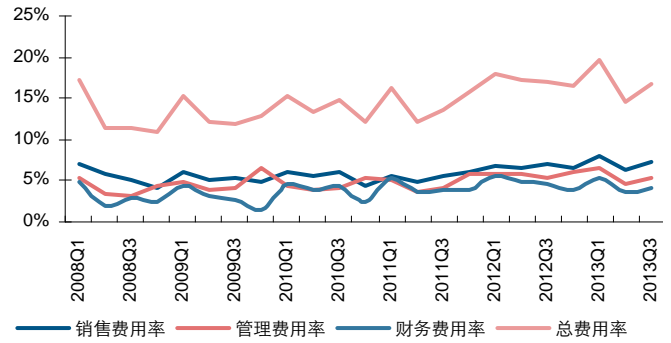
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 13Q3 毛利率环降 0.4%，净利率环降 2.9%

图 4: 13Q3 费用率水平环升 2%



资料来源：公司公告，长江证券研究部



资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	12521	15286	18182	20909	货币资金	2839	1529	1818	2091
营业成本	9466	11452	13493	15410	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3055	3834	4689	5499	应收账款	1093	1334	1587	1825
%营业收入	24.4%	25.1%	25.8%	26.3%	存货	904	1094	1288	1471
营业税金及附加	174	213	253	291	预付账款	99	120	141	161
%营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	114	136	162	186
销售费用	838	1024	1218	1401	流动资产合计	5865	5208	6181	7097
%营业收入	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	可供出售金融资产	56	56	56	56
管理费用	724	841	1000	1150	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	长期股权投资	339	339	339	339
财务费用	576	504	636	656	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4.6%	3.3%	3.5%	3.1%	固定资产合计	14590	25522	24610	29512
资产减值损失	18	6	6	6	无形资产	1797	1707	1621	1540
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	111	111	111	111
投资收益	-1	0	0	0	递延所得税资产	153	1	2	1
营业利润	723	1247	1576	1996	其他非流动资产	381	381	381	381
%营业收入	5.8%	8.2%	8.7%	9.5%	资产总计	23291	33326	33302	39038
营业外收支	182	207	225	240	短期贷款	4051	12142	9867	13063
利润总额	905	1454	1801	2236	应付款项	2637	3190	3758	4291
%营业收入	7.2%	9.5%	9.9%	10.7%	预收账款	326	398	473	544
所得税费用	225	361	447	555	应付职工薪酬	144	174	206	235
净利润	680	1093	1354	1681	应交税费	238	342	417	504
归属于母公司所有者的净利润	555.7	893.0	1105.6	1372.7	其他流动负债	682	823	971	1110
少数股东损益	125	200	248	308	流动负债合计	8077	17069	15691	19747
EPS (元/股)	0.59	0.95	1.18	1.47	长期借款	2675	2675	2675	2675
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	2456	3407	4065	7941	递延所得税负债	50	0	0	0
取得投资收益	1	0	0	0	其他非流动负债	3989	3989	3989	3989
长期股权投资	-14	0	0	0	负债合计	14792	23733	22355	26411
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	7735	8628	9733	11106
固定资产投资	-2068	-12306	-864	-10209	少数股东权益	765	965	1213	1521
其他	-337	0	0	0	股东权益	8500	9593	10946	12627
投资活动现金流净额	-2420	-12306	-864	-10209	负债及股东权益	23291	33326	33302	39038
债券融资	3081	0	0	0	基本指标				
股权融资	48	0	0	0	EPS	0.594	0.955	1.182	1.468
银行贷款增加(减少)	-1664	8091	-2275	3197	BVPS	8.27	9.22	10.41	11.87
筹资成本	821	-504	-636	-656	PE	21.88	13.62	11.00	8.86
其他	-2296	0	0	0	PEG	0.62	0.39	0.31	0.25
筹资活动现金流净额	-10	7588	-2912	2541	PB	1.57	1.41	1.25	1.09
现金净流量	26	-1311	290	273	EV/EBITDA	6.58	7.92	5.62	3.21
					ROE	7.2%	10.4%	11.4%	12.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860	13701828281	baoli@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。