

华新水泥（600801）

增持（维持）

景气度维持较高水平，继续提升概率大

——2013年3季报点评

市场数据

报告日期	2013-10-20
收盘价(元)	13.0
总股本(百万股)	935
流通股本(百万股)	556
总市值(百万元)	12200
流通市值(百万元)	7231
净资产(百万元)	8120
总资产(百万元)	24999
每股净资产	8.7

相关报告

分析师:

陈文

chenwyf@xyzq.com.cn

S0190512080005

021-38565950

王挺

wangting@xyzq.com.cn

S0190512040002

联系人:钱佳佳

qianjiatia@xyzq.com.cn

021-38565440

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	12521	14995	16555	18494
同比增长(%)	-0.9%	19.8%	10.4%	11.7%
净利润(百万元)	556	945	1130	1470
同比增长(%)	-48.3%	70.1%	19.5%	30.0%
毛利率(%)	24.4%	26.7%	26.5%	27.7%
净利润率(%)	4.4%	6.3%	6.8%	7.9%
净资产收益率(%)	7.2%	10.9%	11.7%	13.4%
每股收益(元)	0.59	1.01	1.21	1.57
每股经营现金流(元)	2.63	2.83	3.38	3.86

投资要点

事件:

公司3季度实现营业收入39.65亿,同比增长19%;实现归属母公司所有者净利润为2.03亿元,同比增长44%。1-3季度实现营业收入105.9亿元,同比增长20%,实现归属母公司所有者净利润为5.58亿元,同比增长130%。同时公司预计全年盈利约为8.33亿元,同比增长50%左右。

点评:

- **公司3季度业绩略低于我们此前预期:毛利率符合预期,投资收益及营业外收入低于预期。**新生产线的投产、收购项目并表以及水泥主业外的其他业务扩张共同推动收入增长20%左右。公司3季度毛利率为26.8%,环比下降0.4个百分点,同比提升3个百分点,毛利率走势基本符合预期,也和历年季节性规律基本吻合。单季度毛利率处在近几年同期的高位,仅低于2011,这说明公司所在区域水泥行业景气度维持在较高水准。我们判断,公司4季度毛利率水准将进一步环比提升,同比也有望超过去年30.3%的水准;如此公司今年每个季度的毛利率都比去年同期略高,是公司业绩大幅增长的核心驱动力。从利润表的其他指标看,单季度投资收益为-4400万,是导致单季度业绩低于我们预期的主要原因,该项亏损和公司的股权收购相关,并非经常性项目。值得一提的是,公司3季度末的预收款项达到5.15亿元,创历史新高;而单季度经营性现金流接近8.7个亿,经营状况良好。公司预计全年业绩增长50%左右,肯定能达到股权激励行权条件,4季度的业绩有超预期可能。

- **公司中长期有以下三个看点：**

(1) 核心区域湖北省水泥产能持续无增量，这是公司盈利能力长期维持较高水平的最有力外部因素。需求端的高弹性或许一去不复返，但供给端的缓慢改善（无增量，集中度提升）可以将公司盈利能力较长时间维持在较高水准。

(2) 公司股权激励增加了盈利增长的确定性。

(3) 环保业务一旦开花结果，将显著提升自身估值。华新水泥是水泥企业中最坚定地去拓展新业务、执行战略转型的公司，依靠水泥主业的持续稳定现金流来支撑环保等新业务的资本开支，其在众多水泥企业中的视野是相对开阔的。一旦持续投入的环保等新业务有较确定的进展，其估值将有望明显提升。

- **维持公司“增持”评级。**我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.01、1.21、1.57 元，对应 PE 分别为 13.7\11.5\8.8 倍，维持公司“增持”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行

表 1、华新水泥分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	12-3Q	12-4Q	13-1Q	13-2Q	13-3Q	QOQ	2012-09	2013-09	YOY
营业收入	3329	3706	2668	3957	3964.6	19.1%	8815	10590	20.1%
营业成本	2532	2582	2119	2880	2901.1	14.6%	6884	7900	14.8%
毛利	797	1123	549	1077	1063.5	33.5%	1931	2690	39.3%
销售费用	235	239	211	248	289.5	23.3%	599	749	25.0%
管理费用	178	229	172	187	211.5	18.8%	495	571	15.3%
财务费用	152	143	144	144	160.6	5.6%	433	449	3.6%
资产减值	0	18	-0	2	0.6	749.3%	0	3	637.7%
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-
投资收益	0	-1	0	-3	-43.0	-265742%	-0	-46	-
营业利润	187	431	-10	437	301.0	60.7%	292	728	149.6%
利润总额	220	513	51	475	331.7	50.6%	392	857	118.9%
净利润	146	314	26	329	203.2	39.3%	242	558	130.8%
EPS	0.156	0.336	0.028	0.352	0.22	39.3%	0.259	0.597	130.8%
销售费用率	7.1%	6.5%	7.9%	6.3%	7.3%	0.3%	6.8%	7.1%	0.3%
管理费用率	5.4%	6.2%	6.4%	4.7%	5.3%	0.0%	5.6%	5.4%	-0.2%
财务费用率	4.6%	3.9%	5.4%	3.6%	4.1%	-0.5%	4.9%	4.2%	-0.7%
所得税率	16.9%	29.3%	27.0%	20.5%	20.8%	3.9%	18.9%	21.0%	2.1%
毛利率	23.9%	30.3%	20.6%	27.2%	26.8%	2.9%	21.9%	25.4%	3.5%
净利润率	4.4%	8.5%	1.0%	8.3%	5.1%	0.7%	2.7%	5.3%	2.5%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
单位:百万元					单位:百万元				
流动资产	5865	5844	6841	8935	营业收入	12521	14995	16555	18494
货币资金	2839	2396	3048	4743	营业成本	9466	10991	12161	13363
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	174	195	215	240
应收账款	805	731	807	902	销售费用	838	975	1076	1202
其他应收款	288	368	406	453	管理费用	724	855	927	1017
存货	904	1180	1306	1435	财务费用	576	616	611	597
非流动资产	17426	18410	18306	18122	资产减值损失	18	15	17	18
可供出售金融资产	56	56	56	56	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	339	339	339	339	投资收益	-1	-55	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	723	1294	1548	2055
固定资产	12859	13858	13958	13845	营业外收入	213	225	265	296
在建工程	1664	1430	1146	999	营业外支出	31	30	33	37
油气资产	0	0	0	0	利润总额	905	1489	1780	2314
无形资产	1797	1994	2079	2141	所得税	225	357	427	555
资产总计	23291	24254	25147	27057	净利润	680	1131	1353	1759
流动负债	8077	7654	7996	8390	少数股东损益	125	186	222	289
短期借款	1054	600	600	600	归属母公司净利润	556	945	1130	1470
应付票据	87	110	122	134	BPS(元)	0.59	1.01	1.21	1.57
应付账款	2550	2858	3162	3475					
其他	4386	4087	4113	4182	主要财务比率				
非流动负债	6715	6968	6308	6236	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
长期借款	2675	2929	2868	2795	成长性				
其他	4040	4040	3441	3441	营业收入增长率	-0.9%	19.8%	10.4%	11.7%
负债合计	14792	14622	14305	14626	营业利润增长率	-49.5%	78.9%	19.6%	32.8%
股本	935	935	935	935	净利润增长率	-48.3%	70.1%	19.5%	30.0%
资本公积	3081	3081	3081	3081					
未分配利润	3372	4223	5098	6251	盈利能力				
少数股东权益	765	951	1174	1463	毛利率	24.4%	26.7%	26.5%	27.7%
股东权益合计	8500	9631	10842	12431	净利率	4.4%	6.3%	6.8%	7.9%
负债及权益合计	23291	24254	25147	27057	ROE	7.2%	10.9%	11.7%	13.4%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	63.5%	60.3%	56.9%	54.1%
净利润	556	945	1130	1470	流动比率	0.73	0.76	0.86	1.07
折旧和摊销	1155	1083	1182	1251	速动比率	0.61	0.61	0.69	0.89
资产减值准备	15	12	6	6					
无形资产摊销	78	92	95	97	营运能力				
公允价值变动损失	0	0	0	0	资产周转率	55.6%	63.1%	67.0%	70.9%
财务费用	576	616	611	597	应收帐款周转率	1727.3%	1904.3%	2098.8%	2110.7%
投资损失	1	55	0	0					
少数股东损益	125	186	222	289	每股资料(元)				
营运资金的变动	-356	229	-7	-8	每股收益	0.59	1.01	1.21	1.57
经营活动产生现金	2747	2648	3160	3611	每股经营现金	2.63	2.83	3.38	3.86
投资活动产生现金	-1647	-2111	-1069	-1046	每股净资产	8.27	9.28	10.34	11.73
融资活动产生现金	175	-980	-1438	-871					
现金净变动	1275	-443	652	1695	估值比率(倍)				
现金的期初余额	2825	2839	2396	3048	PE	23.3	13.7	11.5	8.8
现金的期末余额	4100	2396	3048	4743	PB	1.7	1.5	1.3	1.2

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:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn	冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhugd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【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 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。