

2014年01月22日

华新水泥 (600801)

——13年业绩超预期，区域四季度高景气度推动量升利涨

报告原因：有公告需要点评

增持

维持

市场数据： 2014年01月21日

收盘价(元)	10.89
一年内最高/最低(元)	18.46/9.41
上证指数/深证成指	2008/7593
市净率	1.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6057

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2013年9月30日

每股净资产(元)	8.68
资产负债率%	63.23
总股本/流通A股(百万)	935/556
流通B股/H股(百万)	328/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华新水泥(600801)13年三季报点评：业绩符合预期，量升利涨业绩增长》 2013/10/21

《华新水泥_600801_2013年半年报点评：业绩符合预期，量升利涨业绩快速增长，纵向产业链延伸》 2013/08/27

证券分析师

王丝语 A0230511040048
wangsy@swsresearch.com

联系人

项雯倩
(8621)23297818x7216
xiangwq@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2012A	12,521	-1	556	-48	0.59	24.4	7.2	18	8
13Q3	10,590	20	558	131	0.60	25.4	6.9		
2013E	15,611	24.7	1,193	114.6	1.28	27.6	13.4	8.1	6.1
2014E	17,783	13.9	1,398	17.3	1.50	28.3	13.5	6.9	6.0
2015E	19,423	9.2	1,575	12.6	1.68	28.7	13.2	6.1	5.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

华新水泥公告 2013 年度业绩与上年同期相比增幅 105-125%，归母净利润 11.4-12.5 亿，EPS1.22-1.34 元，业绩超预期，快速增长主要因边际供需改善下的量价齐升，预计 13 年度业绩在 1.28 元左右，业绩同比增长 116%。

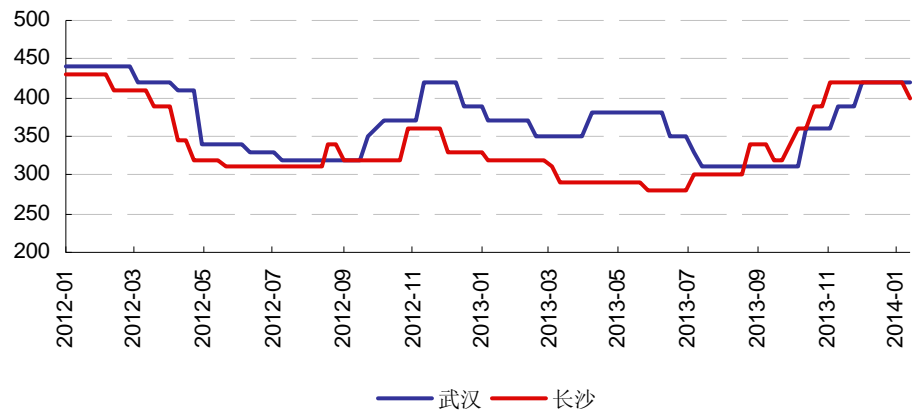
● 2013 年业绩增长源于销量大增及四季度吨盈利水平高企。我们认为公司业绩快速增长主要因 1) 水泥产品全年销量稳步增长，我们预计 2013 年全年实现水泥及熟料销量约 5100 万吨，同比增长约 21%；2) 湖南、湖北地区四季度市场景气度高叠加煤炭成本低位运行推动公司吨盈利水平大幅提升，我们预计四季度单季可贡献利润 6.4 亿左右，约占 13 年全年归母净利润的 53%，贡献 EPS0.68 元。预计 2013 年公司平均销售吨毛利达 74 元/吨，较上年提升约 10 元。

● 两湖区域四季度盈利向好，中长期边际供需持续改善。受益于公司大本营湖北/湖南市场旺季施工项目较多，以及小粉磨站等供给减少，四季度湖北市场水泥价格基本回归去年同期水平，高标水泥均价 365 元/吨，较去年同期仅低 10 元/吨；湖南区域景气度高，单季高标水泥均价 386 元/吨，较去年同期高 51 元/吨，叠加煤炭价格持续低位及公司开工率上升摊薄水泥吨成本费用，公司水泥吨盈利水平达近四年新高，预计四季度水泥吨毛利为 104/105 元。需求来看，公司受益于区域四季度量价齐升，保守预计公司四季度销量将提升至 1500 万吨以上，较去年同期多 200 万吨左右。中长期来看，2014 年湖北、湖南市场水泥产能新增比例分别为 1%、3%，两湖新增供给压力将进一步下降，区域边际供需有望进一步改善，叠加华东区供需格局优化有望辅助湖北区域盈利提升。

● 盈利预测与估值。随着水泥业务内修外扩战略推进，公司水泥盈利能力将进一步得到提升。辅助环保业务齐头并进，带来稳定现金流的同时大幅缩减水泥升本增厚吨毛利。而且一系列下游产业链拓展项目可增加公司溢价，我们看好公司长期发展。基于区域边际供需改善，我们上调公司 13Q4 销量 25.4%，13-15 年 EPS 分别为 1.28、1.50、1.68 元（原为 0.92/1.24/1.48 元），对应 14 年 PE 仅为 7.2 倍，具有较高安全边际，维持“增持”评级。

后期催化剂主要包括 14 年宏观预期好转、企业协同超预期，环保政策推进。

图 1: 湖南、湖北高标水泥价格走势



资料来源: 数字水泥、申万研究

表 1: 主要假设表

	2010	2011	1Q2012	2Q2012	3Q2012	2012	1Q2013	2Q2013	3Q2013	2013E	2014E	2015E
水泥&熟料销量(万吨)	3476	3885	780	1049	1123	4235	930	1286	1320	5100	5450	5900
均价(元/吨)	222	299	283	266	264	263	256	257	258	266	270	272
成本(元/吨)	174	217	229	208	201	199	203	186	187	192	192	192
吨毛利(元)	48	82	53	59	63	64	53	71	71	74	78	80
吨净利(元)	17	29	2	7	12	12	2	21	13	20	21	22
吨费用(元)	30	43	51	46	45	45	50	38	43	40	41	41

资料来源: 申万研究

表 2: 华新水泥生产线分布

企业名称	设计产能 (T/D)	地址	备注(投产)
湖北			
华新水泥(黄石)有限公司	2500 5500	湖北省黄石市沿湖路 503 号	
华新水泥(武穴)有限公司	6000 4800	湖北省武穴市	2005 年 4 月 26 日 2007 年 10 月 16 日
华新水泥(阳新)有限公司	6000 4800	湖北省黄石市阳新县韦源口镇华新路 1 号	2004 年 4 月 2006 年 9 月 26 日
华新水泥(宜昌)有限公司	3500 2500	湖北省宜都市枝城镇	
华新水泥(赤壁)有限公司	4000	湖北省赤壁市中伙铺镇	2007 年 7 月 20 日
华新水泥(襄樊)有限公司	4000 4000	湖北省襄樊市南漳县	2006 年 6 月 30 日 2009 年 3 月 28 日
华新水泥(秭归)有限公司	4000	湖北省宜昌市秭归县	2009 年 6 月 30 日
华新水泥(恩施)有限公司	2000	湖北省恩施自治州恩施市高桥坝	2004 年 9 月 26 日

华新水泥（鹤峰）公司	1300	湖北省恩施自治州鹤峰县	2008 年 12 月 15 日
华新金龙水泥（郧县）有限公司	2500	湖北省十堰市郧县茶店镇	2005 年 7 月
房县钻石水泥有限公司	4000	湖北省十堰市房县化龙堰镇	2009 年 9 月 16 日
湖北京兰集团三源水泥有限公司	2500	湖北省宜昌市长阳土家族自治县	华新收购 70% 股份
	1500		2010. 11 底被华新收购
	4000		
	2500		一线 2004 年 11 月投产， 二线 2010 年 4 月投产，华 新 2013 年 1 月收购 70% 股 权
湖北华祥水泥有限公司	5000	大冶市还地桥镇	
华新水泥（桑植）有限公司	2500		预计 2014 年
湖南			
华新水泥（郴州）有限公司	4500	湖南省郴州市	
华新水泥（株洲）有限公司	4500	湖南省株洲市	
华新水泥（道县）有限公司	4000	湖南省永州市道县	
华新水泥（冷水江）有限公司	4500	湖南省娄底冷水江市	预计 2012 年 10 月
云南			
华新水泥（昭通）有限公司	4000	云南省昭通市昭阳区北闸镇	2006 年 5 月 25 日
华新水泥（迪庆）有限公司	2000	云南省庆州香格里拉县上江乡	2011 年
华新水泥（昆明东川）有限公司	2000	云南省昆明市东川区	2010 年 10 月
华新红塔水泥（景洪）有限公司	2000		2011 年 12 月 28 日
河南			
华新水泥（河南信阳）公司	4500	河南省信阳市	2008 年 8 月 18 日
重庆			
华新水泥重庆涪陵有限公司	4600	重庆市涪陵区	
四川			
华新水泥（四川万源）有限公司	2500	四川省万源市官渡镇	2010 年 10 月
华新水泥（渠县）有限公司	4000	四川省达州市渠县卷硐乡	
西藏			
华新水泥（西藏）有限公司	1000	西藏自治区山南地区桑日县绒乡冲木达村	2005 年 6 月 28 日
	2500		2010 年
塔吉克斯坦			
亚湾水泥项目公司	3000		2013 年 9 月

资料来源：卓创资讯，申万研究

表 3：利润表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	12,638	12,521	15,611	17,783	19,423
二、营业总成本	11,205	11,796	13,872	15,712	17,068
其中：营业成本	9,174	9,466	11,309	12,747	13,839
营业税金及附加	155	174	217	247	270
销售费用	701	838	937	1,067	1,165
管理费用	588	724	827	943	1,029

财务费用	515	576	583	703	760
资产减值损失	73	18	-1	6	4
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-1	0	0	0
三、营业利润	1,431	723	1,739	2,071	2,355
加：营业外收入	198	213	200	200	200
减：营业外支出	19	31	18	18	18
四、利润总额	1,610	905	1,921	2,253	2,537
减：所得税	390	225	461	541	609
五、净利润	1,220	680	1,460	1,712	1,928
少数股东损益	145	125	267	314	353
归属于母公司所有者的净利润	1,075	556	1,193	1,398	1,575
六、基本每股收益	1.31	0.59	1.28	1.5	1.68
全面摊薄每股收益	1.15	0.59	1.28	1.5	1.68

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记