

建筑材料

2014 年 10 月 22 日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

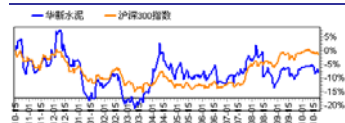
市场数据：2014 年 10 月 21 日

收盘价（元）	7.57
一年内最高/最低（元）	13.77/6.58
上证指数/深证成指	2340/8107
市净率	1.2
息率（分红/股价）	2.64
流通 A 股市值（百万元）	6737

基础数据：2014 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	6.27
资产负债率%	58.98
总股本/流通 A 股（百万）	1497/890
流通 B 股/H 股（百万）	525/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华新水泥(600801)——量稳价升推动业绩增长，环保和海外业务持续扩张》 2014/08/24

《华新水泥(600801):区域盈利显著改善，推动一季报高增长》 2014/04/28

证券分析师

王丝语 A0230511040048
wangsy@swsresearch.com

联系人

项雯倩
(8621)23297818×7216
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>

华新水泥 (600801)

——成本改善推动业绩增长，环保、国际化战略稳步推进

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
2013	15,984	28	1,181	113	1.26	27.9	13.5	6	5
14Q1-Q3	11,325	7	815	46	0.54	29.0	8.7		
2014E	18,712	17.1	1,406	19.1	0.94	26.8	13.9	8.0	6.3
2015E	20,445	9.3	1,569	11.6	1.05	27.2	13.4	7.2	6.1
2016E	22,479	10.0	1,875	19.5	1.25	28.3	13.8	6.0	5.5

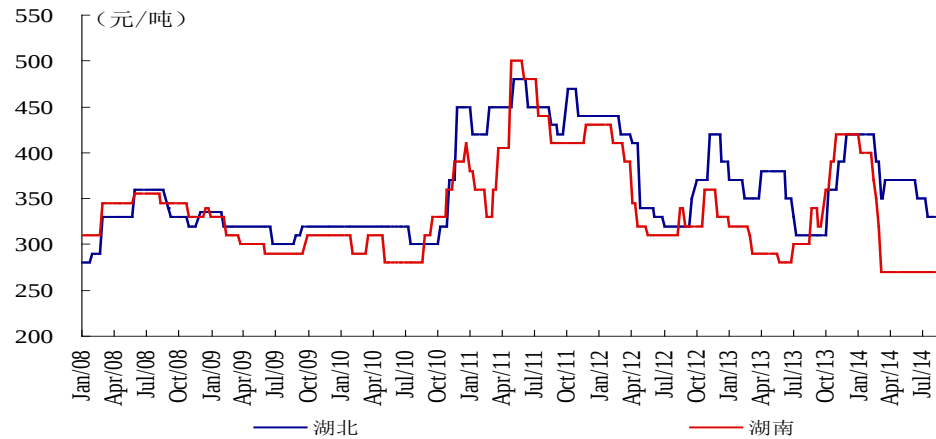
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **2014 年前三季度业绩 8.15 亿元，同比增 46.01%，其中 3 季度单季同比增长 53.48%，折合 EPS0.20 元，完全符合预期。**2014 年 1-3Q 公司实现营业收入 113.25 亿元，同比增长 6.94%。实现归属母公司净利润 8.15 亿元，同比增长 46.01%，折合 EPS0.54 元，完全符合我们在业绩前瞻中的预期。3 季度公司实现营业收入 40.58 亿元，同比增长 2.35%，实现归属母公司净利润 3.12 亿元，同比增长 53.48%，折合 EPS0.20 元。3 季度公司主营毛利率为 29.15%，同比上升 2.33%。
- **受益成本端下滑，推动三季度业绩上涨。**我们预计公司三季度水泥熟料综合销售量约 1359 万吨，同比增加约 47 万吨。价格方面，3 季度湖北地区价格维持 335 元/吨，区域 P·042.5 含税均价同比上升 20 元/吨，湖南地区 P·042.5 含税均价为 308 元/吨，同比下滑 23 元/吨。预计 3 季度公司吨销售均价为 264 元，同比小幅下滑 2 元/吨。但由于公司时煤炭价格下滑使水泥成本大幅降低，有效摊薄公司水泥吨成本。预计公司吨水泥熟料成本为 184 元，比去年同期相比降低 7 元/吨。吨毛利为 70 元，同比下滑 1 元。另外公司投资损失同比减少 0.43 亿元，致今年 3 季度净利润较去年同期大幅增长。
- **海外发展稳步推进，长期看好环保业务。**目前国内水泥产能整体过剩，水泥吨盈利情况较国外新兴市场偏低，实施国际化战略有望提升公司盈利水平。2013 年公司在塔吉克斯坦投产 3000t/d 生产线，14 年上半年已开工在建第二个水泥熟料生产线项目（1000d/t），国际化步伐加快，截止 14 年上半年华新亚湾净利 1.5 亿元，去年全年净利 1.4 亿元。此外，公司收购柬埔寨 CEMENT CHAKREY TING FACTORY CO. LTD40%股权，并成为该公司的第一大股东，公司正在建设一条 3200t/d 的新型干法水泥熟料生产线，预计下半年投产。环保领域水泥窑协同处理垃圾一直是公司未来发展的重点，部分地区已经建立独立的固废预处理基地，环保业务具备独立运营条件。未来随着政策推进和国家补贴到位，对公司利润贡献有望加大。
- **盈利预测与估值。**公司上半年广东恩平水泥熟料生产线点火试生产，新增熟料产能 124 万吨；年底桑植华新水泥有限公司有望投产，预计新增熟料产能 77.5 万吨。下半年两湖地区预计新增 4 条产线，新增熟料产能 434 万吨，产能新增比例 3%，新增产能冲击较弱。随着下半年行业季节性需求旺季的到来，预计区域水泥市场将回到高景气区间，未来区域供需将继续改善。我们维持公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.94 元/1.05 元/1.25 元，维持“增持”评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

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：主要假设情况

	202013	2013H1	2013	1Q2014	2Q2014	2014H1	3Q2014	2014E	2015E	2016E
水泥&熟料销量(万吨)	1286	2216	5103	969	1330	2299	1359	5450	5900	6350
均价(元/吨)	257	257	257	277	261	268	254	264	266	271
成本(元/吨)	186	193	182	205	176	188	184	192	192	192
吨毛利(元)	71	63	74	72	86	80	70	72	74	79
吨净利(元)	21	14	19	11	24	19	21	20	20	23
吨费用(元)	38	43	42	54	47	50	45	39	39	40

资料来源：申万研究

表 1：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
	4000		2009 年 9 月 16 日
房县钻石水泥有限公司	2500	湖北省十堰市房县化龙堰镇	华新收购 70% 股份
湖北京兰集团三源水泥有限公司	1500	湖北省宜昌市长阳土家族自治县	2010. 11 底被华新收购
	4000		
	2500		一线 2004 年 11 月投产，
湖北华祥水泥有限公司		大冶市还地桥镇	二线 2010 年 4 月投产，华
	5000		新 2013 年 1 月收购 70% 股
			权
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 2：利润表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	12,521	15,984	18,712	20,445	22,479
二、营业总成本	11,796	14,397	16,708	18,187	19,747
其中：营业成本	9,466	11,520	13,697	14,884	16,126
营业税金及附加	174	221	258	282	310
销售费用	838	1,107	1,123	1,227	1,349
管理费用	724	933	992	1,084	1,191
财务费用	576	603	638	706	767
资产减值损失	18	13	0	5	4
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	10	0	0	0
三、营业利润	723	1,597	2,004	2,257	2,732
加：营业外收入	213	215	200	200	200
减：营业外支出	31	27	18	18	18
四、利润总额	905	1,785	2,186	2,439	2,914
减：所得税	225	390	525	585	699
五、净利润	680	1,395	1,661	1,854	2,215
少数股东损益	125	214	255	284	340
归属于母公司所有者的净利润	556	1,181	1,406	1,569	1,875
六、基本每股收益	0.59	1.26	0.94	1.05	1.25
全面摊薄每股收益	0.59	1.26	0.94	1.05	1.25

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。