

# 受益景气度提升，中部水泥龙头强势崛起

## ——华新水泥（600801）调研快报

2011 年 7 月 13 日

强烈推荐/上调

建材行业

调研快报

俞鹏程

建筑建材行业分析师

执业证书编号：S1480511010002

010-66507325

### 事件：

近日，我们参加了华新水泥机构交流会，与公司管理层等就公司经营情况进行了充分的交流，要点如下：

### 问题 1：公司今年成本变化情况如何？

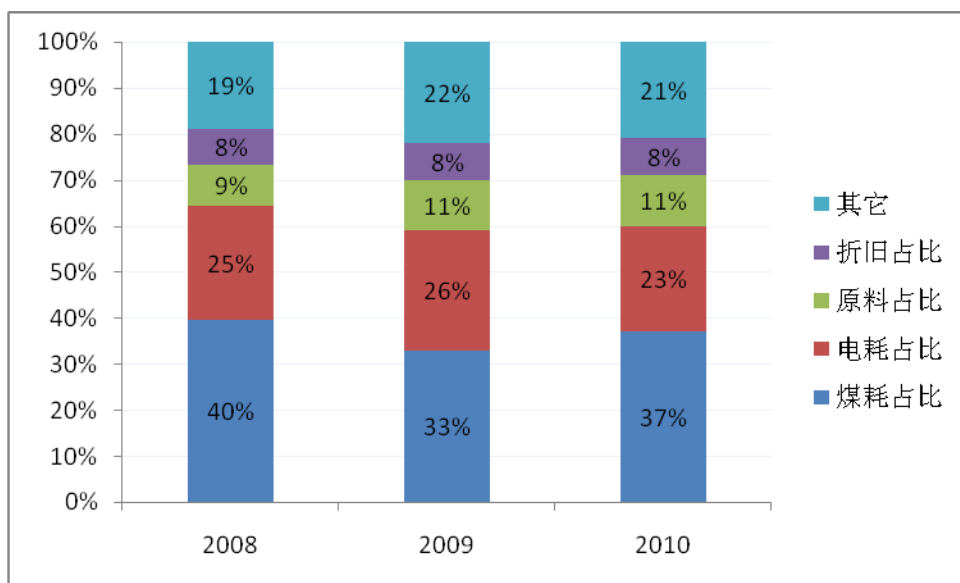
总体来说公司二季度生产成本较一季度略有下降，相比去年四季度也略有降低；上半年生产成本约在 200-210 元/吨。

熟料吨电耗方面，全国平均吨电耗约 95 度，安装余热发电装置后约 70 度，公司整体电耗水平好于全国，比全国水平低 3%和 5%，比海螺略高，目前电价 0.56 元/度；

国内生产线吨熟料耗煤在 110kg 到 120kg 之间，全国平均水平 117，华新约 113-115kg（5200-5500 大卡），目前煤炭采购价超过 700 元/吨，约合 0.14 元/大卡。

另外，由于水泥企业常年盈利微薄，工人工资普遍偏低，未来随着水泥价格的恢复性上涨，公司盈利能力显著增强，为吸引和留住人才，人工成本会有明显的上升，2010 年人工成本占比为 9.5%，今年工人工资有 15%的涨幅。

图 1、公司近几年成本分解

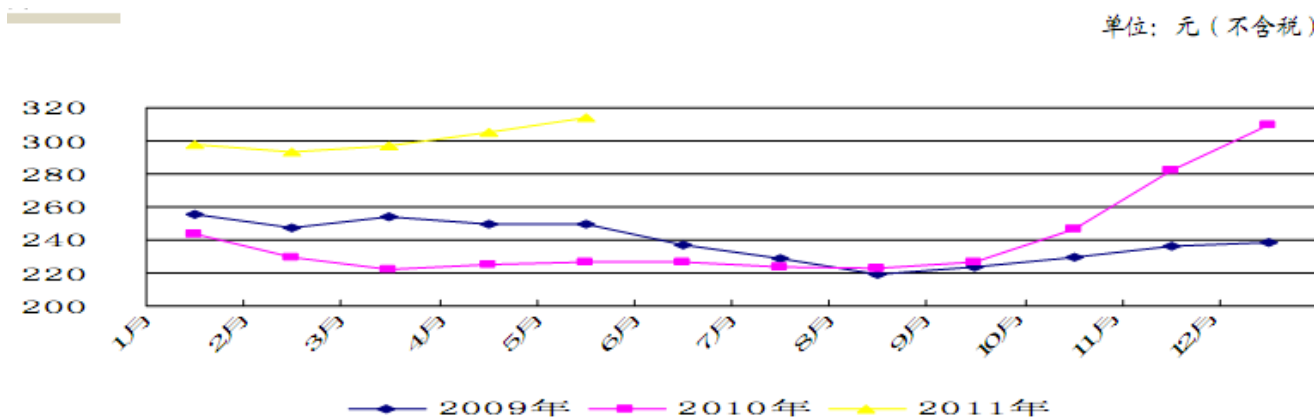


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 问题 2、公司今年上半年经营情况？

预计公司上半年水泥加熟料销售与去年同期相比上升 25%左右（公司 10 年上半年销售水泥熟料合计 1308 万吨），销售均价 300 元到 310 元之间，吨毛利接近 100 元。

图 2、公司月度价格走势



资料来源：东兴证券研究所

上半年中部地区需求较为旺盛，4、5 月出货量达 370 万吨，6 月雨季提前到来（往年 7 月进入雨季），虽然受天气影响，当月出货量仍超 300 万吨；进入 7 月后需求回升明显，预计下半年出货量将逐月环比提升（9 月份后进入旺季）

下游需求方面，总体上经销商销售占一半，重点工程直销四分之一（细分来看，铁路需求签约量出现萎缩，公路签约量增加，工程需求总量是增长的；价格方面，基本上以市场价为主，个别战略客户有小幅让利），其它销售方式占四分之一。

## 问题 3、限电对公司经营产生的影响如何。

湖北水电与火电配合较好，历史上电力较充沛，今年上半年公司在湖北地区也几乎没有受到限电影响；湖南地区水电占比较高，上半年受干旱影响限电较为明显，重庆出现部分区域行业的限电，但没有重大影响。

限电形式主要分为两种，一种是电力缺口不大时对企业用电进行“压负荷”，这种只要错开用电高峰期安排生产即可，对企业的生产经营活动影响较小；另一种是电力严重短缺下，直接对用电企业进行拉闸限电，这种限电对企业生产经营影响较大，上半年公司经营区域出现的限电形式主要以第一种为主。

## 问题 4、行业协同情况

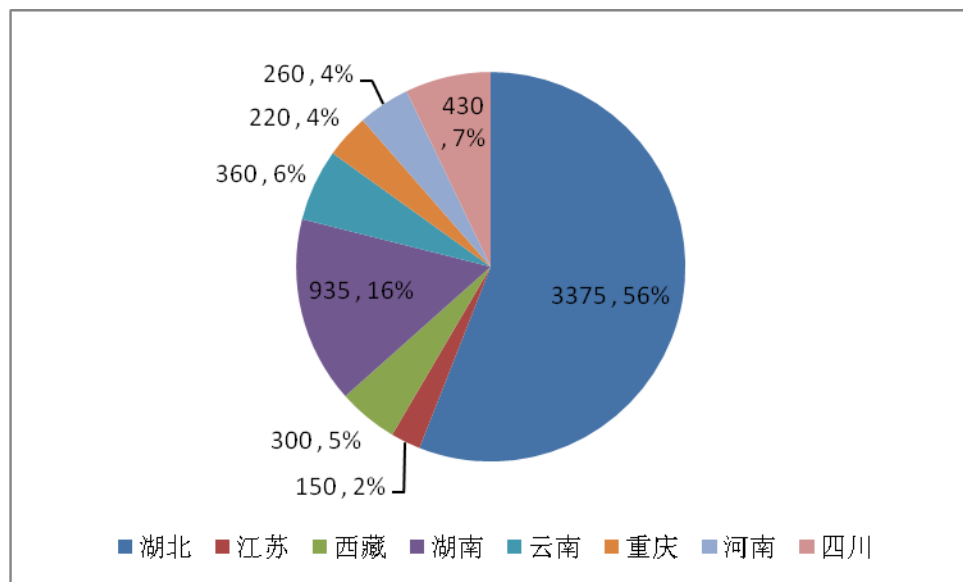
公司认为区域产能过剩超过 30%时，任何战略协同都无法发挥作用，价格战难以避免，西南地区省市较多属于这种情况。除此之外公司经营的其他区域产能适度过剩，同时国家限批，10 年下半年限电带来的良好示范效应为区域协调提供了较好的基础，区域内企业经营理念和心态发生明显变化。

6月雨季提前到来，水泥厂商出货量骤降，部分小企业降价意愿较强，但在大企业的倡导下，区域实施战略协同（湖北去年开始做自律协同，水泥协会领导，区域成立协调小组（包含大小生产企业），轮流做东喝茶，通常由组长（通常是龙头企业）发起并制定协同方案，根据市场需求情况灵活安排生产；自律企业交纳保证金以防违约），根据市场需求情况灵活调整生产安排，取得了较好成效，湖北湖南区域价格总体保持平稳，预计淡季价格下跌有限。

## 结论：

10年公司西藏二线、湖南道县、昆明东川、四川万源、云南迪庆五个熟料生产线项目建成投产后，目前已建成熟料生产线34条，熟料产能3729万吨/年（对应水泥产能约5000万吨），水泥产能（粉磨能力）6030万吨，其中公司产能分布在湖北约56%，湖南约15.5%，合计超过70%。西双版纳日产2000吨和湖南冷水江日产4500吨的两条线将于12年7月和5月投产；另外公司还有三条在手批文，根据市场情况择机而动。公司水泥产业未来以并购为主（11年并购预算为18亿），近两年的并购重点主要在景气度较低的西南地区。公司规划在2015年水泥产能将达到1.2亿吨，其中增量的90%来自并购。

图4、公司水泥产能分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在快速发展水泥主业的基础上，公司积极拓展上下游产业链。阳新骨料1000万吨/年项目一期工程预计近期实现投产运营；混凝土业务按照“建成一批、开工一批、储备一批”的发展思路，一线城市重点关注并购、兼顾新建，全力进入二线、三线城市，目前混凝土总产能760万方，储备项目56个，规划至2015年商砼规模发展到年产6000万方。

我们预计公司11年和12年公司每股收益分别为1.78元和2.42元，对应PE分别为15.4倍和11.1倍，给予“强烈推荐”评级。

表1、公司盈利预测关键假设

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E
----	------	------	------	-------	-------

收入(百万)	6349	6906	8469	12245	15680
销量	2788	3092	3476	3950	4900
单价	228	223	244	310	320
单吨成本	180	171	189	215	220
吨毛利	48	52	55	95	100
毛利率水平	20.80%	23.50%	22.30%	30.65%	31.25%

表 2、公司盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入（百万元）	6,906.33	8,469.43	12,245.00	15,680.00
主营收入增长率	8.77%	22.63%	44.58%	28.05%
EBITDA（百万元）	1,373.32	1,701.66	3,309.56	4,126.92
EBITDA 增长率	25.48%	23.91%	94.49%	24.70%
净利润（百万元）	500.51	572.58	1,418.37	1,953.62
净利润增长率	8.81%	14.40%	147.72%	37.74%
ROE	10.99%	11.40%	23.11%	27.46%
EPS（元）	1.240	1.420	1.757	2.420
P/E	21.76	19.00	15.35	11.15
P/B	2.39	2.17	3.55	3.06

## 风险提示

- 1、宏观经济大幅下行风险
- 2、原材料价格上涨速度超预期风险
- 3、战略协同失败风险

## 分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事建筑建材行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。