



中国: 水泥

2015 年 04 月 08 日

## 华新水泥 (600801 CH); 未评级

市值	RMB15.8 十亿元
6 个月平均日成交量	RMB450 百万元
股价 (日期)	RMB12.16 元
外资持股比例	46.9%
净负债权益比	58.7%

## 报告分析师:

王 佳卉

+86 61873821

Nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献:

孙伟风

+86 61873875

weifengsun@yuanta.com

## 中国建材行业

## 华新水泥 (600801 CH; 未评级) - 《长江中游城市群发展规划》的受益者

**估值具有吸引力, 未来有望稳健增长:** 我们看好华新水泥, 系因我们认为公司将受益于 1) 《长江中游城市群发展规划》带来的需求增长; 2) 稳健的海外扩张; 3) 非水泥分部的增长, 尤其是垃圾处理业务 (详见图 1 的 2015 年管理层财测)。华新水泥 2014 年营收同比持平, 水泥平均售价每吨同比略降人民币 1 元。但是, 2014 年盈利同比增长 3.5% 至人民币 12 亿元, 主要因煤价下降推动每吨销货成本同比下降人民币 6 元。市场预期公司 2015/16 年每股收益为人民币 0.97/1.11 元, 隐含 2014-16 年年复合增长率为 16%。目前该股对应 2015 年市场预期每股收益 12.5 倍 (中国建材板块均值为 28.2 倍)。

**地区领导者将从《规划》中受益最大:** 由于华新 50% 的熟料产能位于湖北省, 该地区供需情况改善有望提高公司 2015/16 年的盈利能力。中央政府已批准《长江中游城市群发展规划》, 涵盖湖北、湖南和江西省。《规划》公布后, 湖北省宣布该省 2015 年固定资产投资目标为人民币 2.9 万亿元, 相当于同比增长 18%。我们预计《规划》将带动城镇化和基础设施投资, 提升当地水泥需求。不断上升的水泥需求 (2015 年 1-2 月湖北省水泥产量同比增长 8%) 与有限的新增产能 (自 2012 年以来湖北省水泥整体产能已下降 370 万吨) 将重新平衡地区供需情况。

**海外扩张稳步推进:** 我们预计华新海外业务将实现盈利高速增长, 2016 年有望贡献营收的 10% 以上 (2014 年为 6%)。华新的首个塔吉克斯坦水泥厂目前占该国水泥年产量的 70% 以上 (2014 年约为 110 万吨)。根据塔吉克斯坦政府的统计, 2015 年该国水泥需求将升至 200 万吨, 这意味着该国水泥供给依旧面临短缺。华新在塔吉克斯坦的另两条生产线将于 2015 年下半年和 2016 年下半年投产, 这将进一步提升该国的盈利贡献。此外, 2014 年华新在柬埔寨收购了水泥产能。随着中国政府大力推行“一带一路”建设, 中亚和东南亚的基础设施投资有望大幅攀升, 进而带动水泥需求。

**垃圾处理业务将成为下一个增长点:** 政府补贴将有助于支撑该业务的盈利能力, 虽然目前盈利水平相对较低。管理层表示 2014 年水泥窑协同处置垃圾的产能为 440 万吨, 同比增长 74%。随着大中型城市不再进行垃圾填埋以及环保要求日益严格, 管理层预计未来华新的水泥窑协同处置垃圾业务将保持同比高速增长。

## 分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来, 投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时, 应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成, 并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问, 请参考原始英文版。

## 图表

图 1：管理层财测

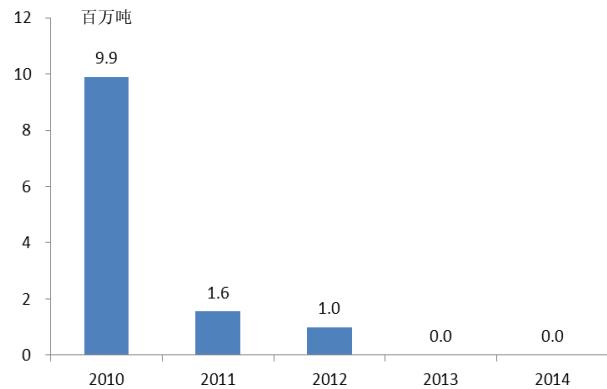
管理层为 2015 年制定了宏伟的运营目标，预计水泥和非水泥分部将同比强劲增长

华新可为 1,250 万人提供垃圾处理服务。2014 年，华新垃圾处理量达 70 万吨，同比增长 42%

	单位	2014 年业绩			管理层财测	
		2014	同比变动	占 2014 年已实现财测比重	2015	同比变动
水泥/熟料销量	百万吨	51.3	1%	101%	55.9	9%
混凝土销量	百万立方米	5.0	(25%)		67.1	34%
骨料销量	百万吨	5.1	44%	86%	8.0	57%
垃圾处理销量	百万吨	0.7	42%	96%	1.53	115%
营收	人民币十亿元	15.9	(0%)	87%	18.4	16%
水泥/熟料营收	人民币十亿元	13.3		100%	14.9	12%
混凝土营收	人民币十亿元	1.4		67%	1.9	38%
骨料营收	人民币十亿元	0.2		107%	0.3	55%
垃圾处理营收	人民币十亿元			82.5%		
税前盈利	人民币十亿元	1.9	11.7%			
净盈利	人民币十亿元	1.2	3.5%			

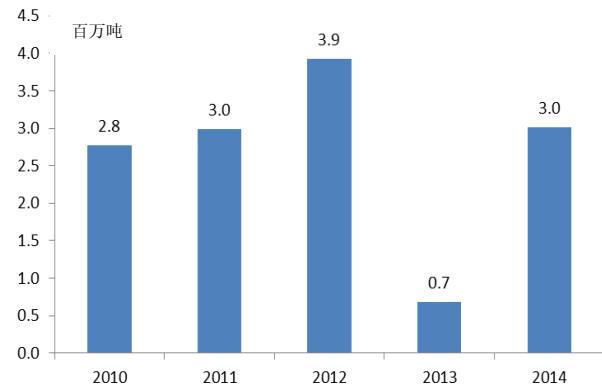
资料来源：公司资料，元大

图 2：湖北省新增熟料产能



资料来源：水泥地理，元大

图 3：湖北省已淘汰的水泥/熟料产能

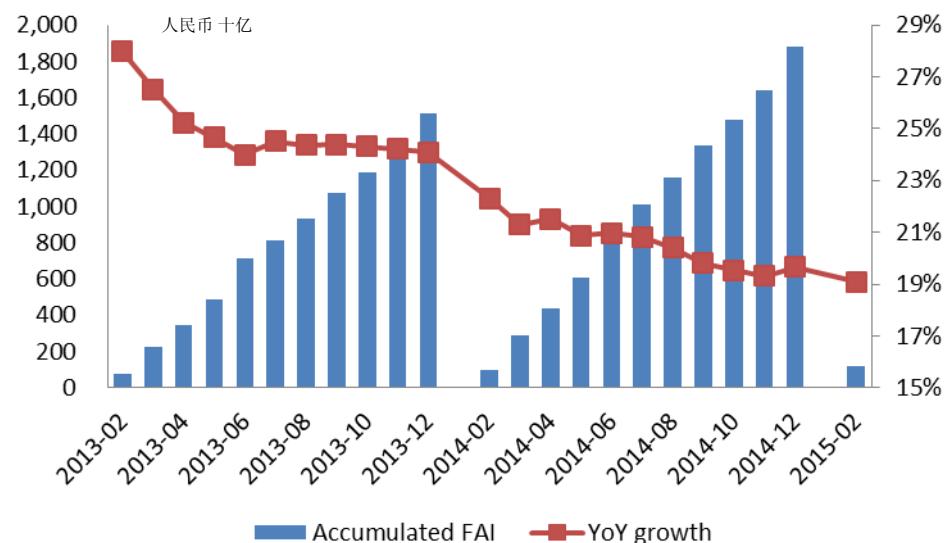


资料来源：Wind，元大

自 2012 年以来，湖北省水泥产能出现净下滑，而当地固定资产投资目标较高，这意味着未来水泥供需情况将重新平衡。

虽然湖北省固定资产投资增速在同比下滑，但仍高于中国的平均增速 15%。

图 4：湖北省累计固定资产投资；同比增速（右轴）

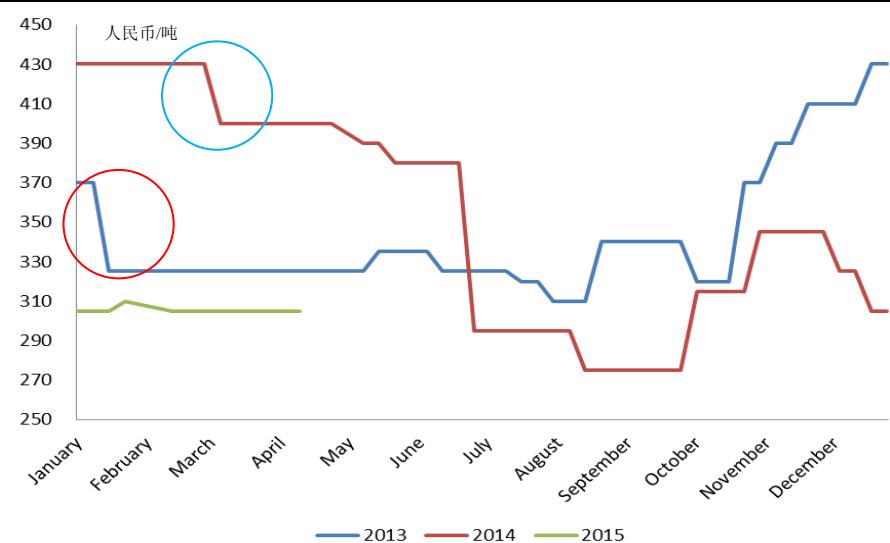


资料来源：Wind, 元大

2015 年 1 季度武汉水泥价格保持平稳，这是一个积极迹象，因为受阴雨天气影响，1 季度水泥价格通常会急剧下跌

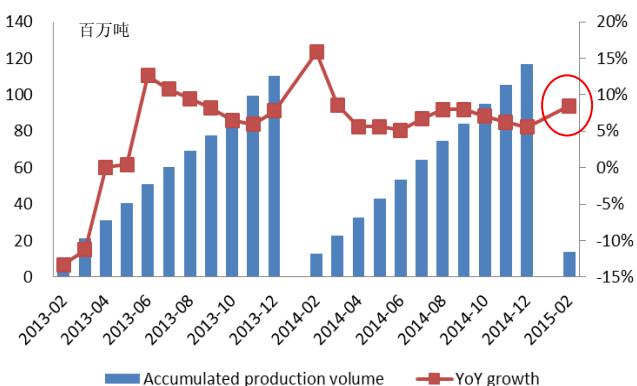
产量上升是需求复苏的良好征兆。2015 年 1-2 月湖北省水泥产量呈高个位数增长。

图 5：武汉（湖北省省会）P.O 42.5 水泥价格



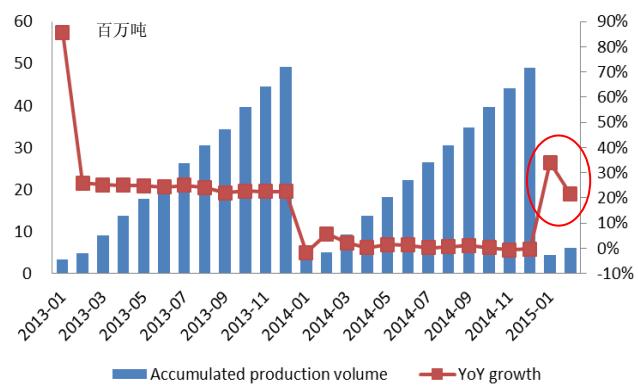
资料来源：Wind, 元大

图 6：湖北省累计产量；同比增速（右轴）



资料来源：Wind, 元大

图 7：华新累计产量；同比增速（右轴）

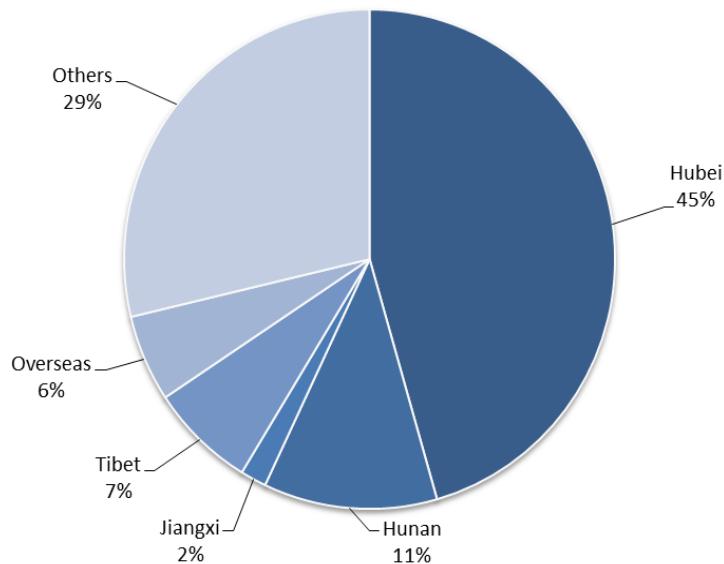


资料来源：Wind, 元大

图 8: 2014 年营收分布 (按地区分)

我们预计公司海外分支的营收贡献将持续增长。

华新在西藏和海外市场的水泥及熟料每吨利润更高。



资料来源: Wind, 元大

图 9: 同业估值比较表

代码	公司	市盈率		每股收益		净资产收益率	资产负债率
		2015	2016	2015	2016		
600801.SH	华新水泥	12.5	10.9	1.0	1.1	13.2	59.0
600585.SH	安徽海螺	10.7	9.7	2.2	2.4	18.0	32.7
601992.SH	金隅股份	17.7	15.5	0.7	0.8	8.4	68.1
000401.SZ	冀东水泥	70.3	42.0	0.3	0.5	0.0	69.6
600720.SH	祁连山	14.6	12.3	0.8	1.0	12.6	53.7
600802.SH	福建水泥	43.7	25.5	0.3	0.5	4.1	63.4
600425.SH	青松建化	52.5	24.2	0.2	0.4	0.0	54.5
600449.SH	宁夏建材	16.7	14.2	0.9	1.0	6.5	43.2
600217.SH	秦岭水泥	53.2	41.1	0.2	0.3	0.0	107.2
601886.SH	江河创建	33.4	25.6	0.4	0.5	5.6	68.6

资料来源: Wind, 元大。注: 安徽海螺数字系基于元大预估, 其他则基于市场预期

目前华新水泥市盈率为中国水泥板块内第二低。

# 附录 A：重要披露事项

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

## 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计：	413	100%

资料来源：元大

## 投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之內容取材自本公司认可之資料來源，但并不保证其完整性或正确性。報告內容并非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般信息，文中所載信息或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資目標之要約或要約之引誘。報告數據之刊發仅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資目標，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對數據之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之游說。

元大研究報告于美國僅发送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 號及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發布，在香港則由元大寶來證券(香港)有限公司發布。元大寶來證券(香港)系獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大寶來證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細數據之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本報告所載證券詳細數據之香港人士，應透過下列方式聯絡元大寶來證券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大寶來證券(香港)有限公司  
香港夏憲道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼