

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:

孙伟凤

+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

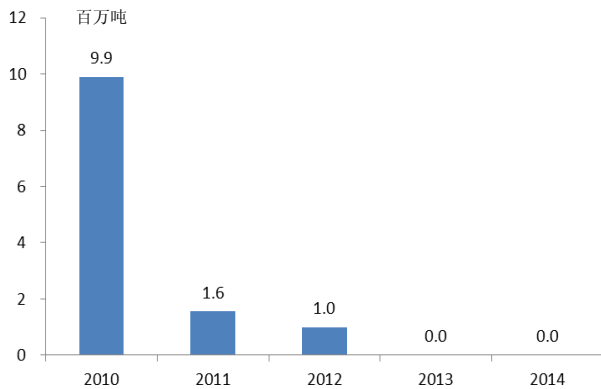
	单位	2014 年业绩			管理层财测	
		2014	同比变动	占 2014 年已实现财测比重	2015	同比变动
水泥/熟料销量	百万吨	51.3	1%	101%	55.9	9%
混凝土销量	百万立方米	5.0	(25%)		67.1	34%
骨料销量	百万吨	5.1	44%	86%	8.0	57%
垃圾处理销量	百万吨	0.7	42%	96%	1.53	115%
营收	人民币 十亿元	15.9	(0%)	87%	18.4	16%
水泥/熟料营收	人民币 十亿元	13.3		100%	14.9	12%
混凝土营收	人民币 十亿元	1.4		67%	1.9	38%
骨料营收	人民币 十亿元	0.2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

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

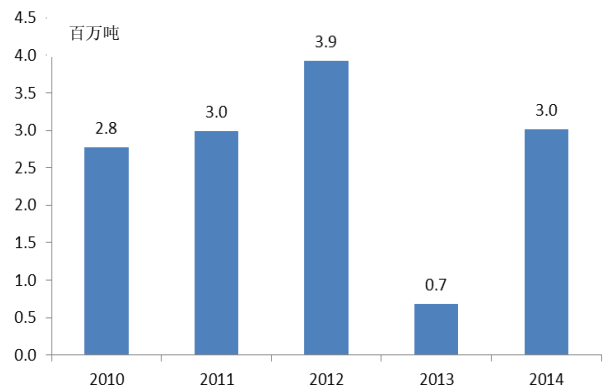
华新可为 1,250 万人提供垃圾处理服务。2014 年，华新垃圾处理量达 70 万吨，同比增长 42%

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

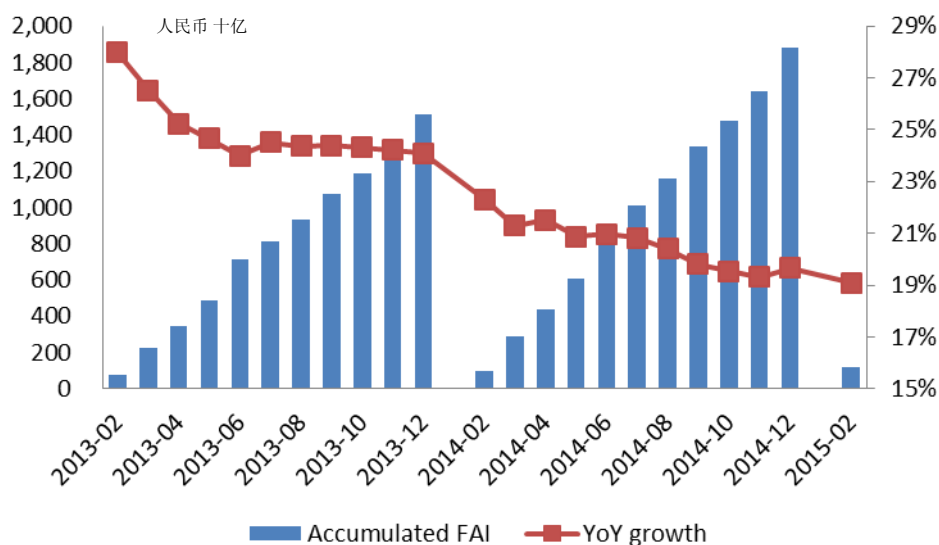


资料来源：Wind，元大

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%。

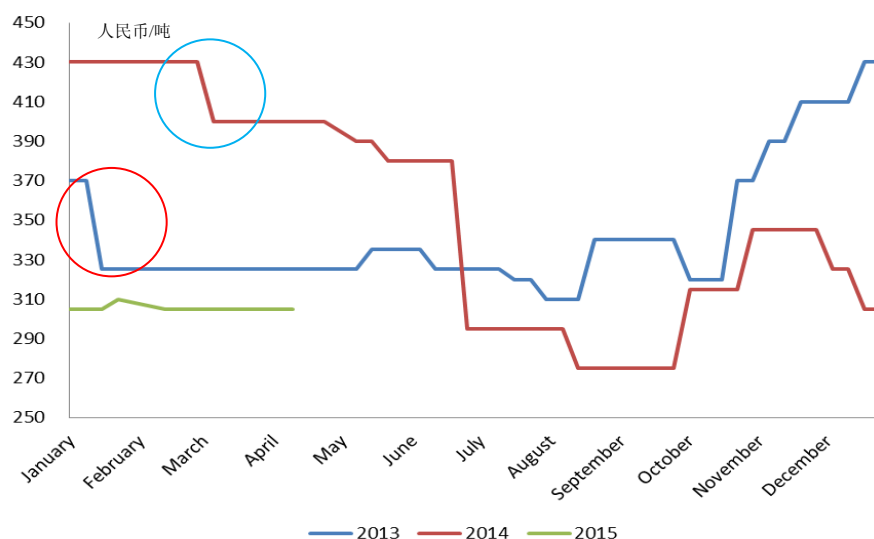
图 4：湖北省累计固定资产投资；同比增速（右轴）



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

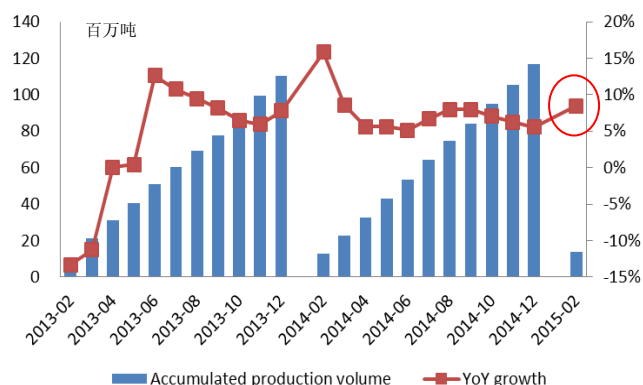
图 5：武汉（湖北省省会）P.O 42.5 水泥价格



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。

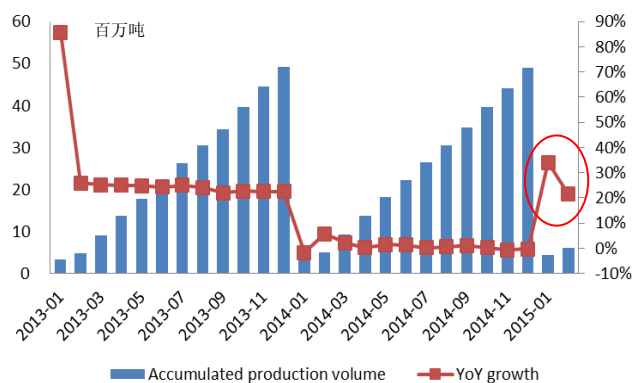
资料来源：Wind，元大

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）

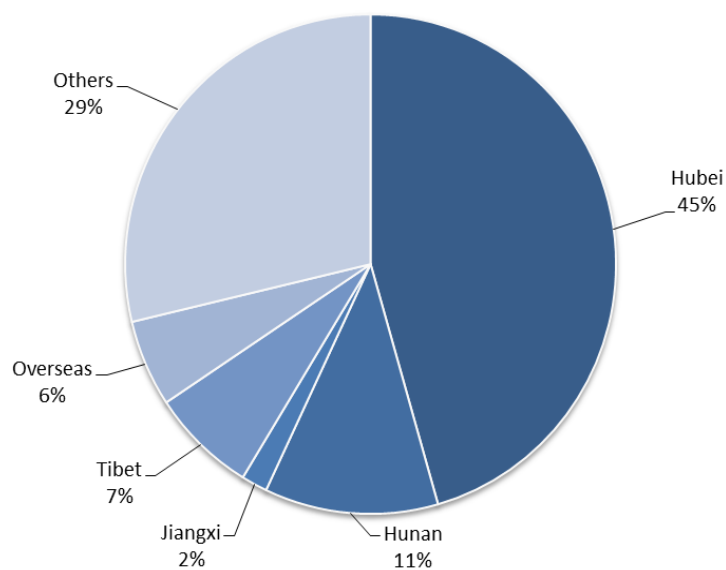


资料来源：Wind，元大

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的分析师，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。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀约。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼