

华新水泥 (600801) 建材

一区域市场需求好转，盈利能力逐步提升

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	19.30	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点：

1 区域水泥价格稳步上涨有利于盈利能力提升

受到湖北及周边省份产能集中释放导致过剩的拖累，公司前 3 季度盈利能力较弱；不过随着区域市场需求的旺盛及限电措施的实施，湖南、河南等周边省份水泥价格大幅上涨，带动公司的水泥整体出厂价格 3 季度以来稳步上涨，目前价格已高于今年低点 15% 以上；公司预计今年 4 季度水泥价格仍能维持在目前高位，将带动公司盈利能力的大幅提升。

2 固定资产投资增速维持高位有利于产能压力逐步缓解

湖北产能过剩的压力对公司销量有所影响；不过公司业务覆盖的各省份特别是湖北省近几年城镇固定资产投资同比增速明显高于全国水平；随着新增产能增速的逐步缓解及落后产能淘汰力度的加大，公司凭借到年底 5500 万吨的产能，预计公司今明两年水泥销量达 3600、4200 万吨。

3 混凝土及 AFR 业务有望成为新的增长点

近几年公司陆续加大混凝土投资力度，截至 2009 年底已实现 420 万方的产能。根据公司规划 2010-2013 年公司将新增 3050 万方产能，根据目前销售价格，若产能按时建成并达到销售预期，有望贡献 40 亿元以上的收入。

武穴水泥窑协同处理环保预处理工程的扩建工程即将完成，可形成处置垃圾能力 10 万吨/年，成为国内首个采用第三代技术的预处理市政垃圾工厂。

4 定向增发若成行，有望降低财务费用及提升整合能力

2010 年 7 月公司公告修订的增发预案，拟非定向增发募资不超过 19.06 亿元，大股东承诺按持股比例认购，已报证监会，预计 2011 年实施。

增发若成功有利于缓解目前公司资产负债率较高（69%）的压力；同时有利于公司未来的资本投资及利用其行业优势进行整合的能力。

5 盈利预测及投资建议

预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.62、1.02、1.45 元，目前股价 19.3 元，PB 为 1.7 倍（位于行业内重点公司最低水平），2011 年 PE 约 19 倍，作为中西部水泥行业龙头，竞争优势有望逐步体现，维持公司“推荐”的投资评级。

2010 年 11 月 7 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	25.30/15.64
上证指数/深圳成指	3129.50/13733.36
50 日均成交额(百万元)	44.78
市净率(倍)	1.71
股息率	1.04%

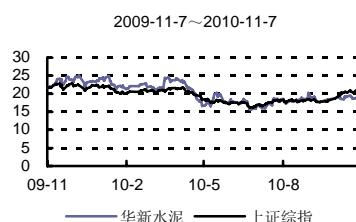
基础数据

流通股(百万股)	175.28
总股本(百万股)	403.60
流通市值(百万元)	3382.82
总市值(百万元)	7789.48
每股净资产(元)	11.29
净资产负债率	201.89%

股东信息

大股东名称	Holchin B.V.
持股比例	39.88%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-华新水泥 (600801) 三季度点评报告》，2008-10-31
《国元证券公司点评-华新水泥 2009 年半年报点评：公司快速成长，增发带来变数》，
《国元证券公司研究-华新水泥 600801 公司点评：盈利水平有望逐步回升》，2010-8-8

联系方式

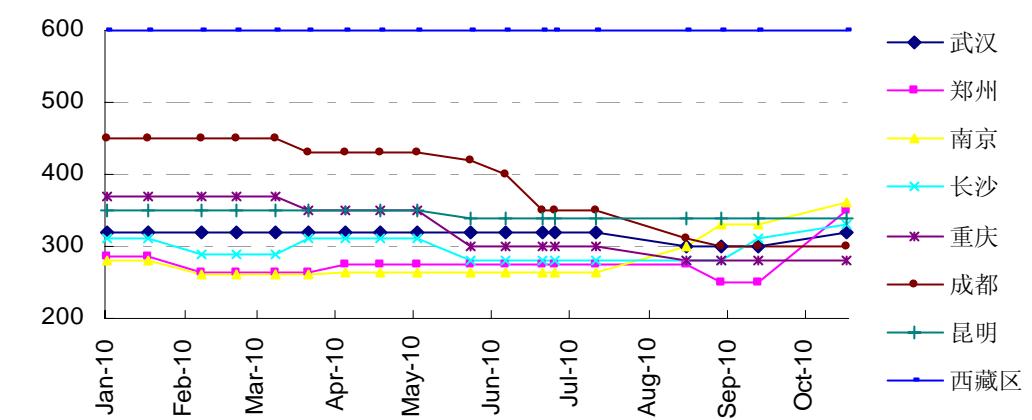
研究员：	包社
执业证书编号：	S0020210080006
电 话：	021-51097188-1923
电 邮：	baoshe@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

1 区域水泥价格稳步上涨有利于盈利能力提升

受到湖北及周边省份产能集中释放导致过剩的拖累，公司水泥平均价格上半年同比下降较大，加之煤炭等原材料成本有所上升，导致公司前3季度盈利能力较弱。

不过随着区域市场需求的旺盛及限电措施的实施，湖南、河南等周边省份水泥价格大幅上涨，公司部分产能得以运往周边地区；同时占公司收入比重近50%的湖北水泥价格也出现稳步上涨，带动公司的水泥整体出厂价格3季度以来稳步上涨，目前出厂平均价格已超过300元/吨，高于今年低点15%以上，公司预计今年4季度水泥价格仍能维持在目前高位，将带动公司盈利能力的大幅提升。

图1：区域市场水泥价格走势图（2010.1-2010.10）



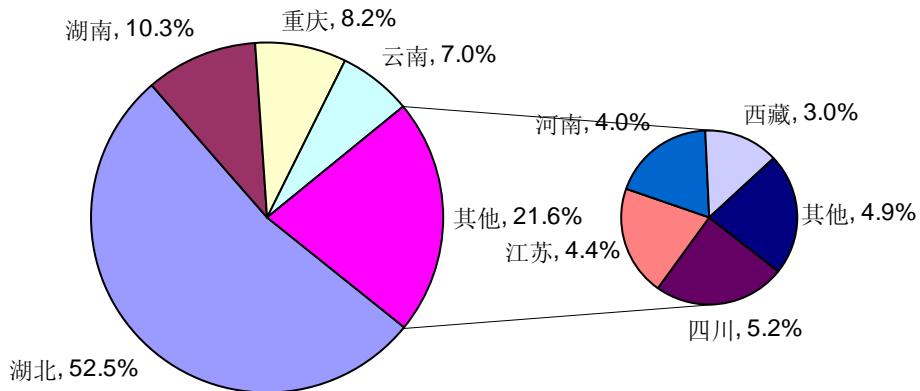
资料来源：数字水泥网，国元证券研究中心

2 固定资产投资增速维持高位有利于产能压力逐步缓解

2009年底公司水泥产能约5000万吨，预计截至到2010年底水泥产能突破5500万吨；受到今年上半年区域内水泥产能过剩的压力，加之去年下半年部分新增产能仍未能充分释放，上半年公司水泥销量同比仅增长15%，基本与水泥行业增速持平。

根据公司2010年半年报公告，水泥产品占公司营业收入的90%左右，混凝土及其他业务主要集中于湖北地区；同时随着新增产能逐步释放，重庆、湖南、四川等省份占公司营业收入比重大幅提升，公司在中西部的布局日趋完善，区域龙头优势逐渐体现。

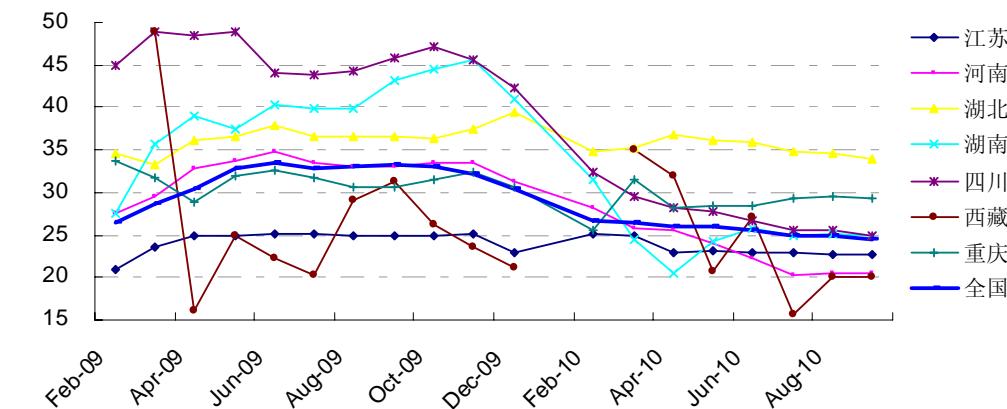
图2 公司营业收入区域构成（2010H1）



资料来源：WIND，国元证券研究中心

公司业务覆盖的各省份受到西部大开发的政策刺激，近几年城镇固定资产投资累计同比增速明显高于全国水平，虽然部分省份在 2010 年有所滑落，不过仍高于或持平于全国的累计同比增速。其中公司收入占比较高的湖北及湖南更是领先于全国水平。

图 2 城镇固定资产投资累计同比增速 (2009. 1-2010. 9)



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

在工信部及地方各省市加大对水泥行业落后产能淘汰力度及发改委 38 号文关于限制新建水泥生产线的情况下，区域内水泥供给增速的逐渐降低；同时湖北及周边省份随着固定资产投资继续增长带动需求的同步增加，行业竞争的激烈程度有望逐步缓解，公司的产能利用率有望逐步提升。

预计公司 2010、2011 年公司实现水泥销量达 3600、4200 万吨，较 2009 年有望分别增加 17%、16.5%，其中 2010 年下半年增速较上半年有所加快。

3 混凝土及 AFR 业务有望成为新的增长点

1) 混凝土

混凝土业务是公司积极培育的产业之一，也是实现水泥产业纵向拓展的方向之一，混凝土业务能充分利用水泥的资源，且具有稳定性、环保型、节约型，且强度高，加之国家政策支持和人们对环保要求提高，近几年呈现快速发展势头。

近几年公司加大其投资力度，2009 年公司新增 11 条混凝土生产线，截至 2009 年底已实现 420 万吨的产能。根据公司规划 2010-2013 年公司将新增 3050 万方产能，基本覆盖公司的水泥销售区域范围；根据目前销售价格，若产能按时建成并完成 50% 的产能销售计划，有望每年为公司贡献 40 亿元的销售收入。

表1 混凝土规划新增产能 (2010-2013)

万吨			
目前产能	420		
2010年	450		
2011-2013	2600	湖北	1000
		湖南	800
		云南	400
		其他省市	400

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

2) AFR 业务

在大股东支持下，公司近两年加大了对环保业务的投入，将可替代原燃料（AFR）与水泥窑协同处理垃圾、废弃物纳入公司的战略规划。公司先后在宜昌、武穴、秭归等地组建了水泥窑协同处理环保预处理工厂，同时公司已建成具有世界先进水平的水泥窑协同处理环保技术实验室、武穴水泥窑协同处理环保预处理工程的扩建工程即将完成，可形成处置垃圾能力10万吨/年，成为国内首个采用第三代技术的预处理市政垃圾工厂。

随着国家加大环保投入的力度及对环保事业的支持及财政补贴，预计未来 AFR 业务未来将获得较好的发展。

4 定向增发若成行，有望降低财务费用及提升整合能力

公司于2010年7月公告修订的增发预案，拟以20.29元/股向不超过10名投资者发行不超过1.36亿股，募集资金总额不超过19.06亿元，已较2009年12月第一次的增发预案减少20%左右。同时公司大股东HOLCHIN B.V.承诺按其持股比例认购。募集资金用于公司在西藏、四川、重庆、云南、湖北、湖南等地余热发电工程、混凝土搅拌站项目、骨料生产线项目的建设，以及偿还借款。

目前增发预案已获商务部及湖北发改委的批准，尚需证监会的核准，目前增发仍在进行中，预计2011年有望实施。

同时公司于2010年9月发行6亿元中期票以补充公司的营运资金，并计划于2011年继续发行6亿元。

由于目前公司资产负债率已达到69%的较高水平，且其中银行贷款占比高达60%，导致公司的财务费用相对较高，因此通过增发或发行中期票据有望部分缓解公司的财务压力。

同时受到政策对新增产能的限制，未来通过新建水泥生产线来扩大业务规模相对较为困难，公司作为中西部地区的水泥龙头，且大股东入主后带来管理能力的提升，在未来水泥行业的整合及重组中，公司具有较大的优势；当然这都需要较大的资金支持。

5 估值及投资建议

预计2010-2012年公司实现每股收益分别为0.62、1.02、1.45元，目前股价19.3元，PB为1.7倍（位于行业内重点公司最低水平），2011年PE约19倍，作为中西部水泥行业龙头，竞争优势有望逐步体现，维持公司“推荐”的投资评级。

附表 财务估值报表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2544	4160	5892	7285	营业收入	6906	7597	9876	11851
现金	1338	2349	3382	4293	营业成本	5281	6184	8000	9481
应收账款	298	521	774	929	营业税金及附加	94	87	109	130
其它应收款	100	295	383	460	营业费用	363	433	543	640
预付账款	37	91	119	142	管理费用	335	327	405	474
存货	629	764	1064	1261	财务费用	193	308	344	390
其他	143	140	170	200	资产减值损失	16	0	0	0
					公允价值变动收益				
非流动资产	12040	13652	14691	15454	益	0	0	0	0
长期投资	17	20	25	30	投资净收益	1	50	50	50

固定资产	7354	10533	12168	13187	营业利润	626	308	526	785
无形资产	1085	1075	1145	1215	营业外收入	97	120	140	160
其他	3583	2024	1353	1021	营业外支出	6	10	12	14
资产总计	14584	17812	20583	22739	利润总额	717	418	654	931
流动负债	4277	5438	6619	7509	所得税	151	104	164	233
短期借款	648	700	800	900	净利润	566	313	491	699
应付账款	1387	1823	2271	2489	少数股东损益	65	63	78	112
其他	2241	2915	3548	4120	归属母公司净利润	501	251	412	587
非流动负债	4919	6753	7303	7353	EBITDA	1378	1308	1785	2251
长期借款	4698	5898	6398	6398	EPS (元)	1.24	0.62	1.02	1.45
其他	221	855	905	955					
负债合计	9196	12191	13922	14862					
少数股东权益	833	896	974	1086					
股本	404	404	404	404					
资本公积	2526	2526	2526	2526					
留存收益	1626	1796	2158	2662					
归属母公司股东									
权益	4555	4725	5087	5591					
负债和股东权益	14584	17812	19983	21539					
主要财务比率									
					会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力									
营业收入					营业收入	8.8%	10.0%	30.0%	20.0%
营业利润					营业利润	35.3%	-50.8%	71.0%	49.3%
归属于母公司净					归属于母公司净				
利润					利润	8.8%	-49.9%	64.4%	42.4%
获利能力									
毛利率					毛利率	23.5%	18.6%	19.0%	20.0%
净利率					净利率	7.2%	3.3%	4.2%	5.0%
ROE					ROE	11.0%	5.3%	8.1%	10.5%
ROIC					ROIC	8.2%	5.3%	7.0%	8.9%
偿债能力									
资产负债率					资产负债率	63.1%	68.4%	69.7%	69.0%
净负债比率					净负债比率	65.73%	64.79%	63.19%	61.89%
流动比率					流动比率	0.59	0.76	0.89	0.97
速动比率					速动比率	0.44	0.62	0.72	0.79
营运能力									
总资产周转率					总资产周转率	0.55	0.47	0.51	0.55
应收账款周转率					应收账款周转率	30	18	15	14
应付账款周转率					应付账款周转率	4.43	3.85	3.91	3.98
每股指标(元)									
每股收益					每股收益	1.24	0.62	1.02	1.45
每股经营现金流					每股经营现金流	3.70	2.88	4.45	5.34
每股净资产					每股净资产	11.29	11.71	12.60	13.85
估值比率									
P/E					P/E	15.14	30.25	18.39	12.92
P/B					P/B	1.66	1.60	1.49	1.36
EV/EBITDA					EV/EBITDA	9	10	7	6

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级	公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	A 公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	B 公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	C 公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上	

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn