

水泥制造

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6 - 12 个月目标价: 30.00 元

当前股价: 24.92 元

评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2820.18
总股本(百万)	404
流通股本(百万)	175
流通市值(亿)	44
EPS (TTM)	0.71
每股净资产(元)	13.35
资产负债率	63.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华新水泥	33.69	31.92	26.08
上证综合指数	-5.33	6.32	6.19



相关报告

《公司研究_20100726_公司》 2010-7-26

《华新水泥-公司的冬天来临》 2010-4-28

《华新水泥-决定公司盈利能力的还是湖北区域的情况》 2010-3-31

华新水泥 600801

推荐

限电导致产品价格大涨，行业拐点在明年下半年

十一月以后，湖北省水泥价格大幅度上涨，由十月初的320元/吨左右上涨到400元/吨。同时，公司十一月份中陆续公布收购京兰三源和房县钻石水泥有限公司股权事宜。今日，我们针对以上事宜特别对公司所处湖北区域经销商进行调研。

- **价格上涨主要源于华东限电，但湖北区域水泥行业情况有逐步回暖的可能性。**进入8月份以后，华东区域的大面积限电导致该区域水泥供不应求。而上半年苦于区域产能严重过剩的湖北水泥企业，开始大量通过水运将水泥和熟料运送到华东区域。经我们调研，华新、葛洲坝和亚东三家企业通过这种方式消化的水泥量约600万吨，占湖北区域8月份以后整体产能约15%。如果算上熟料的外运，这个比例还会增加；
- **从明年下半年起湖北区域的供求情况有可能好转。**从湖北省水泥生产线投产的情况来看，09年投产18条线，形成水泥产能2740万吨，约相当于湖北省2010年水泥需求量的30%，正是这部分产能对2010年湖北区域水泥市场形成较大的打击。2010年湖北水泥行业投资同比下滑50%以上，投产熟料生产线6条，形成对应水泥产能1500万吨左右，其中11月份以后投产的400万吨和明年1季度将会投产的160万吨熟料生产线，将会对明年上半年湖北水泥行业仍然产生一定的压力，但由于需求增速可能略快于产能增长，明年上半年湖北区域水泥行业状况可能略好于今年上半年全行业亏损的情况。从明年下半年起，该区域无新增熟料产能，如果需求能保持10%以上的增速，则明年下半年可能成为湖北水泥行业的拐点；
- **在行业面临底部时收购，控制成本，提高区域市场控制力。**公司近日宣布收购钻石水泥70%和三源水泥100%的股权的事件有两个特点：1、这是公司暂缓在湖北区域新建水泥生产线以后实施的，说明公司在该区域扩张方式发生变化；2、已宣布的三源水泥的收购价仅为0.7倍PB，说明这种方式成本低于新建；
- **给予“推荐”评级。**根据目前湖北区域市场的基本情况，我们上调公司10-12年的EPS至1.28、1.05和1.41元，其中明后年考虑了公司定向增发成功1.36亿股摊薄的因素。基于公司2010和2011年可能处于业绩的低谷和目前23倍的动态市盈率水平，给予“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 区域行业复苏进程有可能晚于我们的预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6906	8645	10241	11163
同比(%)	9%	25%	18%	9%
归属母公司净利润(百万元)	501	518	569	764
同比(%)	9%	4%	10%	34%
毛利率(%)	23.5%	23.5%	24.0%	25.0%
ROE(%)	11.0%	10.4%	10.1%	12.0%
每股收益(元)	1.24	1.28	1.05	1.41
P/E	19.69	19.02	23.16	17.27
P/B	2.16	1.97	1.74	1.55
EV/EBITDA	11	8	7	6

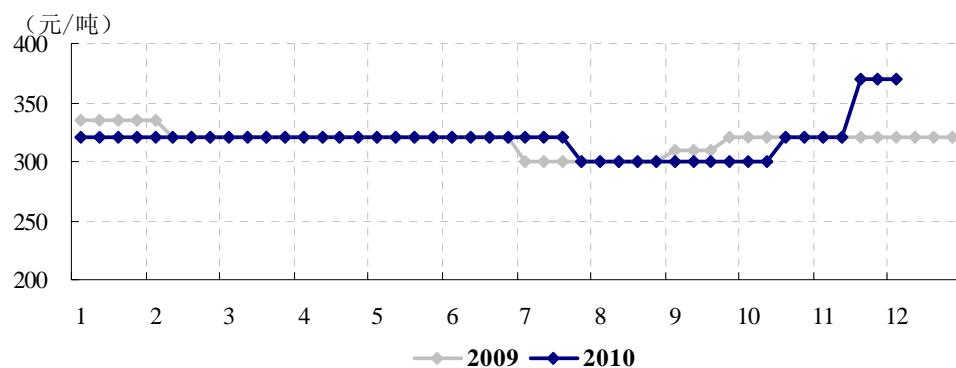
资料来源: 中投证券研究所

一、由于限电影响，湖北省水泥价格快速上涨

1.1 11月份湖北水泥价格大幅度上涨

进入11月份以来，以武汉地区为代表的湖北省水泥价格快速上涨，由10月份的320元/吨上涨到目前的450元/吨。

图1 武汉水泥价格



资料来源：数字水泥

1.2 限电导致湖北地区大量水泥运输到华东地区销售

经我们与当地经销商沟通，目前湖北省内水泥价格上涨主要的原因还是华东地区从8月份开始的限电，导致湖北省内水泥和熟料转卖到华东地区的比例大大增加，从而缓解了公司在湖北省水泥产能过剩的压力。根据我们了解的情况华新、亚东和葛洲坝三家企业今年输出水泥的量在600万吨以上。这里面绝大部分都是8月份以后销往华东的。约占到8月份以后湖北省水泥生产量的12-15%。

图2 主要厂家水泥输出量（万吨）



资料来源：中投证券研究所

1.4 湖北水泥投资快速下降，明年下半年起供求关系有望逐渐好转

据我们调查，09年湖北省投产熟料生产线18条，合计熟料产能2030万吨，折合成水泥生产线2740万吨，这些生产线在今年形成产能。相当于湖北省10年水泥需求量的30%以上。正是这些生产线的投产导致了湖北省水泥行业今年前8个月全行业亏损。

图 3 湖北水泥投资



资料来源：公司公告

今年以来，湖北省水泥投资相对去年下降幅度达到50%以上。今年湖北省投产熟料生产线明显减少，总共投产1120万吨，其中有65%是在今年5月以前投产。10月份以后投产两条生产线合计年产能400万吨，加上明年1季度可能投产的大冶四棵熟料生产线，对明年上半年形成压力的产能数量在560万吨左右。之后湖北无熟料生产线投产。

我们预计今年11月份以后该区域水泥价格的上涨是湖北区域水泥生产线复苏的前兆，明年下半年以后湖北区域市场将真正进入较长的景气周期。

表 1 湖北区域今年新投产生产线

生产线	规模(万吨/年)	投产时间
京兰永新 5000 T/D	200	2010 年 10 月
世纪新峰 4000 T/D	160	2010 年 2 月
黄岗亚冬-5000 T/D	200	2010 年 5 月
湖北亚东-5000 T/D	200	2010 年 10 月
华翔-5000 T/D	200	2010 年 3 月
湖北中夏 4000 T/D	160	2010 年 2 月 25 日
2010 年合计	1120	

资料来源：公司公告

二、收购整合提高区域控制力

公司在行业整体低迷的情况下，停止了原来在湖北省区域内通过新建生产线扩张的想法，加快了收购兼并的步伐。在本月 13 日的公告中公告收购了钻石水泥 70% 和京兰三源 100% 的股权。

今日又公告收购京兰水泥的价格仅为 0.7 倍的 PB，说明在行业低谷采取收购这种扩张的方式可以明显地减少扩张成本。但是由于限电导致水泥价格大涨之后，部分厂商可能借机提高收购价格，导致该区域行业进一步整合的时间延长。

表 2 湖北区域今年新投生产线

拟收购对象	拟收购股权比例	该对象资产	拟收购价格
房县钻石水泥	70%	1 条 2500T/D 熟料生产线, 60 万吨粉磨站	待定
三源水泥有限公司	100%	1 条 1500T/D 和 1 条 4000T/D 熟料生产线	0.7 倍 PB

资料来源：公司公告

三、盈利预测假设

表 3 公司盈利预测假设

	2009	2010E	2011E	2012E
水泥产能（万吨）	3877.9	4709.9	5200	5500
水泥销量（万吨）	3092.0	3458.0	3850.0	4250.0
+/-	11%	12%	11%	10%
价格（元/吨）	223.36	250.00	266.00	275.00
+/-	-2%	12%	6%	3%
单吨毛利（元/吨）	52.58	58.75	63.84	68.75

数据来源：公司公告、中投证券研究所

四、投资建议：推荐

根据目前湖北区域市场的新情况，我们上调公司 10-12 年的 EPS 至 1.28、1.05 和 1.41 元，其中明后年考虑了公司定向增发成功 1.36 亿股摊薄的因素。基于公司 2010 和 2011 年可能处于业绩的低谷和目前 20-24 倍的市盈率水平，给予“推荐”的投资评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	2544	2446	2906	3244
应收账款	1338	1000	1200	1400
其它应收款	298	248	294	321
预付账款	100	121	143	156
存货	37	46	54	59
其他	629	860	1012	1088
非流动资产				
长期投资	143	170	202	220
固定资产	12040	14663	14745	14727
无形资产	17	0	0	0
其他	7354	11683	12580	12963
资产总计	1085	1085	1085	1085
流动负债	3583	1895	1080	679
短期借款	14584	17109	17650	17971
应付账款	648	3278	2723	2010
其他	1387	1455	1712	1842
非流动负债	2241	1601	1677	1740
长期借款	4919	4853	4853	4853
其他	4698	4698	4698	4698
负债合计	221	155	155	155
少数股东权益	9196	11187	10966	10445
股本	833	929	1035	1177
资本公积	404	404	540	540
留存收益	2526	2526	2526	2526
归属母公司股东权益	1626	2063	2584	3283
负债和股东权益	4555	4992	5650	6348
现金流量表	14584	17109	17650	17971

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6906	8645	10241	11163
营业成本	5281	6613	7783	8372
营业税金及附加	94	107	127	138
营业费用	363	467	553	592
管理费用	335	342	492	536
财务费用	193	521	601	545
资产减值损失	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	51	0	0
营业利润	626	645	685	979
营业外收入	97	110	140	140
营业外支出	6	15	15	20
利润总额	717	740	810	1099
所得税	151	126	136	193
净利润	566	614	675	906
少数股东损益	65	96	105	143
归属母公司净利润	501	518	569	764
EBITDA	1378	1843	2195	2544
EPS (元)	1.24	1.28	1.05	1.41

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	8.8%	25.2%	18.5%	9.0%
营业利润	35.3%	3.2%	6.2%	42.9%
归属于母公司净利润	8.8%	3.5%	9.9%	34.1%
获利能力				
毛利率	23.5%	23.5%	24.0%	25.0%
净利率	7.2%	6.0%	5.6%	6.8%
ROE	11.0%	10.4%	10.1%	12.0%
ROIC	6.5%	7.1%	7.9%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	63.1%	65.4%	62.1%	58.1%
净负债比率	65.73%	77.55%	74.06%	70.92%
流动比率	0.59	0.39	0.48	0.58
速动比率	0.44	0.25	0.31	0.39
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.55	0.59	0.63
应收账款周转率	30	31	36	35
应付账款周转率	4.43	4.65	4.91	4.71
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.28	1.05	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	3.70	1.90	5.62	6.25
每股净资产(最新摊薄)	11.29	12.37	14.00	15.73
估值比率				
P/E	19.69	19.02	23.16	17.27
P/B	2.16	1.97	1.74	1.55
EV/EBITDA	11	8	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

- 看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4年行业从业经验，6年证券行业从业经验。

王海青，中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST双马、南玻A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434