

华新水泥 (600801)

增持/维持评级

股价: RMB27.87

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:s1000206090080

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.hthsc.com.cn

联系人

鲍雁辛

(0755)8249 2810

baoyx@mail.hthsc.com.cn

期待明年业绩有惊喜

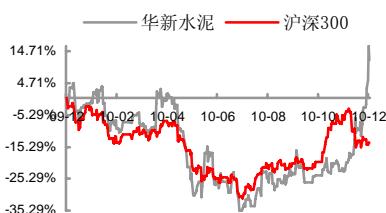
- 湖北市场供需格局趋于改善:** 作为公司主要市场的湖北省, 预计到今年年底新干法产能 8300—8450 万吨, 立窑 1000 万吨(可有效发挥 7-8 成), 明年新投产线仅有 1 条。省内目前消费量在 7000 余万吨, 虽然总体产能仍过剩但随着需求的自然增长, 供需格局趋于改善。
- 市场走向协同, 价格或高位再平衡:** 预计 2011—13 年, 湖北市场新干法产能总量或难以大幅增长, 但集中度提高, 令企业协同维持价格高位成为可能, 从而带来整体盈利的改善。1—8 月公司压低水泥价格的目的主要在于收购鄂东同行, 目前在已经收购京兰三源、控制市场份额较大的情况下, 不会再主动降价。市场集中度提升后的协同, 改变了价格的心理预期, 因此明年区域水泥价格或高位再平衡。
- 明年价格或重心上移, 盈利改善:** 我们测算公司出厂价(不含税)8—11 月分别为: 220、223、247、280 元/吨, 1—11 月均价为 237 元/吨, 9—10 月吨毛利为 40、65 元/吨, 前十个月均价已经达到去年平均水平, 近期价格攀升令今年均价突破去年, 预计明年恢复供电后价格不会回落至原位, 均价或高于今年。生产成本方面, 即使考虑明年煤价上涨 80—100 元, 对生产成本的增加不超过 10 元/吨, 因此明年毛利率或有所提升。
- 并购成为未来发展战略:** 公司在湖北的目标是 2012 年达到 40—50% 的市场占有率, 我们认为将主要通过并购方式来实现。外方股东坚决支持并购, 外方经验也为公司提供了支持, 我们预计未来 2 年公司将通过并购实现 1000 万吨左右的产能增长。截止三季末, 公司负债率 69%, 若能顺利完成增发, 将为并购提供保障。
- 盈利预测及估值:** 假设 2010-2012 年出厂均价 240、255、265 元(提升 2.5 元、15 元、10 元), 明年完成增发 1.02 亿股, 增发价格 21 元/股, 初步估算 2010-2012 年 EPS 为 1.07、1.81、2.51 元, 12 月 6 日收盘股价 27.87 元对应 2010—2012 年 PE 为 25.99、15.39、11.11 倍, 估值水平略高于行业平均, 但公司业绩对价格敏感性较高, 若明年湖北水泥价格回落幅度少于我们预测, 则公司业绩提升幅度较大, 维持“增持”评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	404
流通 A 股 (百万股)	240
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,484

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

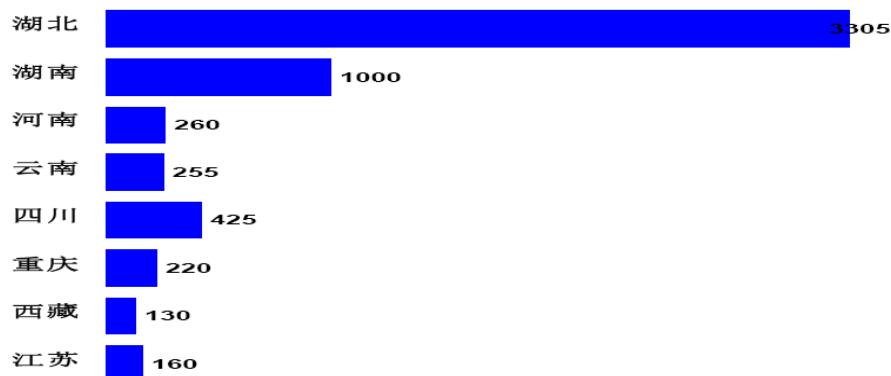
经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6906.3	8303.4	11736.2	13745.6
(+/-%)	8.8	20.2	41.3	17.1
归属母公司净利润(百万元)	500.5	432.7	930.3	1288.8
(+/-%)	8.8	-13.6	114.9	38.5
EPS(元)	1.24	1.07	1.81	2.51
P/E(倍)	21.8	26.0	15.4	11.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

公司产能集中在湖北、湖南

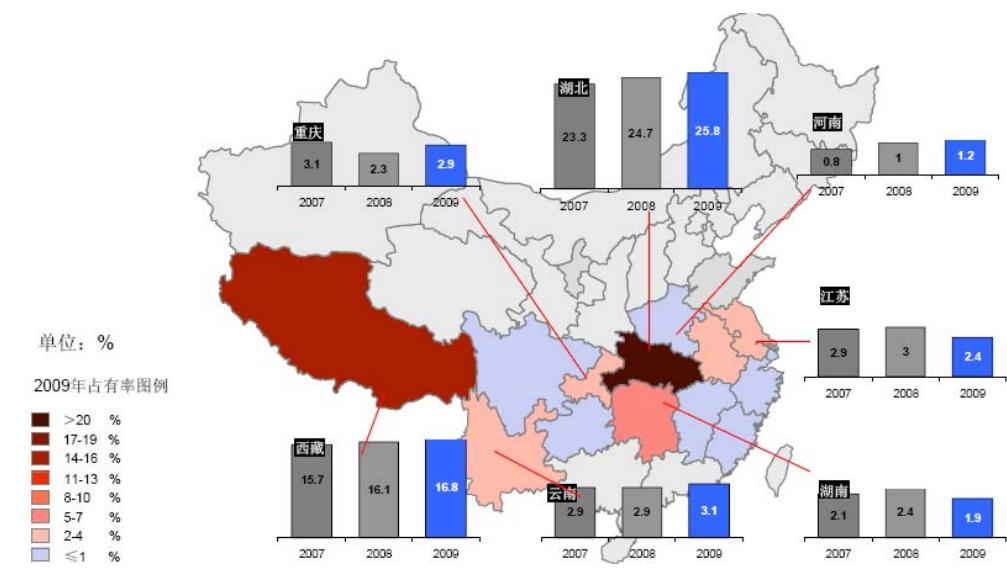
目前，公司已有水泥熟料生产线 29 条，具有水泥熟料产能 3400 余万吨/年、水泥 5700 余万吨/年的能力。主要分布在湖北、湖南，在建项目位于湖南（在建 220 万吨）、云南（在建 200 万吨），预计到 2011 年，公司水泥产能可达 6300 余万吨。截止 09 年底，公司在湖北市场占有率达到 25.8%，西藏为 16.8%。

图 1：公司产能集中在湖北、湖南（截止 2010 年 10 月）



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

图 2：公司在湖北、西藏拥有较高的市场占有率



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

区域市场分析：供求格局趋于改善

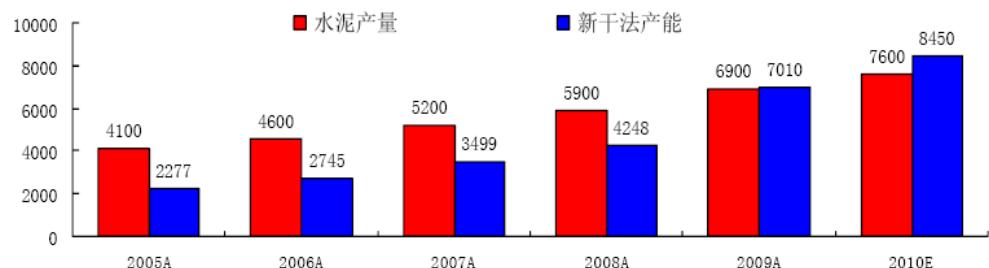
湖北市场：供过于求格局明年略缓解

供给：预计到 2010 年底，新干法生产线达到 60 条，熟料产能 6200 余万吨，湖北人口 6080 万，人均熟料产能超过了工信部日前颁布的水泥行业准入标准。目前全省新干法水泥产能 8300—8450 万吨，立窑 1000 万吨（实际可发挥 700—800 万吨，2012

年淘汰完毕),在建生产线3条,明年可投产1条(另外2条已停工且明年不会投产)。如果考虑到拿到批文但没有开工的,若全部建成产能将达到1.1亿吨。

需求: 目前省内消费量在7000余万吨,供过于求,尤其是在湖北东部,黄石黄岗地区(也是湖北三大水泥窝,其他为宜昌、荆门襄樊),但按8%的需求自然增长率(7-8%算比较保守)和落后产能的淘汰,并考虑到水泥行业80%左右的产能合理发挥率,预计明年年底实际上基本达到供求平衡。

图3: 湖北近两年新型干法增长较快

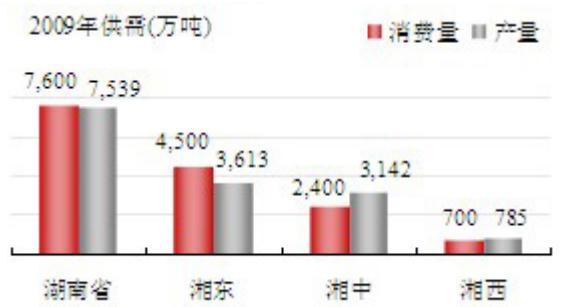


资料来源:公司资料,华泰联合证券研究所

湖南市场:立窑多,新干法尚不过剩

2009年湖南省水泥产量约为7500万吨,供需基本平衡,但立窑和小粉磨站仍占主要地位,产量占到全省总产量的55%。

图4: 湖南水泥供求基本平衡



资料来源:数字水泥网、华泰联合证券研究所

图5: 落后产能仍占较大比例



资料来源:数字水泥网、华泰联合证券研究所

目前湖南新型干法产能尚不过剩,随着2011年南方、海螺、中建材生产线的集中投产和落后产能的淘汰,将提高市场集中度,长期来看有利于市场环境的改善。

其他区域:未来或将不乏亮点

其他中部省份中,公司在河南信阳有1条5000吨/日生产线,信阳毗邻鄂西北的襄樊、十堰,有利于公司提升对鄂西北市场的控制力。

近年公司进军西南地区,目前重庆、四川、云南、西藏均有布局,如下表所示:

表1、公司西南地区生产线布局

省份	县/市	生产线条数	产能(吨/日)	状态
重庆	涪陵	1	5000	建成
	渠县	1	6000	建成
四川	万源	1	2500	建成
	东川	1	2500	建成
云南	昭通	1	4000	建成
	迪庆	1	2000	在建
西藏	景洪	1	2500	在建
	泽当	1	1000	建成
	高争	2	2000	建成
				整合中

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

重庆、四川 2009—2010 年生产线投产较多，2009 年新投产产能/08 年产量分别为 32.1%、62.2%，2010 年新投产产能/2009 年产量分别为 31.6%、34.3%，区域市场竞争较为激烈，未来市场整合尚需时日。

云南 2008 年产能达 7015 万吨，实际产量 4012 万吨，产能利用率仅为 57%，2009 上半年产能利用率仍不足 60%，我们统计 2010 投产近 20 条，新增产能达 1500 万吨，对应 2009 年产量约 4870 万吨，目前产能过剩仍较严重。但我们认为，云南丰富的水利资源和落后的基础设施状况，令水泥需求还有较大成长空间，另外，拉法基等龙头企业在区域内主导的并购重组，为改善市场环境奠定了基础。

西藏区域总体市场容量目前还较小，2009 年产量不足 190 万吨，且市场集中在拉萨周边。公司目前市场占有率达到 16.8%，完成了对市场的初步整合，未来五年，藏木电站及雅鲁藏布江梯级电站、青藏铁路改造、拉萨至日喀则、林芝铁路、贡嘎机场扩建、区内 318 国道建设等重点项目或带来水泥需求高速增长。

集中度提高，市场走向协同

我们预计 2011—2013 年，湖北市场新干法产能总量较难有大幅增长，但公司作为行业龙头牵头进行并购重组，带来区域集中度的提高，令企业协同维持价格高位运行变成可能，从而带来行业整体盈利情况的改善。并且，南方水泥在华东华中市场率先大举收购，通过集中度提高之后的协同保价，改变了企业对水泥价格的心理预期，也给其他区域树立了榜样，为水泥价格缓慢向上波动建立了信心基础，这些方面可能对未来价格的走向是很重要的影响因素。

迈出并购整合的第一步

我们认为，最近华新的表现释放了一个信号(11 月 12 日董事会公告，决定通过了收购京兰三源，另外收购汉江集团控股的房县钻石 2500 吨/日生产线)：虽然明年供求关系难以大幅改善，但公司已经开始做并购，控制总量、调整市场结构的帷幕已经展开。

公司在湖北的目标是达到 40—50% 的市场占有率（总量 8400—8500 万吨），即 4000 多万吨，我们判断，可能在 2012 年就可实现。并购的门槛首先是资金，其次是监管部门，通过并购或减量淘汰，公司对市场的控制力将获得提升。

外方股东坚决公司支持并购，外方经验也为公司提供了支持，整合也是外方股东希望看到的。

我们认为，公司对京兰三源的折价收购，一方面是向市场表明，并非收购就会溢价；另一方面，公司可能仅考虑其 5000 吨/日的线，另外 1500 吨/日的生产线未来或将被停产。三源是京兰集团控股子公司，去年公司对京兰集团的收购失败，我们判断京兰集团的反悔不是价格问题，主要是私营企业本身的运作的问题，另外，京兰可能也是在观察市场的变化。公司认为，京兰倾向于把 50% 以上股权给华新，但并非全部，以分享未来公司成长的红利。

湖北市场其他大型水泥企业顺序为：葛洲坝、亚东（湖北不多）、京兰。考虑到并购的经济性，我们认为，公司未来并购的对象将主要集中在 100—500 万吨产能级别的，现金收购或将成为主要手段。2011—2012 年，我们判断，或将每年在 500 万吨（年产能）左右，对鄂西北，尤其是十堰地区力度将较大。

近期价格上涨，预计不会回落至原位，明年或高位再平衡

近期水泥价格上升主要原因：拉闸限电、四季度旺季、今年是“十一五”规划最后一年，各地基建加速。

公司预计未来价格不会大幅回落：（1）12 月限电或仍将继续，单位 GDP 能耗达不到的还继续采取限电，另外本身 12 月份电力就紧张。（2）明年 2 月份，价格可能有季节性回调，但由于南方水泥的示范效应，水泥企业对价格的心理预期有所改变，或将不会再杀价。

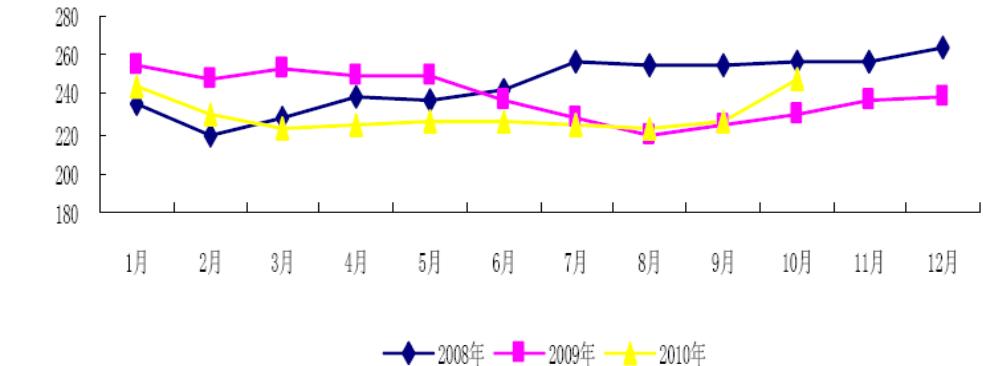
通过过往的经验：略微供过于求时，如果协同不好，信息不对称，就容易竞相压价促销。但在市场需求没有明显增加的情况下，主动降价不会带来销量的增加和利润增加，不如减产限价，目前这点越来越被民营企业所认识。

2011 年市场价格高位再平衡

我们观察到，2009 年下半年至 2010 年 1—8 月的水泥价格是谷底，今年 1—8 月公司采取低价策略打压市场，目的是整合鄂东、黄石地区的竞争对手，在目前公司已经收购京兰三源、控制市场份额较大的情况下，不会再主动降价。

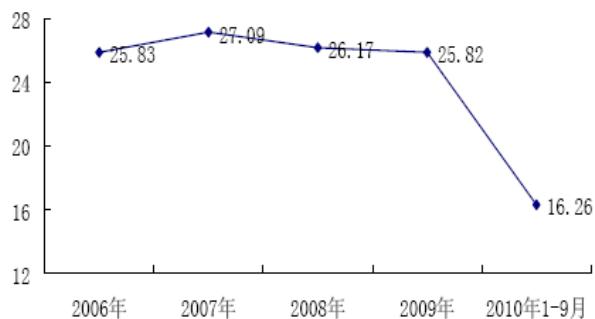
公司判断未来价格重心或将不断上移，从过往经验看，1 月份仍有大量工程赶工期，价格较 12 月份不会明显下滑，2 月份可能有季节性回调。另外，2010 年由于新投产的线较多，新建成生产线往往靠价格战进入市场，以宜昌为例（过剩较严重）09 年初葛洲坝等投产，4 月份价格一次性降 50 元/吨，而 2011 年已经没有多少线投产（预计仅有 1 条）。

图 6: 月度价格走势 (元/吨, 不含税)



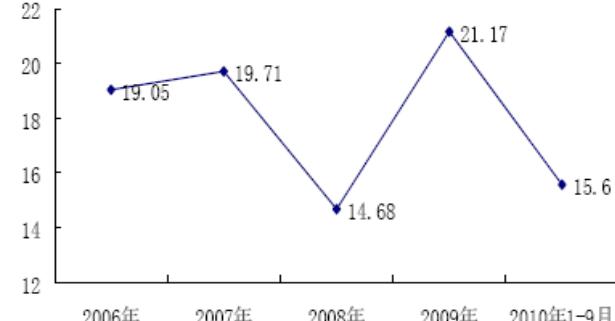
资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

图 7: 32.5 等级水泥毛利, 单位: %



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

图 8: 42.5 等级水泥毛利, 单位: %



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

公司出厂价格重心或上移, 盈利改善

我们测算, 公司出厂价 8—11 月分别为: 220、223、247、280 元/吨 (不含税), 9—10 月吨毛利为 40 元/吨、65 元/吨, 前十个月已经达到去年的平均水平, 由于 11 月的价格攀升, 1-11 月均价可达 237 元/吨, 2010 年均价可突破去年, 到目前出厂价含税达到 360 元/吨, 公司预计 2011 价格重心比 2010 年还会上移。

生产成本方面 2009 年约为 184 元 (制造成本), 今年可能不超过 190 元/吨, 预计明年不会有大幅上涨, 因此毛利率可获得提升。

产量稳步增长

我们初步估算, 1—10 月公司产量 (水泥和熟料) 约合 2497 万吨, 全年预计 3100 万吨左右, 明年可达到 4000 万吨的销售量 (新厂产能发挥)。

商品混凝土方面, 我们估算, 2009 年公司销售商混 107 万方, 净利润 3000 多万, 今年前 1—10 月混凝土销售 123.6 万方, 估算净利约 3000 余万元, 2011 年混凝土预计可以销售 360 多万方。

盈利预测及估值

假设 2010—2012 年出厂均价 240、255、265 元 (提升 2.5 元、15 元、10 元), 假设明年完成增发 1.02 亿股, 增发价格 21 元/股, 初步估算 2010—2012 年 EPS (增发摊薄后) 为 1.07、1.81、2.51 元, 12 月 6 日收盘股价 27.87 元对应 2010—2012

年 PE 为 25.99、15.39、11.11 倍，估值水平略高于行业平均，但公司业绩对价格敏感性较高，若明年湖北水泥价格回落幅度少于我们预测，则公司业绩提升幅度较大，维持“增持”评级。

表 2、预测利润表 单位:百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6906.3	8303.4	11736.2	13745.6
营业成本	5280.6	6458.2	8891.1	10282.3
营业税金及附加	94.3	109.8	153.6	183.1
营业费用	362.9	431.8	598.5	687.3
管理费用	335.3	386.1	528.1	604.8
财务费用	192.8	421.8	451.1	335.7
资产减值损失	15.6	5.4	7.2	9.4
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.8	0.0	0.0	0.0
营业利润	625.7	490.3	1106.5	1642.9
营业外收入	96.9	112.4	114.3	107.9
营业外支出	6.0	12.5	9.3	10.9
利润总额	716.6	590.2	1211.5	1739.9
所得税	150.8	103.7	185.3	312.7
净利润	565.8	486.5	1026.2	1427.2
少数股东损益	65.3	53.8	110.4	158.5
归属母公司净利润	500.5	432.7	915.8	1268.7
EBITDA	1378.2	1637.8	2556.4	3111.7
EPS (元)	1.24	1.07	1.81	2.51

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

风险提示

若 2011-12 年公司出厂价格低于我们预测，或动力煤等原材料价格超预期大幅上涨，则公司盈利情况或低于我们预测。



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20% 以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20% 以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合证券”) 客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn