

战略性扩张，战术性布点

——华新水泥调研报告

✍ 唐笑

☎ 86-10-5836-2159

✉ tangxiao@bhq.com

核心观点:

- 公司未来着重开发西部市场
- 公司在目标区域内战术性布点
- 公司积极介入骨料和混凝土业务

我们于近日赴公司调研，与公司管理层就未来发展进行了讨论

投资要点:

● 公司未来着重开发西部市场

公司目前的产能分布除湖北外（公司在湖北水泥市场的占有率达到 30% 左右），其他都是点状分布，区域控制力不强。在公司的规划中，着重加大了向西部扩张的步伐。公司的目的在于先整合家门口的区域市场，让这一部分率先贡献可观的现金流；同时向西部扩展，税后贡献可观的利润。目前虽然在湖北以外的其他地区都只有一个点，但是 2010 年公司在每个地区都不止一个点，由点向面，逐步稳健扩展。我们认为，公司的战略思想是符合公司目前的状况的，也是最优的。

● 公司在目标区域内战术性布点

2009 年与 2010 年预计达产的水泥产能较大，投资者普遍担心水泥市场可能出现恶性竞争，导致大家都不赚钱。我们通过分析认为，各个水泥公司对于 2005 年出现的产能集中释放的惨烈状况深有感触，因此各公司在做具体的选点的时候已经将是否会出现恶性竞争的因素考虑进来。华新水泥也是如此，公司在选点的时候，尽量避开建线的高峰地段，或者在存在与龙头公司市场协同的前提下才会选择进入市场。

● 公司积极介入骨料和混凝土业务

目前公司的混凝土和骨料业务盈利并不乐观，公司坚定介入该业务主要是出于长远考虑：享受纵向一体化收益；率先抢占环保方面的优势。

● 投资建议

根据 DCF 分析方法，公司的合理股价为 25.04 元/股。公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 1.03 元、1.19 元、1.84 元，复合增长率达到 34%。我们认为，中国水泥市场的市场集中度提高是一个长期过程，华新水泥作为龙头之一，战略上的优势使得公司具有较好的成长性。给予公司 20 倍的 PE 估值，2009 年目标价：24 元/股。投资建议：买入。

财务摘要（百万元）	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	3,559	4,770	6,441	7,143	9,996
(+/-) %	35%	34%	35%	11%	40%
经营利润（EBIT）	338	535	651	714	1129
(+/-) %	118%	58%	22%	10%	58%
净利润	153	290	415	482	741
(+/-) %	146%	90%	43%	16%	54%
每股净收益（元）	0.47	0.88	1.03	1.19	1.84
每股股利（元）	0.05	0.23	0.2	0.1	0.11

利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率（%）	23.58%	23.75%	22.70%	22.71%	24.08%
ROE（%）	7.15%	12.08%	7.17%	7.65%	10.44%
ROIC（%）	4.66%	6.64%	5.70%	5.74%	7.40%
PE	30.40	16.01	13.75	11.84	7.71
PB	2.17	1.93	0.99	0.91	0.80
EV/EBITDA	12.27	9.06	6.20	5.99	4.69

评级:

买入

上次评级:

买入

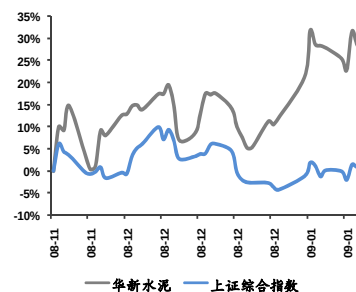
目标价格:

¥ 24.00

当前价格:

¥ 16.90

华新水泥近两个月来走势



公司简介

公司主要生产水泥和熟料、骨料、混凝土等，控股股东为外资股东 Holcim，目前公司具有熟料、水泥生产能力 2040 万吨、3850 万吨。

最近报告

《快马加鞭，祁连山飞速向前--祁连山价值分析报告--渤海证券研究所》

《背靠中材，赛马实业挺进甘肃青海--赛马实业调研报告--渤海证券研究所》

三大表

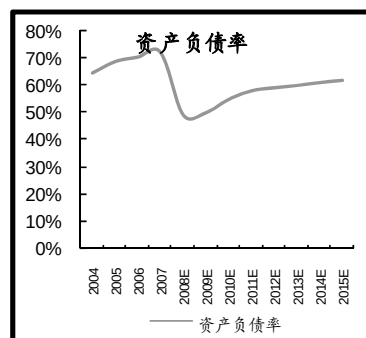
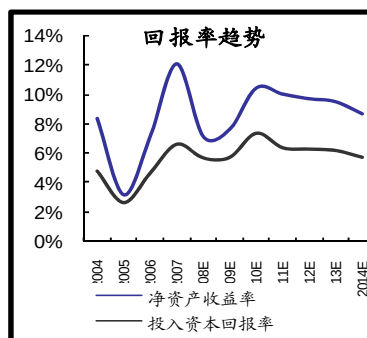
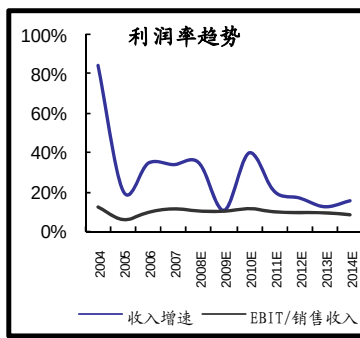
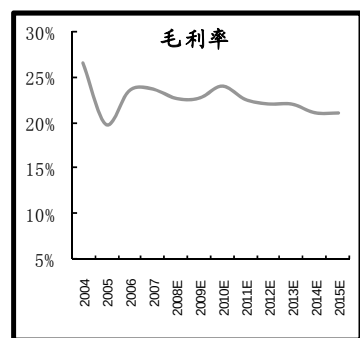
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	516	569	2180	1862	2394	营业收入	3559	4770	6441	7143	9996
应收票据	63	183	205	228	319	营业成本	2719	3637	4979	5521	7589
应收账款	116	134	196	217	304	营业税金及附加	50	65	65	80	123
预付款项	18	57	55	52	48	销售费用	277	324	425	485	679
其他应收款	46	33	110	122	171	管理费用	174	209	321	343	477
存货	444	542	776	860	1182	财务费用	139	183	170	152	214
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	25	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	4713	5652	5939	6777	8173	投资收益	0	2	0	0	0
在建工程	486	432	716	1358	2054	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	35	9	9	9	9	营业利润	174	355	481	562	914
无形资产	578	731	658	585	512	营业外收支净额	57	94	94	94	94
长期待摊费用	16	23	21	18	16	税前利润	231	449	576	656	1009
资产总计	7142	8514	10934	12157	15251	减: 所得税	48	109	135	151	232
短期借款	862	976	671	0	0	净利润	183	339	444	515	792
应付票据	188	155	338	375	516	归属于母公司的净					
应付账款	692	810	1153	1279	1772	利润	153	290	415	482	741
预收款项	239	411	610	831	1140	少数股东损益	30	49	29	33	50
应付职工薪酬	37	36	36	36	36	基本每股收益	0.47	0.88	1.03	1.19	1.84
应交税费	109	196	196	196	196	稀释每股收益	0.47	0.88	1.03	1.19	1.84
其他应付款	78	94	94	94	94	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他流动负债	0	499	0	0	0	成长性					
长期借款	2268	1941	1501	2501	3876	营收增长率	34.8%	34.0%	35.0%	10.9%	39.9%
预计负债	38	129	129	129	129	EBIT 增长率	118.1%	58.3%	21.7%	9.7%	58.1%
负债合计	5005	6111	5521	6230	8532	净利润增长率	146.3%	89.9%	43.1%	16.1%	53.7%
股东权益合计	2137	2402	5790	6305	7097	盈利性					
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售毛利率	23.6%	23.8%	22.7%	22.7%	24.1%
净利润	183	339	444	515	792	销售净利率	4.3%	6.1%	6.4%	6.8%	7.4%
折旧与摊销	349	395	504	596	734	ROE	7.2%	12.1%	7.2%	7.6%	10.4%
经营活动现金流	959	963	913	1505	2121	ROIC	4.66%	6.64%	5.70%	5.74%	7.40%
投资活动现金流	-1077	-1207	-1000	-2000	-2750	估值倍数					
融资活动现金流	277	308	1698	177	1161	PE	30.4	16.0	13.8	11.8	7.7
现金净变动	159	64	1611	-318	532	P/S	1.3	1.0	0.9	0.8	0.6
期初现金余额	368	516	569	2180	1862	P/B	2.2	1.9	1.0	0.9	0.8
期末现金余额	527	580	2180	1862	2394	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	12.3	9.1	6.2	6.0	4.7

DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	53476	65092	71375	112856	116764	131505	147437	152159	171512	168244	195227
所得税	13041	15297	16416	25957	26856	31561	36859	38040	42878	42061	48807
NOPLAT	26716	40435	49796	54959	86899	89908	99943	110578	114119	128634	126183
营运资金净变动	31212	66963	-22748	24576	39769	42618	53976	55674	68365	71955	83944
资本支出	-85920	-100000	-200000	-275000	-292500	-175500	-193050	-212355	-233591	-256950	-282645
自由现金流	60951	-22542	-60912	-74951	-69832	82848	91272	102168	113885	116136	141705

WACC	7.7%	Ke	9.1%
永续增长率	0%	Kd	5.8%
终值	73217.5	t	25%
企业价值	1303278.0	Rf	4%
非核心资产价值	218043.0	E(Rm)	0.105
		Rm -	
债务价值	292521.12	Rf	7%
股权价值	1010756.8	D/A	33.9%
股本	40360.00	E/A	66.1%
每股价值	25.043529	Beta	0.79

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.40%	33.26	35.92	39.08	42.88	47.54
	6.90%	29.59	31.77	34.33	37.35	40.99
	7.40%	26.45	28.26	30.35	32.80	35.70
	7.90%	23.73	25.25	26.98	28.99	31.34
	8.40%	21.36	22.64	24.10	25.77	27.69
	8.90%	19.28	20.37	21.60	23.00	24.60
	9.40%	17.44	18.38	19.43	20.61	21.95



1、公司的战略性扩张情况

1.1 公司目前已有生产线情况

截至 2008 年年底，公司共有水泥熟料生产线 17 条，其中，湖北 12 条，河南信阳一条，云南昭通一条，江苏两条，西藏一条。具体情况如下所示：

表 1 华新水泥已有生产线状况

省份	生产线数目	熟料生产能力 (万吨/年)	备注
湖北	12	1527	包括2008年年底刚投产的恩施鹤峰项目
河南信阳	1	155	
云南昭通	1	180	昆明还有一个20万吨/年的立窑
江苏	2	240	
西藏	1	36	
小计	17	2138	

资料来源：公司报告 渤海证券研究所

公司目前的产能分布除湖北外（公司在湖北水泥市场的占有率达到 30%左右），其他都是点状分布，区域控制力不强。在公司的规划中，着重加大了向西部扩张的步伐。

1.2 公司 09-10 年产能扩张情况

表 2 2009 年公司生产线达产情况

生产线情况	规模（万吨/年）	投产时间
湖北襄樊二期	144	一季度
湖南株洲、郴州	360	四季度
重庆涪陵	180	四季度
四川达州的渠县	144	四季度
宜昌秭归	144	二季度
小计	972	

资料来源：公司报告 渤海证券研究所

公司在 2009 年达产的产能有接近 1000 万吨，但是大部分是在第四季度达产，完全释放出来也要到 2010 年了。

表 3 2010 年公司生产线达产情况

生产线情况	规模（万吨/年）
湖南永州	144
西藏二线	72
重庆渝北	180
昆明东川	90
小计	486

资料来源：公司报告 渤海证券研究所

公司的目的在于先整合家门口的区域市场，让这一部分率先贡献可观的现金流；同时向西部扩展，税后贡献可观的利润。目前虽然在湖北以外的其他地区都只有一个点，但是 2010 年公司在每个地区都不止一个点，由点向面，逐步稳健扩展。我们认为，公司的战略思想是符合公司目前的状况的，也是最优的。

2、公司的战术性选点情况

2009 年与 2010 年预计达产的水泥产能较大，投资者普遍担心水泥市场可能出现恶性竞争，导致大家都不赚钱。我们通过分析认为，各个水泥公司对于 2005 年出现的产能集中释放的惨烈状况深有感触，因此各公司在做具体的选点的时候已经将是否会出现恶性竞争的因素考虑进来。华新水泥也是如此，公司在选点的时候，尽量避开建线的高峰地段，或者在存在与龙头公司市场协同的前提下才会选择进入市场。

2.1 湖北与河南

湖北省在建与拟建的水泥产能很大，超过现实需求。在鄂东地区，公司面临的竞争对手较多，海螺在黄冈地区布点，亚东水泥和尖峰集团在黄石布点，华新也确实感觉到了这些地区的水泥价格压力；鄂西地区公司的市场控制能力较强，竞争状况也稍好，公司在这一地区的优势明显；在荆门和襄樊，葛洲坝的进入对市场构成一定压力，但是竞争仍然是可以接受的，对于华新影响不大。

公司在河南信阳有一个 4000t/d 的生产线，信阳位于河南南部，与湖北相接，明后年公司的襄樊二期达产，市场将连成一片。

2.2 湖南

公司明年四季度在株洲和郴州各有一条 4500 t/d 和 6000 t/d 的生产线达产，公司在株洲的生产线距离湘江不远，向南可辐射衡阳，而衡阳缺少石灰石；郴州在湖南的东南部，南接广东省，

目前郴州地区的水泥产能发挥不够，公司的 6000 t/d 是出于战略考虑。

2.3 四川与重庆

公司在四川达州的渠县和万源布点建线，海螺在四川建线的地点在广元和大竹，华新的渠县项目距离南充市只有 7 公里，海螺的大竹项目则有 30 公里以上，即使二者产生竞争关系，也具有一定的运费优势；华新的万源项目在四川与陕西交界，与海螺的项目距离较远，也距离冀东的四川项目所在地—屏山较远。

华新的重庆项目在涪陵，海螺的重庆项目在忠县，冀东的重庆项目在璧山，并不重合。

四川省目前已经上报的新型干法水泥产能新建计划有 1.5 亿吨，但是真正在建的在 5000 万吨左右，加上目前已有的 2500 万吨新干产能，2009 年并不存在严重产能过剩情况。

2.4 昆明与西藏

云南的水泥需求增长很快，未来新增的大型工程项目也很可观，公司已经在在昆明收购了一个 20 万吨/年的小立窑，为未来扩大昆明市场做着铺垫。

公司计划对西藏已有的 1000t/d 的生产线加以扩建，在 2010 年达到 2000t/d 的生产能力。

3、公司积极介入骨料和混凝土业务

目前公司的混凝土和骨料业务盈利并不乐观，公司坚定介入该业务主要是出于长远考虑：

（1）从国外的发展经验来看，水泥骨料、熟料和混凝土生产的纵向一体化是必然趋势，公司逐渐进行一体化生产可以一定程度上规避风险，享受行业利润；

（2）混凝土业务目前的盈利水平不行，但是也仍然属于水泥延伸市场的一部分，通过向需求方供应水泥和混凝土，有着众多协同效益。混凝土的生产过程牵涉到粉尘、抛洒、噪音等事物，从长远来看，该业务在环保方面是一定会受到若干约束的。通过逐渐占领混凝土市场以及相关指标等资源，长期收益可观。

（3）骨料业务与混凝土业务类似，未来可能基于环保要求而禁止裸露式的开采，先拿到矿山是一种优势。

目前关于骨料和混凝土业务的成熟模式还在探索之中，外资股东已经在人才上给了公司支持，预计骨料和混凝土业务将进入高速增长。

4、盈利预测与投资建议

公司明年产量增长不大，2010 年产能释放较多，根据我们的预测，2008-2010 年公司的 EPS 分别为 1.03、1.19、1.84 元，复合增长率达到 34%。

DCF 法估值结果为 25.04 元/股。

我们认为，中国水泥市场的市场集中度提高是一个长期过程，华新水泥作为龙头之一，战略上的优势使得公司具有较好的成长性。给予公司 20 倍的 PE 估值，2009 年目标价：24 元/股。

投资建议：买入。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘差别在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：行业股票指数落后大盘 10%以上。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	IT 行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	电力设备行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808		
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn