



2009年3月16日

建材

新闻速评

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

中性

华新水泥(600801.CH) 公布非公开发行方案评论

事件:

华新水泥于3月12日召开董事会,批准通过非公开发行A股股票方案。公司计划发行股票数量不超过2亿股,融资额不超过40亿,发行价格不低于公司第五届董事会第三十四次会议决议公告前20个交易日公司股票交易均价的90%,即20.73元/股,发行对象为不超过10名符合股东大会决议规定条件的特定对象,第一大股东具备优先认购权。

评论:

本次募集资金目的为扩大产能规模、整合区域市场、节能减排及改善负债比率。本次募集资金投向为11条新型干法生产线(含余热发电),2个纯低温余热发电项目。11条新型干法生产线中湖北3条,湖南3条,四川2条,重庆、云南和西藏各1条。

有利于公司盈利能力提高

扩大湖北市场占有率。公司在湖北已有水泥生产线12条,08年底湖北省市场占有率25%。此次募投项目中3条位于湖北,其中宜昌秭归为在建项目,预计可于09年6月投产,另外两条为拟建项目,预计2011年发挥产能。除了新建之外,公司积极整合市场,09年计划收购产能400万吨。09年和2010年公司在湖北产能可达2800万吨和3220万吨,2010年市场占有率45%左右。

渗透鄂西、云南、西藏、川渝等高盈利市场,09-2010年新增量集中在供需情况较好的地区。公司计划2009年增加产销量1013万吨,同比增加42%,除去并购产量400万吨,09年新增量集中在鄂西和河南两省。2010年预计增加产销量近900万吨,新增量集中在鄂西、云藏川渝和湖南地区。

- 鄂西铁路、水利等基建需求较大,房地产比重低,水泥供给偏紧,公司恩施、宜昌子公司价格高于鄂东地区约50元/吨,盈利能力长期高于鄂东子公司。
- 云南、西藏因地形和交通原因,天然形成封闭市场,为公司盈利能力最高的地区,08年云南和西藏公司总资产回报率高达28.9%和15.6%。
- 川渝地区受益于灾后重建,今明两年供给偏紧,价格可维持较高水平。
- 湖南长株潭地区发展较快、落后产能空间大,水泥供需基本平衡。

有利于改善资产负债结构,但每股收益将被摊薄。

融资将大幅降低资产负债率和净负债率。此次募投11个项目中,仅有2个项目为现有规划外项目,即便公司不融资,依靠银行贷款和自筹,09-2010年的产能扩张也不会受到太大影响,但是,公司将因此承担高负债率。融资后,资产负债率将从65%降至50%,净负债率从170%降至46%,财务风险大大缓解。

每股收益摊薄。如果按照20.73元/股发行价,发行股数1.93亿,融资40亿。09-2010年财务费用将大幅降低36%和50%,净利润增加14%和26%,但是因股本扩大48%,每股收益将被摊薄23%和15%。

因发行不确定性较大,暂不考虑摊薄。考虑到当前国际国内资本市场的波动,监管部门能否放开新股发行使得公司非公开发行能否最终获得审批存在政策风险。我们暂不考虑此次非公开发行,每股收益不摊薄。

投资建议

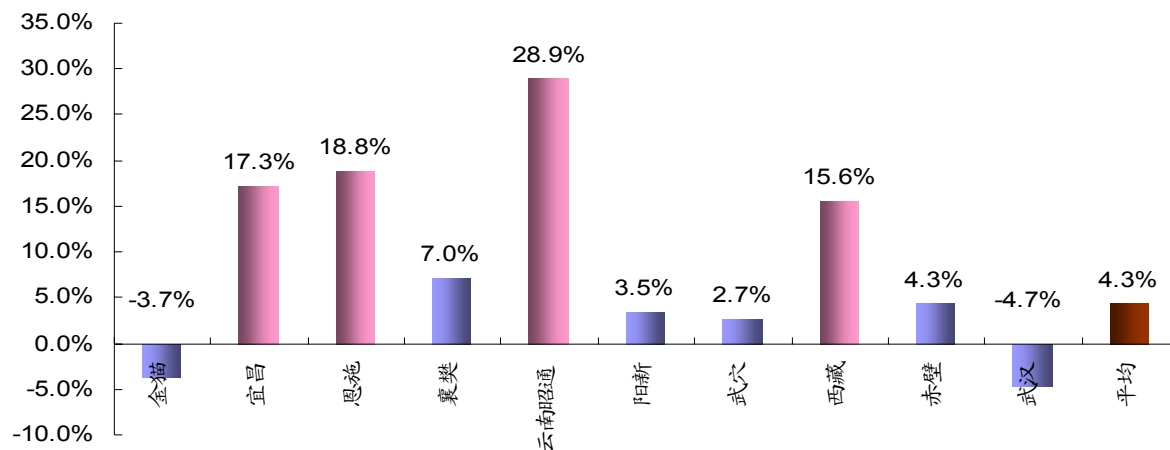
公司股价前期涨幅较大,09年市盈率17.5x,维持“中性”。虽然公司鄂东市场将受到房地产投资下降以及华东市场低迷的负面影响,但是今明两年新增产量集中在鄂西、川渝云藏和湖南等供需情况较好、盈利能力较强的地区。总体看,今明两年产销量快速增长,水泥价格小幅下降,但成本下降更快小幅提升毛利率,盈利保持一定增长,预计2009和2010年每股收益1.3元和1.43元。随着旺季来临,水泥价量提升,基本面将改善,建议继续持有。

表 1: 募集资金投向

序号	项目名称	总投资	使用募集资金
新型产能类投资项目			
1	西藏二期2000t/d	34,953	30,000
2	四川渠县4000t/d	48,034	37,000
3	四川万源2500t/d	31,805	28,000
4	重庆涪陵4600t/d	49,784	40,000
5	湖南株洲4500t/d	63,918	49,100
6	湖北秭归4000t/d	61,728	32,000
7	湖南郴州4500t/d	62,318	48,600
8	云南东川2000t/d	35,000	30,000
9	湖南道县4000t/d	49,266	42,000
10	湖北赤壁二期4000t/d	39,064	32,000
11	湖北武穴三期4800t/d	40,900	27,000
	小计	516,769	395,700
余热发电类投资项目			
1	湖北襄樊7.5MW余热发电工程	5,071	1,300
2	湖北赤壁7.5MW余热发电工程	5,084	3,000
	小计	10,156	4,300
	合计	526,924	400,000

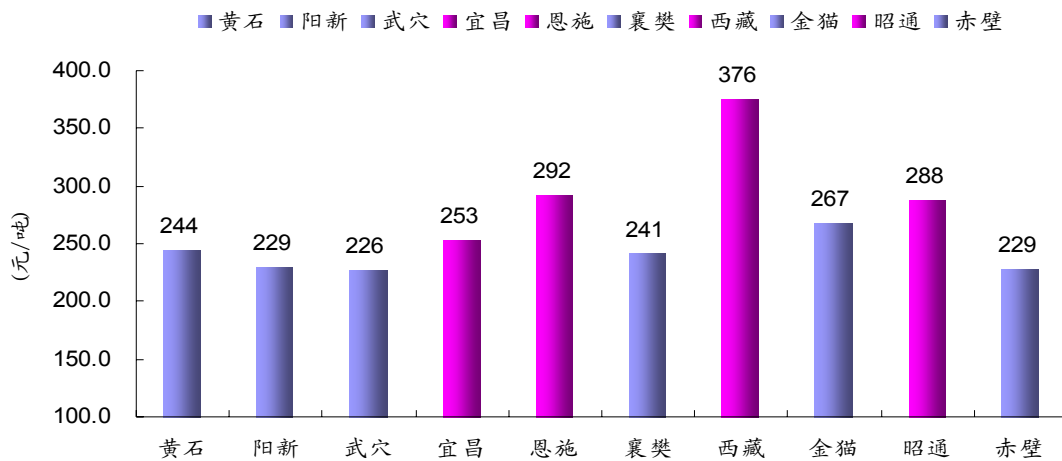
资料来源：中国建材信息总网、中金公司研究部

图 1: 主要子公司盈利能力比较



资料来源：公司数据

图 2：2008 年各子公司水泥平均价格



资料来源：公司数据

表 2：测算非公开发行前后公司资产负债情况及盈利变动

	非公开发行前		非公开发行后		(+/-%)	
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
净利润 (百万元)	526	575	598	727	14%	26%
财务费用 (百万元)	284	420	181	210	-36%	-50%
总股本	404	404	597	597	48%	48%
每股收益	1.30	1.43	1.00	1.22	-23%	-15%
资产负债率	64.3%	67.8%	51.1%	55.8%	-13.1%	-12.0%
净负债率	176.3%	167.0%	46.2%	46.1%	-130.1%	-120.9%

资料来源：中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。