

增发助十字战略加速实施

华新水泥股东大会简评

报告关键点：

- 区域市场盈利分化明显
- 供给层面形成最大不确定性
- 增发助十字战略加速实施

报告摘要：

4月3日，我们参加了华新水泥的股东大会，并与公司高管就公司增发及未来发展问题进行了沟通，主要内容如下：

- 区域市场盈利分化明显：针对2009年华新水泥区域内的市场形势，公司形容为西边太阳东边雨，苏州金猫、南通公司压力较大，亏损的可能性仍然存在，公司今年将着力改善鄂东市场，努力维持价格的稳定性并获取合理利润，鄂西、云南、西藏市场仍然会保持较高的盈利增长。公司拟通过区域市场控制力的提升来维持水泥价格的稳定甚至提升。我们认为，就鄂东区域而言，虽然公司产能规模较大，但市场控制力还有待提升，该区域是湖北省经济最发达的地区，大型水泥企业的目标市场，也是新增产能最多的区域。同时，周边的安徽、江西水泥也可通过水路运至鄂东地区，因此，水泥价格能否平稳并有上升取决于该区域水泥需求的增长及供给的释放，我们对此谨慎乐观。从目前水泥价格来看，由于需求尚未启动，水泥价格并没有上调，4月份是一个较好的时间观测窗口，随着重点基建工程的启动，水泥需求也将明显上升。
- 供给层面形成最大不确定性：从水泥固定资产投资数据看，今年前两个月，湖北省完成水泥固定资产投资同比增长152%，水泥产能的释放将形成最大的不确定性。另外，湖北省周边的湖南、河南、川渝区域都是去年投资大幅增长的地区，今年供给的压力都比较大。公司对此相对乐观，主要基于部分新增产能释放要半年之后，另外，湖北省落后产能淘汰工作进展较快，今年底所有落后水泥产能将关闭腾出市场空间。我们认为，从投资主体看，新上生产线项目的主要是大水泥企业，这对于集中度的提升甚至通过协商维持价格稳定提供了一定的基础，但在区域市场份额达到均衡状态之前，随着新增产能的投放，企业之间的价格竞争仍不可避免。
- 增发助十字战略加速实施：我们依然维持之前的判断，前次对外资股东的定向增发由于审批时间较长导致了华新错失了一定的发展机会，本次定向增发则将真正加速公司十字战略的实施，为在将来的产业整合中奠定基础。另外，外资股东表示会与华新水泥一起发展，但参与增发与否涉及到很多因素，包括审批等，尚没有定论。我们维持前期关于公司今明两年eps1.41元和1.99元的盈利预测，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,770.1	6,349.5	8,695.3	11,109.8	13,107.4
Growth(%)	34.0%	33.1%	36.9%	27.8%	18.0%
净利润	339.4	534.9	765.6	1,061.0	1,417.1
Growth(%)	89.9%	58.5%	46.5%	41.7%	33.6%
毛利率(%)	23.8%	20.8%	21.2%	22.8%	24.8%
净利润率(%)	6.1%	7.2%	7.7%	8.6%	9.7%
每股收益(元)	0.72	1.14	1.41	1.99	2.66
每股净资产(元)	5.95	12.17	15.68	17.25	18.55
市盈率	33.3	21.0	17.0	12.0	9.0
市净率	4.0	2.0	1.5	1.4	1.3
净资产收益率(%)	14.1%	10.9%	10.2%	12.8%	16.0%
ROIC(%)	9.2%	12.9%	11.8%	12.7%	15.0%
EV/EBITDA	12.8	12.6	10.3	7.6	5.8
股息收益率	0.0%	0.0%	1.2%	1.7%	5.6%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
29.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 29.00 元

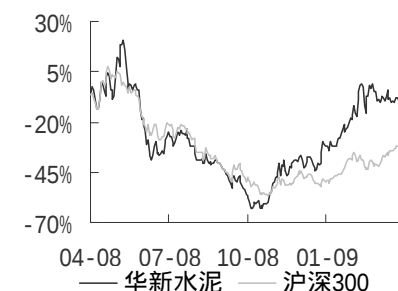
现价： 23.95 元

报告日期：
2009-04-12

市场数据

总市值(百万元)	9,666.22
流通市值(百万元)	2,134.23
总股本(百万股)	403.60
流通股本(百万股)	89.11
12 个月最高/最低	8.75/31.85 元
十大流通股(%)	27.91%
股东户数	30,649

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(10.83)	9.34	27.73
绝对收益	6.31	44.48	(3.67)

研究员

石磊

021-68765916

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

王天睿

021-68765363

行业分析师

wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

华新水泥：产能扩张提速

2009-03-16

华新水泥：盈利高增长，毛利率回落

2009-03-11

华新水泥：完善区域布局，加大节能降耗投入

2008-12-15

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-4-10

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,770.1	6,349.5	8,695.3	11,109.8	13,107.4	成长性					
减: 营业成本	3,637.0	5,031.3	6,853.0	8,573.0	9,860.3	营业收入增长率	34.0%	33.1%	36.9%	27.8%	18.0%
营业税费	65.0	78.7	107.8	155.5	183.5	营业利润增长率	104.1%	30.4%	59.2%	54.6%	42.2%
销售费用	324.0	340.3	466.1	588.8	694.7	净利润增长率	89.9%	58.5%	46.5%	41.7%	33.6%
管理费用	209.3	251.7	344.3	433.3	524.3	EBITDA 增长率	41.6%	17.1%	31.7%	37.9%	30.2%
财务费用	182.6	184.8	187.7	192.0	208.1	EBIT 增长率	71.5%	20.5%	42.7%	44.0%	37.3%
资产减值损失	-0.3	0.7	0.7	30.9	20.4	NOPLAT 增长率	63.0%	47.9%	32.3%	31.0%	29.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.2%	44.4%	21.8%	10.2%	4.4%
投资和汇兑收益	2.2	0.6	0.6	2.0	2.0	净资产增长率	12.4%	104.5%	52.8%	10.0%	7.5%
营业利润	354.6	462.5	736.2	1,138.3	1,618.1	利润率					
加: 营业外净收支	94.2	114.5	114.5	110.0	110.0	毛利率	23.8%	20.8%	21.2%	22.8%	24.8%
利润总额	448.8	576.9	850.6	1,248.3	1,728.1	营业利润率	7.4%	7.3%	8.5%	10.2%	12.3%
减: 所得税	109.5	42.0	85.1	187.2	311.1	净利率	6.1%	7.2%	7.7%	8.6%	9.7%
净利润	339.4	534.9	765.6	1,061.0	1,417.1	EBITDA/营业收入	19.1%	16.8%	16.2%	17.5%	19.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.3%	10.2%	10.6%	12.0%	13.9%
货币资金	569.1	986.7	1,683.9	2,313.1	3,017.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	391	325	276	267	257
应收帐款	167.2	210.3	462.2	590.5	766.3	流动营业资本周转天数	-65	-48	-11	-4	-5
应收票据	183.4	125.1	476.5	608.8	790.0	流动资产周转天数	103	99	121	146	162
预付帐款	57.1	70.9	173.7	302.3	450.2	应收帐款周转天数	10	8	7	7	8
存货	541.7	596.6	1,070.2	1,338.8	1,539.8	存货周转天数	39	34	36	41	42
其他流动资产	0.0	0.0	-9.5	14.7	34.6	总资产周转天数	591	545	512	495	482
可供出售金融资产	68.4	26.6	68.4	68.4	68.4	投资资本周转天数	403	379	363	328	298
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.2	0.1	-	-	-	ROE	14.1%	10.9%	10.2%	12.8%	16.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	5.0%	5.5%	6.4%	7.6%
固定资产	5,651.8	5,829.3	7,502.1	8,961.3	9,738.6	ROIC	9.2%	12.9%	11.8%	12.7%	15.0%
在建工程	432.4	1,523.9	1,393.9	1,164.8	937.9	费用率					
无形资产	731.0	1,064.5	1,064.5	1,064.5	1,064.5	销售费用率	6.8%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%
其他非流动资产	111.3	282.4	135.7	134.3	133.3	管理费用率	4.4%	4.0%	4.0%	3.9%	4.0%
资产总额	8,513.6	10,716.4	14,021.4	16,561.3	18,541.6	财务费用率	3.8%	2.9%	2.2%	1.7%	1.6%
短期债务	976.3	1,289.6	1,280.3	1,268.2	1,258.6	三费/营业收入	15.0%	12.2%	11.5%	10.9%	10.9%
应付帐款	904.4	1,116.2	1,539.6	1,926.0	2,215.2	偿债能力					
应付票据	155.1	225.3	187.8	234.9	270.1	资产负债率	71.8%	54.2%	46.5%	50.1%	52.1%
其他流动负债	1,922.2	1,036.9	1,253.3	2,017.0	2,678.9	负债权益比	254.4%	118.1%	86.8%	100.5%	108.7%
长期借款	1,940.8	1,924.6	1,908.4	2,408.4	2,708.4	流动比率	0.38	0.54	0.91	0.95	1.03
其他非流动负债	212.5	211.3	345.9	447.4	527.3	速动比率	0.24	0.37	0.64	0.69	0.78
负债总额	6,111.3	5,803.9	6,515.2	8,301.8	9,658.6	利息保障倍数	2.94	3.50	4.92	6.93	8.78
少数股东权益	721.5	844.7	918.2	1,003.1	1,116.4	分红指标					
股本	328.4	403.6	478.8	478.8	478.8	DPS(元)	-	-	0.28	0.40	1.33
留存收益	1,352.3	3,664.2	6,109.2	6,777.6	7,287.8	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	50.0%
股东权益	2,402.3	4,912.4	7,506.2	8,259.5	8,883.0	股息收益率	0.0%	0.0%	1.2%	1.7%	5.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	339.4	534.9	765.6	1,061.0	1,417.1	EPS(元)	0.72	1.14	1.41	1.99	2.66
加: 折旧和摊销	394.7	452.3	484.0	611.6	701.2	BVPS(元)	5.95	12.17	15.68	17.25	18.55
资产减值准备	-0.3	0.7	0.7	30.9	20.4	PE(X)	33.3	21.0	17.0	12.0	9.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	2.0	1.5	1.4	1.3
财务费用	146.3	194.6	196.5	187.7	192.0	P/FCF	-	-5.7	-9.0	15.1	8.8
投资收益	-2.2	-0.6	-0.6	-2.0	-2.0	P/S	2.0	1.5	1.3	1.0	0.9
少数股东损益	49.1	75.0	91.9	106.1	141.7	EV/EBITDA	12.8	12.6	10.3	7.6	5.8
营运资金的变动	765.8	-628.5	-272.7	298.7	124.2	CAGR(%)	46.2%	38.4%	28.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	962.5	1,164.9	1,256.6	2,298.3	2,610.7	PEG	0.7	0.5	0.6	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,207.1	-2,198.4	-241.1	-198.0	-198.0	ROIC/WACC	1.0	1.4	1.3	1.4	1.6
融资活动产生现金流量	308.3	1,443.0	1,508.6	404.9	-355.3	REP	2.2	1.2	1.2	1.0	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王昊文	深圳联系人
0755-82558069	wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034