

上市公司动态报告

水泥

产能扩张较快，盈利有待提高

公司公布 09 年半年报

公司上半年实现营业收入 31.5 亿元，比上年同期增加 15.65%；实现利润总额 2.7 亿元，同比增长 21.27%；归属于母公司所有者的净利润 2 亿元，比上年同期增长 4.46%。基本每股收益 0.49 元。

产销增长带来收入提高

上半年公司襄樊二期 4000t/d 熟料水泥生产线项目、秭归 4000t/d 熟料水泥生产线相继建成投产，公司产能进一步扩大，预计到 09 年公司熟料产能将达到 3010 万吨和 5195 万吨。产能的扩张带来了产销量的上升，上半年共实现水泥及熟料销量 1136 万吨，较去年同期增长 48 万吨，增幅为 4.4%；水泥平均售价 247.78 元/吨（不含税），较上年同期增加 12.55 元/吨。

盈利能力还有待进一步提高

上半年水泥销售毛利率为 22.68%，提高了 1.66 个百分点。主要是因为在水泥价格同比上升的情况下，煤炭价格稳定，公司较好的控制了成本。但熟料产品的毛利大幅下滑了近 13 个百分点，目前金猫 11.5MW 余热发电工程、阳新 18MW 余热发电工程、信阳 7.5MW 余热发电工程相继投产，下半年余热发电将使公司盈利能力进一步提高。

定向增发启动新一轮增长

公司计划发行不超过 2 亿股的定向增发方案已获股东大会通过，此次募集资金将主要投向新建 11 条新型干法水泥熟料生产线，而生产线将主要位于西藏、四川、重庆、云南等西部利润较高地区，以此启动新一轮动力。

预测与估值

我们预测公司 09-11 年收入增长分别为 24%，30%，15%，考虑到下半年余热发电项目带来的成本节约，提高全年毛利预测为 22.5%，对应每股收益分别为 1.41 元，1.97 元和 2.29 元。目前股价对应 09 年动态市盈率为 17 倍。“增持”评级，目标价 30 元。

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	6,349.46	7,859.97	10,217.95	11,750.65
主营收入增长率	33.11%	23.79%	30.00%	15.00%
EBITDA（百万）	1,086.25	1,449.64	1,870.75	2,086.31
EBITDA 增长率	17.03%	33.45%	29.05%	11.52%
净利润（百万）	459.98	570.56	795.30	924.14
净利润增长率	18.42%	24.04%	39.39%	16.20%
ROE	54.46%	7.25%	9.17%	9.63%
EPS（元）	1.180	1.414	1.971	2.290
P/E	21.53	17.97	12.89	11.09
P/B	12.14	1.30	1.18	1.07

华新水泥（600801）

维持

增持

韩梅

hanmei@csc.com.cn
010-85130212

田东红

tiaandonghong@csc.com.cn
010-85130599

分析日期：2009 年 07 月 27 日

当前股价：25.48 元

目标价格 6 个月：30.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
16.2/0.8	9.0/-28.8	40.4/24.5
12 月最高/最低价（元）		27.36/0
总股本（万股）		25,140
流通 A 股（万股）		4,800
总市值（亿元）		64.06
流通市值（亿元）		12.23
近 3 月日均成交量（万）		233
主要股东		
MEINL	BANK	2.01%
AKTIENGESELLSCHAFT		

股价表现



动态信息评述

公司上半年实现营业收入 31.5 亿元，比上年同期增加 15.65%；实现利润总额 2.7 亿元，同比增长 21.27%；归属于母公司所有者的净利润 2 亿元，比上年同期增长 4.46%。基本每股收益 0.49 元。

收入增长源自于产能释放带来的销量上升和售价的同比提高。上半年公司襄樊二期 4000t/d 熟料水泥生产线项目、秭归 4000t/d 熟料水泥生产线相继建成投产，公司产能进一步扩大，预计到 09 年公司熟料产能将达到 3010 万吨和 5195 万吨。上半年共实现水泥及熟料销量 1136 万吨，较去年同期增长 48 万吨，增幅为 4.4%；此外，水泥价格也有提高，上半年水泥平均售价 247.78 元/吨（不含税），较去年同期增加 12.55 元/吨。

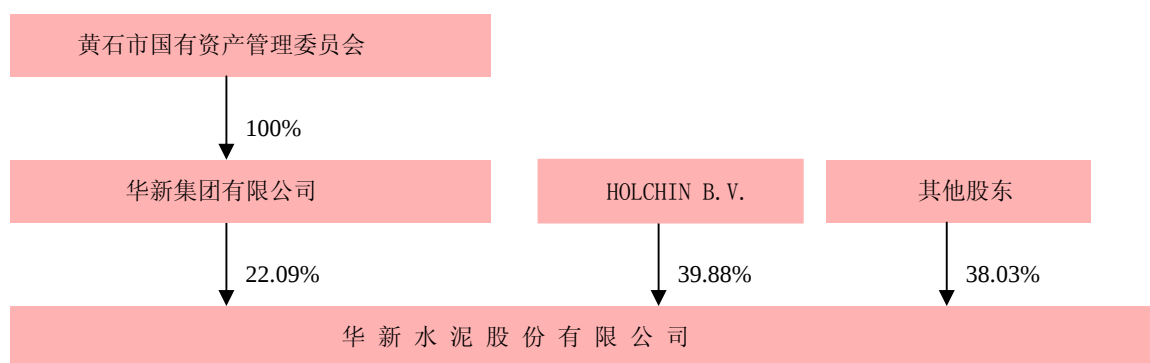
从盈利能力上看，上半年水泥销售毛利率为 22.68%，提高了 1.66 个百分点。主要是因为在水泥价格同比上升的情况下，煤炭价格稳定，公司较好的控制了成本。但熟料产品毛利下滑较多。目前金猫 11.5MW 余热发电工程、阳新 18MW 余热发电工程、信阳 7.5MW 余热发电工程相继投产，预计下半年余热发电将使公司盈利能力进一步提高。

公司计划发行不超过 2 亿股的定向增发方案已获股东大会通过，此次募集资金将主要投向新建 11 条新型干法水泥熟料生产线，而生产线将主要位于西藏、四川、重庆、云南等西部利润较高地区，以此启动新一轮成长。

中部长江流域水泥龙头

华新水泥股份有限公司是湖北地区最大的水泥生产企业，发展至今已经具有上百年历史。1999 年公司同世界上最大的水泥制造商之一——瑞士豪西蒙集团建立了战略伙伴关系，提升了公司的管理发展水平，目前豪西蒙控股比例已经达到 39.88%，成为公司第一大股东。公司是国家重点支持的 12 家全国性水泥企业之一，产销量一直排名前列，截至到今年 5 月份，水泥累计销量居全国第三，仅次于安徽海螺集团和山东山水集团。

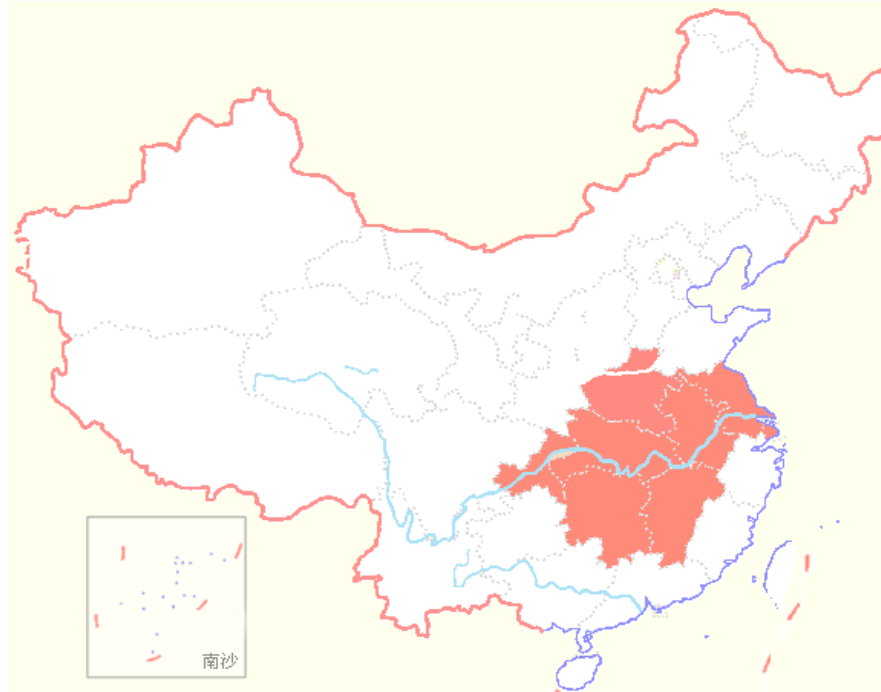
图 1：公司股权结构



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

公司地处长江中游地段，以湖北为中心，近几年开始了沿长江流域和京广线的十字型战略布局，产能稳步扩张。生产线主要分布沿长江流域分布，包括湖北、湖南、江西、河南、江苏、安徽、上海、重庆、西藏等省份和地区。

图 2： 公司产能主要分布区域



资料来源：公司年报，中信建投证券研发部

西部市场优于中东部

公司自与豪西蒙合作以来就定下十字布局的发展战略，主要沿长江流域东西延伸，同时伺机向河南，云南等南北方向设点。截至到08年底，公司在湖北销售水泥1310万吨，市场占有率24.7%，占公司总销售量的47%，在江苏市场占有率3%，在西藏市场占有率16.1%，在湖南市场占有率2.4%，在云南市场占有率2.9%，在重庆市场占有率2.3%，在上海市场占有率2.1%。

从目前的市场格局来看，公司布点的中东部地区受投资疲软房产下跌成本偏高等因素影响表现较弱，江苏、上海、江西、安徽、湖南、浙江等地收入同比都出现了大幅下滑，而大本营湖北、新增产能投放地河南、西部的云南、重庆、西藏等地表现优良。公司管理层的扩张过程比较谨慎，募集资金完成后未来将会把重心投向西部地区。

因为公司销量接近一半在湖北市场，这里我们主要关注该区域市场。从需求来看，湖北省自05年以来一直保持较为旺盛的投资需求，今年上半年城镇固定资产投资增速为37.8%，高于全国平均水平。房地产开发投资增速虽然下滑明显，但跌幅缓于全国平均水平。受投资拉动因素影响，水泥产量增速也一直高于全国平均水平，上半年累计增速达到20.9%。

图 3: 湖北省城镇固定资产投资增速较高

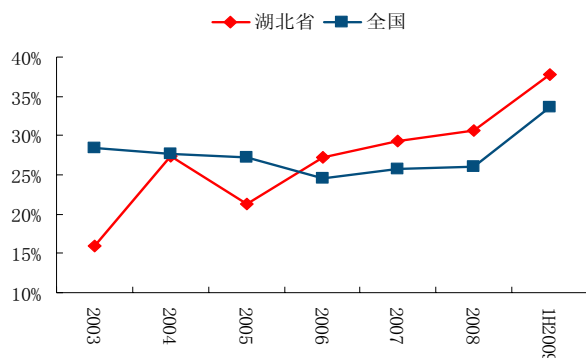


图 4: 湖北省房地产开发投资增速

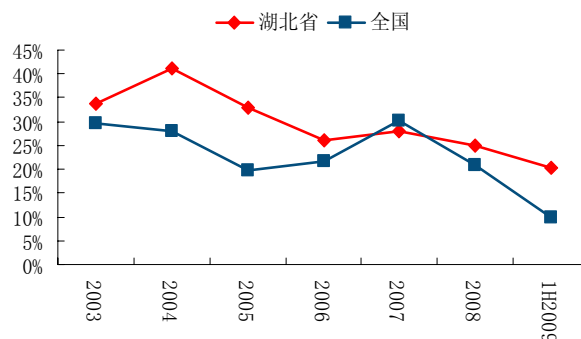


图 5: 湖北省固定资产投资及水泥产量相关关系

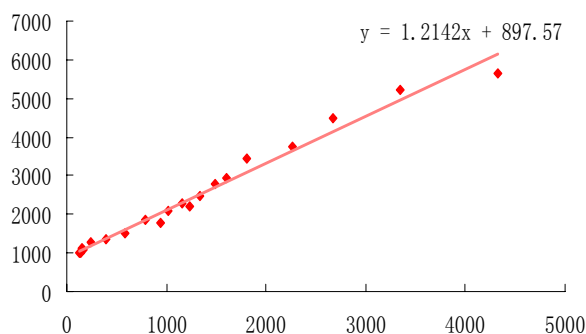
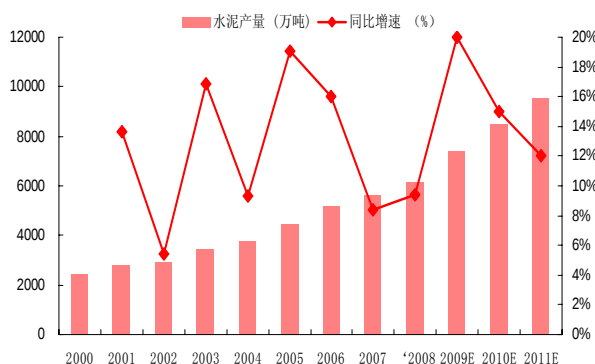


图 6: 湖北省水泥产量及增速

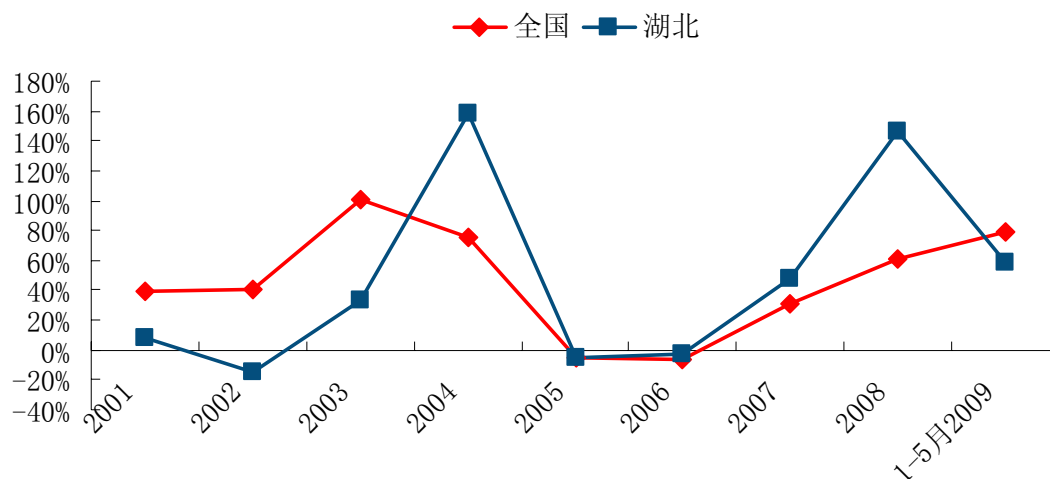


资料来源: 中经网, 中信建投证券研发部

根据湖北省规划蓝图,“十一五”期间政府规划建设的交通重点项目多达 64 个,总投资将超过 2000 亿元。计划到 2010 年全省高速公路、铁路里程将分别达到 3500 公里、3400 公里,分别增长 100%和 50%,铁路方面,目前区内在建的有武汉到宜昌,石家庄到武汉,合肥到武汉,武汉到广州等铁路客运路段;湖北省将投资 1330 亿元用于交通基础设施建设,公路方面规划投资 976 亿,其中高速公路 855 亿元,到 2010 年,全省高速公路将达到 3500 公里,武汉至市州均可通达高速公路,湖北与周边 6 省市全部实现高速互通;港口航运方面,计划投资规模 106 亿元,其中崔家营航电枢纽工程 20 亿元、引江济汉通航工程 12 亿元、航道建设 18 亿元、港口建设 56 亿元。这些工程将有力的支撑未来几年湖北地区的水泥需求,截至今年前六个月湖北省水泥产量仍然保持 20.9%的增速,预计全年湖北地区水泥消费增速大约保持在 20%以上,未来两年增速在 15%左右,08 年湖北省水泥产量为 6169.3 万吨,实际需求量为 5200 万吨,09-11 年产量将分别达到 7403 万吨,8513 万吨,9505 万吨。预计 09-11 年实际需求分别提高到 6200 万吨,7000 万吨和 8000 万吨。09 年新增实际需求 1000 万吨。

从供给上看,湖北省水泥固定资产投资在 08 年增长十分迅猛,增速高达 146.20%。这些产能在 09-10 年释放对公司所处的主要生产区域产生较大压力。截至到 08 年湖北省新型干法水泥产能约为 4000 万吨,09 年新投产大约 1400 万吨(华新水泥 400 万吨,葛洲坝 900 万吨,京兰水泥 100 万吨),新增产能高于新增需求,考虑到还有落后产能淘汰,地区供给略大于需求。从市场格局来看,湖北省内的水泥市场主要是华新水泥,葛洲坝和京兰水泥三家主导,由于葛洲坝今年投产产能较多,预计华新水泥的湖北市场份额会略有下降。

图 7： 湖北省及全国水泥投资增速

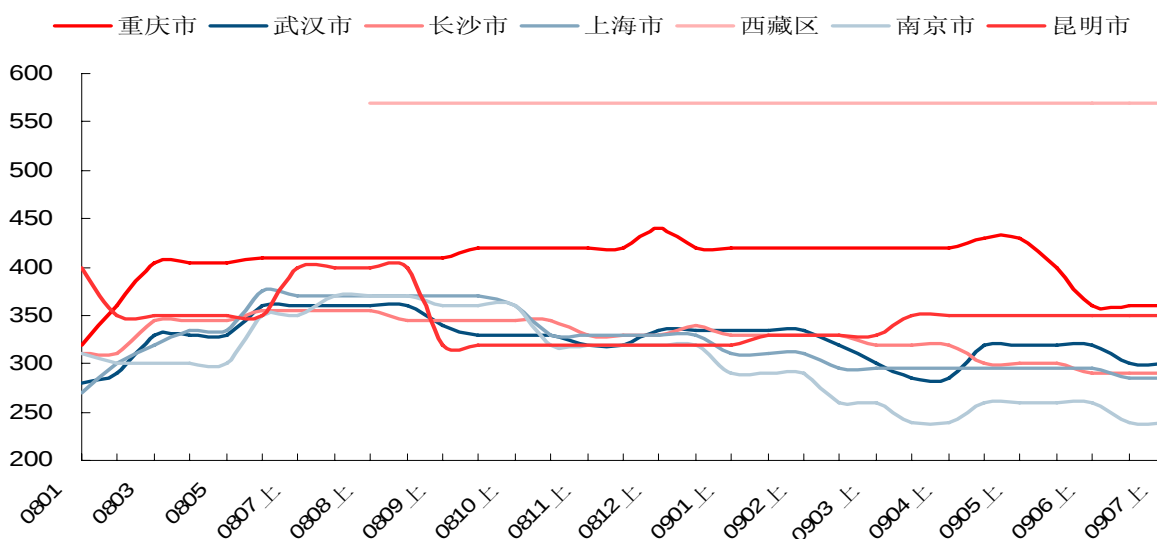


资料来源：数字水泥网，中信建投证券研发部

受去年投资过快带来今年产能释放的影响，湖北武汉的水泥价格一直走低，目前 42.5 水泥均价比去年同期每吨低 20 元。其他区域如湖南、四川、重庆也存在投资过剩，新上水泥产能大幅提高的问题，对区域内水泥价格形成大幅冲击，公司一直坚持相对比较稳健的策略，注重战略选点而不是全面铺开。华新水泥在整个西部地区毛利率都比较高，超越了公司的平均水平，西藏的市场、效益和业绩也都非常好。在部分较弱的市场区域，公司注重选点临近资源地，以求得在激烈的市场竞争中拥有竞争优势。

图 8： 华新水泥覆盖区域水泥市场价格

单位：元/吨



资料来源：数字水泥网，中信建投证券研发部

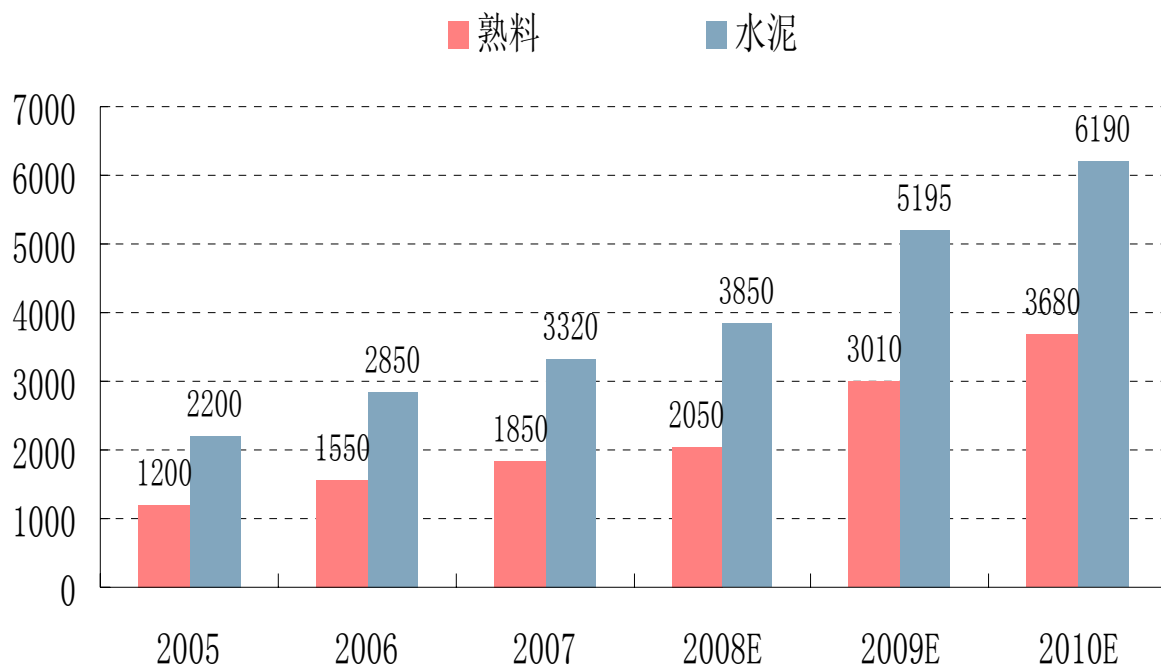
产能进入快速扩张期

08年公司信阳4500吨/日熟料生产线项目、恩施鹤峰1500吨/日熟料生产线项目、岳阳二期、仙桃二期、麻城等粉磨站项目相继建成投产；完成了恩施鹤峰长宏水泥厂（即恩施鹤峰项目）、云南昆明滇北建材有限公司20万吨/年生产线、石首30万吨/年及随州50万吨/年粉磨站的收购工作。使公司水泥和熟料的产能分别为3850万吨和2050万吨。

09年公司还有襄樊二期、宜昌秭归（上半年已投产）、湖南株洲、湖南郴州、重庆涪陵和四川渠县6条新型干法熟料水泥生产线建成投产，新增水泥熟料960万吨，水泥1345万吨。新开工的线还有湖南道县，云南昆明东川、四川万源和西藏二期四条线，预计09-10年公司熟料产能分别为3010万吨和3680万吨，水泥产能分别为5195万吨和6190万吨。

图 9： 公司产能扩张情况

单位：万吨



资料来源：公司年报，中信建投证券研发部

新建产能主要分布在西部

今年新投产的项目主要分布在湖北（400 万吨），湖南（480 万吨），四川重庆（465 万吨），再建的新线分布在湖南、云南、四川和西藏。反映了公司主要拓展西部市场的发展思路。

表 1：公司 08 投产，09 投产及在建的生产线状况

生产线	规 模	产能（万吨）	状态
信阳熟料生产线	4500t/d	200	08 年已投产
恩施贺峰	1200t/d	60	08 年已投产

上市公司动态报告

岳阳二期粉磨站	-	80	08 年已投产
仙桃二期粉磨站		80	08 年已投产
湖北麻城粉磨站	-	110	08 年已投产
襄樊二期	4000t/d	200	09 年上半年投产
宜昌秭归	4000t/d	200	09 年上半年投产
湖南株洲	4500t/d	240	09 年 10 月份投产
湖南郴州	4500t/d	240	09 年 10 月份投产
重庆涪陵	4600t/d	265	09 年 11 月投产
四川渠县	4000t/d	200	09 年 7 月底投产
湖南道县	4000t/d	200	2010 年 6 月投产
云南东川	2000t/d	100	2010 年 8 月投产
四川万源	2500t/d	120	2010 年 8 月投产
西藏二期	2000t/d	100	2010 年 6 月投产

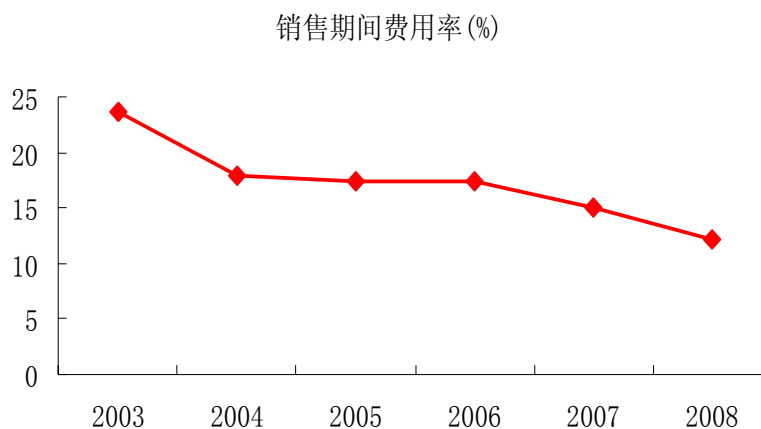
资料来源：公司年报，中信建投证券研发部

区域并购成为必然选择

中部市场以及西南的重庆四川近两年新建水泥投资速度都非常快，未来几年新增产能释放将会使市场处于较大压力，我们认为这种激烈的市场环境将会使地区水泥并购整合的速度进一步加快。公司布局广泛，在很多区域都建有自己的分厂，拥有一定的地缘优势，且在外资控股的背景下具有较高的管理水平和资金实力，未来在扩张产能的同时也有能力并购整合区域一些小水泥企业。从而谋求进一步提高区域市场的控制力。

近期华新水泥拟以 68,250 万元收购京兰水泥拟新设公司的 60% 股权就表明了这种发展思路。湖北京兰水泥有限公司总部位于荆门市京山县，下辖湖北永兴、湖北京兰、云梦永兴等 3 家水泥生产企业。现拥有熟料/水泥产能约 260/400 万吨，及 16.5 兆瓦的余热发电系统，是湖北中部地区最大的水泥企业。公司完成对他的收购，一方面有助于提高公司在湖北中部江汉平原地区的市场影响力，优化市场结构，另一方面也可以有效应对葛洲坝产能快速扩张带来的市场份额流失。

图 10：销售期间费用率



资料来源：聚源数据

盈利预测与估值

我们预测公司 09-11 年收入增长分别为 23.8%，30%，15%，考虑到下半年余热发电项目带来的成本节约，全年毛利预测为 22.5%，对应每股收益分别为 1.41 元，1.97 元和 2.29 元。目前股价对应 09 年动态市盈率为 17 倍。“增持”评级，目标价 30 元。

报表预测

表 2：利润表预测（百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,770.11	6,349.46	7,860	10,218	11,751
增长率	34.0%	33.1%	23.8%	30.0%	15.0%
减：业务成本	3,637.04	5,031.29	6,091	7,919	9,107
营业税费营业税金及附加	64.97	78.70	110	132	172
营业费用	324.03	340.34	440.16	531.33	611.03
管理费用	209.32	251.68	314.40	408.72	470.03
财务费用	182.64	184.78	248.13	298.79	310.12
资产减值损失	(0.27)	0.74	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.23	0.56	2.00	2.00	2.00
营业利润	354.62	462.49	657.76	930.16	1,083.05
加：营业外收入	106.71	133.46	165.21	214.77	246.99
减：营业外支出	12.50	19.00	23.52	30.58	35.16
利润总额	339.37	534.94	663.54	1,114.35	1,294.88
减：所得税	448.82	576.94	799.45	189.44	220.13
净利润	339.37	534.94	663.54	924.91	1,074.75
归属于母公司所有者 的净利润(元)	290.25	459.98	570.56	795.30	924.14
少数股东损益	49.12	74.96	92.99	129.61	150.61
发行在外股份数量(百万股)	328.40	403.60	403.60	403.60	403.60
EPS（元/股）	0.880	1.180	1.414	1.971	2.290

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

田东红 建筑建材行业首席分析师 韩梅 建材行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010