

买入 维持

华新水泥（600801）

2010 年 5 月 12 日

预计 2010 年区域供给压力放缓，明年 AFR 业务值得期待

建筑工程行业分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047
kljiang@htsec.com
021-23219422

蒲世林
联系人
pusl@htsec.com
021-23219054

近期我们对华新水泥进行了调研。综合来看，我们认为公司主要市场盈利能力处于阶段性底部，目前估值已经具有中长期的投资价值。我们认为公司以下几点值得投资者关注：

（1）中西部龙头水泥，未来需求潜力看好。公司是中西部地区最大的水泥企业。其主要市场集中在湖北、湖南、云南、四川、重庆、西藏等中西部地区。随着国家中部崛起战略和西部大开发的深入实施，未来市场需求前景看好。

（2）主要市场吨利润处于低谷，向上的弹性较大。根据公司公开资料我们估算，2009 年公司除云南、西藏两个高盈利地区的其他市场吨利润在 10 元左右，同比减少 5 元，处于行业中下水平。主要原因在于湖北、湖南地区 2009 年新型干法产能投放过快导致产能阶段性过剩。2010 年湖北新增产能压力减小，湖南、川渝地区新增产能压力仍然较大。预计主要市场吨利润不会出现明显回升，但在余热发电的贡献下也不会明显下降。2011 年预计将明显回升。

（3）云南、西藏市场高景气有望维持。公司 2009 年在云南的吨利润为 103 元，西藏的吨利润为 190 元，分别同比增加 3 元、105 元。云南市场由于公司几条生产线所处地区竞争环境较好，需求受水电站建设持续拉动，预计今明两年仍能维持较高利润率。西藏市场随着西藏建材集团的成立，公司将对西藏市场进行垄断经营，利润率将保持高位。

（4）其他对业绩贡献的积极因素。公司今年余热发电量有望达到 6.8 亿度，同比增加 4.1 亿度，成本节约增加 1.1 亿元，折合每股收益约 0.18 元；金猫公司股权转让后将减亏 2500-3000 万元同时获得投资收益 5000 万；京兰水泥违约的 2000 万违约金收益。

（5）AFR 业务有望成为明年的亮点。公司一直以来依托大股东在环保领域的技术和经验在水泥窑协同处理垃圾（AFR）领域进行持续投入。今年公司将扩建武穴水泥窑协同处理环保预处理工厂，是国内第一个采用第三代垃圾处理技术的工厂，预计今年底将投产，明年应可见到效益。我们判断公司未来几年将加大在 AFR 领域的投入，其经济效益值得期待。

（6）从吨 EV 和 PB 角度来看公司估值安全边际较高。公司目前吨 EV（采用 2010 年有效水泥产能）为 330 元，接近重置成本 350 元左右。PB 为 1.49 倍，远低于行业平均水平，估值具有较高的安全边际。

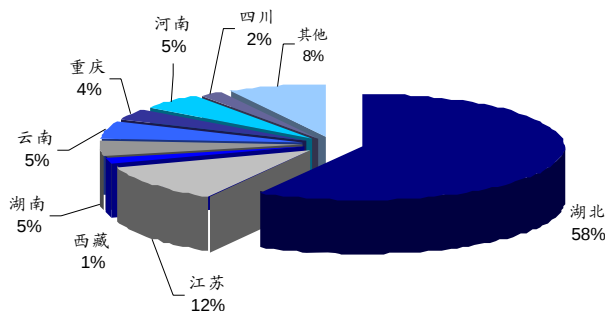
（7）业绩预测及投资建议。预计 2010-2011 年 EPS 分别为 1.64 元、2.10 元（不考虑增幅摊薄因素），按照 5 月 11 日收盘价计算 2010-2011 年动态市盈率为 10.44 倍、8.16 倍。虽然公司目前盈利能力处于低谷，但我们中长期看好公司的发展，目前的低点正是长期买入的时机。考虑到如果增发成功将带来业绩的摊薄，我们给予公司 2010 年 13 倍的市盈率水平，6 个月目标价 21.32 元，给予“买入”的投资评级。

1. 中西部水泥龙头

1.1 中西部地区水泥龙头，湖北是主要市场，云南和西藏市场是利润重要来源。

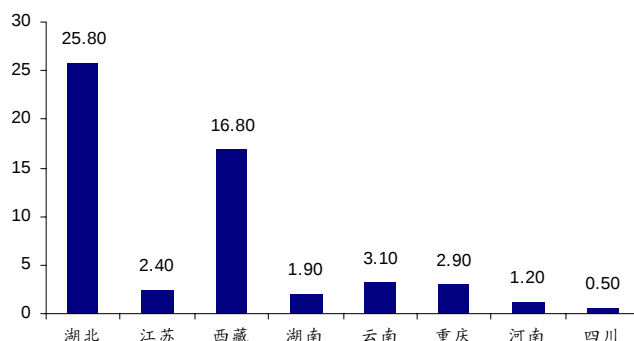
公司是中西部地区最大的水泥制造企业，近几年水泥产能快速扩张，2009 年水泥产能 4000 万吨左右，其 50%左右的产能集中于湖北地区，2009 年湖北地区水泥销量占到总销量的 58%。公司一直以来谋求“十字”战略的发展，即以京广线和长江为依托纵横十字发展，但目前来看这一战略未能得到很好的实施。湖北仍然是公司主要市场，其市场占有率达到 25%，但由于葛洲坝、亚东等竞争对手的快速扩张导致竞争加剧，其他区域都是点状的布局，市场占有率不高。我们看到，从 2010 年开始，公司除湖北以外的产能快速增长，主要是湖南、云南、川渝地区的产能增长较快。我们认为未来湖北仍将是公司重点巩固的区域，云南、湖南市场将是公司重点开拓的另外两个市场。2009 年公司所在的湖北、湖南、江苏等市场由于产能过剩，导致盈利能力欠佳，云南和西藏市场是公司盈利能力最好的两个区域。云南和西藏两个区域的销量仅占 6%左右，但贡献了 44%左右的净利润。除云南、西藏以外的其他市场 2009 年吨利润仅 10 元左右，远低于大型水泥企业平均水平，未来有一定的提升空间。

图 1 2009 年公司水泥销量分区域情况



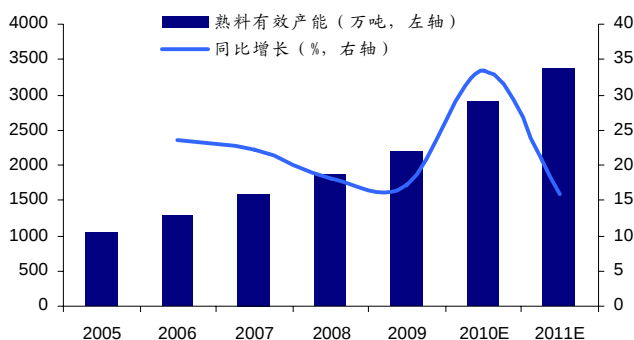
资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 2 2009 年公司分区域市场占有率情况 (%)



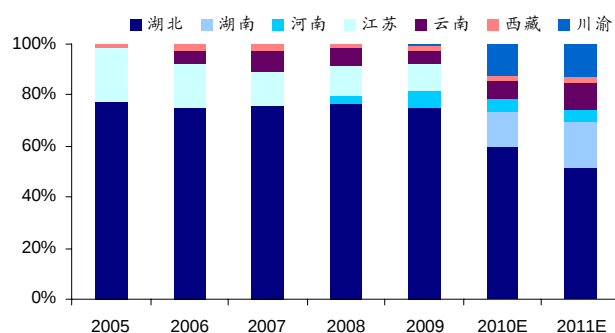
资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 3 2005-2011 年公司熟料有效产能增长情况预计



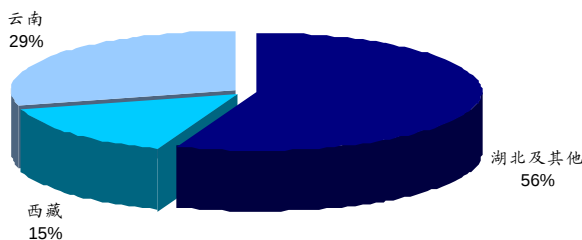
资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 4 2005-2011 年公司分区域熟料产能分布情况预计



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 5 2009 年公司水泥业务利润分区域来源

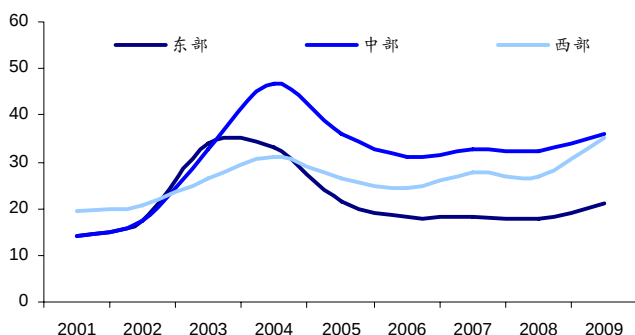


资料来源：公司公告、海通证券研究所

1.2 受益中部崛起和西部大开发战略。

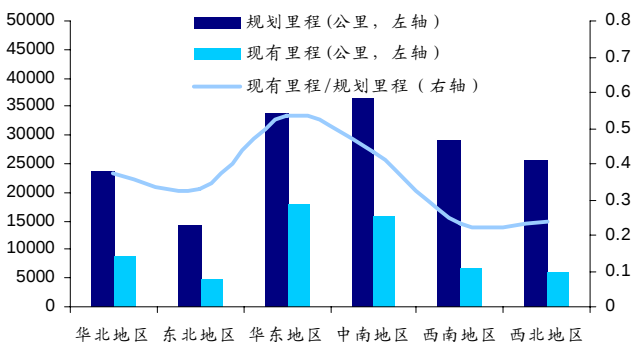
随着公司将金猫水泥股权转让，公司主要市场集中于中西部地区。2009年9月23日，国务院讨论并原则通过《促进中部地区崛起规划》，涉及中部山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南六省。《规划》明确要把人口产业最为密集、基础设施最为完善、发展条件最为优越、增长潜力最为巨大的沿长江、沿京广、沿京九、沿陇海四大经济带和武汉城市圈、中原城市群、长株潭城市群、皖江城市带、环鄱阳湖城市群、太原城市圈六大城市群作为中部崛起的重要增长极加以培育，提出到2015年中部地区的城镇化率要提高到48%。而目前，该地区的城镇化率仅为40.3%。今年是西部大开发10年，我们预计“十二五”西部开发将进一步深化。从历年固定资产投资增长情况来看，东部地区在经历了“十五”时期的高增长以后由于基数已较高以及产业转型的原因固定资产投资增速已明显回落，中西部地区在“十一五”期间固投增速明显高于东部地区，未来随着产业的转移、城镇化的推进以及国家政策支持固投增速仍将快于东部地区。从高速公路完善情况来看可以佐证中西部地区基础设施建设空间仍然较大。

图6 2001-2009年三大区域固定资产投资增长情况(%)



资料来源：国家统计局、海通证券研究所

图7 截至2009年4月份各区域高速公路里程情况



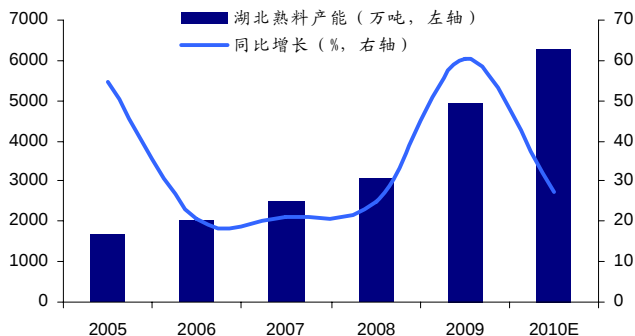
资料来源：海通证券研究所

2. 主要市场产能阶段性过剩，但不乏亮点

2.1 湖北地区面临阶段性产能过剩，今年供需压力将有所缓解。

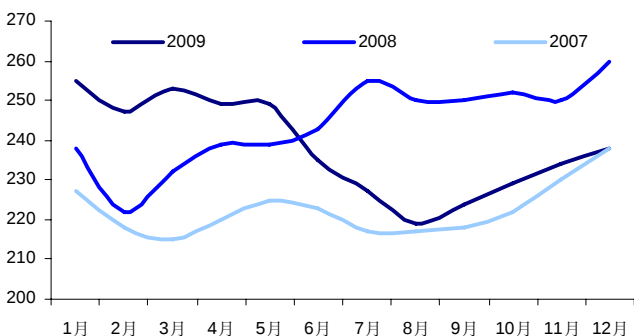
公司约有一半的产能集中在湖北地区，2009年湖北水泥销量占总销量的58%，所以湖北市场对公司影响较大。根据水泥协会的统计，2009年湖北地区新增新型干法产能1860万吨，折合水泥产能2418万吨，2009年湖北地区淘汰落后产能约1000万吨左右。2009年湖北新增水泥产量1045万吨，总体来看，2009年湖北新增产能大于新增需求，导致湖北地区2009年水泥价格走势疲软。公司水泥销售价格自2009年初以来一直处于下降趋势，直到10月份由于进入需求旺季以及限电的原因水泥价格有一定幅度反弹。2010年第一季度由于雨水和产能压力的原因水泥价格在去年第四季度的基础上有所下滑，目前水泥需求已经逐步启动，但价格仍未见起色。根据公开数据披露信息，我们估计公司2009年湖北地区吨水泥净利在10元左右，远低于全年平均约18元的水平。

图8 2005-2010年湖北地区熟料产能情况



资料来源：数字水泥网、海通证券研究所

图9 2007-2009年公司水泥销售价格走势(元/吨)



资料来源：海通证券研究所

对于湖北地区 2010 年的供需关系，从供给面来看，截至 2009 年底湖北地区在建熟料产能达 1349 万吨，折合水泥产能 1754 万吨，假设全部在 2010 年投产。截至 2009 年湖北地区尚有约 1400 万吨落后产能，按照目前的淘汰进度，预计今年将淘汰 1000 万吨左右，那么今年将新增产能约 800 万吨左右。需求面来看，考虑到湖北地区 2009 年新开工大量基础设施项目，大部分将在 2010 年进入水泥需求集中释放阶段，所以我们判断湖北 2010 年水泥需求仍将保持较快的增长，2009 年湖北水泥产量 6984 万吨，2010 年只要增长 11% 左右即可达到新增供给与新增需求的平衡。

表 1 2010 年湖北省在建和拟建的高速公路、铁路重点项目情况

序号	名称	新开工时间	里程（公里）	总投资（亿元）
1	沪蓉高速武汉至荆门段	2005 年	158.30	65.80
2	鄂东长江公路大桥	2006 年	15.10	26.80
3	荆岳长江公路大桥	2006 年	5.40	21.00
4	沪蓉高速麻城至武汉段	2008 年	101.00	43.60
5	杭瑞高速阳新至通城段	2008 年	200.00	97.30
6	三峡翻坝高速公路	2008 年	58.00	40.13
7	大广高速黄石至通山段	2008 年	107.00	49.60
8	武汉至咸宁快速通道咸宁段	2009 年 1 月	60.00	3.40
9	汉鄂高速	2009 年 1 月	54.65	31.35
10	宜巴高速	2009 年 7 月	173.00	160.00
11	十房高速	2009 年 11 月	63.93	52.58
12	麻竹高速随州段	2009 年 6 月	84.32	38.00
13	研孝高速	2009 年 12 月	35.00	42.00
14	洪监高速	2009 年 10 月	96.00	77.00
15	咸通高速	2009 年 12 月	48.73	30.00
16	麻竹高速襄樊段	2009 年 12 月	46.53	28.42
17	麻竹高速黄冈段	2009 年 12 月	43.00	18.61
18	麻竹高速大悟段	2009 年 12 月	37.80	20.00
19	谷竹高速公路	2009 年 12 月	226.46	173.90
20	天河机场第二通道	2009 年 12 月	15.56	32.00
21	十白高速	2010 年 3 月	58.30	57.84
22	松滋至石首高速	2010 年	109.40	60.00
23	鄂州至黄冈高速	2010 年	28.60	27.40
24	黄石至咸宁高速	2010 年下半年	93.00	39.60
25	恩施至黔江高速湖北段	2010 年底	107.00	78.30
26	保康至宜昌高速	2010 年底	120.00	49.30
27	麻竹高速襄樊至保康段	2010 年	105.00	70.00
28	陨县至十堰高速	2010 年	69.30	45.58
高速公路合计			2320.39	1479.51
1	荆州至岳阳铁路	2010 年	168.00	114.00
2	武汉至黄冈城际铁路	2009 年 3 月	66.00	93.00
3	武汉至黄石城际铁路	2009 年 3 月	97.00	169.10
4	武汉至咸宁城际铁路	2009 年 3 月	90.00	97.60
5	汉口至孝感城际铁路	2009 年 3 月	61.00	107.20
6	武汉至宜昌铁路	2008 年 9 月	293.10	239.88
7	武汉新港江北铁路	2009 年 9 月	76.40	39.10
8	石家庄至武汉客运专线湖北段	2008 年 10 月	134.00	
9	宁西铁路增建二线	2009 年 12 月		
10	重庆至利川铁路湖北段	2008 年 12 月	26.00	
11	荆沙铁路改扩建			

资料来源：海通证券研究所

2.2 看好湖北地区未来几年水泥需求的增长

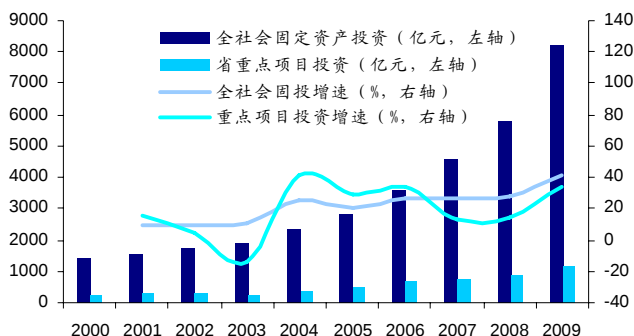
3月22日在湖北省全省重大投资项目新闻发布会上，经过调整的省重大项目库正式亮相。今后，湖北省将投资12多亿元，建设3.7万余个重点项目，投资额相当于湖北省2009年GDP近10倍，交通、能源、城建等基础设施入库项目1780个，总投资3.16万亿元，占省级入库项目投资总规模的30.6%，2012年前开工的共有1.3万项，资金需求约6万亿元。另外，对于巨额资金的来源，省发改委算了一笔账：2009—2012年全省投资来源为5万亿元，分别是：各级财政性资金4300亿元，国内贷款7700亿元，企事业单位自筹32500亿元，利用外资、债券等其它资金5600亿元，其余1万亿投资来源于民间投资。对于如此庞大的投资计划最终落实的可能性我们尚存在很大的疑问，但考虑到湖北省作为中部地区中枢地位，在中西部地区城市化加快、产业转移的背景下，湖北省出台大规模的投资计划对于刺激湖北省固定资产投资保持快速增长却是比较确定的。需要提醒投资者的是，这12万亿仅是重点项目投资，并非全社会固定资产投资，2009年湖北重点项目投资为1146亿，简单假设12万亿投资的三分之一能够在10年内执行，平均每年4000亿，重点项目投资的复合增长率仍能在20%-25%之间。

2009年9月23日，国务院讨论并原则通过《促进中部地区崛起规划》，涉及中部山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南六省。《规划》明确要把人口产业最为密集、基础设施最为完善、发展条件最为优越、增长潜力最为巨大的沿长江、沿京广、沿京九、沿陇海四大经济带和武汉城市圈、中原城市群、长株潭城市群、皖江城市带、环鄱阳湖城市群、太原城市圈六大城市群作为中部崛起的重要增长极加以培育。根据武汉城市圈“两型”社会建设综合配套改革试验区规划，到2020年，武汉城市圈将率先在湖北省和中部地区，实现工业化、城市化和基本现代化；人均GDP接近6万元，提前实现全面建设小康社会目标。城市圈内总人口将达到3340万，其中城镇人口2335万人，城镇化水平70%左右。规划投入总计2万多亿。从2009年新开工的4条城际铁路以及湖北省公开12万亿重点项目库来看，武汉城市圈建设已经进入大规模建设阶段。

从媒体公布的湖北地区铁路建设规划来看，2010年3月10日，铁道部与湖北省政府签署了加快湖北铁路建设发展的会议纪要，湖北地区铁路建设将进入快速发展阶段。截至2009年年底，湖北境内铁路营业里程达3000多公里，按照最新规划，到2020年湖北地区铁路营业里程将达到6000公里。目前，湖北境内宜万铁路、汉宜铁路、石武高铁、渝利铁路等10个项目和武汉至黄石（鄂州）、武汉至孝感、武汉至咸宁、武汉至黄冈4条城际铁路正在加快建设，还有一批规划项目正在加快前期工作。

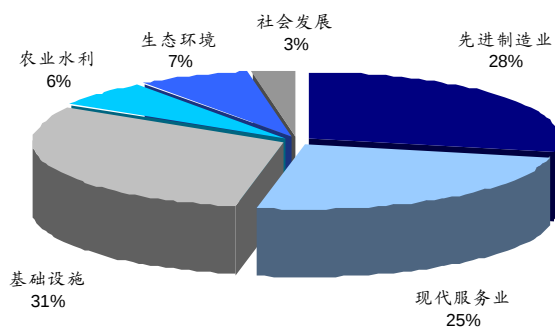
从高速公路建设情况来看，近几年湖北省高速公路建设进入快速发展阶段，截至2009年高速公路里程达3282公里，按照规划2020年高速公路里程将达到6000公里，仍有较大的增长空间。

图 10 2000-2009 年湖北省固定资产投资情况



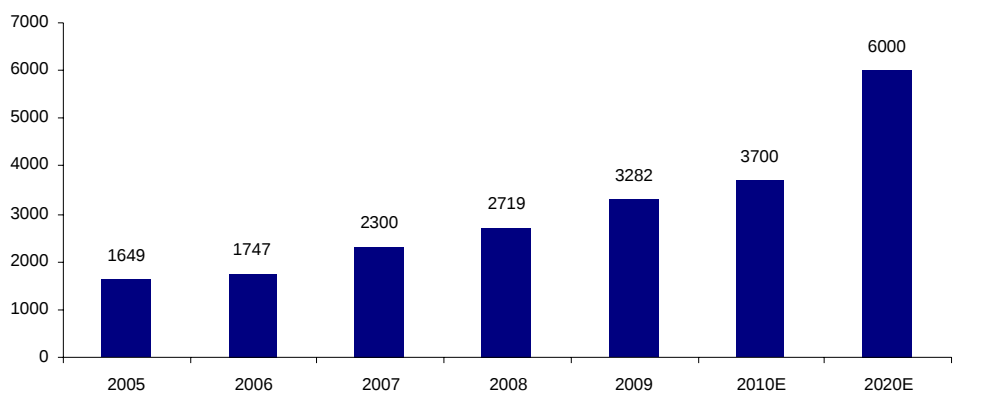
资料来源：数字水泥网、海通证券研究所

图 11 湖北 12 万亿投资计划结构



资料来源：媒体数据整理

图 12 2005-2020 年湖北高速公路里程增长情况（公里）



资料来源：海通证券研究所

2.3 西藏和云南高景气仍将维持，湖南、川渝地区同样面临阶段性产能过剩问题。

在公司所有市场区域中，云南和西藏是盈利最好的两个区域。2009 年公司在云南昭通的一条 4000t/d 熟料生产线实现 1.47 亿净利润，吨水泥利润约 103 元。在西藏的一条 1000t/d 生产线实现了 7400 万利润，吨水泥利润高达 190 元。我们对公司今年在云南和西藏两地的盈利能力保持乐观。云南 2009 年底新型干法水泥产能达 5541 万吨，已超过 2009 年 4868 万吨的水泥产量，主要消费区域产能过剩比较严重。但是昭通地区地理位置比较特殊，受水电站建设的拉动盈利能力较高。公司今年在云南东川和迪庆还有两条生产线投产。东川和迪庆两地市场跟昭通比较相似，竞争环境相对较好，所在区域水电站建设对水泥的需求量较大，预计盈利能力也将不错。公司在西藏地区除了目前已有的一条 1000t/d 熟料线以外，今年 3 月份 2 期一条 2000t/d 的生产线投产。近日公司与西藏天路股份有限公司、西藏高争（集团）有限责任公司、西藏自治区投资有限公司、山南兴业水泥厂签署协议，拟共同投资组建西藏高争建材集团有限公司（西藏建材集团），公司拥有 43% 股权，处于控股地位。未来西藏建材集团将拥有 3 条 2000t/d 生产线和 1 条 1000t/d 生产线，掌控了西藏地区绝大部分市场（2009 年西藏水泥产量 188 万吨，另有部分水泥由甘青两省流入），处于垄断地位。

湖南和川渝两地我们认为面临阶段性的产能过剩。湖南地区截至 2009 年底已投产新型干法水泥产能 5315 万吨，在建生产线熟料产能 2400 万吨，折合水泥产能 3200 万吨。2009 年湖南新型干法熟料产量占总熟料产量的比例为 51.8%。目前湖南尚有约 3200-3400 万吨的落后水泥产能需要淘汰。按 3 年全部淘汰落后产能计算，2010 年可淘汰 1000 多万吨的落后产能，净新增水泥产能 2000 万吨左右，2009 年湖南水泥产量 7661 万吨，供给面的压力较大。公司在湖南已投产和在建的生产线有 4 条，其中株洲、郴州两条 4500t/d 的生产线已于去年 12 月份投产，株洲生产线面临较激烈的竞争，郴州生产线相对较好。川渝地区 2010 年预计将新增新型干法水泥产能 8000 万吨，而 2009 年川渝两地水泥总产量为 1.25 亿吨，预计 2010 年川渝地区水泥产能将出现过剩，行业盈利能力将进一步下滑。公司在四川渠县和万源的两条生产线由于生产线位置前景相对较好，而位于重庆涪陵的生产线会面临较激烈的竞争。

2.4 虽然产能阶段性过剩的压力仍在，但公司今年不乏积极因素。

公司主要市场湖北、湖南、四川、重庆等地今年仍将面临一定的产能压力，湖北相对 2009 年有所好转，但湖南、川渝两地可能面临较大的过剩压力。根据我们的估算，2009 年公司除云南、西藏两地外的其他区域平均吨利润在 10.5 元左右，远低于其他龙头水泥。预计今年受川渝、湖南等地的拖累仍难有明显的起色。但是我们认为公司今年不乏积极的因素：

1) 产销量有望较快增长。公司 2009 年有 5 条熟料生产线投产，其中有 3 条是年底投产，将在 2010 年完全贡献产能。2010 年预计将有 7 条熟料生产线投产，其中已有两条投产，2010 年有效产能将增长 33% 左右，带来水泥销量 30%-35% 的增长。公司 2009 年来自重点工程的签约量达到 1029 万吨，占 2010 年预计销量的 30% 左右，为销量增长提供有力保障。

表 2 2009、2010 年公司新型干法熟料产能投放情况

公司	地点	规模 (t/d)	熟料产能 (万吨)	投产时间及预计
襄樊 2 期	湖北襄樊	4000	130	2009 年 3 月
宜昌秭归	湖北宜昌	4000	130	2009 年 9 月
湖南株洲	湖南株洲	4500	160	2009 年 12 月
湖南郴州	湖南郴州	4500	160	2009 年 12 月
四川渠县	四川达州	4000	160	2009 年 11 月
重庆涪陵	重庆涪陵	5000	160	2010 年 1 月
西藏 2 期	西藏	2000	60	2010 年 3 月
湖南道县	湖南道县	4000	150	2010 年第二季度
云南东川	云南东川	2500	80	2010 年第二季度
四川万源	四川万源	3500	110	2010 年 6 月
华新迪庆	云南香格里拉	2000	60	2010 年第三季度
云南景洪	云南	2500	80	2010 年底

资料来源：公司公告、海通证券研究所

2) 西藏和云南新增产能有望贡献明显的业绩增量。2010 年云南东川 2500t/d、迪庆 2000t/d 生产线预计将在第二、三季度投产，西藏 2 期 2000t/d 生产线已于今年 3 月份投产，这三条线的盈利能力都将会很不错，吨利润将远高于公司平均水平，成为利润增长的主要来源。

3) 余热发电今年有望贡献明显的收益。公司 2010 年大量的余热发电项目将投产产生效益。2009 年公司余热发电量约为 2.7 亿度，预计 2010 年余热发电量将达到 6.8 亿度，按照每度电产生 0.27 元收益计算，2010 年余热发电带来的收益将比 2009 年增加 1.1 亿左右。

4) 混凝土业务发展较快。混凝土和骨料业务是公司实现水泥产业纵向拓展的重要方向。公司 2009 年新增 11 条混凝土生产线，混凝土产能达到 420 万方，2009 年混凝土销量为 107 万方。公司拟建的混凝土产能达 530 万方，预计将于 2010 年、2011 年陆续投产。公司计划 2010 年销售混凝土 176 万方，同比增长 64%。预计 2011 年仍将实现较快增长。混凝土业务的毛利率为 18% 左右，净利率估计在 10% 左右。

5) 金猫减亏。公司位于苏州的金猫水泥公司由于政府拆迁的需要而将股权转让与政府。公司拥有金猫 51% 的股份，本次股权转让预期将产生 2.08 亿投资收益（报表中体现 5000 万）。同时，2009 年金猫公司亏损 5279 万元，转让后今年将减亏 2500-3000 万。

6) 京兰违约金收益。公司今年 3 月 2 日公告，公司拟收购湖北京兰水泥，但由于京兰水泥提出中止相关合作协议的履行，故收购中止，京兰水泥支付给公司 2000 万元违约补偿金。

7) 主要市场吨利润处于低谷，向上弹性较大。公司除云南、西藏以外的其他市场 2009 年吨利润约 10 元左右，处于行业中下水平，相比 2008 年同比减少 5 元左右，主要是由于湖北地区 2009 年新型干法产能投放压力过大的原因。2010 年随着新增产能的减少、余热发电的投产，吨利润有向好的趋势，特别是 2011 年由于国家严控产能效用的显现，主要市场盈利能力有望明显回升。

3. 环保业务有望成为公司明年的亮点

在大股东 Holcim 的支持下，公司近两年来加大了对环保事业的投入，将可替代原燃料（AFR）与水泥窑协同处理垃圾、废弃物事业纳入战略规划。2008 年，金猫和宜昌子公司城市污泥试烧业务的开展、武穴公司试烧处理杜邦人造大理石飞灰、湖北省环保局批准公司利用水泥窑协同处置十余类危险废物料、同农业部签订处置废弃农药合同等 AFR 项目的开展，表明公司在环保事业上开始起步。目前，公司建成了具有世界先进水平的水泥窑协同处理环保技术实验室，公司水泥窑协同处理技术的危险废弃物排放指标均低于国家排放标准，且多项指标低于国际排放标准。2010 年，公司将扩建武穴水泥窑协同处理环保预处理工厂，可形成处置市政生活垃圾能力 10 万吨/年，成为国内首个采用第三代技术的预处理市政生活垃圾的工厂，可解决 30 万城市人口的生活垃圾的环保型处理，具有良好的社会效益和可观的经济效益。

目前，城市垃圾处理有三种主要方式：1）填埋。垃圾填埋是普遍采用的处理方法。因为该方法简单、投资少，可以处理所有种类的垃圾，所以世界各国广泛沿用这一方法。从无控制的填埋，发展到卫生填埋，包括滤沥循环填埋、压缩垃圾填埋、破碎垃圾填埋等。2）堆肥。堆肥是我国、印度等国家处理垃圾、粪便、制取农肥的最古老技术，也是当今世界各国均有利用的一种方法。堆肥是使垃圾、粪便中的有机物，在微生物作用下，进行生物化学反应，最后形成一种类似腐殖质土壤的物质，用作肥料或改良土壤。堆肥技术的工艺比较简单，适合于易腐、有机质含量较高的垃圾处理，可对垃圾中的部分组分进行回收利用，且处理相同质量垃圾的投资比单纯的焚烧处理大大降低。3）焚烧。焚烧是指垃圾中的可燃物在焚烧炉中与氧进行化学反应，通过焚烧可以使可燃性固体废物氧化分解，达到去除毒性、回收能量及获得副产品的目的。几乎所有的有机性废物都可以用焚烧法处理。对于无机-有机混合性固体废物，如果有机物是有毒有害物质，一般也最好采用焚烧法处理，焚烧法适用于处理可燃物较多的垃圾。

三种处理方法中，填埋是我国目前普遍采用的方式，占垃圾处理量的 80%以上，但由于这种方式占用土地，且产生空气、地下水污染等，随着城市垃圾量的不断增加，发展其他处理方式成为必然。垃圾焚烧发电是发达国家上个世纪 70 年代发展起来的垃圾处理技术，属于第二代垃圾处理技术，目前我国开始流行。传统的垃圾焚烧会产生二噁英，这也是很多项目遭到当地居民强烈反对的原因。

表 3 2008 年我国城市垃圾各种处理方式的比例

处理方式	设市城市	设县城市
填埋	80.30%	93.80%
焚烧	15.50%	1.90%
堆肥	3.50%	2.80%
其他	0.70%	1.50%

资料来源：《我国生活垃圾处理现状分析及对策建议》、海通证券研究所

表 4 水泥工业替代原燃料（AFR）在各国应用

国家	AFR 替代热能的比例（%）	统计年份
法国	32	2003
德国	35	2002
挪威	45	2003
瑞士	47	2002
美国	25	2003

资料来源：《水泥生产过程协同处理废物指南》、海通证券研究所

公司在武穴的垃圾处理厂采用的技术（AFR）属于第三代垃圾处理技术。第三代垃圾处理技术在二噁英等有害气体排放方面优于第二代技术。从公开资料披露的信息来看，可替代原燃料（AFR）技术在欧美等发达国家已经成功运用 20 多年，是一项十分成熟的技术。在欧洲，目前已经没有烧单一燃料的水泥厂。欧盟国家水泥工业替代燃料的比例平均已经达到 30%的水平。德国去年已经平均达到 50%的水平，个别水泥厂替代燃料的比例达到 75%。中国水泥工业在 AFR 应用方面有一定的潜力。

我们认为，AFR 能否在水泥工业获得成功地运用并产生经济效益，取决于以下几点：

1) 政府补贴的力度。传统的垃圾焚烧发电获得收益的来源有两个：一是政府的补贴收入，二是所发电量上网的销售收入。与垃圾发电的盈利模式相似，水泥工业的 AFR 也是一方面靠政府补贴，另一方面靠垃圾处理后获得替代原材料和燃料以节约成本。目前由于各个地方政府财力的不一样，对于垃圾处理的补贴力度不一，

2) 垃圾分类的普及程度。垃圾由于水分不一样，组份不一样，其热值有较大区别，应用于水泥窑替代燃料的效果就不一样。另外，由于某些垃圾，比如电池、电子金属碎片、具有放射性的垃圾等会产生二次污染或安全等问题，所以 AFR 所用的垃圾需要是分类的垃圾，那种完全未分类的垃圾理论上是不能使用的。实际上这也是我们国家垃圾焚烧发电未能快速推广的很重要原因之一。国外的垃圾分类比较成熟，所以其垃圾焚烧普及率较高。

3) 人们对于 AFR 的正确认识。由于垃圾焚烧发电会产生二噁英这种有毒气体，所以国内很多垃圾发电项目在上马过程中遭到周围群众的强烈反对，导致很多项目搁浅。AFR 技术属于第三代垃圾处理技术范畴，虽然其产生二次污染的程度要比第二代垃圾处理技术小，但能否被人们认识和接受仍然存在不确定性。

公司武穴的 AFR 项目将于今年年底建成，明年应该就能够见到效益。由于这个项目是公司在 AFR 领域的第一个示范性的项目，预计该项目的盈利水平会比较不错，该项目顺利投产后我们预计公司将在其已有生产线上快速复制，当然由于生产线所处的地方差异较大，能否顺利复制还要看政府的支持力度和当地的垃圾条件。

4. 定向增发有利于改善公司负债结构，于中长期有利

公司于 2009 年 12 月 1 日公告了修改后的增发预案，拟定向增发 1.35 亿股，增发价格不低于 20.49 元。募集资金用于余热发电和混凝土事业的发展。目前该增发方案已通过商务部的审批，尚等待国家发改委的审批。由于目前国家严控过剩产能行业的融资，公司增发方案能否通过审批尚存在不确定性，如果增发成功，将有利于改善目前偏高的资产负债率（63%），有利于后续快速发展。

5. 盈利预测和投资建议

5.1 业绩预测

我们对公司的业绩预测基于以下主要假设条件：

- 1) 根据利润分拆分析，我们判断公司 2009 年云南市场吨利润达 103 元，西藏市场吨利润达 190 元，除上述两个市场以外的其他市场吨平均利润约为 10.5 元。根据我们上面的分析，预计云南和西藏市场在今年仍可维持较高的景气，假设西藏市场今年吨利润为 180 元，明年为 180 元。云南市场今年吨平均利润为 70 元，明年为 60 元。其他市场虽然面临产能压力水泥价格难有起色，且今年一季度价格低迷，但考虑到余热发电和规模效应带来的成本节约，假设今年吨平均利润为 8 元，同比减少 2.5 元左右。由于明年产能压力大幅减小，供需关系有望改善，特别是湖北地区明年供需关系有望好转，假设明年吨平均利润为 10 元。
- 2) 公司生产线能够按照进度投产，不存在由于资金问题而导致的项目延期。
- 3) 煤炭价格保持温和上涨，不出现类似 2008 年的大幅上涨。
- 4) 暂不考虑定向增发给公司带来的影响。

表 5 华新水泥盈利预测假设条件

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
熟料产能（万吨）	1292.00	1577.00	1862.00	2182.00	2912.00	3372.00
水泥销量（万吨）	1587.97	2015.85	2431.00	2693.00	3581.76	4147.56
销量/产能	1.23	1.28	1.31	1.23	1.23	1.23
销售均价（元/吨）	215.55	224.63	246.73	234.00	238.00	245.00
水泥销售收入（万元）	342294.00	452815.00	599801.25	630173.28	852458.88	1016152.20
混凝土销售收入（万元）	3532.61	8999.14	11643.67	28572.81	45716.50	64003.09
其他收入（万元）	10034.39	15196.67	23501.04	31886.85	41452.90	49743.48
营业收入（万元）	355861.00	477010.81	634945.96	690632.94	939628.28	1129898.78
吨成本（元，不含余热发电成本节约部分）	165.24	171.48	196.90	183.54	192.00	198.00
水泥销售成本（万元，不含余热发电成本节约部分）	262396.00	345669.00	478663.20	494273.38	687697.92	821216.88
吨成本（元）	165.24	171.48	196.90	180.82	186.87	191.27
水泥销售成本（万元）	262396.00	345669.00	478663.20	486942.88	669325.50	793310.49
混凝土销售成本（万元）	3080.61	7299.11	10142.37	23182.69	37487.53	52482.54
其他成本（万元）	6467.39	10734.89	14323.71	17933.12	29017.03	34820.44
余热发电量（万度）				27150.00	68046.00	103357.00
单度收益（元）				0.27	0.27	0.27
成本节约（万元）				7330.50	18372.42	27906.39
营业成本（万元）	271944.00	363703.00	503129.29	528058.68	717457.64	852707.07
水泥销售毛利率（%）	23.34	23.66	20.20	22.73	21.48	21.93
混凝土销售毛利率（%）	12.80	18.89	12.89	18.86	18.00	18.00
其他毛利率（%）	35.55	29.36	39.05	43.76	30.00	30.00
综合毛利率（%）	23.58	23.75	20.76	23.54	23.64	24.53
吨毛利（元）	50.31	53.15	49.83	53.19	51.13	53.73

资料来源：海通证券研究所

我们预测公司 2010-2011 年每股收益分别为 1.64 元、2.10 元，按照 5 月 11 日收盘价，对应 2010-2011 年动态市盈率为 10.44 倍、8.16 倍。

表 6 华新水泥盈利预测表

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(万元)	264220.96	355860.22	477010.81	634945.96	690632.94	939628.28	1129898.78
营业成本(万元)	211775.73	271943.94	363704.06	503129.29	528058.68	717457.64	852707.07
毛利率(%)	19.85	23.58	23.75	20.76	23.54	23.64	24.53
营业税金及附加(万元)	1826.21	5010.92	6496.72	7870.00	9429.63	12778.94	15366.62
税金及附加/收入(%)	0.69	1.41	1.36	1.24	1.37	1.36	1.36
销售费用(万元)	18735.30	27695.33	32402.59	34034.12	36285.55	48860.67	57624.84
销售费用率(%)	7.09	7.78	6.79	5.36	5.25	5.20	5.10
管理费用(万元)	16110.25	17422.64	20931.91	25168.21	33526.38	42283.27	49715.55
管理费用率(%)	6.10	4.90	4.39	3.96	4.85	4.50	4.40
财务费用(万元)	11111.22	13949.31	18263.85	18477.74	19281.24	30068.10	36156.76
财务费用率(%)	4.21	3.92	3.83	2.91	2.79	3.20	3.20
资产减值损失(万元)		2476.52	-27.02	73.81	1560.97	1000.00	1000.00
投资净收益(万元)	-123.91	14.60	223.01	55.80	76.62		
营业利润(万元)	4538.34	17376.16	35461.71	46248.60	62567.11	87179.65	117327.93
营业外收入(万元)	1080.81	6503.47	10670.59	13345.88	9694.37	11275.54	10169.09
营业外收入/营业收入(%)	0.41	1.83	2.24	2.10	1.40	1.20	0.90
营业外支出(万元)	569.65	775.36	1250.36	1900.04	601.96	1000.00	1000.00
利润总额(万元)	8137.78	23104.27	44881.93	57694.45	71659.52	97455.19	126497.02
所得税费用(万元)	1070.78	4835.51	10945.24	4200.44	15079.02	20465.59	27829.34
有效所得税率(%)	13.16	20.93	24.39	7.28	21.04	21.00	22.00
净利润(万元)	7067.00	18268.76	33936.70	53494.01	56580.50	76989.60	98667.68
归属母公司所有者净利润(万元)	6207.33	15286.99	29024.52	45997.56	50050.76	66211.05	84854.20
少数股东损益(万元)	859.67	2981.77	4912.17	7496.46	6529.74	10778.54	13813.47
少数股东损益/净利润(%)	12.16	16.32	14.47	14.01	11.54	14.00	14.00
每股收益(元)	0.15	0.38	0.72	1.14	1.24	1.64	2.10

资料来源：海通证券研究所

5.2 估值具有安全边际，维持“买入”评级。

根据聚源数据的一致预期，水泥板块 2010、2011 年平均市盈率为 13.86 倍、11.11 倍，龙头水泥股在 12 倍、10 倍左右。华新水泥目前估值有一定优势。虽然增发会带来估值的上升，但能为后续快速发展提供动力。目前公司吨 EV（取 2010 年的有效水泥产能）为 330 元，接近重置成本（350 元/吨左右）。公司目前 PB 为 1.49 倍，处于行业最低水平。无论从 PE、重置成本还是 PB 来看，公司目前估值水平具有很高的安全边际。考虑到公司主要市场目前暂处盈利的低谷，今明两年有望回升，业绩向上的弹性充足。另外，预计湖北省未来几年重点项目投资将保持较高增速从而带动湖北固定资产投资快速增长，我们维持对公司的“买入”评级，目标价 21.32 元。

表 7 水泥股相对估值（取 5 月 11 日收盘价）

股票名称	PE (x)			PB (x)
	2009	2010E	2011E	
冀东水泥	17.71	12.21	9.19	2.59
江西水泥	43.61	15.86	12.44	2.69
天山股份	16.03	13.60	11.86	4.16
青松建化	35.77	24.43	19.55	5.11
赛马实业	10.25	9.43	7.86	2.21
海螺水泥	16.27	11.81	9.80	1.96
祁连山	14.37	10.83	8.57	2.68
亚泰集团	17.32	12.75	10.05	1.82
塔牌集团	21.50	13.83	10.69	2.37
算术平均	21.43	13.86	11.11	2.84

资料来源：聚源数据

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、金螳螂、东华科技、洪涛股份

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。