

买入 维持
华新水泥（600801）
2010 年 11 月 15 日

迈开区域整合的第一步，盈利能力有望触底回升

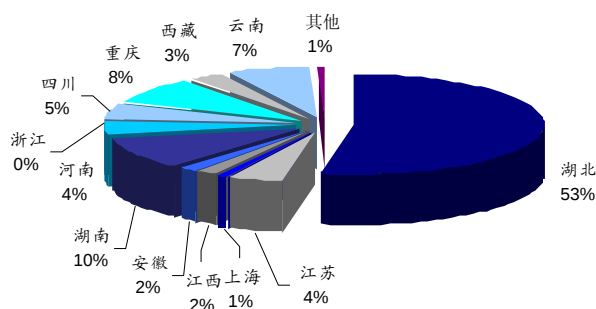
建筑建材行业分析师：蒲世林
SAC 执业证书编号：S0850210080005
pusl@htsec.com
021-23219054

事件。公司 11 月 13 日发布第六届董事会第十次会议决议公告，会议共通过了 6 项议案，其中重要的议案有 3 项：（1）通过关于将公司短期融资券发行计划调整为发行中期票据的议案。公司拟取消续发 6 亿元短期融资券的计划，改为发行不超过 8 亿元的中期票据。（2）通过关于收购房县钻石水泥有限责任公司股权的议案。湖北房县钻石水泥公司拥有 2500t/d 新型干法熟料生产线一条和 60 万吨粉磨能力，公司拟收购其 70% 权益。（3）通过关于收购湖北三源水泥有限公司股权的议案。三源水泥拥有 1500t/d 和 4000t/d 共 2 条新型干法熟料生产线，公司拟收购其 100% 的权益。

点评：

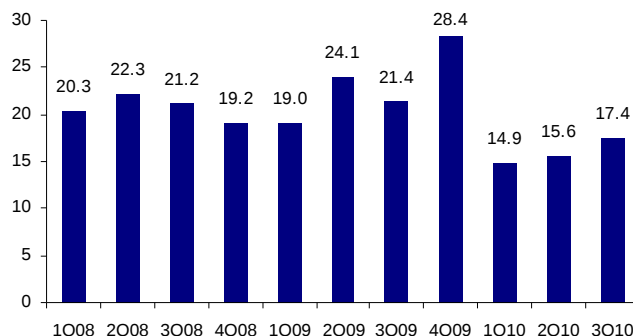
迈开市场整合的第一步，有利于湖北区域盈利能力的提升。自从今年一季度公司收购湖北京兰水泥失败以后，公司如今终于迈开了整合湖北水泥市场的第一步，对于公司来讲具有较大的意义。公司约一半的收入来自湖北市场，湖北市场盈利的好坏对公司业绩起到举足轻重的影响。湖北区域前三季度由于产能集中释放、天气原因以及成本上升的影响毛利率大幅下滑带动公司综合毛利率前三季度同比大幅下滑 5.69 个百分点，导致前三季度净利润同比大幅下滑 70%。我们估计公司湖北区域前三季度的利润贡献为负。第四季度由于全国多个省份限电的影响华东区域、河南等区域水泥价格均出现了大幅上涨从而带动湖北市场水泥价格有所回升，我们估计公司第四季度的毛利率将明显回升，第四季度单季吨毛利料将上升至 60 元左右。虽然此次收购涉及水泥产能仅约 300 万吨左右，但是我们认为不排除公司后续进一步对湖北区域市场进行整合，这将有利的市场集中度的提升和盈利能力的回升。

图 1 1H2010 公司收入分区域比例



资料来源：公司公告、海通证券研究所

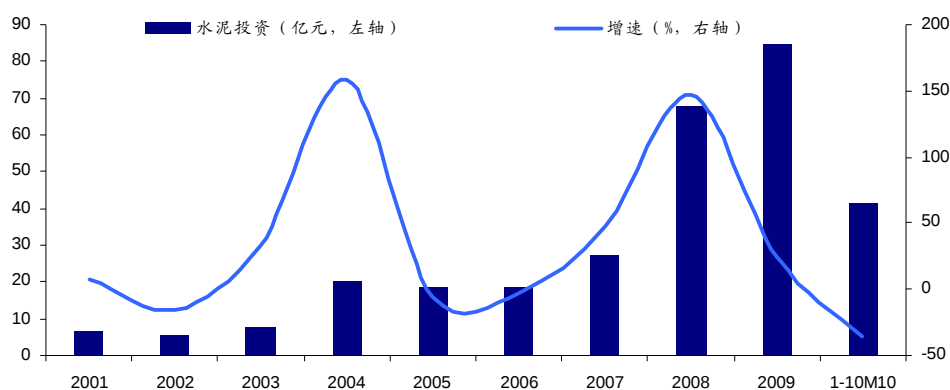
图 2 1Q2008-3Q2010 公司单季度毛利率（%）



资料来源：公司公告、海通证券研究所

湖北水泥投资增速已呈下滑之势，固定资产投资仍保持较高增速。1-10 月份湖北水泥固定资产投资同比增长-36%，为全国最低水平。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，这些产能大部分在 2010 年投产，2011 年投放的新型干法产能将很少，考虑到目前湖北地区还有将近 1000 万吨落后产能，明年产能供给将大大减少。而 1-10 月份湖北固定资产投资同比增长 33%，水泥产量增长 30.5%，需求面保持强劲增长，我们相信随着中部崛起战略的实施、武汉经济圈的建设湖北省 2011 年水泥需求依然将保持较快增长。明年湖北区域供需边际有望明显好转，从而带动公司湖北地区水泥盈利能力的回升。

图 3 2001-10M2010 湖北水泥固定资产投资

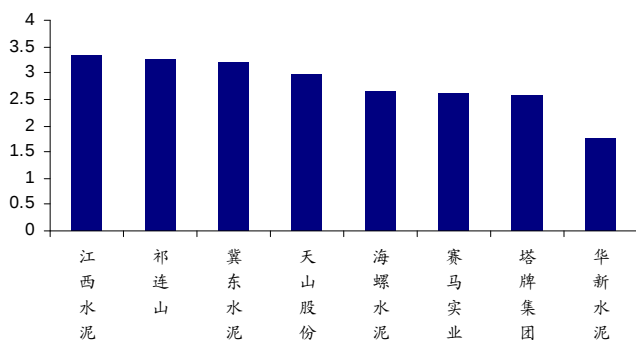


资料来源：数字水泥网、海通证券研究所

非公开增发将改善公司财务状况，提高进一步整合的能力。根据公司最新的非公开增发方案，计划发行不超过 13630 万股，增发价格 20.29 元，募集不超过 19.06 亿元。目前该增发事项尚需获得国家发改委和证监会的批准，我们预计将于明年一季度拿到增发的批文。如果此次增发顺利完成将大大改善公司目前高达 69% 的资产负债率，并提高公司市场整合的资金实力。在增发完成之前，公司已发行和即将发行共 3 期的中期票据解决资金需求，降低负债成本。

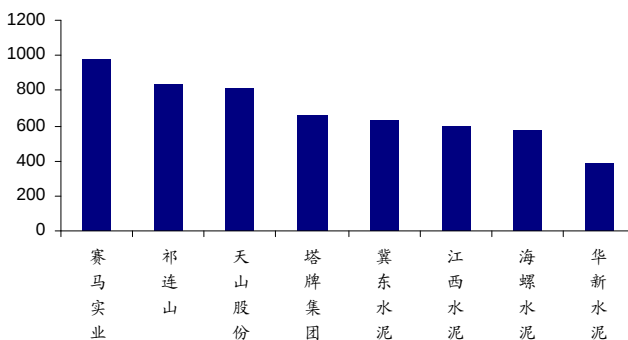
PB 和吨 EV 处于最低水平，安全边际较高，向上弹性较大。从 PB 估值和吨 EV 的比较来看，华新水泥无论 PB 还是吨 EV 水平都处于 A 股上市水泥公司中最低水平，估值安全边际高，目前处于其盈利低点，明年盈利能力有望明显改善，经营性杠杆较高。由于第四季度水泥价格有所回升，我们预计公司第四季度盈利能力有明显回升。根据最新情况我们预测公司 2010-2011 年 EPS（未摊薄）分别为 0.60 元、1.60 元。我们认为公司目前盈利能力处于触底回升的过程中，弹性较足，明年业绩有超预期的可能。维持“买入”评级。

图 4 A 股主要水泥上市公司 PB（最新）比较



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 5 A 股主要水泥上市公司吨 EV 比较（元/吨）



资料来源：公司公告、海通证券研究所

风险提示。（1）供需关系改善程度低于预期。我们认为影响湖北地区明年供需关系有两点关键因素：一是需求增长可能低于预期，二是落后产能淘汰低于预期，这将可能导致湖北明年供需关系改善的程度达不到预期。（2）市场整合效果低于预期。虽然公司已经开始对湖北市场进行整合，但目前的整合力度还不够，如果后续资金缺乏或收购谈判不顺利将使得湖北市场整合效果低于预期，使得盈利能力回升的程度低于预期。

表 1 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	2712.00	3472.00
水泥销量（万吨）	1587.97	2015.85	2431.00	2693.00	3200.16	4166.40
销量/产能	1.23	1.28	1.31	1.23	1.18	1.20
销售均价（元/吨）	215.55	224.63	246.73	234.00	218.00	230.00
水泥销售收入（万元）	342294.00	452815.00	599801.25	630173.28	697634.88	958272.00
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	784804.28	1072018.57
吨成本(元，不含余热发电成本节约部分)	165.24	171.48	196.90	183.54	184.00	186.00
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	588829.44	774950.40
吨成本（元）	165.24	171.48	196.90	180.82	178.26	179.30
水泥销售成本（万元）	262396.00	345669.00	478663.20	486942.88	570457.02	747044.01
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	636961.58	834346.99
水泥销售毛利率（%）	23.34	23.66	20.20	22.73	18.23	22.04
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	18.84	22.17
吨毛利（元）	50.31	53.15	49.83	53.19	39.74	50.70

资料来源：海通证券研究所

表 2 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	784804.28	1072018.57
营业成本(万元)	211775.73	271943.94	363704.06	503129.29	528058.68	636961.58	834346.99
毛利率(%)	19.85	23.58	23.75	20.76	23.54	18.84	22.17
营业税金及附加(万元)	1826.21	5010.92	6496.72	7870.00	9429.63	10673.34	14579.45
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	42379.43	55744.97
销售费用率(%)	7.09	7.78	6.79	5.36	5.25	5.40	5.20
管理费用(万元)	16110.25	17422.64	20931.91	25168.21	33526.38	35316.19	46096.80
管理费用率(%)	6.10	4.90	4.39	3.96	4.85	4.50	4.30
财务费用(万元)	11111.22	13949.31	18263.85	18477.74	19281.24	31392.17	34304.59
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	27081.57	85945.77
营业外收入(万元)	1080.81	6503.47	10670.59	13345.88	9694.37	10202.46	12864.22
营业外收入/营业收入(%)	0.41	1.83	2.24	2.10	1.40	1.30	1.20
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	36284.02	97809.99
所得税费用(万元)	1070.78	4835.51	10945.24	4200.44	15079.02	7982.48	22496.30
有效所得税率(%)	13.16	20.93	24.39	7.28	21.04	22.00	23.00
净利润(万元)	7067.00	18268.76	33936.70	53494.01	56580.50	28301.54	75313.69
归属母公司所有者净利润(万元)	6207.33	15286.99	29024.52	45997.56	50050.76	24339.32	64769.78
少数股东损益(万元)	859.67	2981.77	4912.17	7496.46	6529.74	3962.22	10543.92
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	0.60	1.60

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

蒲世林：建筑建材行业分析师

重点研究上市公司：冀东水泥、海螺水泥、华新水泥、天山股份、赛马实业、亚泰集团、金晶科技

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。

免责声明

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。