

2010-11-27

建材

华新水泥 600801.SH

拐点初现，灰姑娘终将穿上水晶鞋

◇ 推荐理由：湖北行业景气预计持续向上，公司业绩敏感性高，业绩和估值双提升

◆ 1-3 季 EPS0.22 元，单 4 季 EPS 预计 0.99 元，业绩远超预期

8 月始南部地区水泥行业进入年内最旺季、限电执行供给端减法，大区域供求改善，各省价格轮换上涨；主要能源材料（煤炭）价格基本保持稳定；区域内行业盈利能力显著改善。公司 60% 产能和 53% 收入来自湖北，业绩敏感性高！我们预计湖北省水泥行业 4 季度吨水泥利润回复到历史均值 25 元（前 3 季亏损），云南、西藏保持高景气，其他产能覆盖区域景气亦环比回升。综上，我们认为公司 4 季业绩环比非常显著提升，预计销量 930 万吨，单吨利润 43 元，实现净利润约 4 亿元，EPS0.99 元！不排除最终业绩进一步超预期概率！

◆ 供求改善和企业协同增强共同作用促使 4 季湖北水泥价格持续上涨

表面看，4 季度湖北需求旺季，供给端虽湖北未执行限电但受益大区域产品供给持续偏紧是价格上涨的原因；但仅仅因为限电和需求旺季并不足以解释价格涨幅和频率如此超预期！我们认为以下两点是涨价的深层次原因：1、湖北省新增产能冲击动能大幅减弱，供给端在持续改善；2、规模产能释放过程中各企业经过残酷价格竞争挤占市场份额的过程趋于稳定，企业协同效应增强。展望 12 月需求更旺，湖北、湖南等省产品价格相对低位，我们预计后续中部各省存在继续涨价概率！

◆ 看好未来两年湖北省水泥行业景气度持续提高，公司业绩受益程度高

明后两年湖北新增产能冲击动能大幅减弱，测算显示分别为 12.60% 和 4.85%；行业需求仍然保持稳定，我们认为未来两年需求增速分别为 14.50% 和 12.50%。边际角度，需求增速大于供给增速，且呈缺口放大趋势；优势企业市场集中度持续提高改善寡头垄断格局且政府推动省内产业整合；三维指标均向好，看好湖北省水泥行业景气度持续提高！综上，即使我们目前不能轻易判断今年 4 季度就是行业拐点，但拐点必然在 2011 年出现！2011-2012 年湖北省水泥行业景气度将持续攀升！

◆ 盈利预测与投资建议：买入，目标价 35.6 元

4 季度业绩超预期改变市场对其低盈利能力预期；公司吨市值、吨 EV 指标行业内最低反映其目前资产盈利能力低的现状。未来两年我们看好湖北水泥行业景气度提升，云南、西藏高景气保持；从产业资本估值角度尝试估测公司企业价值提升空间，公司吨市值指标向行业平均水平靠拢，市值成长空间为 2.1 倍！

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.21、2.22、3.14 元，考虑 2011 年公司完成增发，假定增发 1 亿股，2011-2012 年 EPS（摊薄后）分别为 1.78、2.52 元，目标价 35.6 元，对应 20 倍 2011 年 PE 水平。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	6,349	6,906	7,836	10,157	13,050
营业收入增长率	33.11%	8.77%	13.46%	29.62%	28.48%
净利润（百万元）	460	501	489	897	1,266
净利润增长率	58.48%	8.81%	-2.36%	83.49%	41.22%
EPS（元）	1.14	1.24	1.21	2.22	3.14
ROE（归属母公司）	11.31%	10.99%	9.85%	15.75%	19.03%
P/E	20	19	19	10	7
P/B	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	14	12	10	7	6

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

上调

买入

当前价格	23.24 元
目标价格	35.60 元
目标期限	12 个月

分析师：

陈浩武（执业证书编号：S0930210040003）

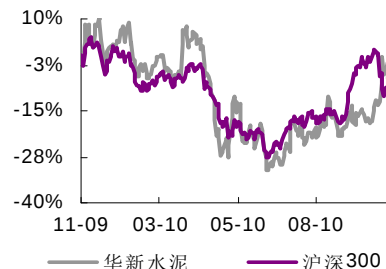
22169050

chenhaowu@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	404
总市值(百万元)	9,380
流通比例(%)	24.04%
12 个月最高/最低(元)	25.87/14.88
近 3 月日均成交量(百万股)	3.24
主要股东	Holchin B.V.

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	27.35	17.82	9.68
绝对收益	20.35	30.92	2.15

相关报告：

图表目录

图 1: 2010 年华新水泥分省份水泥产能占比	3
图 2: 2010 年中期华新水泥分省份收入占比	3
图 3: 华新水泥熟料产能明细一览	3
图 4: 华新水泥营业利润及净利润变化情况- 分报告期	4
图 5: 华新水泥营业利润及净利润变化情况- 分季度	4
图 6: 华新水泥盈利能力变化情况-分报告期	5
图 7: 华新水泥盈利能力变化情况-分季度	5
图 8: 湖北省分报告期水泥行业吨净利运行情况	5
图 9: 湖北省分季度水泥行业吨净利运行情况	6
图 10: 2007-2010 年 E 湖北省水泥行业需求、供给、经营指标一览	6
图 11: 2006 年至今湖北省固定资产投资增速和房地产投资增速一览	7
图 12: 湖北省水泥行业分月度累计产量及增速	7
图 13: 中南地区水泥价格变化情况, 频率: 周	8
图 14: 2007 年至今中南区域水泥产品价格走势-月度	8
图 15: 2007 年至今中南区域煤炭价格走势-月度	8
图 16: 中南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况	9
图 17: 华新水泥 4 季度盈利能力预判-分季度	9
图 18: 华新水泥全年盈利能力预判-分报告期	9
图 19: 湖北省 2002-2012 年 E 固定资产投资增速与房地产投资增速情况一览	10
图 20: 湖北省 2002-2012 年 E 固定资产投资增速与房地产投资增速情况一览	11
图 21: 湖北历年人均消费、人均累计消费指标一览	11
图 22: 浙江历年人均消费、人均累计消费指标一览	11
图 23: 2009-2010 年湖北省水泥熟料产线投放情况跟踪汇总	12
图 24: 湖北省 2001-2011 年 E 水泥行业固定资产投资增速情况一览	13
图 25: 2010-2012 年 E 湖北省水泥行业需求、供给、经营指标预判	13
图 26: 华新水泥分产品录入盈利模型主要指标 (2007-2012E)	14
图 27: 2011 年华新水泥每股收益 (摊薄前) 敏感性测算, 变动指标: 价格、产量	15
图 28: 2011 年华新水泥每股收益 (摊薄后) 敏感性测算, 变动指标: 价格、产量	16
图 29: 水泥行业重点上市公司吨产品市值、吨产品 EV 估值指标比较	16

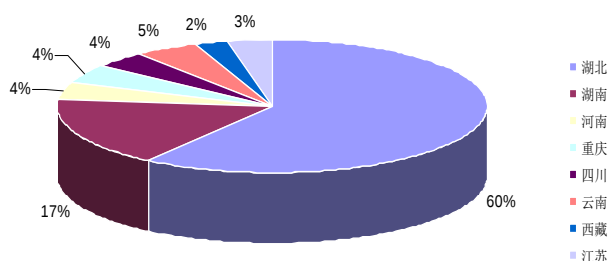
华新水泥湖北收入占比 53%，业绩敏感源

公司位于我国中部湖北省，水泥及熟料产能覆盖湖北、湖南、河南、四川、重庆、云南、西藏等省市自治区。最新财报显示，湖北省销售收入占比 53%，产能占比 60%，我们预计至 2010 年底公司水泥总产能将达到 5200 万吨，其中湖北产能 3000 万吨。

公司水泥产能分布统计很明显可以看出湖北省水泥行业景气程度对公司业绩的敏感程度高！

图 1: 2010 年华新水泥分省份水泥产能占比

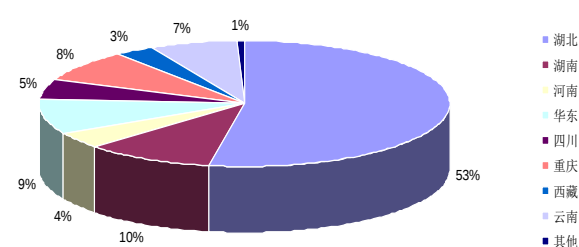
湖北产能占华新水泥总产能的 60%



资料来源：光大证券研究所

图 2: 2010 年中期华新水泥分省份收入占比

2010 年中期公司财报显示湖北占华新水泥收入占比的 53%



资料来源：光大证券研究所

图 3: 华新水泥熟料产能明细一览

公司名称	省份	地区	生产规模 T/D	熟料 万吨	水泥 万吨	投产年月	备注
华新水泥（黄石）有限公司	湖北	黄石	2500	80	100	已投产	4#
华新水泥（黄石）有限公司	湖北	黄石	6000	192	250	已投产	5#
华新水泥（宜昌）有限公司	湖北	宜昌	3500	112	140	已投产	一期
华新水泥（宜昌）有限公司	湖北	宜昌	2500	80	100	已投产	二期
华新水泥（阳新）有限公司	湖北	黄石	6000	192	250	已投产	一期
华新水泥（阳新）有限公司	湖北	黄石	6000	192	250	已投产	二期
华新水泥（恩施）有限公司	湖北	恩施州	2000	64	80	已投产	
华新水泥（武穴）有限公司	湖北	黄冈	6000	192	250	已投产	一期
华新水泥（武穴）有限公司	湖北	黄冈	6000	192	250	已投产	二期
华新水泥（襄樊）有限公司	湖北	襄樊	4000	128	150	已投产	一期
华新赤壁（咸宁）水泥有限公司	湖北	赤壁	4000	128	150	已投产	
华新水泥（西藏）股份有限公司	西藏	山南	1000	32	40	已投产	
华新金猫水泥（苏州）有限公司	江苏	苏州	3500	112	140	已投产	一期
华新金猫水泥（苏州）有限公司	江苏	苏州	3000	96	120	已投产	二期
华新水泥（云南）有限公司	云南	昭通	4000	128	150	已投产	

华新水泥（鹤峰）有限公司	湖北	恩施州	1300	41.6	60	2008-12-15	
华新赤壁（信阳）水泥有限公司	河南	信阳	5000	160	200	2008-6-1	
华新水泥（襄樊）有限公司	湖北	襄樊	4000	128	150	2009-4-1	二期
华新水泥（秭归）有限公司	湖北	宜昌	5000	160	200	2009-7-1	
华新水泥（株洲）有限公司	湖南	株洲	5000	160	200	2009-12-20	
华新水泥（郴州）有限公司	湖南	郴州	5000	160	200	2009-12-5	
华新水泥（重庆）有限公司	重庆	重庆	5000	160	200	2010-1-1	
华新水泥（四川）有限公司	四川	川东	5000	160	200	2009-11-13	
华新水泥（西藏）股份有限公司	西藏	山南	2000	64	80	2010年4月	二期
华新水泥（道县）有限公司	湖南	道县	4000	128	150	2010年8月	
华新水泥（云南）有限公司	云南	东川	2500	80	80	2010年10月	
华新水泥（四川）有限公司	四川	万源	2500	80	100	2010年10月	
华新水泥（邵阳）有限公司	湖南	冷水江	5000	160	200	预计2011年	
华新水泥（云南）有限公司	云南	迪庆	2000	64	80	预计2011年	
华新水泥（云南）有限公司	云南	景洪	2500	80	100	预计2011年	

资料来源：光大证券研究所

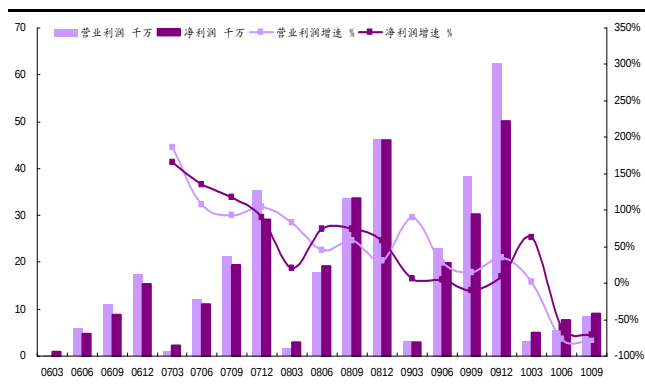
新增产能冲击，前三季湖北亏损拖累公司业绩

2010年1-9月公司实现销售收入52.92亿元，同比增长3.99%，实现归属母公司净利润0.89亿元，同比下降70.42%，每股收益0.22元；水泥吨净利大幅下降到4元，而去年同期吨净利还有16元；

分季度比较，今年2、3季度公司水泥吨净利分别只有4元和1元，呈逐季下降趋势，并且幅度巨大：09年2、3季度公司水泥吨净利还分别有25元和13元。

图 4: 华新水泥营业利润及净利润变化情况- 分报告期

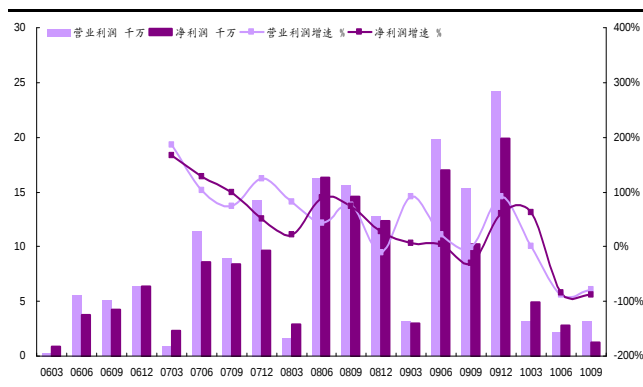
2010年1-9月公司净利润8930万元，同比下降70%



资料来源：光大证券研究所

图 5: 华新水泥营业利润及净利润变化情况- 分季度

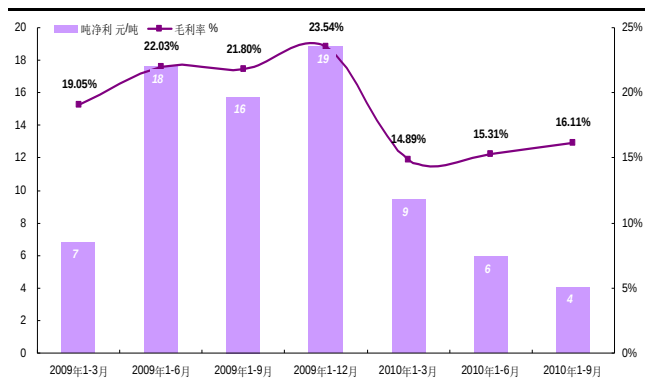
2010年7-9月公司净利润1220万元，同比下降88%



资料来源：光大证券研究所

图 6: 华新水泥盈利能力变化情况-分报告期

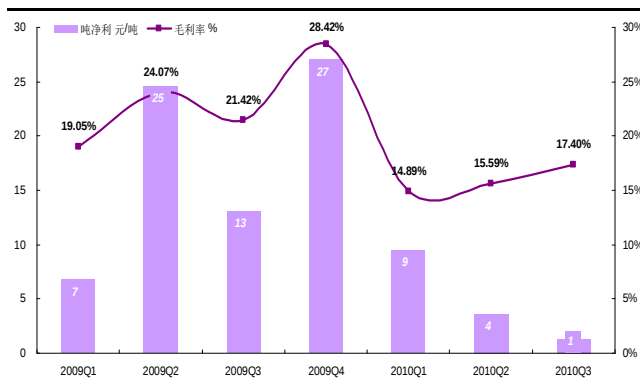
2010 年 1-9 月公司吨净利 4 元, EPS0.22 元



资料来源: 光大证券研究所

图 7: 华新水泥盈利能力变化情况-分季度

2010 年 7-9 月公司吨净利 1.4 元, EPS0.03 元



资料来源: 光大证券研究所

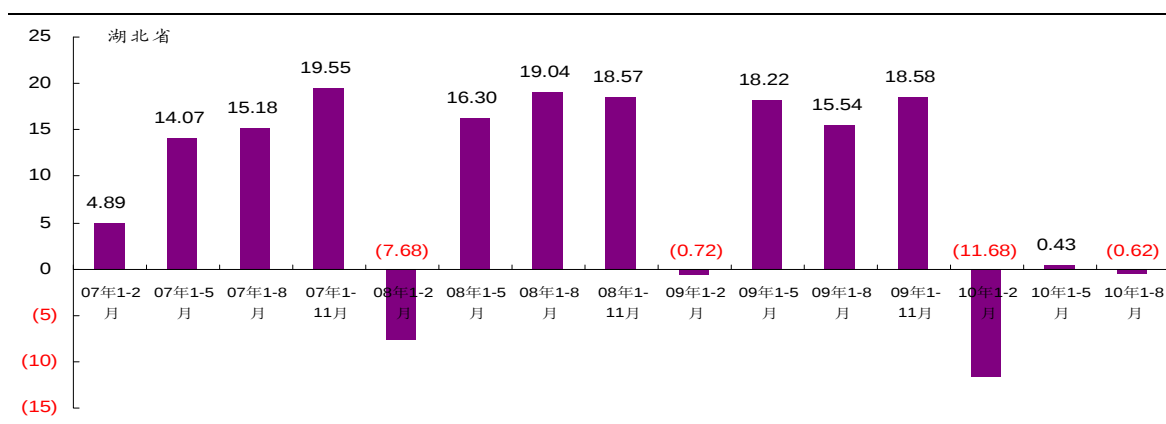
湖北全行业亏损是公司业绩前 3 季大幅下滑的主要原因

结合我们对全国各省市水泥行业经营情况的跟踪图谱显示, 公司产能占比 60%, 收入占比 53% 的湖北地区全行业亏损是华新水泥业绩在前 3 季度大幅下滑的主要原因!

2010 年 1-8 月湖北省水泥行业在产量增速 30.50% 的背景下, 收入增速只有 19.86%, 产品价格同比是下降的; 报告期内全行业实现利润为 -3300 万元 (09 年 1-8 月实现利润 7.07 亿元), 吨水泥利润 -0.62 元; 其中, 6-8 月全行业亏损 4800 万元, 吨水泥利润 -2.57 元。

图 8: 湖北省分报告期水泥行业吨净利运行情况

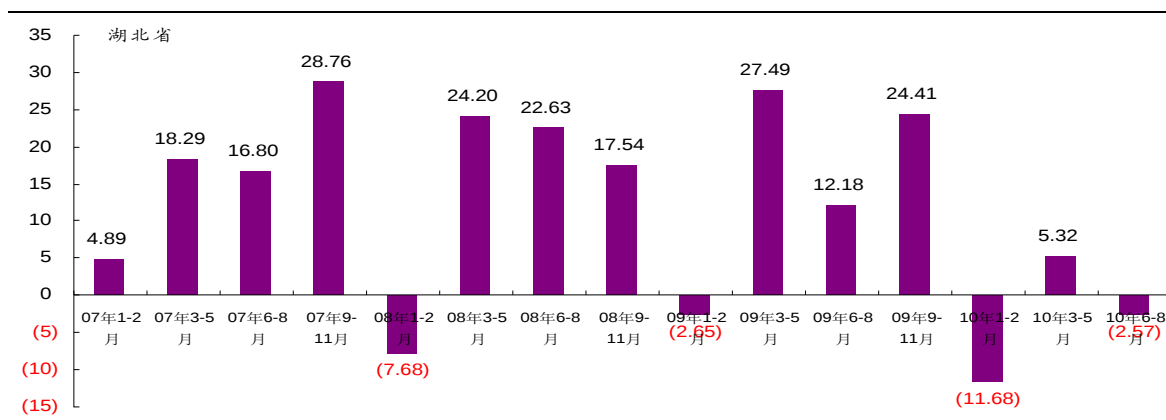
虽水泥需求高位稳定, 但新增产能冲击动能强, 湖北省水泥行业 2010 年景气大幅下降, 1-8 月单吨亏损 0.62 元



资料来源: 数字水泥、光大证券研究所

图 9：湖北省分季度水泥行业吨净利运行情况

虽省内水泥需求高位稳定，但新增产能冲击动能强，湖北省水泥行业 2010 年景气大幅下降，6-8 月单吨亏损 2.57 元



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

新增产能冲击严重是湖北行业景气大幅下降的主因

图 10 显示湖北省水泥行业近几年来需求端保持高位稳定，今年我们预期固定资产投资增速和房地产投资增速仍然有 30%和 36%；但由于湖北水泥行业投资自 08 年起持续高增长，2008-2009 年湖北省新增水泥产能投放分别为 2002、2500 万吨，新增产能冲击动能（=当年新增产能/当年水泥产量）分别为 32.45%和 35.74%；高需求高供给格局下湖北省水泥产量持续高增：2010 年 1-10 月水泥产量累计 7063 万吨，同比增长 30.5%，考虑去年底高基数原因我们预期全年增速 25%；

一般行业经验以水泥产量增速近似等于需求增速，严格意义上产量增速是由产品供给和需求两维指标共同决定，我们将其定义为表观消费增速；而需求增速是在行业景气不变的情况下由需求端指标（固投、房投）引致的真实需求增速。经验模型测算由固定资产投资和房地产投资引致的真实水泥需求增速约 15%，但区域内新增水泥产能冲击严重，表观消费增速达到 25%，行业景气从而大幅下降。

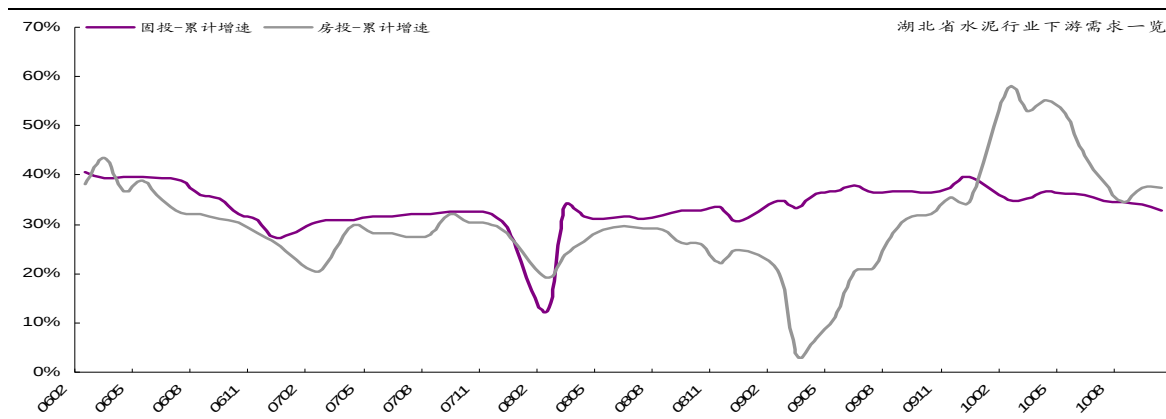
图 10：2007-2010 年 E 湖北省水泥行业需求、供给、经营指标一览

指标名称		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E
需求指标	固投增速 %	29.30%	30.70%	39.50%	30.00%
	房投增速 %	28.10%	24.90%	34.50%	36.00%
	行业投资增速 %	42.10%	146.20%	24.70%	-38.00%
供给指标	新增产能 万吨		2,003.00	2,500.00	1,100.00
	新增动能冲击 %			32.45%	35.74%
	水泥产量增速 %	12.40%	15.91%	17.64%	25.00%

资料来源：光大证券研究所

图 11: 2006 年至今湖北省固定资产投资增速和房地产投资增速一览

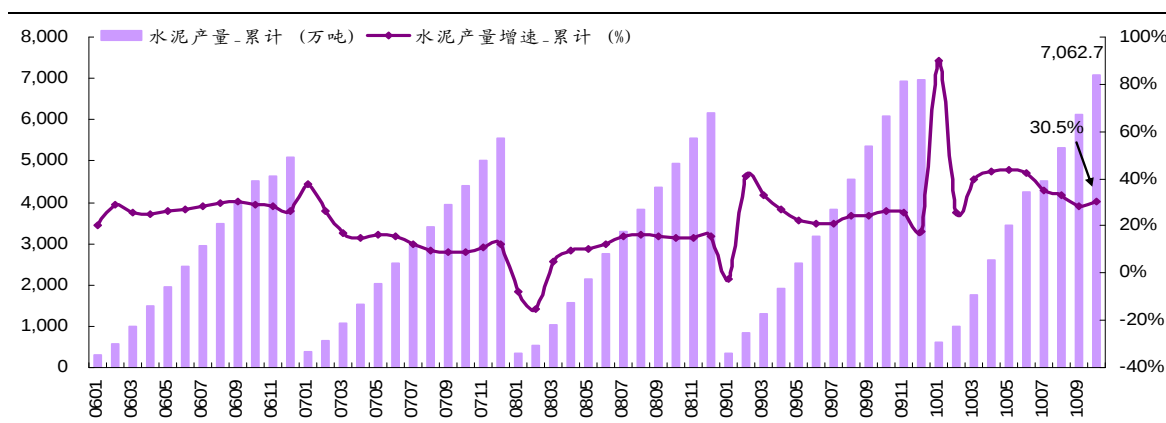
2010 年 1-10 月湖北省固定资产投资增速 32.9%，房地产投资增速 37.4%，水泥行业需求端仍然保持高位稳定。



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 12: 湖北省水泥行业分月度累计产量及增速

2010 年 1-10 月湖北省水泥产量 7063 万吨，同比增长 30.5%，高供给稳定需求格局下的产量持续高增长！



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

成也湖北，预计 4 季度业绩将远超预期

事件：8 月至今湖北武汉水泥价格累计涨幅 70 元/吨

8 月始，我国南部地区水泥行业需求侧进入年内最旺季，供给侧各省（浙江、江苏、安徽、江西、广西、海南等）先后执行限电政策产品供给端减法，加之南部各省区域联动性较强，价格轮换上涨；

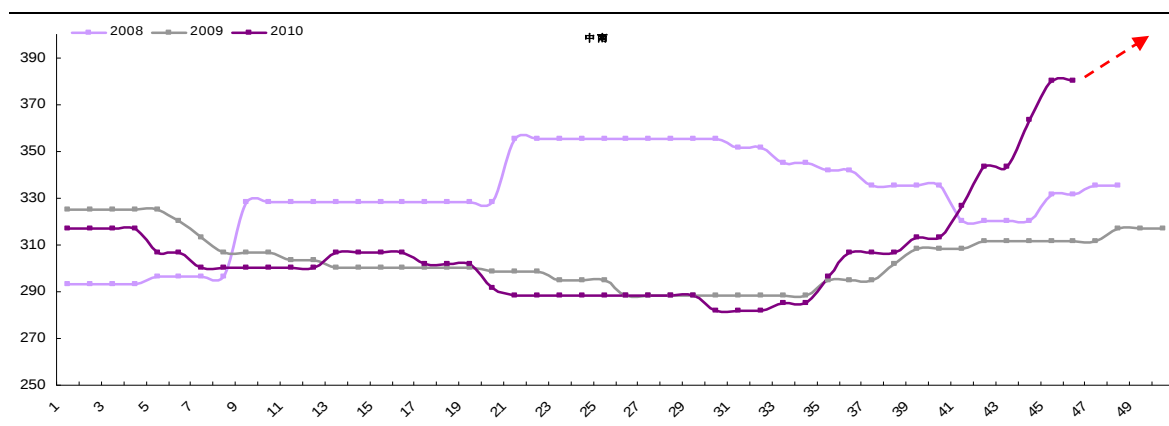
聚焦湖北省，跟踪水泥协会分省份产品价格显示，湖北武汉高标号（PO42.5）水泥价格已由 8 月最低的 300 元/吨提至目前的 370 元/吨，累计涨幅 70 元/吨；同期水泥主要能源材料-煤炭价格基本保持稳定；建立的中南区域水泥价格、煤炭价格分月度运行图谱显示，自 9 月起该

地区行业盈利能力显著改善；

表面看是因为湖北正值需求旺季，供给端虽湖北至今未执行限电，但受益大区域产品供给持续偏紧，水泥及熟料输出改善省内供求格局引致价格上涨；深层次分析，我们认为 1、湖北省连续两年新增产能冲击动能减弱，供给端在持续改善；2、规模产能释放过程中各企业经过残酷价格竞争挤占市场份额的过程已趋于稳定，企业协同效应初起，毕竟企业经营根本目的是经济利益最大化，当市场站稳脚跟时企业是要获取利益的；

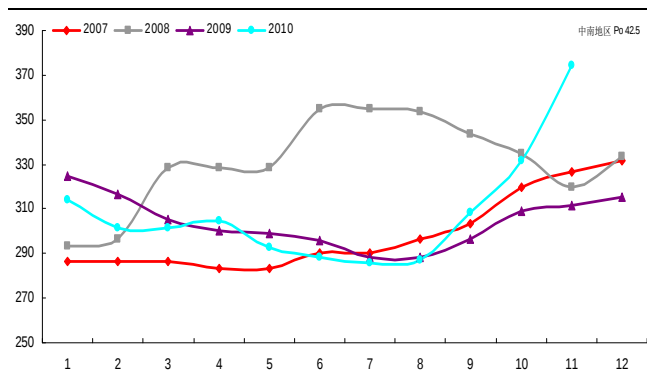
值此我们再次阐述对南部水泥超预期涨价的观点：仅仅因为限电和需求旺季并不足以解释价格涨幅和频率如此超预期的！供给端产能过剩并非市场想象般严重，新增产能冲击动能大幅减弱和行业集中度提高引致企业协同效应增强才是今年 4 季度价格大幅上涨的内在原因！展望 12 月需求更旺，湖北、湖南等省产品价格相对低位，我们预计后续中部各省存在继续涨价概率！

图 13: 中南地区水泥价格变化情况，频率：周



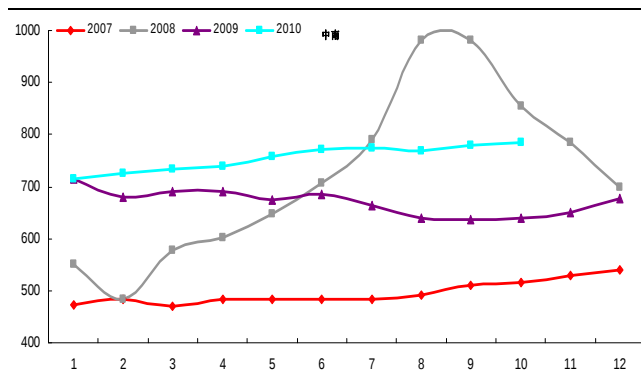
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 14: 2007 年至今中南区域水泥产品价格走势-月度
8 月后中南区域水泥价格持续提高



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 15: 2007 年至今中南区域煤炭价格走势-月度
2010 年至今中南区域煤炭价格走势整体平稳



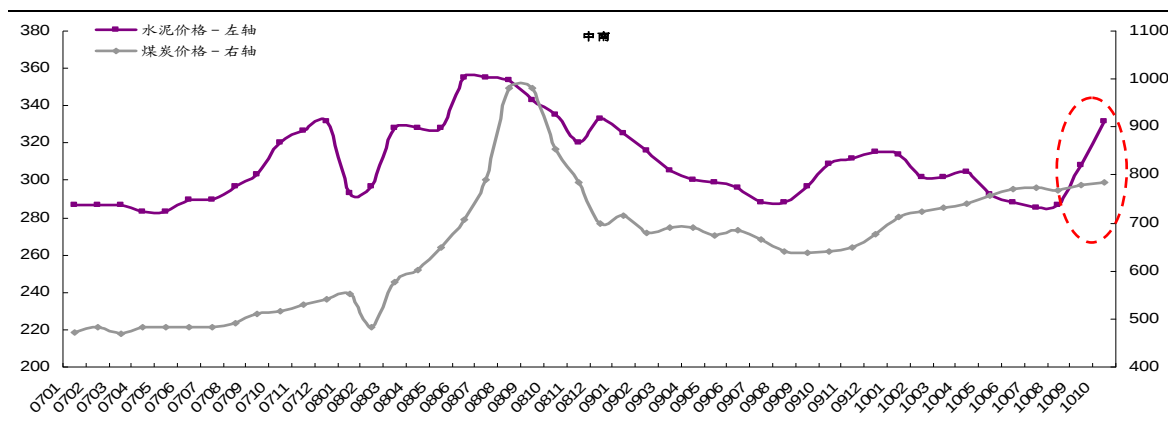
资料来源：数字水泥、光大证券研究所

公司 4 季业绩将远超市场预期，预计单季贡献 EPS1.0 元

我们预计湖北省水泥行业 4 季度单吨产品利润回复到 25 元左右，加之建立的分省份产品价格、成本变动图谱显示，云南、西藏仍保持高景气（09 年公司云南、西藏事业部产品吨净利均在 120 元以上），湖南、四川、重庆、河南等省行业景气亦环比回升；我们预计华新水泥 4 季度水泥销量约为 930 万吨，单吨产品净利润由 3 季度的 1.4 元大幅提高到 43.0 元，单 4 季度贡献净利润约 4 亿元，折合每股收益 0.99 元；进而全年公司单吨产品净利润由前 3 季的 4.05 元迅速提高至 15.6 元，全年实现归属母公司净利润 4.87 亿元，折合每股收益 1.21 元。公司在 4 季度业绩大幅反弹，远超市场预期！

12 月南部地区仍存涨价概率，不排除最终业绩再超我们的预期！

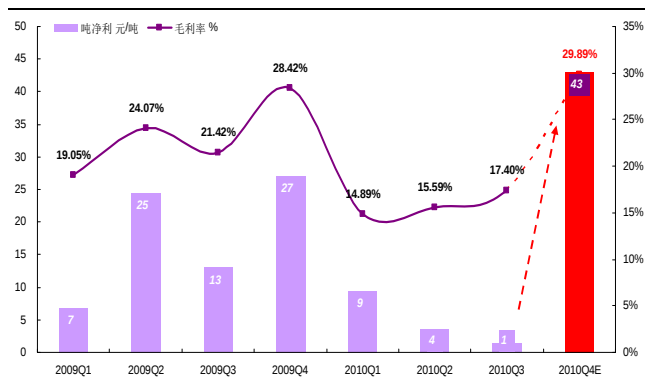
图 16: 中南地区水泥价格、成本年内分月度运行情况



资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 17: 华新水泥 4 季度盈利能力预判-分季度

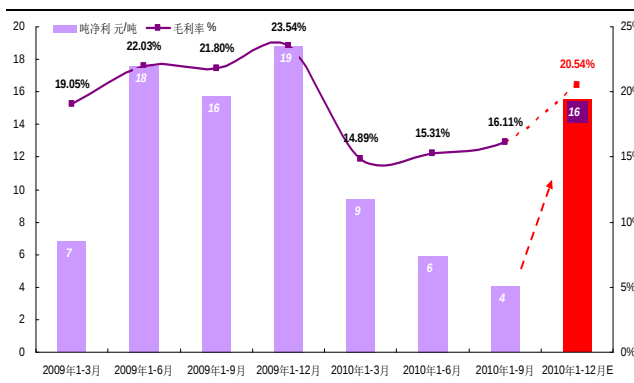
预计 4 季度公司吨净利水平大幅上升至 43 元，EPS0.99 元



资料来源：光大证券研究所

图 18: 华新水泥全年盈利能力预判-分报告期

预计全年公司吨净利水平上升至 16 元，EPS1.21 元



资料来源：光大证券研究所

乐观看待未来两年湖北行业景气持续好转

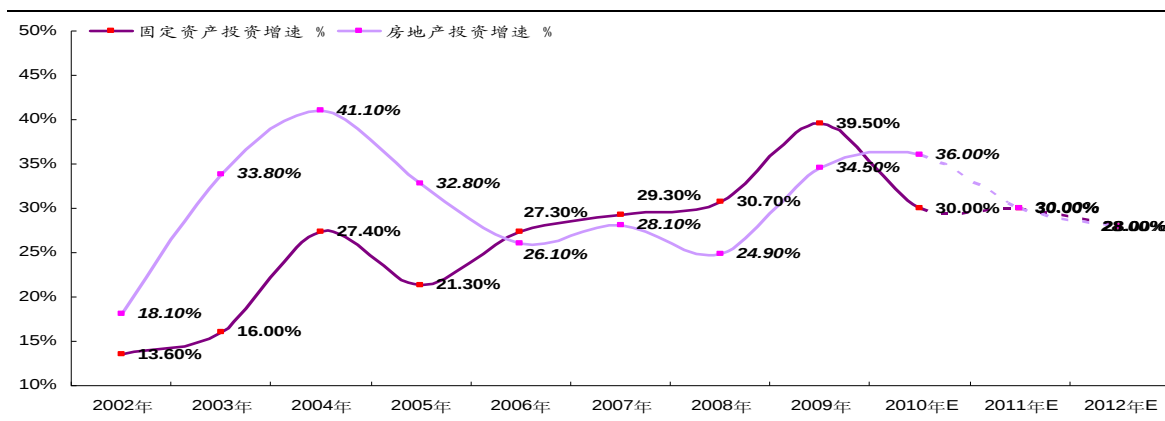
水泥行业景气转换三维指标分别是需求、供给和产业集中度。自 08 年起湖北省水泥行业这三个指标中需求端一直保持稳定,但供给和产业集中度这两个指标负面:行业投资持续高增长,两年产能增加 4500 万吨;葛洲坝和亚东水泥强势扩张水泥版图,改变以前华新一家独大格局。

目前时点看未来两年,我们一一分析这三个指标。**基本观点:**需求端仍然保持稳定,两位数需求增长;供给端,新增供给冲击动能持续减弱,明年下半年始没有新增产能投放,落后产能淘汰供给端做减法;三家优势企业(华新、葛洲坝、亚东)市场集中度持续提高形成寡头垄断格局,同时在省政府推动区域内产业整合过程中华新将显著受益;三维指标都向好,看好未来两年湖北省水泥行业景气度持续提高!

需求侧:我们认为未来两年水泥需求增速 10%以上,保持稳定

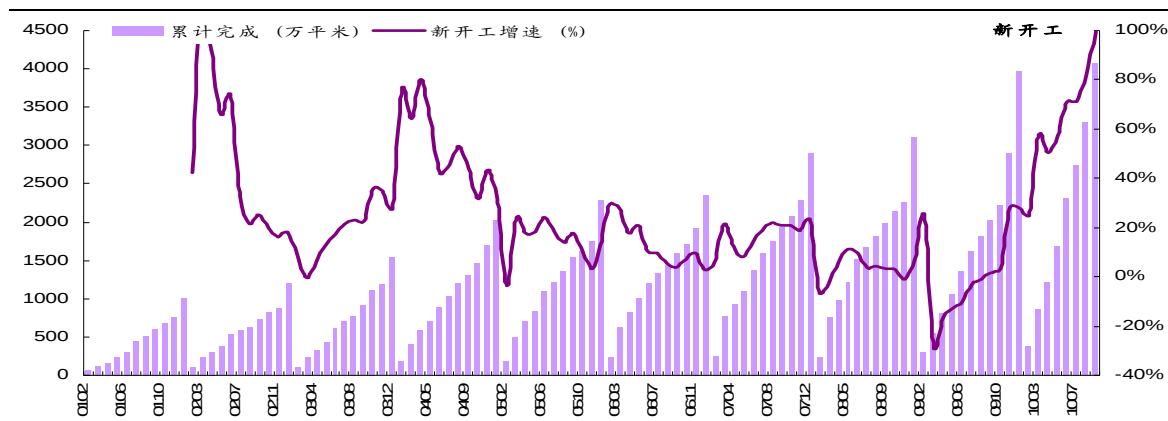
受益于国家“中部崛起”和“武汉大经济圈”政策,近几年里湖北省固定资产投资和房地产投资快速发展,“十一五”期间年增速水平基本保持在 30%以上,引致水泥需求持续两位数增速水平增长。“十二五”期间国家强力执行“中部崛起”和“西部大开发”战略政策,湖北不仅直接受益国家“中部崛起”战略:东部产业向中部转移,而且又正好位于东部经济发达地区和“西部大开发”战略的地缘中心。我们预计 2011-2015 年湖北省固定资产投资和房地产投资增速在 25-30%区间,保持稳定增长格局;利用经验模型测算,认为引致水泥真实需求增速 2011-2012 年分别为 14.5%和 12.5%。

图 19: 湖北省 2002-2012 年 E 固定资产投资增速与房地产投资增速情况一览



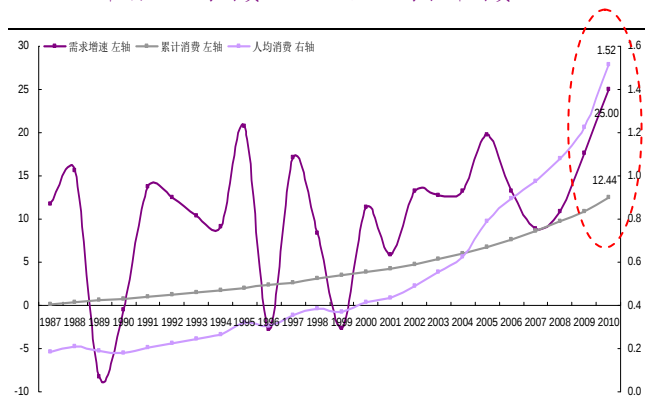
资料来源: WIND、光大证券研究所

图 20: 2010 年 1-9 月湖北省房地产新开工面积增速 99%，预示着 2011 年房地产施工仍将保持高位

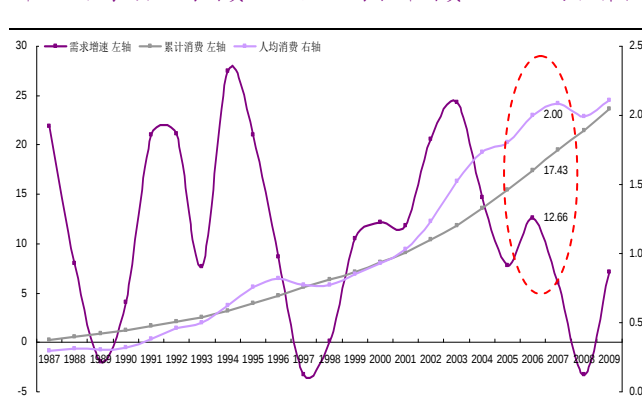


资料来源：WIND、光大证券研究所

或换个角度进一步分析，水泥行业一般利用人均消费水泥和人均累计消费水泥数量作为判断产品需求未来空间的经验指标。我们测算了我国经典省份（浙江、江苏、山东）的人均消费水泥、人均累计消费水泥和产品需求增速的相互关系。以浙江为例，2007 年当人均消费水泥达到 2 吨，人均累计消费水泥达到 17.5 吨后，浙江省水泥需求增速下降到个位数，今年预计增速 6% 左右；而湖北省即使今年产量增速达到 25%，人口考虑不增长，人均水泥消费和人均累计水泥消费才分别为 1.52 吨和 12.44 吨，大幅低于以浙江为例的临界指标！未来两年湖北省水泥行业需求增速保持两位数水平是确定的。

图 21: 湖北历年人均消费、人均累计消费指标一览
至 2010 年湖北人均消费 1.52 吨，人均累计消费 12.44 吨

资料来源：光大证券研究所

图 22: 浙江历年人均消费、人均累计消费指标一览
浙江经验表明人均消费 2 吨，人均累计消费 17.4 吨为临界值

资料来源：光大证券研究所

供给侧：冲击动能减弱，明年下半年后无新增供给

经历一轮行业扩产高峰后，2010 年 1-10 月湖北省水泥行业固定资产投资

资增速为-36%，全年预计在-38%左右。行业高投资对应着水泥产能大幅扩张，统计数据显示，08-09年湖北省分别新增水泥产能2002万吨和2500万吨，冲击动能分别为32.47%和35.74%；

目前时点看未来，2010年截至10月底湖北省新投产5条水泥熟料线（4*5000T/D+1*6000T/D），合计产能约1100万吨；预计至明年上半年还有3条产线（2*5000T/D+1*2500T/D）投产，合计产能约500万吨，新增产能冲击动能持续减弱；

第三，行业景气低迷及国家产业政策要求，湖北省政府和发改委对区域内新增产能一律不予审批，2010年湖北省没有水泥及熟料新开工项目，这意味着2011年中期后湖北省将没有新增水泥及熟料产能的释放！

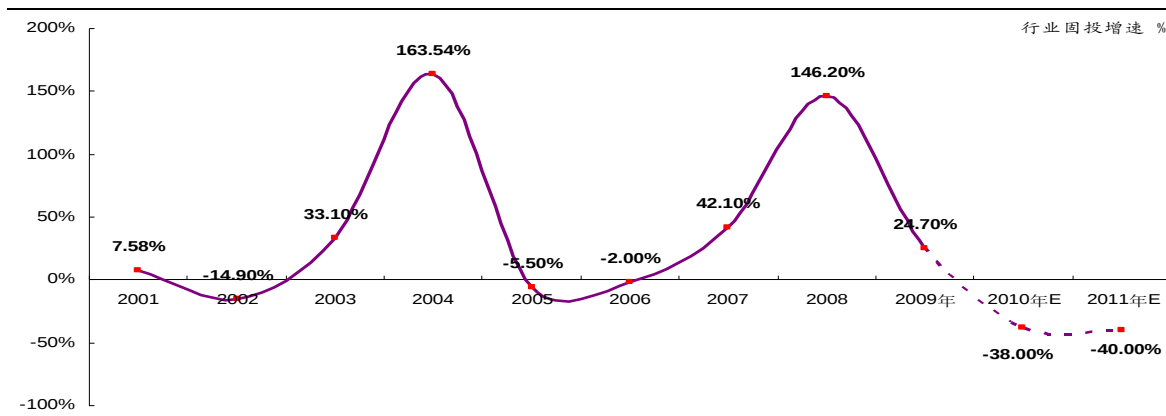
图 23：2009-2010 年湖北省水泥熟料产线投放情况跟踪汇总

	公司主体	项目地点	生产规模 T/D	水泥规模	合计
2009	华新水泥	襄樊南漳	4000	160	2500
	华新水泥	宜昌秭归	5000	200	
	葛洲坝	当阳	5000	200	
	葛洲坝	宜昌	2500	100	
	葛洲坝	襄樊老河口	5000	200	
	葛洲坝	咸宁嘉鱼	5000	200	
	葛洲坝	襄樊宜城	5000	200	
	亚东水泥	武汉新洲区	5000	200	
	京兰集团	十堰郧县	4000	200	
	黄石成美建材	大冶	4000	160	
	恩施腾龙水泥	恩施市	2500	100	
	钻石水泥	十堰房县	2500	100	
	白兆山水泥	孝感市	2500	100	
	瑞城水泥	竹溪县	2500	100	
	武当水泥	十堰郧西	2500	100	
	昌华实业	崇阳县	2500	100	
	金凤建材	恩施来凤	1500	80	
2010	世纪新峰	鄂州	6000	240	1040
	华翔水泥	黄冈	5000	200	
	亚东水泥	黄冈	5000	200	
	亚东水泥	武汉	5000	200	
	京兰集团	京山	5000	200	
2011	亚东水泥	黄石	5000	200	500
	宝峰水泥	黄石	5000	200	
	当地水泥公司	十堰	2500	100	

资料来源：数字水泥、光大证券研究所

图 24: 湖北省 2001-2011 年 E 水泥行业固定资产投资增速情况一览

结合产能跟踪, 预计明年上半年湖北省只有 500 万吨水泥产能新增; 受益国家产业政策, 后续再无新增产能



资料来源: 光大证券研究所

综合未来两年湖北省水泥行业需求和供给前景的判断, 我们给出图 24 以更清晰分析行业景气趋势:

结合行业投资和新增产线逐条跟踪数据表明 2011-2012 年湖北省水泥行业新增产能冲击动能逐年大幅减弱, 数值分别为 12.60%和 4.85%; 需求端水泥行业真实需求仍然保持稳定, 我们认为未来两年需求增速分别为 14.50%和 12.50%; 边际角度, 需求增速大于供给增速, 且呈缺口放大趋势; 综上, 即使我们目前不能轻易判断今年 4 季度就是行业拐点, 但坚信拐点必然在 2011 年出现! 2011-2012 年湖北省水泥行业景气度将持续攀升!

图 25: 2010-2012 年 E 湖北省水泥行业需求、供给、经营指标预判

		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
需求指标	固投增速 %	29.30%	30.70%	39.50%	30.00%	30.00%	28.00%
	房投增速 %	28.10%	24.90%	34.50%	36.00%	30.00%	28.00%
供给指标	行业投资增速 %	42.10%	146.20%	24.70%	-38.00%	-40.00%	0.00%
	新增产能 万吨		2,003.00	2,496.00	1,100.00	500.00	0.00
	新增动能冲击 %			32.47%	35.74%	12.60%	4.85%
	水泥产量增速 %	12.40%	15.91%	17.64%	25.00%	14.50%	12.50%

资料来源: 光大证券研究所

盈利预测与投资建议: 买入, 目标价 35.6 元

4 季度业绩超预期改变市场对其低盈利能力预期; 湖北行业需求增速两位数, 新增产能冲击动能减弱且无新开工产能, 集中度提高改善寡头竞

争垄断格局且政府推动省内产业整合，云南、西藏高景气保持；产业资本估值角度具备很大的投资安全边际。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.21、2.22、3.14 元，考虑 2011 年公司完成增发，假定增发 1 亿股，2011-2012 年 EPS（摊薄后）分别为 1.78、2.52 元，目标价 35.6 元，对应 20 倍 2011 年 PE 水平。

盈利预测

我们看好未来两年湖北省水泥行业景气度持续提升，公司高盈利地区（云南、西藏）产能有序投放。核心假设：2011-2012 年水泥销量增速分别为 20%、25%，水泥价格每年提高幅度 5%，毛利率逐年提高，分别为 23.63%、25.45%；具体假设条件参见图 25。

基于上述假设，我们预计 2010-2012 年公司实现营业收入分别为 78.36、101.56、130.49 亿元，同比增长 13.46%、29.62%、28.48%；预计 2010-2012 年公司实现归属母公司净利润分别为 4.89、8.98、12.68 亿元，同比增长-2.16%、83.35%、41.25%；预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.21 元、2.22 元和 3.14 元；考虑公司 2011 年完成定向增发后股本摊薄影响，假定增发 1 亿股，公司总股本增至 5.04 亿股，则摊薄后公司 2011-2012 年每股收益分别为 1.78 元和 2.52 元。

图 26：华新水泥分产品录入盈利模型主要指标（2007-2012E）

分产品销量数据假设	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
水泥 千吨	20,001	23,453	25,673	30,000	36,000	45,000
熟料 千吨	158	857	1,256	1,300	1,560	2,000
混凝土 万方	36	48	107	182	344	372
分产品销售价格假设	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
水泥 元/吨	225	248	237	225	236	248
熟料 元/吨	182	208	172	180	194	210
混凝土 元/方	252	243	267	272	278	278
分产品盈利能力假设	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
综合毛利率 %	23.8%	20.8%	23.5%	20.6%	23.9%	25.6%
水泥	23.8%	20.4%	23.4%	19.8%	23.6%	25.4%
熟料	7.7%	13.6%	2.9%	6.7%	12.6%	19.0%
混凝土	18.9%	12.9%	18.9%	22.0%	22.0%	22.0%
其他	29.4%	39.1%	43.8%	43.8%	43.8%	43.8%
分产品主营收入测算	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
Σ 百万元	4,770	6,349	6,906	7,836	10,156	13,049
水泥	4,500	5,820	6,085	6,755	8,512	11,171
熟料	29	178	217	234	303	420
混凝土	90	116	286	496	956	1,034
其他	152	235	319	351	386	424
分产品主营成本测算	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
Σ 百万元	3,637	5,031	5,281	6,219	7,728	9,714

水泥	3,430	4,633	4,659	5,417	6,501	8,329
熟料	26	154	210	218	265	340
混凝土	73	101	232	387	745	806
其他	107	143	179	197	217	239
分产品销量增速测算	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
水泥	27.3%	17.3%	9.5%	16.9%	20.0%	25.0%
熟料	-8.2%	443.2%	46.6%	3.5%	20.0%	28.2%
混凝土	n	34.5%	122.9%	70.1%	89.0%	8.1%
分产品收入增速测算	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
综合增速 %	34.0%	33.1%	8.8%	13.5%	29.6%	32.9%
水泥	33.0%	29.3%	4.6%	11.0%	26.0%	31.3%
熟料	-27.7%	521.9%	21.6%	8.0%	29.6%	38.5%
混凝土	n	29.4%	145.4%	73.5%	92.8%	8.1%

资料来源：公司财报、光大证券研究所

业绩敏感性测算

目前时点看我们给出华新水泥未来两年的盈利预测，一般都会产生疑问，是否预测过于乐观。但从模型的角度来看更多说明的是湖北省水泥行业景气度提高对公司业绩增长的敏感程度高！

注意到 2009-2010 年由于湖北省水泥行业景气度持续下行，产能利用率下降。一组数据来看，公司 08 年年报计划 09 年销售水泥及熟料 3359 万吨，而实际销量为 3092 万吨；09 年年报计划今年销售水泥及熟料 3600 万吨，实际全年销量我们预计在 3100 万吨左右；2009-2010 年公司完成计划比率分别为 92.05%、86.11%，逐年下降！

预计公司 2010 年水泥及熟料总产能为 5200 万吨。2011 年云南（1*2000T/D+1*2500T/D）、湖南（1*5000T/D）项目投产，产能 380 万吨；西藏高争项目（2*2000T/D），合计产能 160 万吨；湖北、湖南潜在收购项目，预计公司 2011 年水泥及熟料总产能可达到 6000 万吨。行业景气拐点出现并持续的背景下，产能利用率未来两年将持续提高；

公司业绩敏感源两维指标：价格、产量，假定其他条件不变，图 26、图 27 我们测算了公司不同条件下的 EPS 以证明其业绩高敏感！

图 27：2011 年华新水泥每股收益（摊薄前）敏感性测算，变动指标：价格、产量

EPS 敏感性测算		价格变动					
		-5	0	5	10	15	20
产量增速	10.00%	0.98	1.33	1.67	2.01	2.35	2.69
	20.00%	1.07	1.45	1.82	2.19	2.56	2.93
	25.00%	1.12	1.51	1.89	2.28	2.67	3.06
	30.00%	1.16	1.57	1.97	2.37	2.78	3.18
	35.00%	1.21	1.63	2.05	2.46	2.88	3.30

	40.00%	1.25	1.69	2.12	2.56	2.99	3.42
--	--------	------	------	------	------	------	------

资料来源：光大证券研究所

图 28：2011 年华新水泥每股收益（摊薄后）敏感性测算，变动指标：价格、产量

EPS 敏感性测算		价格变动					
		-5	0	5	10	15	20
产量增速	10.00%	0.79	1.06	1.34	1.61	1.88	2.16
	20.00%	0.86	1.16	1.46	1.76	2.05	2.35
	25.00%	0.90	1.21	1.52	1.83	2.14	2.45
	30.00%	0.93	1.26	1.58	1.90	2.22	2.55
	35.00%	0.97	1.30	1.64	1.97	2.31	2.65
	40.00%	1.00	1.35	1.70	2.05	2.40	2.74

资料来源：光大证券研究所

估值角度看安全边际和提升空间

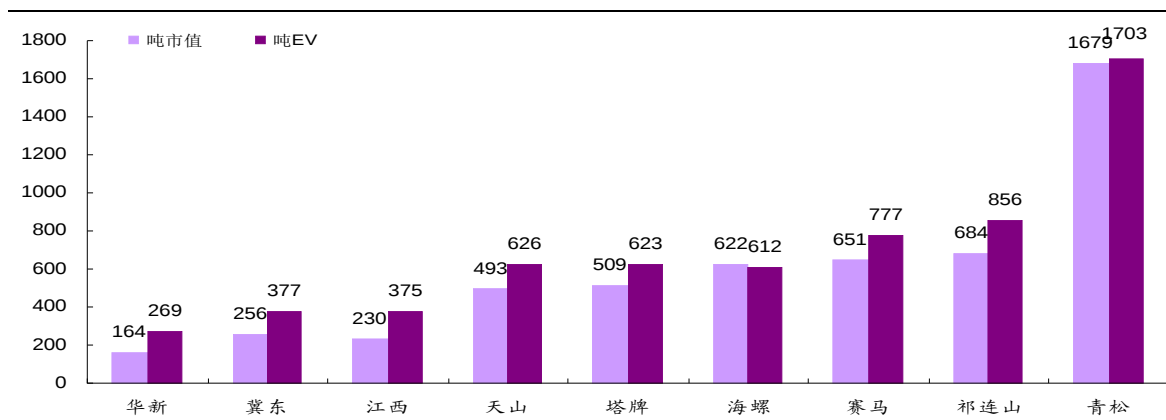
PE 角度，预计公司 2010 年 EPS1.21 元，目前股价对应 PE 水平高于行业平均水平，似乎略高。但公司景气周期底部我们更看重吨产品市值、吨产品 EV 和 PB 等估值指标，因为景气反转成立后未来业绩向上成长性高！

统计行业内重点上市公司吨产品市值、吨产品 EV 等指标，华新水泥产业资本估值水平最低，反映其当前资产盈利水平低引致市场给予其低估值特征，估值角度安全边际大！

运用产业资本估值体系也可以尝试估测公司企业价值提升空间，当湖北景气反转并持续，公司吨市值指标向行业平均水平（塔牌 509 元/吨）靠拢，市值成长空间为 2.1 倍！

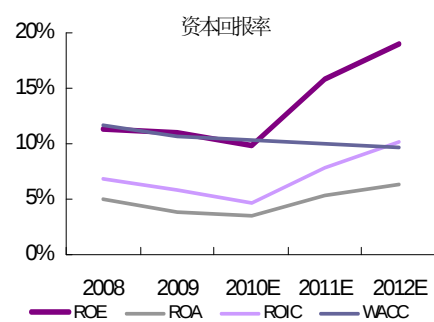
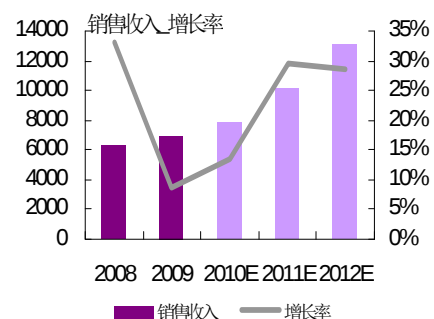
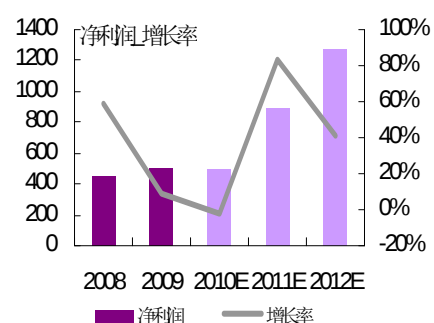
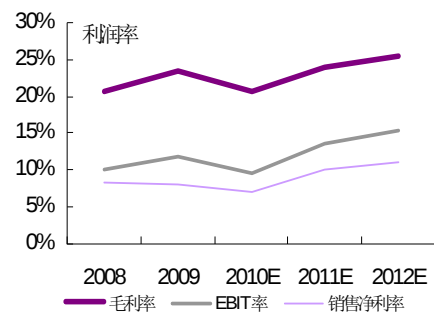
图 29：水泥行业重点上市公司吨产品市值、吨产品 EV 估值指标比较

比较图谱中，清晰表明华新水泥的吨市值、吨 EV 指标为行业内最低水平，反映了目前资产盈利水平低引致低估值特点



资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,349	6,906	7,836	10,157	13,050
营业成本	5,031	5,281	6,219	7,728	9,714
折旧和摊销	452	560	1,001	1,151	1,314
营业税费	79	94	86	102	144
销售费用	340	363	423	518	652
管理费用	252	335	353	427	535
财务费用	185	193	243	307	395
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	60	30	30
营业利润	462	626	566	1,101	1,631
利润总额	577	717	712	1,271	1,822
少数股东损益	75	65	67	120	173
归属母公司净利润	459.98	500.51	488.69	896.70	1,266.31

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	10,716	14,584	16,109	19,150	22,447
流动资产	1,990	2,544	3,275	4,964	6,771
货币资金	987	1,338	1,863	3,194	4,547
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	144	298	298	386	496
应收票据	125	99	157	203	261
其他应收款	66	100	99	118	139
存货	597	629	752	941	1,187
可供出售投资	27	43	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	17	23	26	29
固定资产	5,829	7,354	8,808	10,387	11,965
无形资产	1,064	1,085	1,031	979	930
总负债	5,804	9,196	10,246	12,437	14,599
无息负债	1,898	3,152	3,148	3,739	4,501
有息负债	3,906	6,045	7,098	8,698	10,098
股东权益	4,912	5,388	5,863	6,713	7,847
股本	404	404	404	404	404
公积金	2,661	2,754	2,754	2,754	2,754
未分配利润	1,003	1,398	1,806	2,536	3,497
少数股东权益	845	833	900	1,020	1,193

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,165	1,494	1,594	2,677	3,425
净利润	460	501	489	897	1,266
折旧摊销	452	560	1,001	1,151	1,314
净营运资金增加	913	-946	356	161	185
其他	-660	1,380	-252	468	661
投资活动产生现金流	-2,198	-3,486	-1,799	-2,473	-2,773
净资本支出	2,136	3,411	2,000	2,500	2,800
长期投资变化	0	17	-6	-3	-3
其他资产变化	-4,334	-6,914	-3,793	-4,970	-5,570
融资活动现金流	1,443	2,311	730	1,127	700
股本变化	75	0	0	0	0
债务净变化	284	2,138	1,054	1,600	1,400
无息负债变化	-592	1,254	-3	591	762
净现金流	409	320	525	1,331	1,353

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.11%	8.77%	13.46%	29.62%	28.48%
净利润增长率	58.48%	8.81%	-2.36%	83.49%	41.22%
EBITDA 增长率	18.21%	25.33%	27.05%	44.45%	30.93%
EBIT 增长率	20.87%	26.44%	-8.40%	83.85%	44.94%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	20	19	19	10	7
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	14	12	10	7	6
EV/EBIT	23	21	24	14	10
EV/NOPLAT	25	26	30	17	12
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	2	2	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	20.76%	23.54%	20.63%	23.91%	25.56%
EBITDA 率	17.31%	19.95%	22.33%	24.89%	25.36%
EBIT 率	10.19%	11.84%	9.56%	13.56%	15.30%
税前净利润率	9.09%	10.38%	9.09%	12.51%	13.96%
税后净利润率 (归属母公司)	7.24%	7.25%	6.24%	8.83%	9.70%
ROA	4.99%	3.88%	3.45%	5.31%	6.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.31%	10.99%	9.85%	15.75%	19.03%
经营性 ROIC	6.83%	5.81%	4.71%	7.92%	10.12%
偿债能力					
流动比率	0.54	0.59	1.11	1.41	1.58
速动比率	37.98%	44.79%	85.87%	113.99%	130.13%
归属母公司权益/有息债务	1.04	0.75	0.70	0.65	0.66
有形资产/有息债务	2.44	2.21	2.11	2.08	2.12
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	1.14	1.24	1.21	2.22	3.14
每股红利	0.15	0.20	0.41	0.76	1.07
每股经营现金流	2.89	3.70	3.95	6.63	8.49
每股自由现金流(FCFF)	-4.94	-3.08	-1.90	-1.00	-0.21
每股净资产	10.08	11.29	12.30	14.11	16.49
每股销售收入	15.73	17.11	19.42	25.17	32.33

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

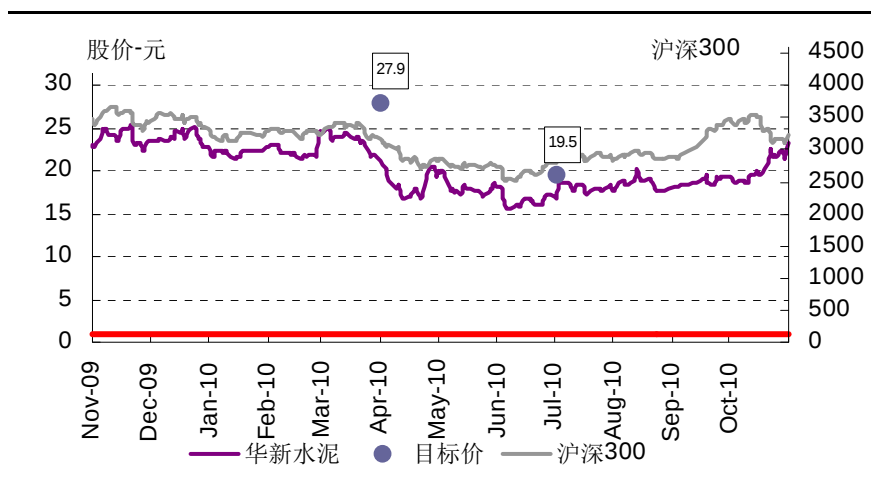
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

华新水泥（600801）

分析师：陈浩武



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-10-19	35.17	-	增持
2007-10-26	35.17	44.84	增持
2008-03-19	24.34	28.80	增持
2008-05-29	24.72	31.00	增持
2008-07-17	18.09	31.00	增持
2008-10-30	9.15	31.00	增持
2010-04-26	21.68	27.90	增持
2010-07-27	17.08	19.50	增持

买入——	增持——	中性——
减持——	卖出——	

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。