

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

复苏的脚步没有停止——华新水泥调研点评

事件描述

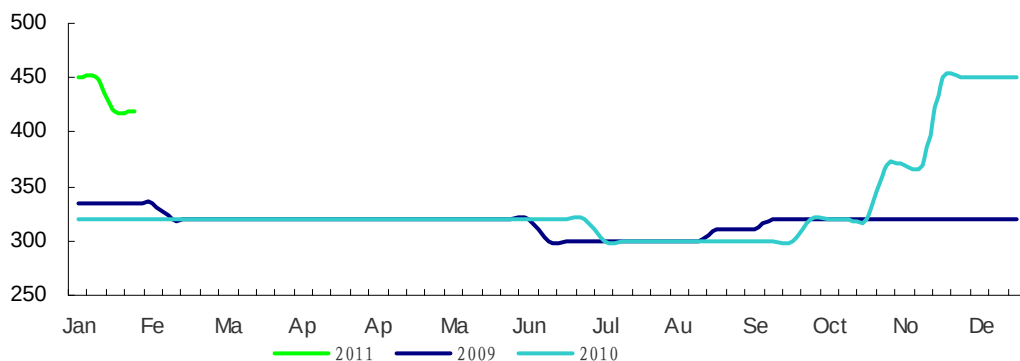
近日我们调研了华新水泥，与公司高管就水泥市场和公司经营情况进行了交流，主要结论如下：

事件评论

第一，2010 年 4 季度价格的上涨根本原因在于区域供需形势的变化

湖北水泥市场 2010 年真实体验了一把“冰火两重天”，以武汉市场 PO42.5 水泥价格为例，1-9 月份一直维持在 300-320 元/吨的低位，从 10 月中旬开始，水泥价格开始给力，节节攀升，从 300 元/吨一路上涨到 450 元/吨。

图 1：武汉 PO42.5 水泥价格



资料来源：数字水泥网 长江证券研究部

市场很多人认为湖北 4 季度水泥价格上涨的主要原因是华东水泥市场受限电扰动熟料短缺，导致湖北省内水泥和熟料转卖到华东地区的比例大幅增加，从而使得当地水泥供需失衡带来价格上涨。

我们认为，4 季度湖北区域水泥价格上涨的根本因素还是在于当地供需关系变化所致。首先，从过往经验来看，湖北和华东市场水泥往来主要体现在安徽和江西部分熟料通过长江输送到鄂东地区，而湖北运往华东区域的水泥和熟料很少，同时，从 2010 年涨价情况来看，湖北和安徽、江西地区基本上是同时提价，不存在谁先谁后，也就不存在因为华东缺水泥价格大涨从而使得湖北水泥大规模运送过去带来湖北水泥短缺价格上涨的因果关系；当然，从后面的涨幅来看，不排除因为华东地区价格大涨从而带动了周边地区的价格涨幅。

其次，2010 年以来湖北地区供需情况的变化值得关注：

- 需求方面，2010 年湖北地区固定资产投资增速始终维持在高位，从 2010 年全年数据来看，湖北排名第七（前面分别为广西、甘肃、宁夏、黑龙江、福建、天津），其实去过武汉等地的人都会真实感受到开工的火热；目前城际轨道交通、地铁、轻轨等基建项目仍然很多，预计 2011-2012 年需求仍将保持较快增长。
- 供给方面，2009 年湖北地区共投产 17 条线，总水泥产能约为 2400 万吨（2008 年新型干法产能 4000 万吨），2010 年合计投产 6 条线，总水泥产能约为 1100-1200 万吨，其中 5 条线集中在上半年投产，下半年投产了 1 条线，目前已无在建生产线。考虑到投产释放周期，2009 年新增产能的释放给 2009、2010 年上半年的湖北市场带来巨大压力，2009 年、2010 年上半年各企业都在为新释放产能争抢市场，从而导致价格维持在低位运行。2010 年下半年随着新增产能消化完毕，各企业经过惨痛厮杀也都行成各自稳定的地盘，旺季的到来，企业涨价补亏意愿强烈，再加上华东地区提价的示范效应，从而提价变成顺水推舟之事。

从 4 季度提价分析可以看出，虽然有限电的催化因素，但是更多的是区域市场在消化完巨额新增产能后，开始步入复苏。

第二，华东限电带来的示范作用也会对湖北水泥行业格局产生影响

我们一直在强调，目前整个水泥行业格局正在发生的一个重要变化：区域集中度的提高和大企业之间协同机制的加强。

实际上，本次限电带来的影响不仅仅是 4 季度华东市场价格和业绩的飚升，而且是行业经营思路企业家思维方式的转变。水泥行业一直习惯于争相上产能、打价格战、抢地盘，通过 2009 年 9 月底的政策约束，目前行业被强制停止新上产能，而 2010 年 4 季度的强行限电使行业认识到约束产量来提高价格而不是一味跑量打价格战带来的利润增长更大，它将促使水泥企业重新思索行业的盈利模式，尤其是在目前行业没有新增产能、大企业已经初步主导区域市场的情况下，行业盈利模式的转变更有意义。

实际上已经有区域对这个问题给出了解答，我们在 2009 年的报告《产能过剩下水泥价格上涨的逻辑》中对此进行了分析。广东市场在这个方面已经走在市场前面。

广东省之前主导大企业有七家：海螺、台泥、华润（广西输入）、越秀、中材、塔牌和光大，经过这两年的收购，越秀集团将越秀水泥转让给华润，台泥收购海螺托管的 3 条水泥生产线，从而目前广东省基本形成华润、台泥、海螺 3 家主导的格局。

由于竞争激烈，2008 年以来，广东省新增水泥产能很少，而从 2008 年下半年开始，台泥率先在珠三角地区限产提价，但是由于其他企业的不配合导致第一年的限产提价失败；2009 年下半年开始珠三角地区实行第二年的联合提价，有了第一年的失败经验，这次提价各大企业配合较成功，再加上西江水运受枯水期影响，珠三角水泥价格从 330 涨到 450，而且在 2010 年 1 季度淡季来临和枯水期恢复后，价格并没有出现大幅回调，一直稳定运营在高位，说明广东地区第二次联合提价非常成功。

企业到底是只为争市场份额，扩大生产及销售量而压低水泥价格导致亏损，还是减少产量来维护或提高吨水泥利润，广东和本次华东的例子已经给出了很好的答案；而目前在没有新增产能的情况下，这种答案更加有现实意义（没有新增产能意味着不存在新的争取市场份额）。

目前湖北市场也已经开始探索大企业间的协同机制！

第三，公司水泥产业的战略重心已经放在整合市场上

目前公司的战略重心已经放在整合区域市场上，目前也已经用实际行动来说明了公司转变。公司在 2010 年行业低迷期做了大量努力，目前已经把房县钻石、京兰三源和金龙水泥三家水泥企业收至麾下，在市场整合上迈出了重要的一步。目前湖北市场已没有新增产能，区域已经到达通过收购提高集中度来整合市场的阶段，我们预期未来公司在湖北市场的整合将加快步伐。

在收购的同时，公司也积极加强和葛洲坝、亚东水泥、京兰水泥的沟通，积极探索大企业之间协同机制。

第四，维持“推荐”评级

我们一直基于业绩超预期的因素，看好华新水泥、海螺水泥、天山股份。

我们认为湖北市场已经走出低谷，步入复苏之路；我们看好公司整合湖北市场的战略，这将带来吨净利的提升；由于公司的每股产量在行业内公司中最大，意味着公司业绩对提价最为敏感，业绩向上的弹性巨大；我们测算 2010-2012 年 EPS 分别为 1.108、2.153、3.123（2011、2012 年按照非公开增发后全年摊薄的股份），对应的 PE 分别为 24.78、12.75、8.79，维持推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6906	8538	12587	15870	货币资金	1338	3002	5189	7851
营业成本	5281	6657	9569	11885	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1626	1882	3017	3985	应收账款	397	491	724	913
% 营业收入	23.5%	22.0%	24.0%	25.1%	存货	629	793	1139	1415
营业税金及附加	94	117	172	217	预付账款	37	47	67	83
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	44	0	0	0
销售费用	363	427	629	794	流动资产合计	2544	4454	7300	10489
% 营业收入	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	43	43	43	43
管理费用	335	384	566	667	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	4.5%	4.5%	4.2%	长期股权投资	17	17	17	17
财务费用	193	276	208	165	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	3.2%	1.7%	1.0%	固定资产合计	10676	10677	10618	10539
资产减值损失	16	4	10	8	无形资产	1085	1140	1192	1144
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	9	9	9	9
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	63	1	2	2
营业利润	626	673	1432	2135	其他非流动资产	146	146	146	146
% 营业收入	9.1%	7.9%	11.4%	13.5%	资产总计	14584	16488	19328	22390
营业外收支	91	130	130	130	短期贷款	1346	0	0	0
利润总额	717	803	1562	2265	应付款项	1871	2359	3390	4209
% 营业收入	10.4%	9.4%	12.4%	14.3%	预收账款	160	198	291	367
所得税费用	151	169	329	477	应付职工薪酬	80	101	145	180
净利润	566	634	1233	1789	应交税费	24	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	500.5	561.1	1090.8	1582.3	其他流动负债	796	994	1433	1776
少数股东损益	65	73	142	206	流动负债合计	4277	3652	5258	6532
EPS (元/股)	1.24	1.11	2.15	3.12	长期借款	4698	4698	4698	4698
现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1494	2066	3122	3485	递延所得税负债	11	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	210	210	210	210
收回现金	1	0	0	0	负债合计	9196	8560	10167	11440
长期股权投资	-81	0	0	0	归属于母公司	4555	7022	8113	9695
无形资产投资	0	-100	-100	0	所有者权益				
固定资产投资	-3411	-585	-626	-659	少数股东权益	833	906	1049	1255
其他	6	0	0	0	股东权益	5388	7928	9161	10950
投资活动现金流净额	-3486	-685	-726	-659	负债及股东权益	14584	16488	19328	22390
债券融资	597	0	0	0	基本指标	2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	5	1906	0	0	EPS	1.240	1.108	2.153	3.123
银行贷款增加 (减少)	2126	-1346	0	0	BVPS	11.29	17.40	20.10	24.02
筹资成本	411	-276	-208	-165	PE	22.14	24.78	12.75	8.79
					PEG	0.47	0.53	0.27	0.19

其他	-828	0	0	0	PB	2.43	1.58	1.37	1.14
筹资活动现金流净额	2311	283	-208	-165	EV/EBITDA	13.55	9.88	5.65	3.49
现金净流量	320	1663	2188	2662	ROE	11.0%	8.0%	13.4%	16.3%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。