

价量齐升，盈利持续向好

——华新水泥(600801)调研简报

核心观点

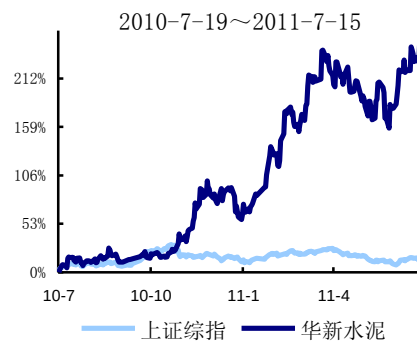
事件：

我们近期对华新水泥进行了调研，与公司战略发展部、财务中心、营销中心等主管进行了交流。

主要观点：

- 1、公司上半年价格和销量同比有较大幅度的增长。上半年公司水泥综合平均价格约为 308 元（不含税），比去年同期上涨了 35%；公司上半年的水泥销量约为 1680-1700 万吨左右，同比增长 28%左右。公司 4-5 月水泥销售量每月达到了 370 万吨左右，由于 6 月份雨季提前到来，水泥销量缩减，但是月销售量也超过了 300 万吨，预计雨季过后水泥产量将会有所增加。通常而言，6, 7, 8 月是湖北地区水泥需求淡季，9 月份进入旺季以后，价量将会环比增长。
- 2、目前湖北省水泥供需状况较好，公司未来将大力发展云南地区。湖北省的水泥产能大约在 9300 万吨左右，约有 1000 万吨的落后产能，今年淘汰的任务为 300 万吨，淘汰完落后产能，湖北省的水泥供需状况将基本平衡。湖北目前在建的水泥生产线仅有两条，新增产能冲击较小，公司产能未来的扩张 90%将以收购兼并的方式进行。公司在云南所处的市场价格保持稳定，是云南省景气度最好的市场，未来几年公司将加大多云南地区的并购整合，目前公司在西双版纳有一条在建生产线，预计今年能够投产。
- 3、公司未来将大力向下游发展混凝土行业和环保行业转变。公司非公开增发已获得证监会的审批，其中有 25 个混凝土搅拌站项目的修建，达产后将增加 560 万方的混凝土产能。目前已在武穴建成了全国水泥行业中最大的危险废弃物处置中心，未来公司将转变业务理念，从简单的提供建材产品转变为提供环保服务和环境保护，将废弃物转变为有用的建材产品的绿色行业。
- 4、盈利预测和投资评级：我们预计公司 2011、2012、2013 年的水泥销量为 4000、4800、5400 万吨，吨毛利分别为 88、95、105 元，EPS 为 1.76、2.46、3.44 元，公司目前的 11 年动态 PE 为 16 倍，给予“推荐-A”投资评级。
- 5、风险提示：固定资产投资低于预期，水泥销量低于预期的风险。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	80720.00
流通A股(万股)	47920.00
52周内股价区间(元)	14.93-56.96
总市值(亿元)	234.09
总资产(亿元)	178.12
每股净资产(元)	12.45
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E	研究员：邹文军
主营业务收入(百万)	8469	13020	16320	21390	电话：010-84183240
同比增速(%)	22.6	53.7	25.3	31.1	Email: zouwenjun@guodu.com
净利润(百万)	660	1653	2308	3224	执业证书编号：S0940510120018
同比增速(%)	14.4	148.5	39.6	39.7	联系人：张婧
EPS(元)	1.42	1.76	2.46	3.44	电话：010-84183227
P/E	20	16	12	8	Email: zhangjingyj@guodu.com

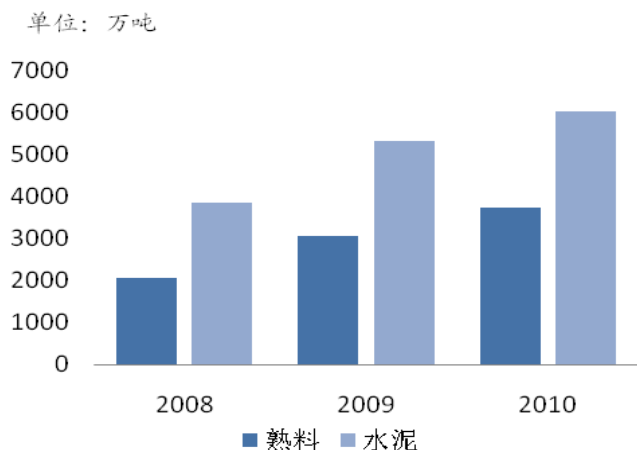
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、公司为湖北省水泥龙头企业，享受区域高景气

公司拥有 34 条新型干法水泥生产线，分布在湖北、湖南、云南、四川、重庆、河南和西藏，其中水泥熟料产能达到 3729 万吨/年，水泥产能达到 6030 万吨/年。目前公司在湖南冷水江和云南西双版纳分别有一条日产 5000 吨的生产线在建和一条 2500t/d 的生产线在建，预计将于 2012 年达产。

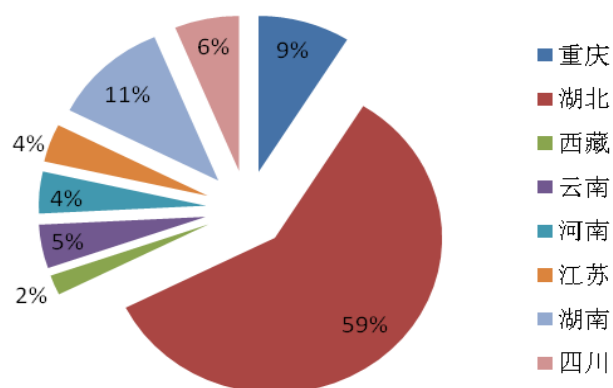
公司近几年来扩张迅速，熟料产能由 2008 年的 2050 万吨增加到 2010 年底的 3729 万吨，水泥产能由 08 年的 3850 万吨增长到 10 年底的 6030 万吨，其中有约 56% 的水泥产能集中在湖北，公司在其他地区都是点状布局，市场占有率不高，公司 2010 年在川渝、湖南等地区大力扩张产能，我们认为未来云南将会是公司重点并购的区域。2010 年由于湖北湖南地区产能严重过剩，价格持续走低，盈利能力较弱，而云南西藏地区景气度高，虽然销量仅占公司的 7%，但却贡献了 41% 的净利润。

图表 1：公司近几年水泥熟料产能扩张情况



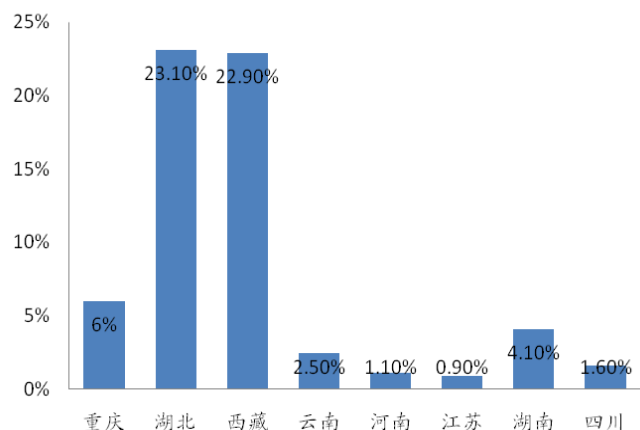
资料来源：公司资料、国都证券

图表 2：2010 年公司水泥销售分部区域情况



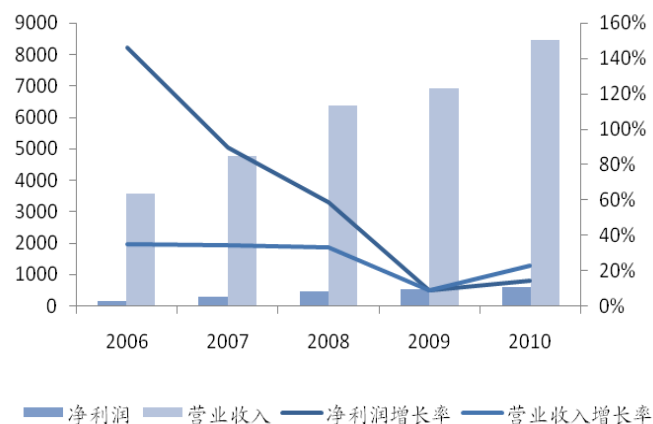
资料来源：公司公告、国都证券

图表 3：公司各区域市场占有率情况



资料来源：公司公告、国都证券

图表 4：公司 2006-2010 年营业收入和净利润增长情况



资料来源：公司公告、国都证券

公司在湖北省市场占有率约为 25%左右，目前在湖北省的熟料产能达到 2180 万吨，水泥产能达到 3375 万吨。由于未来新增生产线审批严格，公司在省内加大了兼并收购的步伐，并取得了巨大的突破：去年年末收购了房县钻石 70%的股权和京兰三源水泥 100%的股权，并在今年 4 月份收购了湖北金龙水泥 80%的股权。目前湖北地区新建生产线较少，公司表示未来整合市场将主要以收购兼并的形式进行。

由于 2009 年湖北省水泥新增产量增加较快，使得水泥的销售价格从 2009 年初以来一直处于比较低的位置，直到 2010 年第四季度华东地区拉闸限电加之湖北省内需求的猛增，水泥价格才开始进入上升通道。根据水泥协会的统计，湖北省目前水泥产能约为 9200 万吨左右，其中落后产能达到 1000 万吨，而去年湖北省水泥需求为 8982 万吨，如果完全淘汰落后产能，湖北省水泥供需将会保持平衡。

图表 5：公司湖北地区产能分布

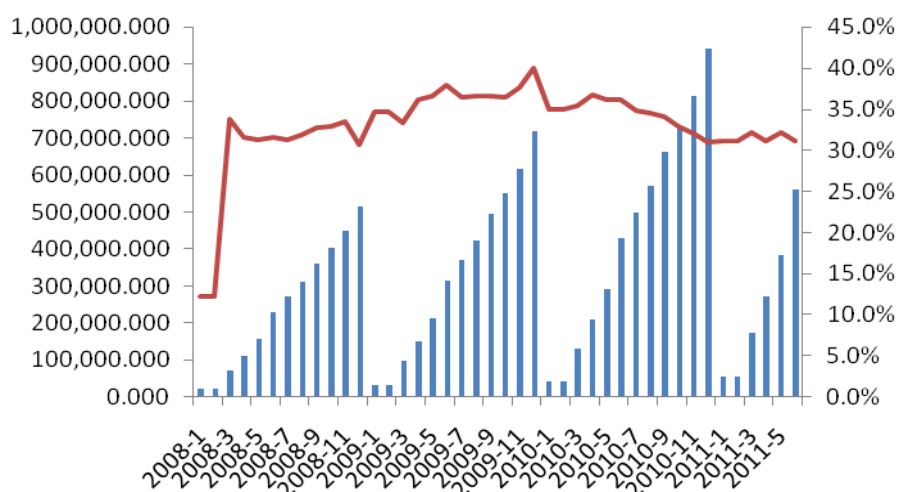


数据来源：公司资料、国都证券

湖北省今年固定资产投资保持在高位，前五个月固定资产投资同比增长了 33.1%，增幅排在全国第七位。其中一季度交通投资额完成了 145.4 亿元，比去年同期增长了 22.02%；但铁路投资资金有所下降，调研了解到，今年公司铁路订单比去年下降较多，其中多个规划的铁路建设项目开工日期均有所推迟，有去年奠基的荆沙铁路目前还没确定开工时间，而武黄城际铁路建设工期也将延长，汉宜城际铁路将从目前在建时速 250 公里降速到 200 公里。但从湖北省“十二五”规划来看，湖北省交通固定投资规模将会比“十一五”翻番，由 1330 亿元增长到 3059 亿元，由此来弥补铁路投资减少导致水泥需求的下降。

湖北房地产今年 1-5 月份开发投资同比增长了 41.7%，依然维持在比较高的增速，水泥产量前 5 个月同比增速为 16.04%，可见湖北省今年的水泥需求依然保持着比较旺盛的态势。

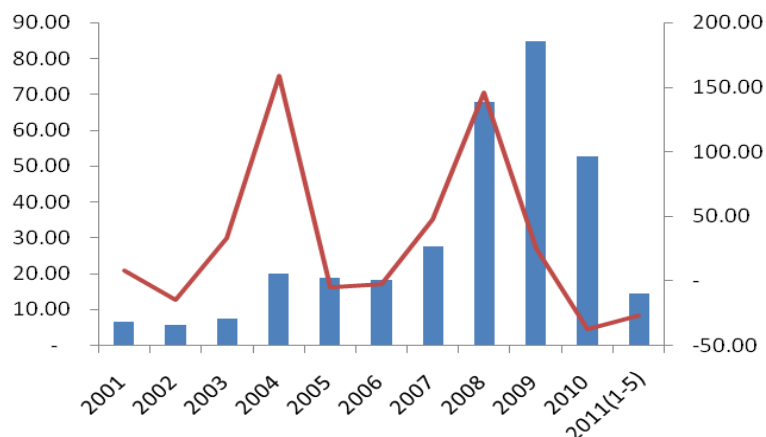
图表 6: 湖北省固定资产投资额及增速



数据来源: CEIC、国都证券

湖北省水泥固定资产投资已进入了负增长时代,今年前 5 个月水泥固定资产投资同比增速为-27.6%,目前在建的生产线仅有两条,一条年产 100 万吨和一条年产 250 万吨,公司目前在手有 3 条批文,未来将根据市场情况而动。

图表 7: 湖北省水泥固定资产投资开始负增长



数据来源: 数字水泥、国都证券

公司在湖北省的主要竞争对手是葛洲坝集团、亚东水泥,京兰水泥,其中葛洲坝在湖北约有产能 1300 万吨左右,亚东 800 万吨,京兰 500 万吨,这四家水泥厂占整个湖北省水泥产能约为 60%。目前湖北省鄂东地区和鄂西宜昌竞争比较激烈,公司在黄冈和咸宁均有生产线和亚东、葛洲坝重复,但这两个区域也是湖北省需求最旺盛的地区,公司未来将根据市场情况进行兼并收购,扩大市场占有率。

二、公司遵循“十字”战略，未来将重点布局云南

公司另外在湖南、四川、重庆、西藏和云南均有生产线布局，由于西南地区前几年产能投放过快导致今年水泥价格持续走低，西藏和云南是公司盈利最好的两个区域。截至 2010 年底，公司已在云南建成了水泥熟料生产线 3 条，熟料产能规模达到 255 万吨，水泥产能达到 360 万吨，目前西双版纳还有 1 条在建的水泥熟料生产线，水泥产能规模为 108 万吨。公司在云南省水泥生产线布局的三个点在省内是景气度最高的区域，虽然云南省目前产能也严重过剩，但是昭通、东川地理位置比较特殊，受水电站建设的拉动盈利能力较好，去年这两个地区净利润达到了 1.33 亿元，占公司总净利润的 23%。公司在西藏目前有两条水泥熟料生产线，水泥年产能规模为 300 万吨，公司还与西藏天路、西藏高争集团有限公司、西藏自治区投资有限公司、山南兴业水泥厂共同组建了西藏高争建材集团有限公司，公司拥有 43% 的股权。公司去年西藏地区贡献净利润 9899 万元，占公司净利润的 17%。

湖南地区的集中度和湖北相似，前四家的集中度达到了 50% 以上，但湖南省的新型干法生产线不多，立窑比较多，因此湖南省的落后产能比湖北严重，目前湖南省的水泥产能大约为 9200 万吨左右，落后产能达到了 2400 万吨，去年湖南省水泥需求为 8800 万吨，但湖南省在在建产能较多，达到了 2600 万吨左右，如果落后产能完全淘汰，湖南省水泥的供需状况将基本达到平衡。川渝过剩产能已经形成，目前四川省的水泥产能达到 1.6 亿吨左右，在建产能还有约 4000 万吨，而去年四川的水泥产量为 1.3 亿吨，水泥产能已过剩，重庆地区亦是如此。

图表 8：公司在其他区域熟料生产线分布

湖南			
华新株洲水泥有限公司		5000	155.00
华新郴州水泥有限公司		5000	155.00
华新水泥（道县）有限公司		4000	124.00
合计			434.00
四川			
华新水泥（渠县）有限公司		5000	155.00
四川华新水泥股份有限公司		2500	77.50
合计			232.50
重庆			
华新涪陵水泥有限公司		5000	155.00
西藏			
华新西藏水泥厂	一线	1000	31.00
	二线	2000	62.00
合计			93.00
云南			
华新云南昭通水泥厂		4000	124.00
华新水泥昆明东川公司		2500	77.50
华新迪庆水泥		2000	62
合计			263.50

数据来源：国都证券

三、公司未来将加大下游混凝土业务和环保项目的建设

截至 2010 年底公司混凝土产能达到 760 万方,目前公司的非公开增发已经获批,未来将新增 530 万方混凝土,公司计划到 2015 年混凝土业务扩张到 6000 万方,从而控制下游终端需求。公司混凝土业务按照“建成一批、开工一批、储备一批”的发展思路,在一线城市重点关注并购,兼顾新建、全力进入二、三线城市。

公司未来计划战略向环保行业转变,从简单提供建材产品转变为提供环保服务,将工业废弃物转变为有用的建材产品。目前公司在武穴建成了国内水泥行业中的最大的危险废弃物处置中心,可处置《国家危险废弃物名录》中的 15 类危险废弃物。公司以与武汉市政府有关部门签署了 1000 吨/天的城市生活垃圾预处理和市政污泥处理项目合作协议,具有良好的社会效益和经济效益。

澳大利亚已经决定从 2012 年 7 月 1 日开始征收 CO2 排放税,将向大约 500 家全国污染最严重的企业征收每吨 23 澳元的碳排放税。而我国发改委也有提出在 2012 年前后开始征收 CO2 排放税,大概每吨在 10-20 元不等。这表明国家对企业环保能力的要求在不断提高,公司未来将在这方面有所发展。

四、盈利预测和投资评级

我们预计公司 2011、2012、2013 年的水泥销量为 4000、4800、5400 万吨,吨毛利分别为 88、95、105 元, EPS 为 1.76、2.46、3.44 元,公司目前的 11 年动态 PE 为 16 倍,给予“推荐-A”投资评级。

图表 9: 公司盈利预测关键假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
熟料产能(万吨)	1862	2182	3729	4000	4800	5400
水泥销量(万吨)	2431	2693	3479	4200	5100	6200
销售均价(元)	247	237	244	308	320	345
吨成本(元)	197	181	189	220	225	240
吨毛利(元)	50	56	55	88	95	105

数据来源: 国都证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3954	6268	7905	11276	营业收入	8469	13020	16320	21390
现金	1803	3472	4470	6888	营业成本	6583	9114	11220	14570
应收账款	370	515	649	807	营业税金及附加	98	150	196	257
其它应收款	322	389	569	747	营业费用	451	690	857	1123
预付账款	54	77	99	128	管理费用	391	599	751	973
存货	864	1195	1429	1864	财务费用	305	446	448	460
其他	541	621	690	842	资产减值损失	3	3	5	4
非流动资产	13858	14742	17161	19427	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	17	17	17	投资净收益	54	2	2	2
固定资产	10902	11285	12347	13325	营业利润	691	2020	2846	4006
无形资产	1463	1628	1798	2068	营业外收入	149	80	85	85
其他	1476	1812	2999	4018	营业外支出	9	8	9	9
资产总计	17812	21009	25066	30703	利润总额	831	2092	2922	4082
流动负债	5114	6437	8038	10003	所得税	171	439	614	857
短期借款	613	600	1000	1300	净利润	660	1653	2308	3224
应付账款	1980	2825	3478	4517	少数股东损益	87	230	321	449
其他	2520	3011	3560	4186	归属母公司净利润	573	1423	1987	2775
非流动负债	7050	7352	7661	8269	EBITDA	1714	3081	3966	5223
长期借款	5633	5933	6433	7033	EPS (元)	1.42	1.76	2.46	3.44
其他	1417	1419	1228	1236	主要财务比率				
负债合计	12164	13789	15699	18272		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	623	854	1175	1624	成长能力				
股本	404	807	807	807	营业收入	22.6%	53.7%	25.3%	31.1%
资本公积金	2311	1907	1907	1907	营业利润	10.5%	192.3%	40.9%	40.8%
留存收益	2310	3652	5478	8092	归属母公司净利润	14.4%	148.5%	39.6%	39.7%
归属母公司股东权益	5025	6367	8192	10806	获利能力				
负债和股东权益	17812	21009	25066	30703	毛利率	22.3%	30.0%	31.3%	31.9%
现金流量表					净利率	6.8%	10.9%	12.2%	13.0%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	11.4%	22.3%	24.3%	25.7%
经营活动现金流	1540	3267	3717	4988	ROIC	6.2%	14.9%	17.2%	21.1%
净利润	660	1653	2308	3224	偿债能力				
折旧摊销	718	615	673	758	资产负债率	68.3%	65.6%	62.6%	59.5%
财务费用	305	446	448	460	净负债比率	61.60%	57.53%	57.54%	54.91%
投资损失	-54	-2	-2	-2	流动比率	0.77	0.97	0.98	1.13
营运资金变动	-70	453	302	547	速动比率	0.60	0.78	0.80	0.94
其它	-18	102	-12		2 营运能力				
投资活动现金流	-2511	-1513	-3017	-2953	总资产周转率	0.52	0.67	0.71	0.77
资本支出	2687	1302	2809	2640	应收帐款周转率	25	29	28	29
长期投资	-1	4	5	10	应付帐款周转率	3.91	3.79	3.56	3.64
其他	175	-208	-203	-303	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1482	-87	298	383	每股收益	0.71	1.76	2.46	3.44
短期借款	-35	-13	400	300	每股经营现金	1.91	4.05	4.61	6.18
长期借款	935	300	500	600	每股净资产	6.22	7.89	10.15	13.39
普通股增加	0	404	0	0	估值比率				
资本公积增加	-215	-404	0	0	P/E	20	16	12	8
其他	797	-374	-602	-517	P/B	2.01	3.17	2.46	1.87
现金净增加额	511	1668	998	2418	EV/EBITDA	16	9	7	5

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			