

华新水泥(600801)

研究员: 朱勤 执业证书编号: s0570510120057

☎025-83290910(办公室) ✉ chuqinghome@163.com

http://sns.zhangle.com/space.php?uid=4104

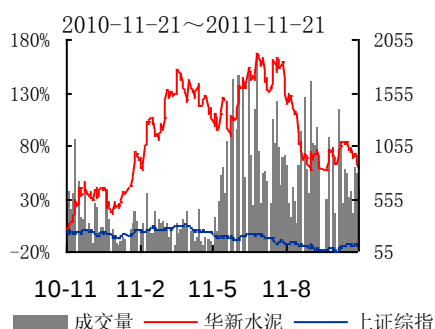
并购与协同提升企业价值

投资评级: 推荐(调低)

水泥 II

当前价格(元):	17.07
目标价格(元):	21.72

股价走势图



相关研究

- 1 《华新水泥(600801):中期业绩创纪录,未来增长态势良好》2011.8
- 2 《华新水泥(600801):受益于水泥价格上涨,公司业绩进入快速成长期》2011.3
- 3 《华新水泥(600801):区域水泥价格低迷,拖累公司业绩》2009.10

投资要点:

◆ 景气惯性推动公司业绩快速增长。截至 11 月中旬,公司累计销售水泥约 3000 万吨,目前日出货量约在 11-12 万吨左右,如果出货量保持稳定,则预计年底水泥销量可达 3600 万吨,水泥熟料综合销量则可超过 4000 万吨。料全年实现水泥业务收入 118 亿元,同增 52.8%,毛利率 30%。

◆ 未来两年,华中市场的供求结构改善和西南地区的景气回暖预计将对公司水泥业务形成利好。公司目前水泥总产能 6000 万吨,未来将有选择的进行兼并收购,保持产能理性增长。精耕华中,依靠市场整合保持华中龙头地位,并通过行业协同共同做强其他区域市场或为公司理想的战略选择。

◆ 公司混凝土全年销量预计在 200 万方左右,低于预期。由于混凝土市场进入门槛较低,竞争较为无序,而商品混凝土目前所占比例仍然较低,且存在一些非市场化的因素制约整个市场的发展。公司混凝土与骨料业务未来将保持高速发展,但整体盈利水平仍有赖于市场竞争环境的改善和公司对市场机遇的把握。

◆ 公司将自己定位为“环境保护方案解决商”,而非单纯的建材供应商。两大主业可替代性燃料(AFR)和矿物原料(MIC)兼具经济和社会效益,定位明确,可操作性强,前景看好。

◆ 我们预计公司未来两年业绩将实现平稳增长,整体盈利增幅将合理性回落。我们下调了公司今年的盈利预测,以反应水泥价格的变化、商混低于预期的销售情况和成本费用的上涨。我们预计公司 2011/12/13 年实现营业收入 127.36/147.67/162.78 亿元,同增 50.4%/16.0%/10.2%,归属母公司净利润 14.82/16.96/19.43 亿元,对应定向增发摊薄后每股收益 1.58/1.81/2.08 元。由于行业估值中枢下移,我们下调目标价至 21.72 元,对应 2012 年 12x P/E,同时下调评级至“推荐”。

公司基本资料

总股本(万)	93529.99
流通 A 股(万)	47920.00
52 周内股价区间(元)	16.92-56.96
总市值(亿)	159.66
总资产(亿)	197.89
每股净资产(元)	7.25

主要经营指标预测

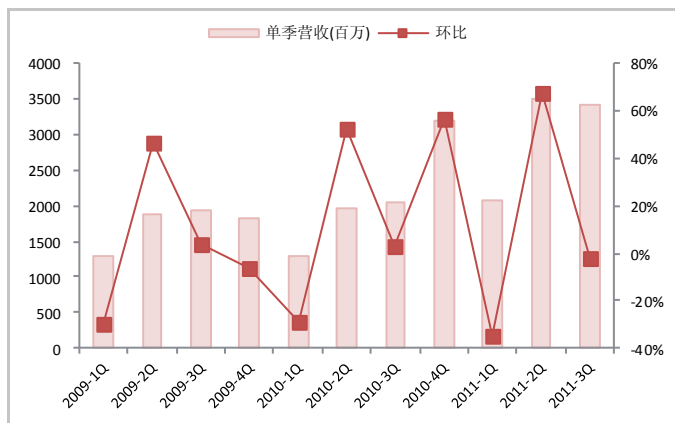
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	84.69	127.36	147.67	162.78
+/-%	22.63	50.38	15.95	10.23
净利润(百万)	572.58	1482.31	1696.20	1943.43
+/-%	16.63	158.88	14.43	14.58
EPS(元)	0.61	1.58	1.81	2.08
P/E	27.88	10.77	9.41	8.22

景气惯性继续推动业绩上行

华新水泥 2011 年前三季度业绩继续保持快速增长势头。1-9 月，公司累计销售水泥和熟料约 2700 万吨，实现主营业务收入 89.79 亿元，同增 70%，归属母公司净利润 9.05 亿元，同增 913%，基本每股收益 1.12 元。就三季度来看，公司当季实现营业收入 34.08 亿元，环比二季度基本持平，受三季度需求回落和成本上涨影响，公司三季度毛利率由二季度的 31.0% 下降至 28.5%，单季度 EPS 0.45 元，较上季减少约 0.1 元。

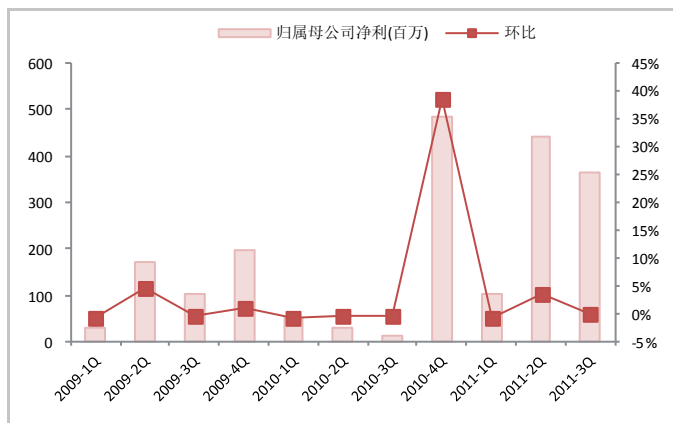
截至 11 月中旬，公司累计销售水泥约 3000 万吨，目前日出货量约在 11-12 万吨左右，如果出货量保持稳定，则预计年底水泥销量可达 3600 万吨，水泥熟料综合销量则可超过 4000 万吨。成本端，煤炭价格有所上浮，部分混合材如粉煤灰、矿渣的价格也出现了大幅的上涨，我们判断这种原燃料价格仍将在高位持续下去。

图 1：华新水泥单季度营收及环比增速



资料来源：公司资料，华泰证券

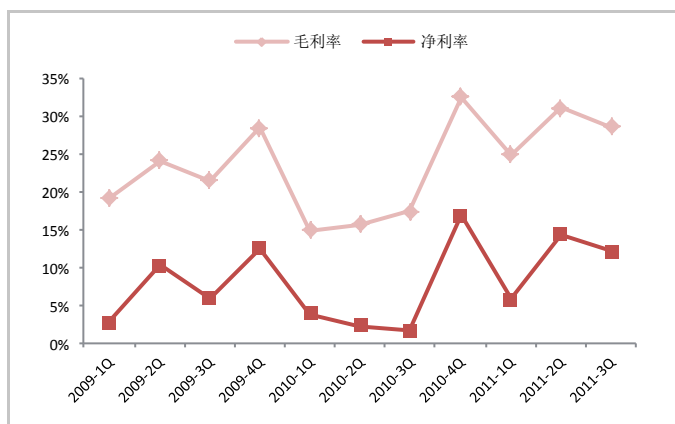
图 2：华新水泥单季度净利及环比增速



资料来源：公司资料，华泰证券

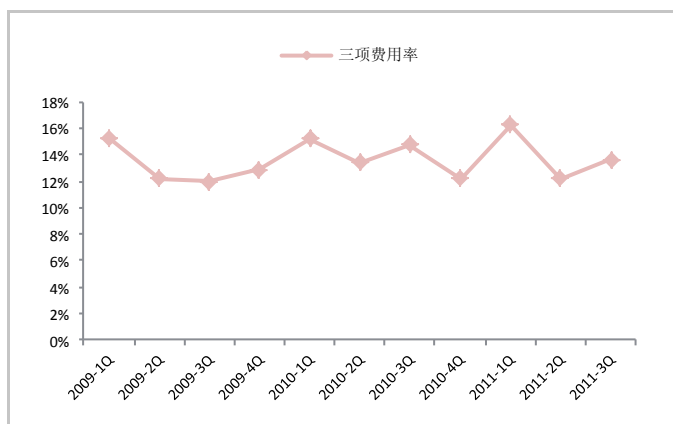
公司三季度期间费用率 13.6%，较二季度上升 1.4 个百分点。前三季度销售和管理费用随产品销售规模扩大而同比分别提升 52% 和 72%，而财务费用则因借款和利率的因素而同比提升 65%，公司在未来可能会考虑利用票据等相对低成本的方式进行融资来降低资金成本。

图 3：华新水泥单季度毛利率和净利率



资料来源：公司资料，华泰证券

图 4：华新水泥单季度三项费用率



资料来源：公司资料，华泰证券

此外，公司三季度应收项目大幅增长，我们认为下游工程项目资金紧张可能在一定程度上影响了公司的销售现金的回流，公司的应收项目多集中于重点工程，但目前情况可控。

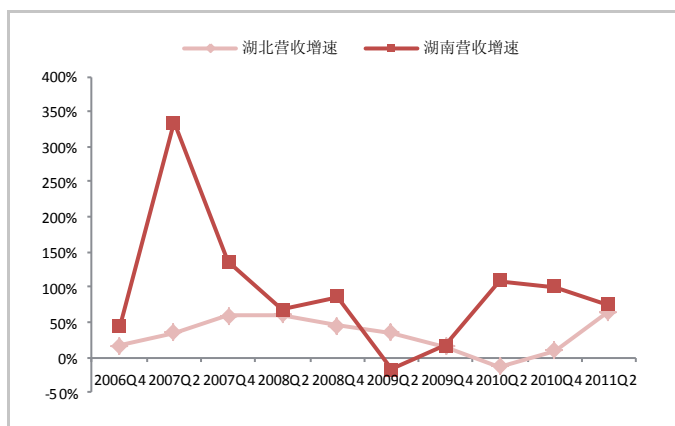
整体来看，由于去年市场景气在三季度见底，继而四季度高涨，今年四季度景气同比来看将略逊于去年，但环比三季度仍有好转，全年的景气惯性得到较好的保持，料将继续推动全年业绩大幅增长。

水泥业务：关注并购和协同带来的价值增长

华中地区：深度整合，保持领先

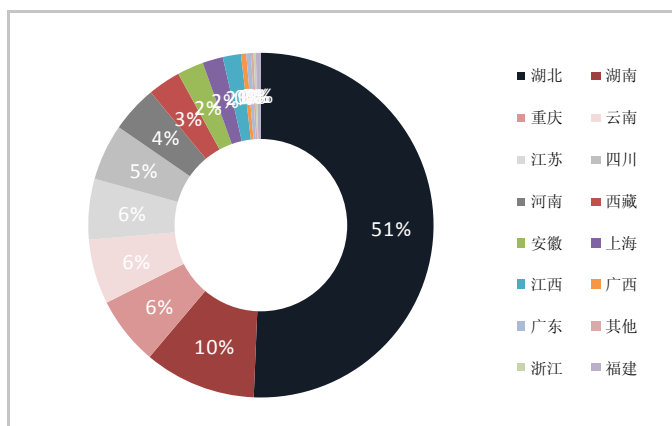
湖北占得长江水道，通过水路可辐射下游省市，且拥有武汉等综合交通枢纽，铁路公路网发达，是公司最为重要的生产基地和销售市场，其未来景气走向对公司发展至关重要。通过新建和并购，华新水泥在湖北境内市场占有率稳步提升。过去一年中，公司先后将京兰三源、房县钻石和湖北金龙招至麾下，目前在湖北已经拥有 19 条熟料生产线，熟料年产能 2300 万吨，对应水泥产能约 3000 万吨，占全省新干法熟料产能的 39%，为湖北地区水泥行业的绝对龙头。2011 年上半年公司在湖北地区的营收达到 28.2 亿元，同增 65%，占全部地区营收的 50.7%。

图 5：华新水泥：湖北、湖南营收增速



资料来源：公司资料，华泰证券

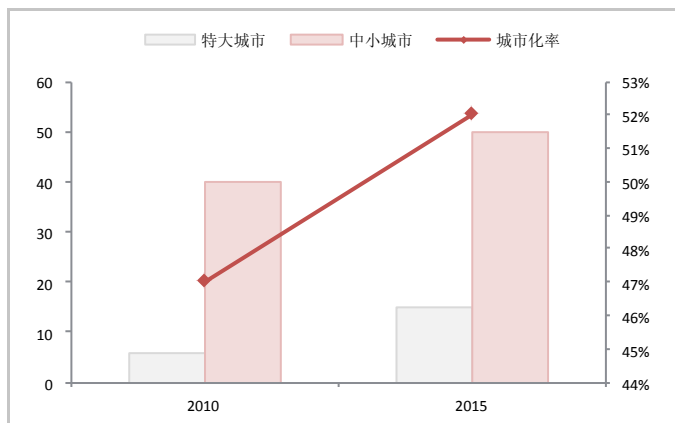
图 6：华新水泥：各省市营收占比



资料来源：公司资料，华泰证券

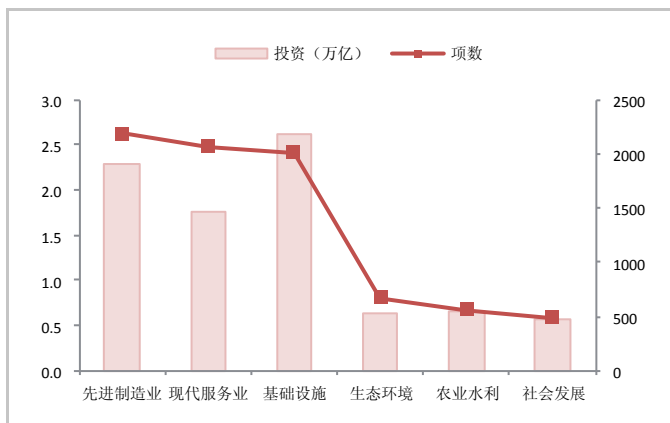
过去五年，湖北省经济保持高速发展，水泥需求稳步提升。湖北省 GDP 年均增速达到 13.9%，高于全国平均水平，固定资产投资年均增速 29.6%，五年累计投资 3.2 万亿，其中用于基础设施建设的固定资产投资达 8846 亿元。作为中部地区重要的交通枢纽，湖北铁路、公路、航道港口、机场建设保持快速发展，过去五年新增铁路营运里程 1295 公里，总里程达到 3319 公里；新增高速公路里程突破 2000 公里，总里程达到 3673 公里。能源建设方面，湖北五年新增发电装机 1250 万千瓦。水利方面，南水北调中线兴隆枢纽、引江济汉等重点工程亦全面启动。受强劲的经济驱动，湖北省过去五年累计生产水泥产量 3.42 亿吨，年复合增长率达到 14.4%。

图 7: 湖北省“十二五”城镇化建设目标



资料来源: 湖北“十二五”规划, 华泰证券

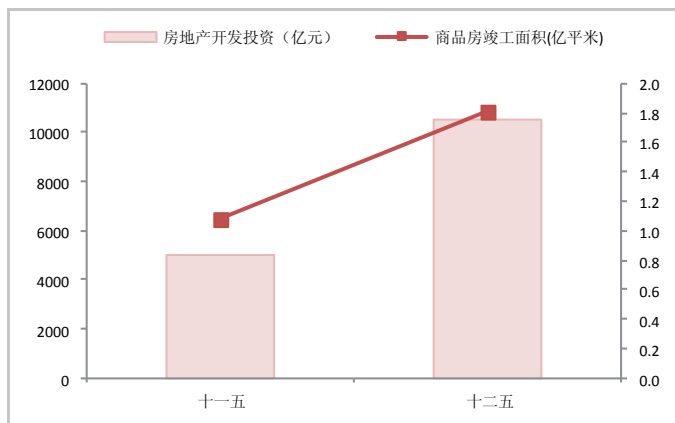
图 8: 湖北省“十二五”重点项目分类



资料来源: 湖北“十二五”规划, 华泰证券

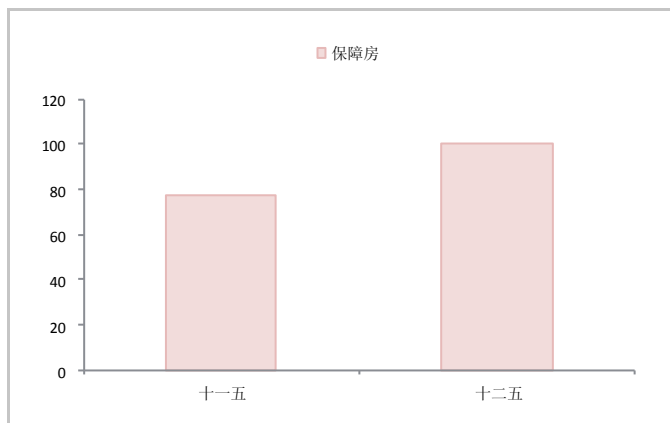
2011 年 1-10 月, 湖北省经济仍然保持平稳快速增长, 固定资产投资增速维持在 30% 以上的高位, 累计水泥产量达到 7493 万吨, 同比增长 12.1%。

图 9: 湖北省“十二五”房地产预期目标



资料来源: 湖北“十二五”规划, 华泰证券

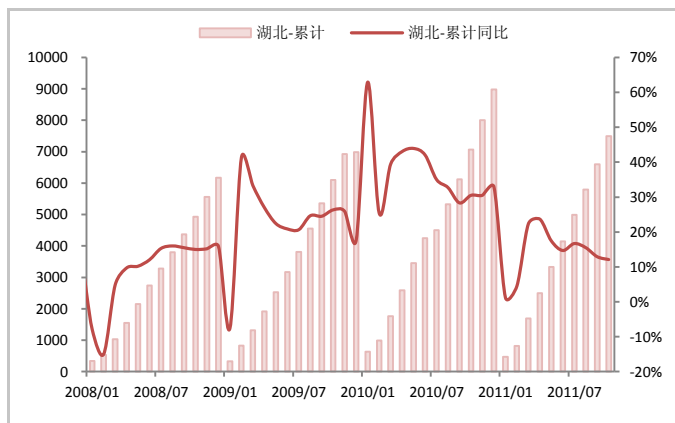
图 10: 湖北省“十二五”保障房目标



资料来源: 湖北“十二五”规划, 华泰证券

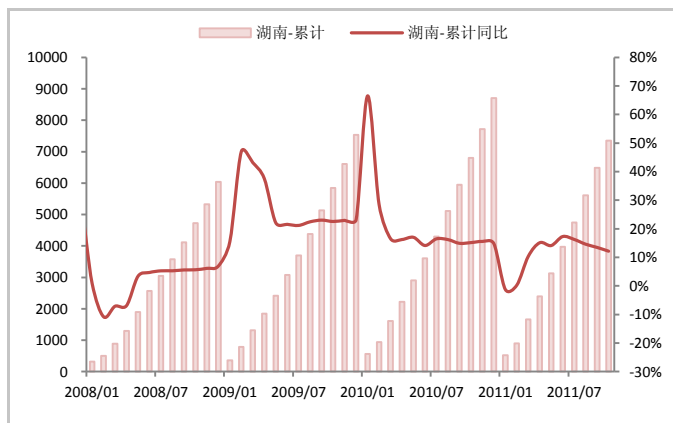
我们预计湖北市场在“十二五”期间水泥需求仍将保持平稳增长。按照规划, 湖北省“十二五”期间固定资产投资增速将保持在 15% 以上, “十二五”规划项目库中, 亿元以上重大项目 7980 项, 总投资 8.52 万亿元, 其中基础设施建设项目 2013 项, 计划投资额度 2.62 万亿, 占总投资的 31%。此外, 湖北省计划五年累计完成房地产投资 1.05 万亿, 年均增长 20%, 实现商品房竣工面积 1.81 亿平米, 年均增长 12%, 新建和筹集保障性住房及各类棚户区改造住房 100 万套, 住房保障覆盖面达到城镇总户数的 20%。我们预计湖北省“十二五”期间水泥需求量可达 4.8 亿吨, 较上个五年增长约 40%。

图 11: 湖北水泥产量及增速



资料来源：国家统计局，华泰证券

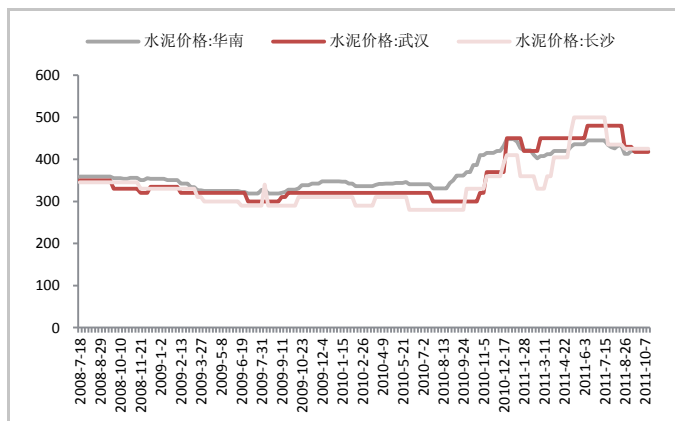
图 12: 湖南水泥产量及增速



资料来源：国家统计局，华泰证券

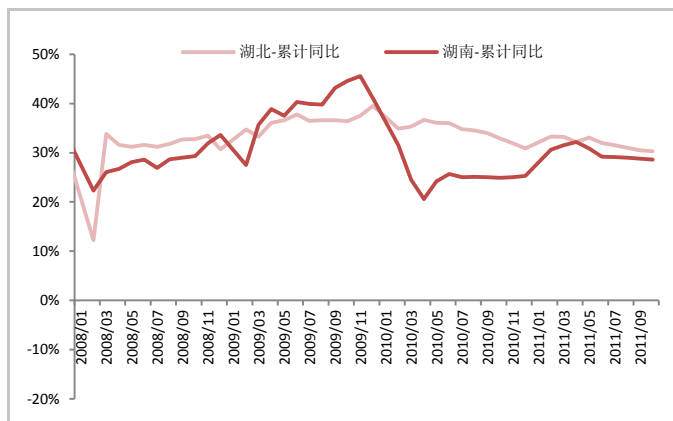
由于湖北落后产能已基本淘汰完毕（10、11 年淘汰总量 500 万吨），且新增产能较少，加之“十二五”期间存在稳定的需求，我们判断湖北市场“十二五”期间景气将保持向好态势，而公司无疑将是湖北市场发展的最大受益者。未来公司将保持对湖北市场的整合力度，进一步提高市场份额，维持自身的区域霸主的地位。

图 13: 湖北、湖南水泥价格



资料来源：数字水泥，华泰证券

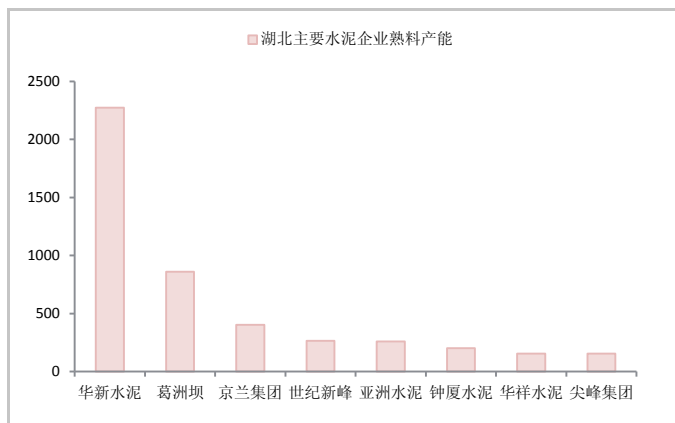
图 14: 湖北、湖南固投增速



资料来源：国家统计局，华泰证券

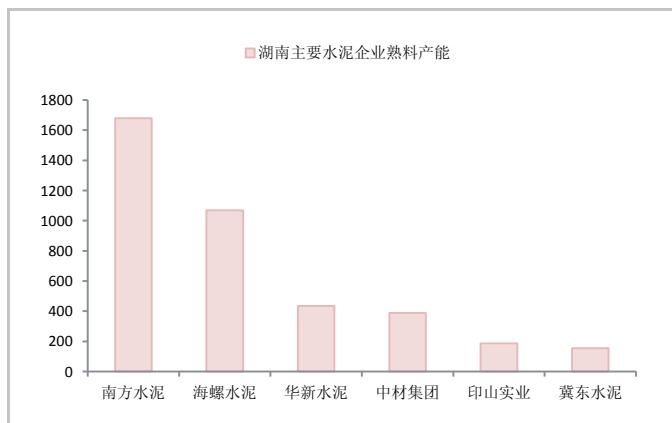
湖南市场为公司第二大生产基地和销售市场，其营收占比约在 10%。公司目前在湖南拥有 3 条熟料生产线，分别位于株洲、郴州、永州三地，熟料年产能约 430 万吨，此外在岳阳、湘潭（与湘钢合作）建有粉磨产能。公司熟料产能约占湖南全部新干法熟料产能的 7.7%，排名位于南方水泥和海螺水泥之后。湖南地区水泥市场相对封闭，与外省水泥往来不多，但本地立窑产能仍然较多，整体产能处于过剩状态。

图 15: 湖北主要水泥企业熟料产能



资料来源: 数字水泥, 华泰证券

图 16: 湖南主要水泥企业熟料产能



资料来源: 数字水泥, 华泰证券

今年以来, 湖南省水泥景气一直运行在相对较好水平。湖南 1-10 月固投同增 28.6%, 水泥产量 7351 万吨, 同增 12.2%, 其中, 10 月产量 865 万吨, 单月规模仅次于 9 月的 879 万吨。截至 10 月, 湖南省高标水泥均价维持在 425 元/吨, 较年内高点下降 75 元/吨, 较去年同期高出 95 元/吨。

十二五期间, 湖南省固投预计将保持 20% 以上的年均增速, 保障水泥需求持续增长。根据规划, 湖南仍将进行大规模的基础设施建设, 到 2015 年实现高速公路通车里程 7273 公里、铁路营运里程 5500 公里, 电力装机容量 4100 万千瓦左右。

湖南地区新增产能逐年递减, 供需关系将保持基本健康。从目前开工生产线的统计情况看, 湖南明年新增产能非常有限, 如果加大对落后产能的关停力度, 可对行业供求产生显著改善, 我们判断湖南市场仍可以享受高于行业平均的景气水平。公司在湖南市场的份额并不占绝对优势, 南方水泥和海螺水泥都是强大的对手。公司目前在冷水江尚有一条 4500T/D 的生产线在建, 预计明年投产。公司在湖南的扩张基本与市场增长同步, 预计市场整体的健康运行仍将使公司获益。

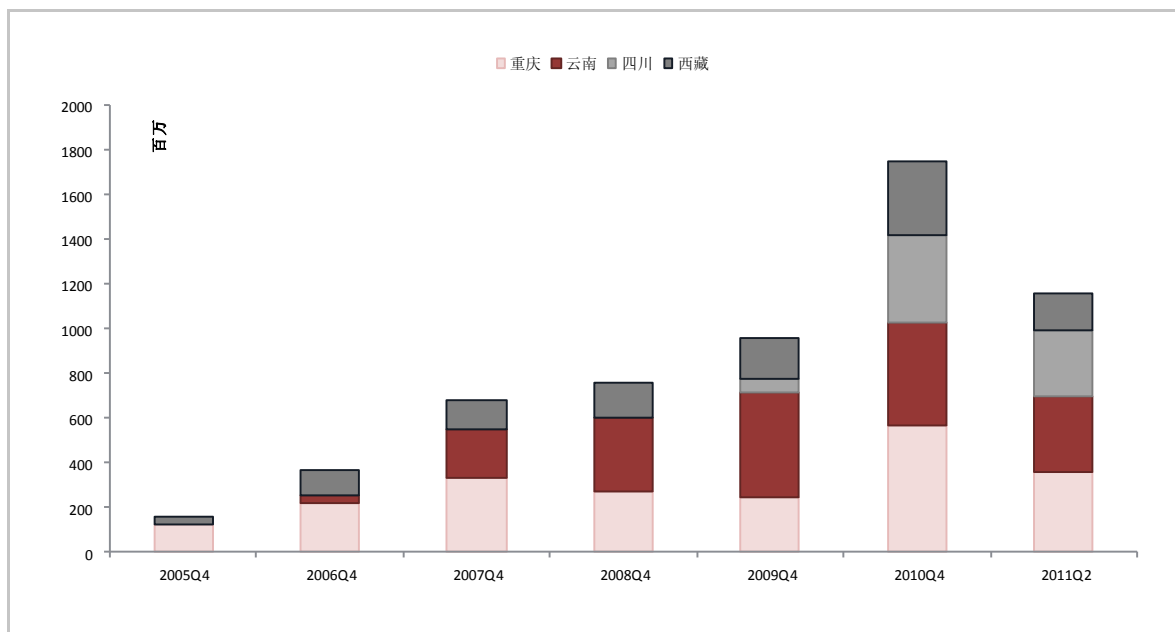
整体来看, 我们预计公司仍将凭借目前在华中地区的布局和产能保持在湖北和湖南两省的优势地位, 区域盈利将基本维持在今年的水平上, 但长江上下游市场的波动仍可能会影响到华中地区的市场景气。

西南地区: 潜力仍待挖掘

华新水泥于 2004 年正式进入西南地区, 并有针对性的在云南和川渝地区选择布点。2004 年 10 月, 华新昭通 4000t/d 熟料生产线工程开工, 并于 2006 年 5 月投产, 昭通项目为云南省内最大规模的水泥生产线之一, 是公司为配合金沙江流域开发而建设的大型水泥生产线; 而 2008 年 9 月开工的昆明东川项目则主要配合白鹤滩、乌东德两座国家级大型水电站建设。目前整个西南地区营收规模约占全部地区营收的 31%。

西南地区需求仍然处于上升期, 川渝和云贵地区基础设施建设方兴未艾。西南地区未来的景气将取决于两方面: 需求持续增长和大企业对市场的整合。我们对这两个因素持乐观态度, 最大的担忧依然是对过剩产能的控制情况。

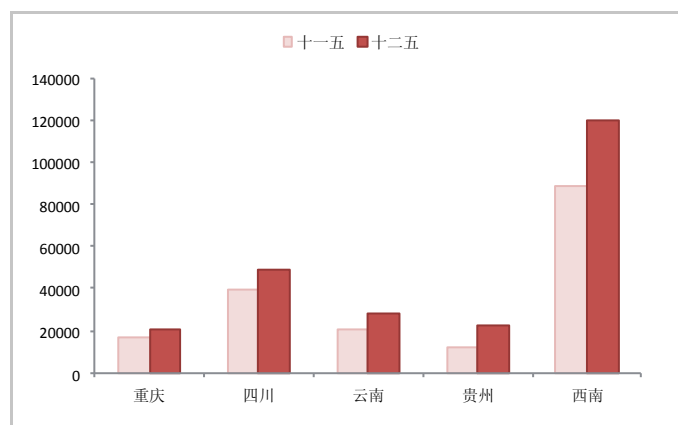
图 17: 华新水泥: 西南各省营收规模



资料来源: 公司资料, 华泰证券

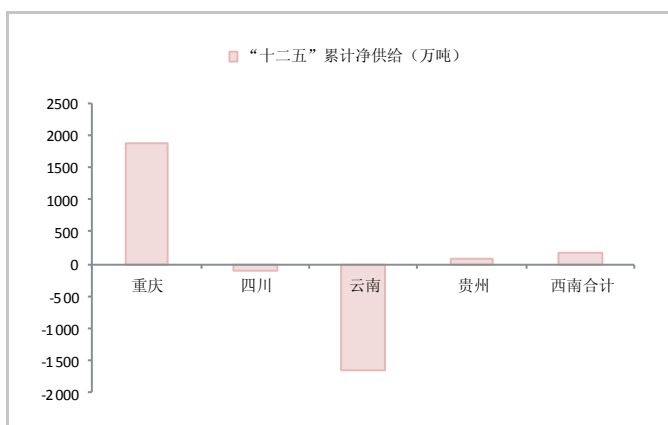
西南地区需求保持旺盛。2011 年 1-10 月, 西南地区固投加权平均增速达到 27.7%, 累计水泥产量 2.6 亿吨, 同增 32.2%。其中公司产能覆盖的四川、重庆、云南固投增速分别达到, 累计生产水泥 12375、4260、5179 万吨, 同增 28%、32%、18%, 增速高于全国平均。相对落后的经济结构决定了西南各省“十二五”期间仍将保持大规模的基础设施投资, 西南各省 (除西藏外) 在过去五年中生产了 8.85 亿吨的水泥, 而“十二五”期间, 考虑到规划的投资总量和递减的需求/投资系数, 我们预计这一数字将再提升 35%, 达到 12 亿吨, 其中重庆和四川仍有 25% 左右的向上空间, 而云南和贵州则可能拥有 40% 以上的增量。

图 18: 西南各省十二五需求预测



资料来源: 数字水泥, 华泰证券

图 19: 西南各省五年水泥产能净供给



资料来源: 国家统计局, 华泰证券

良好的需求前景亦吸引了大型水泥企业成批进驻西南。目前, 拉法基瑞安仍以 1900 万吨的熟料产能保持着西南地区产能头名的位置, 但是海螺水泥、台泥、中建材、华新等外部势力的强势进入使得西南各省原有的市场均势被迅速打破, 新的秩序正在通过区域整合而重新建立。大企业对市场整合有助于改变西南地区产能分散、技术落后的局面, 为整个区域市场的回暖打下基础。

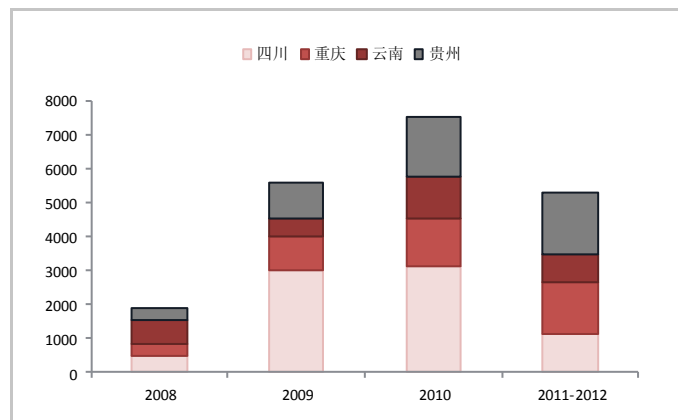
表 1: 西南各省十二五规划目标概览

省份	GDP 增速	固投 增速	城镇 化率	铁路运营里程 (新增)	公路通车里程 (新增)	水利	电力装机容量	煤炭 年产能	保障房
四川	12%		48%	6250 (2700) KM	高速公路: 6350 (3700) KM	新增蓄引能力 69 亿立方米	8600 万千瓦 水电: 7000 万千瓦 (新增 3800 万千瓦)	8900 万吨	35.5
重庆	12.5%			2300 (980) KM	高速公路: 3000(1000)KM	新增蓄引能力 15 亿立方米	2000 万千瓦	4000 万吨	50.8
云南	10%	15%	45%	5000 (1780) KM	公路总里程: 22 万 KM	新增蓄水库容 25 亿立方米	8000 万千瓦		31.3
贵州	12%	30%	40%	5000 (3000) KM	公路总里程 16 万 KM 高速公路: 4500 (3000) KM	新增供水量 35.1 亿立方米	4500 万千瓦	2.5 亿吨	23.4

资料来源: 各省市十二五规划纲要, 华泰证券

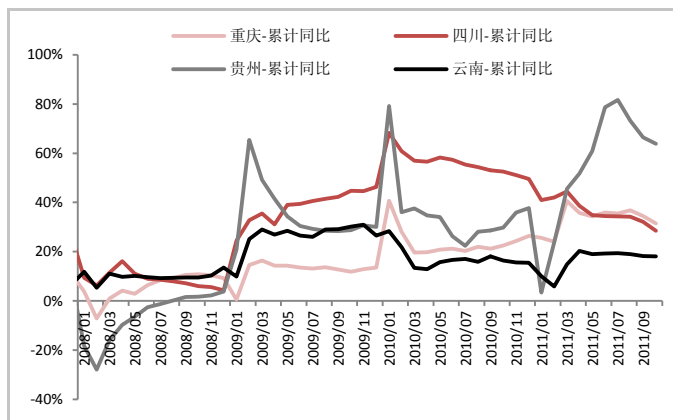
尽管投资保持了高速增长, 但西南地区整体产能依然过剩, 这将在今明两年对行业景气继续造成压制。在今明两年, 整个西南地区仍有超过 5300 万吨的熟料产能投放, 其中, 四川 1150 万吨、重庆 1500 万吨、云南 800 万吨、贵州 1800 万吨。因此西南地区的供给压力将至少持续到明年, 但预计之后会逐步改善, 改善程度依赖于大企业集团的控场能力。

图 20: 西南各省新增熟料产能



资料来源: 数字水泥, 华泰证券

图 21: 西南各省市水泥产量同比增速

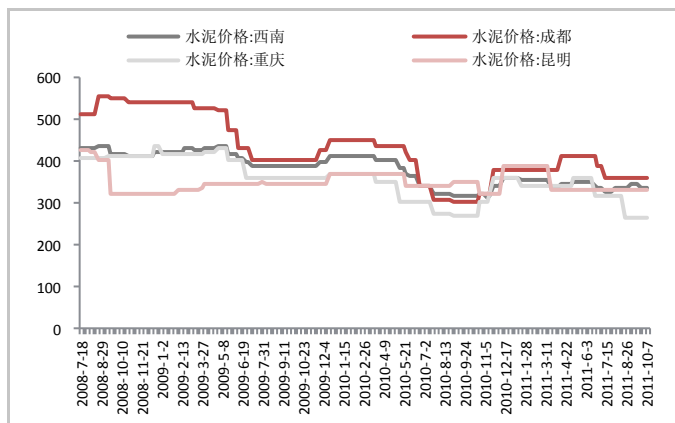


资料来源: 国家统计局, 华泰证券

“十二五”末西南熟料总产能将超过 2.6 亿吨, 对应约 3.4 亿吨的水泥产能, 考虑五年的总需求, 我们预计整个“十二五”期间西南地区的供求状况将基本保持平衡, 如果不考虑与外埠的往来和落后产能, 重庆地区产能会有剩余, 而云南地区可能仍会有部分供给缺口。

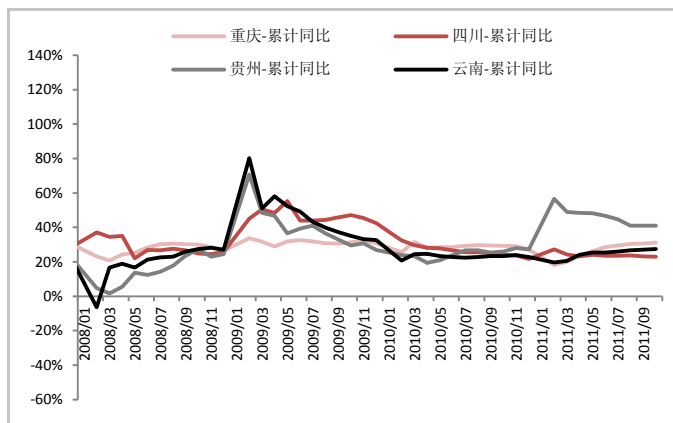
华新水泥目前在西南地区拥有 9 条熟料生产线, 具备 775 万吨的熟料生产能力, 约占整个西南市场份额的 3.4%。公司在四川、云南的熟料产能均已达到 260 万吨, 剩余产能分布在重庆涪陵和西藏山南。目前公司在云南仍有一条 2500T/D 的熟料生产线在建, 预计 2012 年可投入运营。我们认为公司仍将保持在西南地区的扩张, 未来方向可能转为并购, 但考虑到西南地区目前的热度, 公司在并购时或更多的考虑价值增长而非单纯的市场份额。我们认为西南地区的需求潜力有望为公司带来持续的盈利, 但由于规模所限, 公司在西南地区的定位或在第二梯队, 中建材和海螺或才是市场整合的主角。

图 22: 四川、重庆、昆明水泥价格



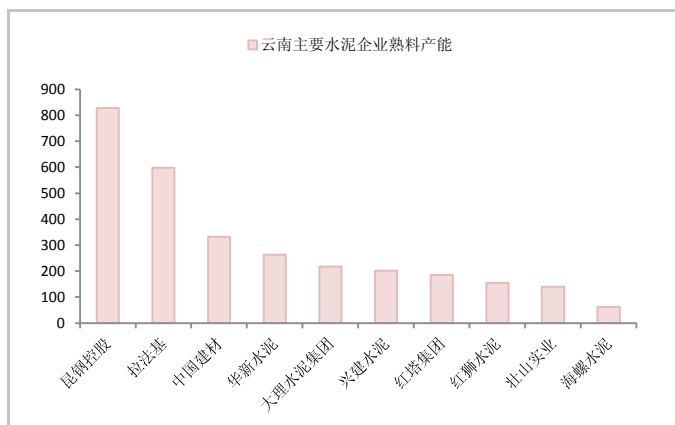
资料来源：数字水泥，华泰证券

图 23: 四川、云南、重庆固投增速



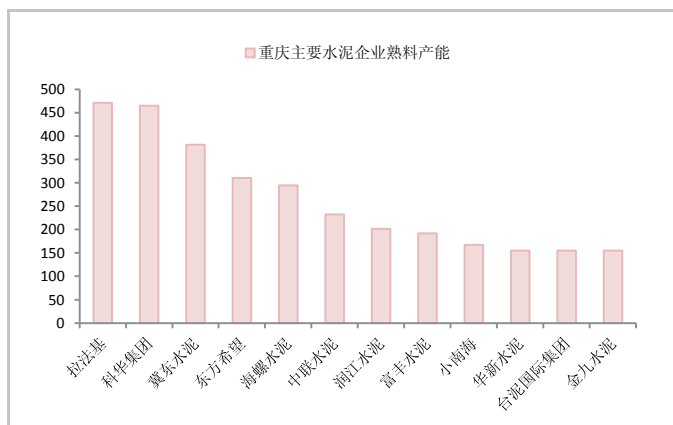
资料来源：国家统计局，华泰证券

图 24: 云南主要水泥企业熟料产能



资料来源：数字水泥，华泰证券

图 25: 重庆主要水泥企业熟料产能



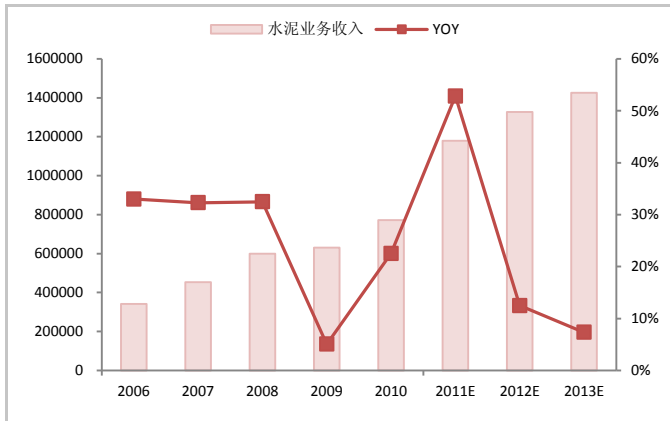
资料来源：国家统计局，华泰证券

未来两年水泥业务更注重价值回报

综合来看，我们认为华新水泥未来两年水泥业务仍将保持健康发展，华中市场的供求结构改善和西南地区的景气回暖将对公司业务形成利好，但增速将有序回归稳态。公司目前熟料产能约 4000 万吨，考虑粉磨产能，水泥总产能约在 6000 万吨，未来将有选择的进行兼并收购，保持产能理性增长。公司对大企业的区域整合采取较为开放的策略，并长期看好大企业协同所带来的景气改善。我们亦认同区域市场唯有共赢才可带来稳定的价值回报的观点，长期来看，价格战只会在局部出现，而不再会成为行业主流。

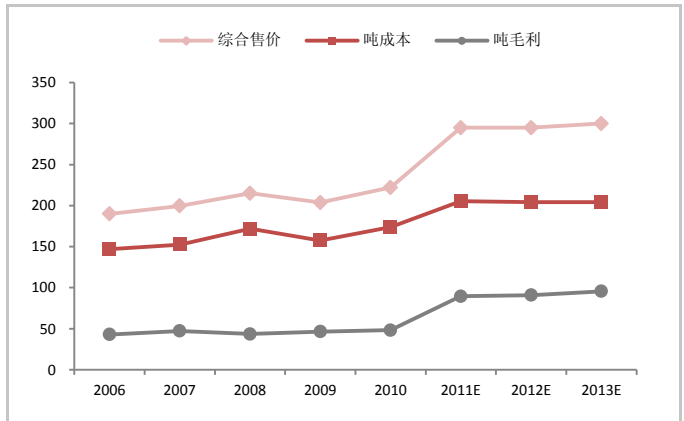
我们预计公司 2011/12/13 年销售水泥和熟料 4000/4500/4750 万吨，平均销售价格 295/295/300 元/吨，实现水泥业务收入 118.0/132.8/142.5 亿元，同增 52.8%/12.5%/7.3%，毛利率 30.3%/30.7%/31.7%。

图 26: 华新水泥水泥业务销售收入



资料来源: 公司资料, 华泰证券

图 27: 华新水泥综合售价、成本、毛利



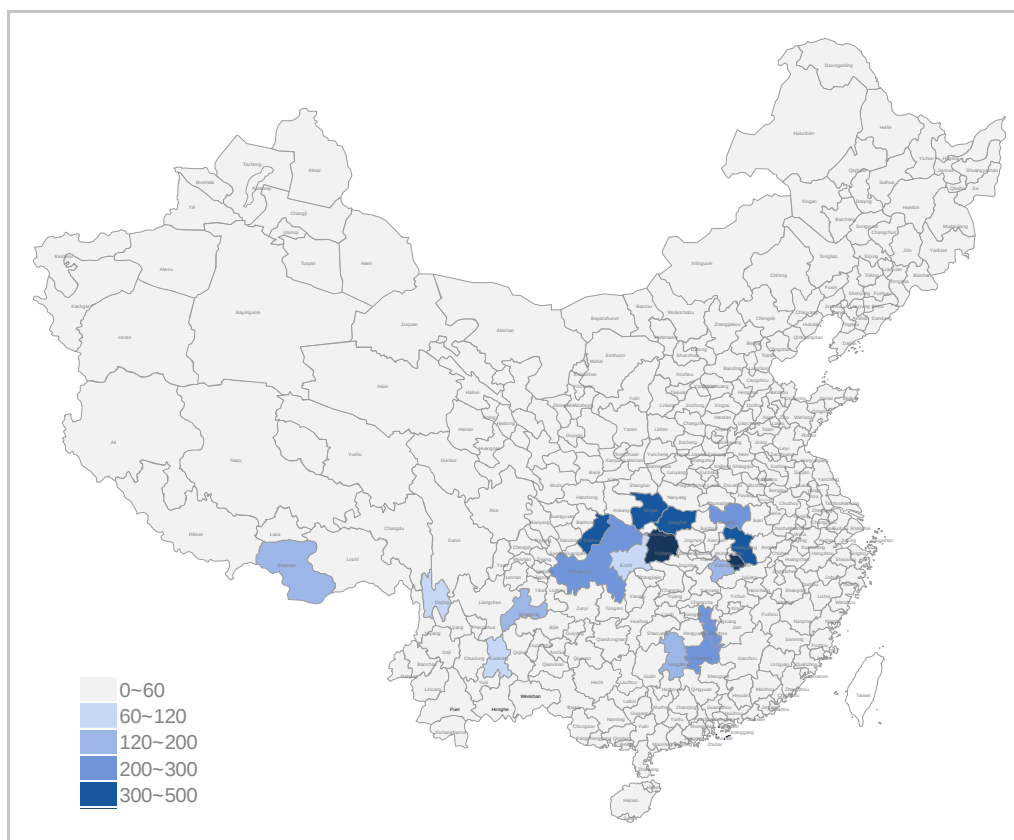
资料来源: 公司资料, 华泰证券

表 2: 华新水泥主要熟料生产线统计

地区	生产线条数	设计产能 (t/d)	年熟料产能 (万吨)	对应年水泥产能 (万吨)
湖北	19	73300	2272	2954
恩施	2	3800	118	153
黄冈	2	12000	372	484
黄石	4	20000	620	806
十堰	3	9000	279	363
咸宁	1	4000	124	161
襄樊	2	8000	248	322
宜昌	5	16500	512	665
湖南	4	18500	574	747
郴州	1	5000	155	202
永州	1	4000	124	161
株洲	1	5000	155	202
冷水江 (在建)	1	4500	140	182
河南	1	5000	155	202
信阳	1	5000	155	202
四川	3	8500	264	343
达州	3	8500	264	343
西藏	2	3000	93	121
山南	2	3000	93	121
云南	4	11000	342	444
迪庆	1	2000	62	81
昆明	1	2500	78	101
昭通	1	4000	124	161
景洪 (在建)	1	2500	78	101
重庆	1	5000	155	202
涪陵	1	5000	155	202
总计	34	124300	3855	5013

资料来源：公司资料，华泰证券

图 28：华新水泥熟料生产线分布（单位：万吨）



资料来源：公司资料，ExcelPro，华泰证券

商混及骨料业务：纵向拓展，加快发展

由于国内水泥产能整体仍然过剩，新线审批短期内尚不会完全放开，向下游拓展，发展砂石骨料和商业混凝土业务，成为水泥企业除横向并购外的另一种拓展业务价值的手段。

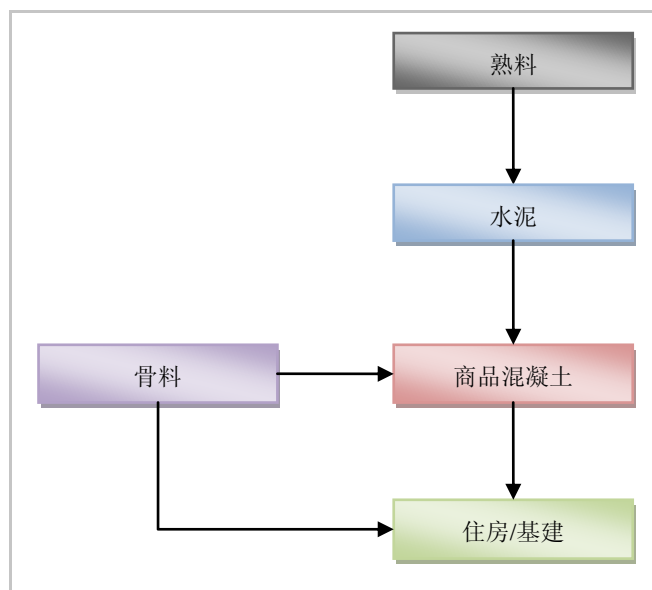
公司是国内混凝土和骨料业务的先行者，商混和骨料业务是公司水泥核心业务的纵向延伸。在过去几年中，公司凭借自身业务和资源优势，大力发展预拌混凝土制造业务，促使水泥制造与预拌混凝土业务形成合力，并择机进入骨料领域，成为国内少数拥有完整纵向产业链的大型水泥企业之一。公司目前拥有 760 万方的混凝土产能，混凝土搅拌站覆盖公司绝大部分水泥销售市场，对当地水泥销售形成了有效支持，有助于公司进一步提升市场份额，拓宽利润来源。

湖北是公司混凝土业务发展的主要市场，遍布全省的熟料和粉磨站可为混凝土业务发展提供充足的资源，但众多因素依然制约公司业务发展。目前湖北省拥有预拌混凝土搅拌站超过 220 个，年供应能力超过 4000 万方，其中武汉的预拌混凝土搅拌站数量和供应能力约占全省的 45%。公司目前在湖北拥有 23 个混凝土搅拌站，设计生产能力 600 万方，其中武汉约 140 万方，约占当地预拌混凝土产能的 10%。此外还有数量众多、无法统计的小型混凝土搅拌企业，对市场冲击较大。

目前公司混凝土销量约在 100 万方左右，与年初计划有较大差距，全年销量预计在 200 万方左右。由于混凝土市场进入门槛较低，竞争较为无序，而商品混凝土目前所占比例仍然较低，且存在一些非市场化

的因素，公司混凝土业务的发展仍有赖于市场竞争环境的改善和对商混市场机遇的把握。

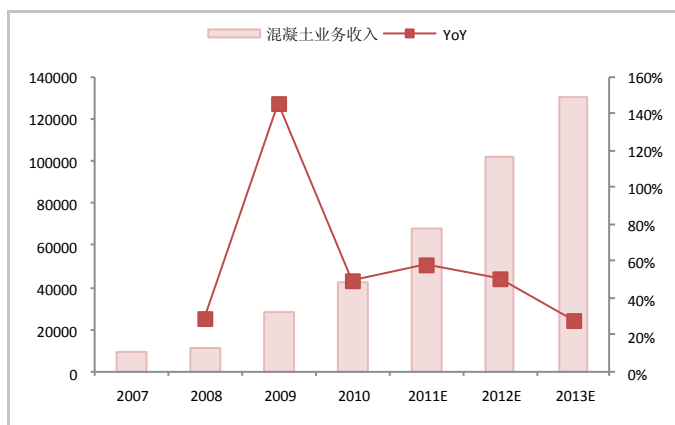
图 29：华新水泥纵向产业链结构



资料来源：公司资料，华泰证券

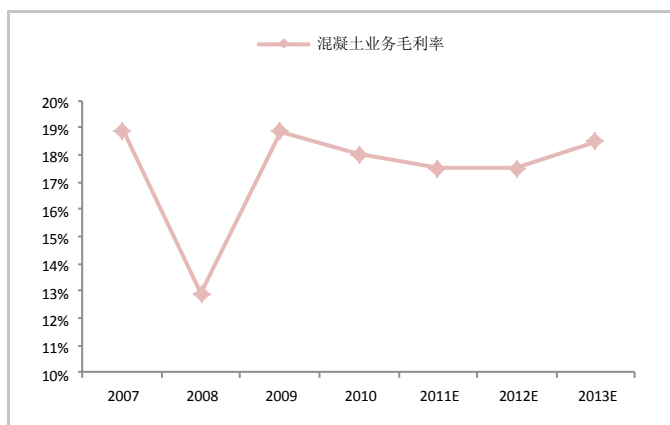
公司完成定向增发 1.28 亿股，募集资金净额 17.43 亿元，募投项目涉及 25 个预拌混凝土搅拌站项目及 1 个骨料项目，这些项目已经开工建设或已经投产，完全达产后将显著增强公司水泥下游产业链的竞争实力。其中阳新首期年产 300 万吨骨料项目主体工程已经完工，预计明年可正式投产，而二期工程也在推进中。公司对骨料业务的远期规划约 2500 万吨。

图 30：华新水泥混凝土业务销售收入



资料来源：公司资料，华泰证券

图 31：华新水泥混凝土业务毛利率



资料来源：公司资料，华泰证券

我们预计公司混凝土及骨料业务将进入加速发展期，未来两年，混凝土与骨料业务收入占总收入的比重将逐步提升至 10%，在区域市场进入成熟期后，商混和骨料业务将带来更多的盈利空间。

表 3：华新水泥主要混凝土产能统计

省市	搅拌站数量	设计产能 (万方)
湖北	23	600
湖南	3	60

河南	2	40
四川	1	20
云南	1	20
重庆	1	20
总计	31	760

资料来源：公司资料，华泰证券

表 4：湖北 2011 年 1-10 月预拌混凝土搅拌站与产量概况

地区	预拌混凝土搅拌站数量(个)	1-10 月累计完成		10 月完成	
		预拌混凝土供应量(万方)		预拌混凝土供应量(万方)	
		小计	其中:商品砼	小计	其中:商品砼
武汉市	99.00	1599.00	1599.00	94.00	94.00
黄石市	9.00	144.56	144.56	24.96	24.96
十堰市	15.00	133.16	133.16	12.79	12.79
荆州市	8.00	85.10	85.10	11.70	11.70
襄樊市	16.00	223.88	223.88	98.59	98.59
宜昌市	10.00	126.27	126.27	10.38	10.38
鄂州市	10.00	42.15	41.50	5.47	4.82
荆门市	9.00	148.93	148.93	21.00	21.00
孝感市	4.00	122.80	122.80	15.00	15.00
黄冈市	11.00	131.14	131.14	16.74	16.74
咸宁市	13.00	93.00	93.00	8.53	8.53
恩施自治州	6.00	133.00	133.00	26.00	26.00
随州市	6.00	37.01	35.80	3.61	3.61
仙桃市	3.00	55.76	55.76	6.40	6.40
天门市	2.00	21.36	21.36	2.77	2.77
潜江市	3.00	10.12	10.12	1.58	1.58
合计	224.00	3107.24	3105.38	359.53	358.88

资料来源：湖北散装水泥信息网，华泰证券

环保业务：转型起步，潜力初显

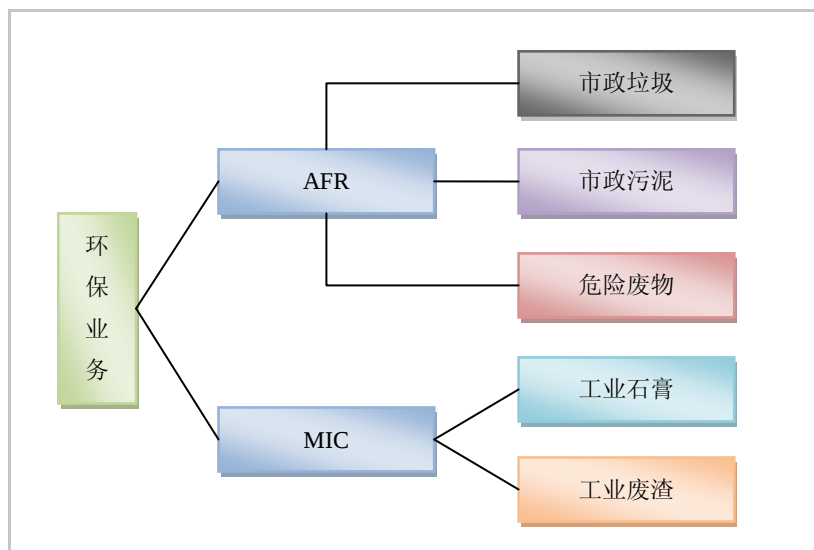
环保业务是公司未来五至十年发展的重点。公司将自己定位为“环境保护方案解决商”，而非单纯的建材供应商。华新水泥的环保业务与 Holcim 一脉相承。公司环保事业部于 2007 年成立，发展可替代性燃料（AFR）和矿物原料（MIC）两大类业务。

可替代性原燃料业务所使用的协同处置技术源自豪瑞，该技术可在水泥生产过程中，从固体废弃物中回收可利用资源作为传统燃料和原料的替代品，既实现了固废的处理，同时又减少了原燃料消耗和污染物排放，并由此衍生出涵盖市政垃圾、市政污泥、危险废物、一般废物等全面系统的废物管理服务。

市政垃圾、污泥处理是 AFR 业务发展的重点。目前公司在武穴的生活垃圾预处理示范工程运行良好，

目前日处理量约几十至一百吨。武穴项目采用欧洲先进的生物干化工艺：垃圾中无机非金属部分可在水泥原料粉磨及烧成过程中得到处理；可燃部分制成衍生燃料进入水泥窑进行高温焚烧处理；垃圾生化过程中产生滤液经收集后经泵送入水泥窑焚烧处理，从而实现无害化的垃圾处理。目前该工程仍处于示范期，公司与当地政府均参与投资，政府对工厂处理的垃圾按吨进行补贴，但目前仍难到盈亏平衡点。公司在黄石和宜昌进行市政污泥处理试点，首先对湿污泥进行脱水（脱水后含水量约 50%），在喂入窑中进行再进行处理——经深度脱水、含水量在 10-15% 的污泥，发热热质接近褐煤（3000 大卡），可节约煤炭用量。

图 32：华新水泥环保业务主要条线



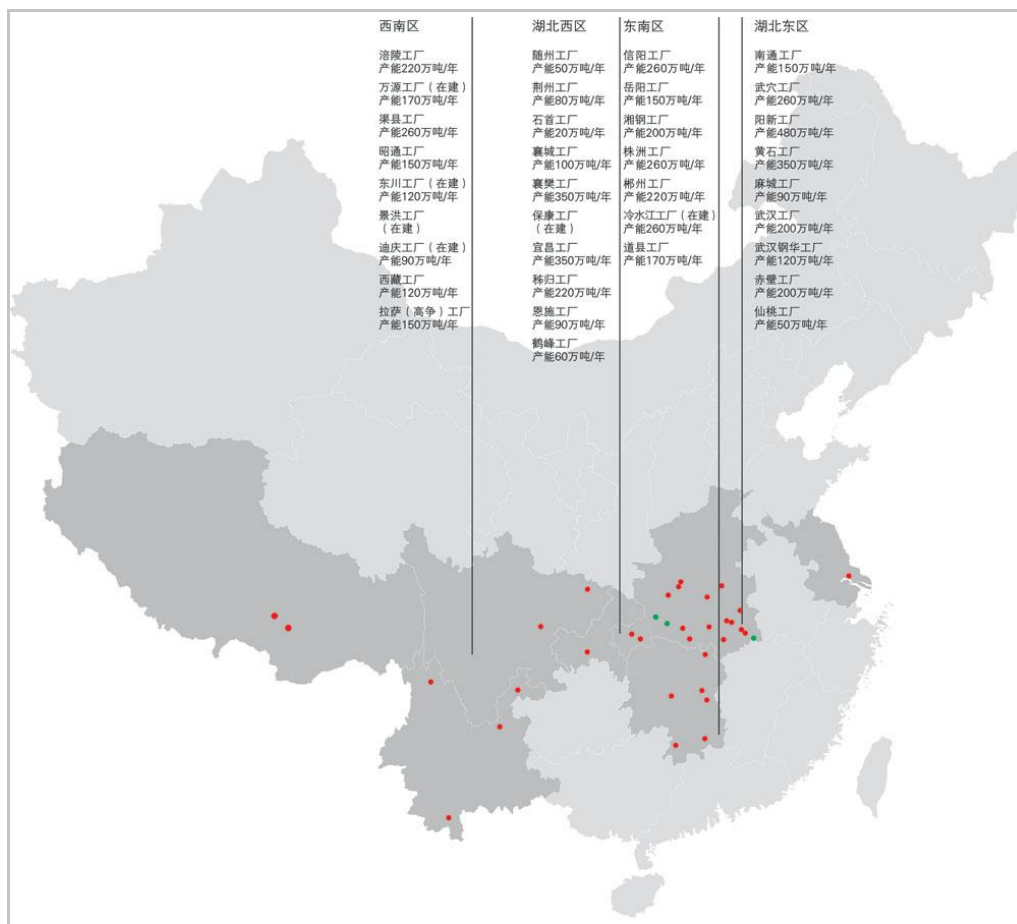
资料来源：公司资料，华泰证券

在示范期过后，公司有意将 AFR 业务推向财政实力雄厚的大城市，较高的财政补贴有助于公司环保业务尽早实现盈亏平衡。以垃圾处理业务为例，国内各城市垃圾处理业务补贴标准不一，东部、南部沿海经济发达城市补贴每吨可高达 100-200 元，而中小城市的补贴可能只有东部地区的一半不到。目前，公司与武汉环境投资开发集团合作的 1000 吨/日的垃圾预处理和 300 吨/日的污泥处理工程正在建设中。武汉目前日垃圾处理量在 7000-8000 吨左右，约 5000-6000 万吨进行垃圾焚烧，其余进行垃圾填埋，公司希望将一部分填埋的垃圾处理转移至水泥窑处理，发展以协同处置为基础的环保业务。

矿物原料业务则主要致力于混合材和工业废渣资源的开发和利用。公司依托自身水泥生产线布局，同步开发当地混合材资源，公司与五大电力集团旗下电力企业建立了稳定的合作关系，以直供模式实现对粉煤灰、矿渣等混合材资源的整合与利用。

此外，公司与本地钢铁、化工企业开展合作，对合作方产生的工业废渣进行综合利用，实现共赢。公司旗下工厂利用化工副产品磷渣生产改性磷石膏增强球，经加工后可完全替代天然石膏，每年可消耗磷石膏渣 60 万吨，加工后产品可供应邻近水泥基地使用，降低工厂采购成本的同时，减少了当地的工业废料污染。今年 8 月，公司与湘钢集团合作，投资 1.65 亿建设两条年产 60 万吨矿渣超细粉生产线。该项目作为湘钢技改项目配套项目，可通过技术手段将钢铁废渣制备成水泥辅料，通过对钢铁废渣的循环利用为自身水泥生产提供辅料，减少污染排放。

图 33: 华新水泥规划预处理工厂分布



资料来源: 公司资料, 华泰证券

公司环保业务规模相对整体业务来说仍然较小, 且短期内难以直接贡献盈利, 但我们认为环保业务的潜力不能以盈利来简单衡量。固废处理、工业废渣再利用不仅可直接减少公司原燃料的消耗, 实现水泥企业本身的减排降耗, 且能对当地的环保事业提供真正有益的、切实可行的解决方案, 其良好的示范效应有助于提升企业本身的品牌形象和企业价值, 其“废弃物处理—资源再利用—水泥”的价值链也为水泥行业展现了一条与传统有别的、环境友好型的发展路径。

盈利预测与投资评级

下调评级至“推荐”

综合来看, 公司未来的水泥产能扩张速度将慢于中建材、海螺、华润这样的巨头, 而商混业务主要依托湖北的生产基地, 因此, 精耕华中, 依靠市场整合保持区域领先的地位, 并通过良好的协同共同做强其他区域市场或为公司理想的战略选择。公司在环保业务方面的规划展现了与其卓越的理念和领先的视野, 尽管短期内的业绩贡献微不足道, 但其业务定位明确, 可操作性强, 空间广阔; 从国外发展趋势来看, 唯环境友好型的企业方能获得更为丰裕的生存土壤, 因此我们认为这或是百年华新再一次涅槃新生的机遇。

我们预计公司未来两年业绩将实现平稳增长, 但整体盈利增幅将会理性回落。我们下调了公司今年的

盈利预测约 20%，以反应水泥价格的变化、商混低于预期的销售情况和成本、费用端的上涨。综合考虑产能、成本和销售情况，我们预计公司 2011/12/13 年实现营业收入 127.36/147.67/162.78 亿元，同增 50.4%/15.9%/10.2%，归属母公司净利润 14.82/16.96/19.43 亿元，同增 158.9%/14.4%/14.6%，对应定向增发摊薄后每股收益 1.58/1.81/2.08 元。目前公司股价回调充分，当前股价对应 2011/12/13 年 11.2/9.8/8.6xP/E，具备投资价值，由于行业估值中枢下移、相对收益区间变窄，我们下调目标价至 21.72 元，对应 2012 年 12x P/E，同时下调评级至“推荐”。

表 5：华新水泥盈利预测关键假设

	2010	2011E	2012 E	2013 E
水泥业务				
综合销量（万吨）	3476	4000	4500	4750
YoY	12.4%	15.1%	12.5%	5.6%
综合售价（元/吨）	222	295	295	300
水泥业务收入（万元）	772141	1180000	1327500	1425000
YoY	22.5%	52.8%	12.5%	7.3%
毛利率	21.7%	30.3%	30.7%	31.7%
混凝土业务				
混凝土销量	170.74	200.00	375.00	500.00
销售价格	250	250	255	260
混凝土业务收入（万元）	42684	50000	95625	130000
YoY	49.4%	17.1%	91.3%	35.9%
毛利率	18.0%	17.5%	17.5%	18.5%
骨料业务				
骨料销量（万吨）	-	180	300	575
销售价格（元/吨）	-	55	55	53
骨料业务收入（万元）	-	9900	16500	30188
YoY	-	-	66.7%	83.0%
毛利率	-	15.0%	20.0%	21.0%
其他业务				
其他业务收入（万元）	32117	33723	37095	42659
YoY	0.7%	5.0%	10.0%	15.0%
毛利率	42.3%	35.0%	35.0%	35.0%
总计				
全部业务收入（万元）	846943	1273623	1476720	1627847
YoY	22.6%	50.4%	15.9%	10.2%
毛利率	22.3%	29.8%	29.9%	30.6%

资料来源：公司资料，华泰证券

表 6：敏感性分析：水泥熟料综合销量、综合售价、吨毛利（2011）

综合销量（万吨）	综合售价（出厂价，不含税，元/吨）									
		275	280	285	290	295	300	305	310	315
3700		53	58	63	68	73	78	83	88	93

	3800	59	64	69	74	79	84	89	94	99
	3900	64	69	74	79	84	89	94	99	104
	4000	69	74	79	84	89	94	99	104	109
	4100	74	79	84	89	94	99	104	109	114
	4200	79	84	89	94	99	104	109	114	119
	4300	84	89	94	99	104	109	114	119	124

资料来源：公司资料，华泰证券

表 7：水泥行业主要上市公司概况（2011.9）

公司	收盘价	PE-TTM	PB	营收增速	净利增速	毛利率	净利率	EPS	ROE	ROIC	资产负债率	营业周期	A 股市值
海螺水泥	17.35	7.6	2.2	56.4	186.62	41.6	26.4	1.71	23.4	15.8	44.7	47	693.9
金隅股份	10.14	11.6	2.3	37.3	65.45	27.8	12.8	0.56	11.6	5.6	72.1	514	315.8
冀东水泥	15.69	11.1	2.0	50.3	29.43	32.3	12.7	1.17	16.2	5.2	69.8	74	190.3
亚泰集团	5.56	13.3	1.4	42.9	72.21	32.7	10.5	0.37	9.4	3.2	66.7	240	105.3
华新水泥	17.07	11.5	2.1	69.7	912.84	28.6	11.5	1.12	14.4	6.1	66.5	57	103.7
天山股份	24.09	9.3	2.1	59.6	103.91	35.3	18.7	2.52	23.6	10.3	64.3	64	93.7
江西水泥	12.64	8.5	3.5	69.6	2531.46	29.5	16.0	1.06	31.6	10.1	65.1	52	50.0
同力水泥	12.21	13.2	2.3	62.2	249.79	27.2	6.8	0.59	11.5	4.4	65.4	46	30.8
塔牌集团	11.00	17.2	3.0	43.5	142.20	31.4	15.3	0.53	16.0	10.4	35.6	66	98.4
祁连山	11.50	11.2	1.9	23.4	(0.92)	33.3	15.0	0.83	14.4	6.4	61.0	112	54.6
赛马实业	24.60	10.0	1.6	22.7	(20.09)	31.0	16.4	1.64	11.6	5.8	55.5	115	48.0
青松建化	14.00	14.5	2.5	27.0	64.98	35.2	25.3	0.84	15.3	9.9	48.8	120	67.0
四川双马	9.48	55.1	3.1	20.2	(29.75)	20.7	16.4	0.20	6.8	6.2	33.5	48	58.4
福建水泥	10.02	18.3	3.3	49.3	226.56	25.2	8.2	0.29	9.3	4.1	63.8	69	38.3
尖峰集团	9.89	10.7	2.5	30.6	460.80	25.1	21.8	0.66	17.8	13.0	37.5	81	34.0
巢东股份	14.51	11.6	4.6	117.0	2687.61	40.6	22.1	0.94	35.5	14.1	63.2	40	35.1
西水股份	8.94	(72.6)	1.7	(11.3)	(182.12)	17.2	(4.1)	(0.08)	(1.4)	(0.9)	46.3	127	34.3
总计	228.69	162.13	42.06	770.27	7500.98	514.81	251.74	14.95	266.7	129.9	959.8	1872.36	2051.8
平均	13.45	9.54	2.47	45.31	441.23	30.28	14.81	0.88	15.7	7.6	56.5	110.14	120.7
中位数	12.21	11.50	2.25	43.49	103.91	30.95	15.27	0.83	14.4	6.2	63.2	68.92	58.4

资料来源：Wind，华泰证券

主要风险

我们认为以下因素可能影响本篇报告对公司及行业的前景判断：（1）基建投资规模显著低于预期；（2）房地产市场开工及施工面积大幅下滑；（3）产能控制和落后产能淘汰政策放宽；（4）原燃料价格超预期上涨；（5）区域整合力度显著低于预期；（6）长江上游产能过剩冲击下游市场；（7）环保市场开拓和政府支持力度低于预期。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
流动资产	3954	7816	8116	10040	
现金	1803	4907	4911	6450	
应收账款	370	562	646	714	
其他应收款	322	323	409	466	
预付账款	54	79	86	96	
存货	864	1118	1306	1431	
其他流动资产	541	829	758	884	
非流动资产	13858	16033	17966	18718	
长期投资	17	17	17	17	
固定资产	10902	12904	14992	15997	
无形资产	1463	1528	1528	1528	
其他非流动资产	1476	1583	1429	1176	
资产总计	17812	23849	26082	28759	
流动负债	5114	6887	6765	7404	
短期借款	613	725	750	800	
应付账款	1980	3129	3305	3689	
其他流动负债	2520	3033	2710	2916	
非流动负债	7050	7966	8608	8678	
长期借款	5633	6383	7058	7758	
其他非流动负债	1417	1583	1550	919	
负债合计	12164	14853	15373	16082	
少数股东权益	623	827	1066	1345	
股本	404	935	935	935	
资本公积	2311	3522	3522	3522	
留存收益	2310	3712	5186	6875	
归属母公司股东权益	5025	8169	9643	11332	
负债和股东权益	17812	23849	26082	28759	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	1540	3263	3403	3922	
净利润	660	1685	1936	2222	
折旧摊销	718	829	1029	1208	
财务费用	305	401	434	437	
投资损失	-54	-15	-25	-35	
营运资金变动	-70	321	0	71	
其他经营现金流	-18	41	29	19	
投资活动现金流	-2511	-2973	-2976	-1949	
资本支出	2687	2820	3000	1985	
长期投资	-1	1	1	-1	
其他投资现金流	175	-152	25	35	
筹资活动现金流	1482	2813	-423	-433	
短期借款	-35	112	25	50	
长期借款	935	750	675	700	
普通股增加	0	532	0	0	
资本公积增加	-215	1211	0	0	
其他筹资现金流	797	208	-1123	-1183	
现金净增加额	511	3103	4	1539	

资料来源: 公司资料, 华泰证券

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	8469	12736	14767	16278	
营业成本	6583	8940	10359	11304	
营业税金及附加	98	140	170	179	
营业费用	451	675	790	879	
管理费用	391	535	628	692	
财务费用	305	401	434	437	
资产减值损失	3	5	5	5	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	54	15	25	35	
营业利润	691	2055	2407	2818	
营业外收入	149	145	155	160	
营业外支出	9	15	15	15	
利润总额	831	2185	2547	2963	
所得税	171	499	611	741	
净利润	660	1685	1936	2222	
少数股东损益	87	203	239	278	
归属母公司净利润	573	1482	1696	1943	
EBITDA	1714	3285	3870	4463	
EPS (元)	1.42	1.58	1.81	2.08	

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	22.6%	50.4%	15.9%	10.2%	
营业利润	10.5%	197.3%	17.1%	17.1%	
归属于母公司净利润	14.4%	158.9%	14.4%	14.6%	
获利能力					
毛利率(%)	22.3%	29.8%	29.9%	30.6%	
净利率(%)	6.8%	11.6%	11.5%	11.9%	
ROE(%)	11.4%	18.1%	17.6%	17.1%	
ROIC(%)	6.3%	13.2%	13.1%	14.2%	
偿债能力					
资产负债率(%)	68.3%	62.3%	58.9%	55.9%	
净负债比率(%)	61.6%	61.3%	60.8%	63.4%	
流动比率	0.77	1.13	1.20	1.36	
速动比率	0.60	0.97	1.00	1.16	
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.61	0.59	0.59	
应收账款周转率	25	27	24	23	
应付账款周转率	3.91	3.50	3.22	3.23	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.58	1.81	2.08	
每股经营现金流(最	1.65	3.49	3.64	4.19	
每股净资产(最新摊	5.37	8.73	10.31	12.12	
估值比率					
P/E	27.88	10.77	9.41	8.22	
P/B	3.18	1.95	1.66	1.41	
EV/EBITDA	14	7	6	5	

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。