

新股簡介

中國天瑞集團水泥有限公司 (01252)

2011年12月14日

公司上市資料

(以下為不獲行使超額配股權之資料)

發售股份數目	400,900,000
配售部分	360,810,000
(約占發售股份比例)	90%
公開發售部分	40,090,000
(約占發售股份比例)	10%
發售價格：	2.41-3.61
每手股數	1000
發售形式：	配售及公開發售
保薦人：	德銀、中銀、交銀、建銀

事項	日期
公開招股時間	12月14日-12月19日
預計定價日	12月19日
公佈申請結果	12月22日
掛牌交易	12月23日

回撥機制

超額倍數	公開招股占總招股
15-50倍	30%
50-100倍	40%
100倍以上	50%

集資用途

(假設以中間價發售)

投入資金	(百分比)
償還銀行貸款	95.0%
一般營運資金	5.0%

投資要點

- 公司為河南及遼寧省熟料及水泥生產商，業務包括挖掘石灰石及生產、銷售及分銷熟料及水泥，按產量計算2010年為全國第10及第11水泥及熟料生產商。
- **經營行業：**中國水泥行業受到整體經濟發展、政策及基礎設施投資規模影響，10年固定資產投資為278,140億元，06-10年複合增長率為26.1%，而水泥生產及消耗量達到18.68億噸及18.60億噸，06-10年複合增長率為10.9%及11.6%。
- **盈利增長預估：**(1) **行業增長及市場佔有率：**水泥的生產和銷售具有區域性，導致行業分散，大型水泥生產商加速整合，按產量計算公司2010年為全國第10及第11水泥生及熟料生產商，預估行業整合期間獲得相應市場佔有率；(2) **持續擴充產能：**截至2011年6月底熟料及水泥年產能為2220萬噸及3520萬噸，預期擴充產能6.3%及14.2%。並擬通過收購河南省、遼寧省及天津企業以擴大產能，但預估明年水泥價格理性回歸，平均售價下行風險加大；(3) **融資需求：**截至2011年6月底，短期及長期負債為44.6億元及19.0億元，現金7.53億元，全球發售之10.92億元將用於償還債務，11及12年資本開支分別為5240萬元及4.37億元，預估淨利為12.54億元及20.28億元，11年及12年融資缺口達到14.15億元及17.94億元，因此公司借債成本及融資缺口風險依然較大。
- **估值：**公司預估11年淨利將達到12.54億元(約15.30億港元)，同比增長138%，保薦人預估12年盈利達到20.28億元(約24.74億港元)，同比增長61.7%，按照招股價中位數HK\$3.01(市值為HK\$72.27億元)，對應11年及12年市盈率為4.7x及2.9x。目前公司估值略低於同業，基於行業整合、公司市場佔有率、產能擴張速度、水泥價格下行風險及未來融資需求，予以**中性評級**。

風險

- 宏觀經濟及固定資產投資趨緩，水泥價格下行風險加大。

營業紀錄

年度(人民幣千元)	2008年	2009年	2010年	1H 2011年
收益	3,360,339	4,415,224	6,129,438	4,072,790
毛利	676,382	719,802	1,049,180	1,202,290
除稅前盈利	322,653	245,040	526,704	867,599
淨利潤	232,229	163,261	397,787	654,880

同業對比

股份名稱	股價	當前	2010年	2011年	市值
	HK\$	市淨率	市盈率	預測市盈率	(億港元)
天瑞水泥 (1252.HK)	2.41-3.61	1.0-1.4	11.9-17.9	3.8-5.6	57.86-86.67
亞洲水泥 (743.HK)	3.46	0.6	4.4	3.4	53.85

資料來源：BLOOMBERG，粵海證券研究部。股價為香港2011年12月14日收市價格。

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

公司簡介

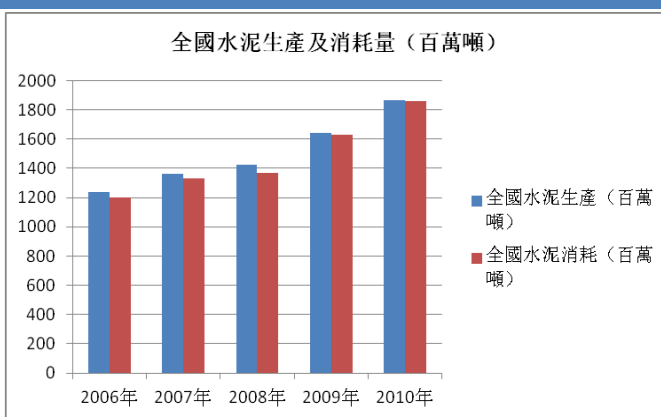
公司為河南省及遼寧省熟料及水泥生產商，主要業務包括挖掘石灰石及生產、銷售及分銷熟料及水泥，按產量計算，2010年為第10位水泥生產商及第11位熟料生產商。截至2011年6月底，熟料及水泥年產能分別為2220萬噸及3520萬噸。

行業概覽

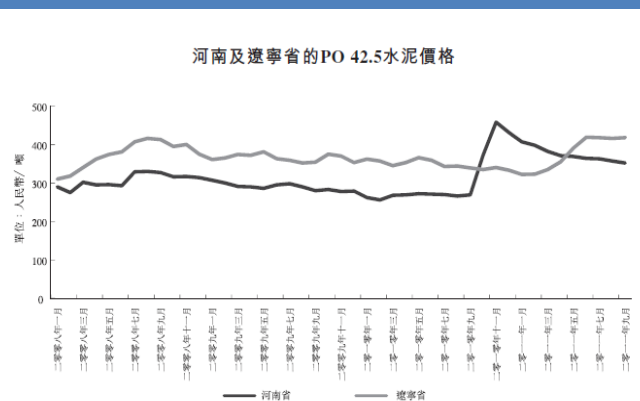
水泥基本分別三類，普通硅酸鹽水泥、礦渣硅酸水泥及複合硅酸鹽水泥。水泥是由石膏、高爐爐渣及其他添加劑與熟料按照不同比例研磨及混合製成，熟料是水泥生產過程中的中間品，熟料經過研磨與石膏、硬石膏及其他物料混合製成水泥。

中國水泥行業受到整體經濟發展、政府政策及基礎設施投資規模影響，2010年中國固定資產投資達到278140億元，06-10年複合增長率達到26.1%，而水泥生產及消耗量分別達到18.68億噸及18.60億噸，06-10年複合增長率分別為10.9%及11.6%。

圖：2006-2010年全國水泥生產及消耗量（百萬噸）



圖：2008-2011年河南及遼寧省水泥價格走勢（元/噸）



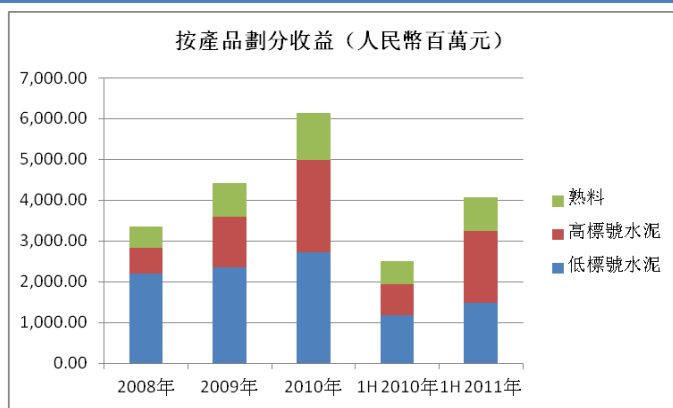
水泥的生產和銷售具有區域性，加上市場上並無佔優勢的行業龍頭，導致水泥生產行業出現分散市場，隨著技術與工業結構調整，大型水泥生產商加速整合活動，前十大水泥生產商產量佔總產能的35%。按產量計算，2010年為第10位水泥生產商及第11位熟料生產商。截至2011年6月底，熟料及水泥年產能分別為2220萬噸及3520萬噸。

公司主要生產基地位於河南省及遼寧省，按產量計算，公司位於河南及遼寧省的市場佔有率分別為14.7%及16.7%，排名第一及第二。

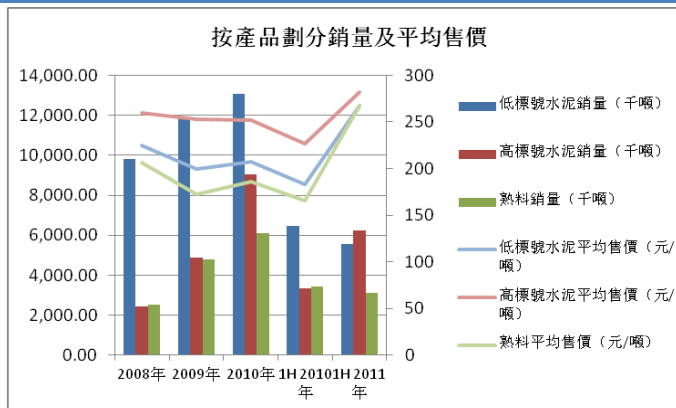
公司的盈利模式：

- 主營業務收益：**公司主要產品為水泥及熟料，水泥產品以【天瑞 TIANRUI】品牌銷售，2011上半年，低標號水泥、高標號水泥及熟料的收益分別佔36.5%、43.2%及20.4%。（1）熟料：是生產不同類別水泥的中間產品，公司大部分熟料用於自行生產水泥產品，08-11上半年所生產的67.7%、66.2%、70.4%及70.5%用於生產水泥產品；（2）水泥：通過石膏、高爐渣及其他添加材料與熟料混合製成，通過不同比例混合生產不同類別的水泥。
- 銷量及平均售價：**隨著中國經濟增長、固定資產投資，尤其是在基礎設施的固定資產投資，08-11上半年低標號水泥、高標號水泥及熟料的銷量複合增長率分別為5.1%、92.3%及42.9%，而平均售價因地區供需而異，08-11上半年複合增長率分別為7.2%、3.4%及10.8%。

圖：2008-2010 年按產品劃分收益（人民幣百萬元）

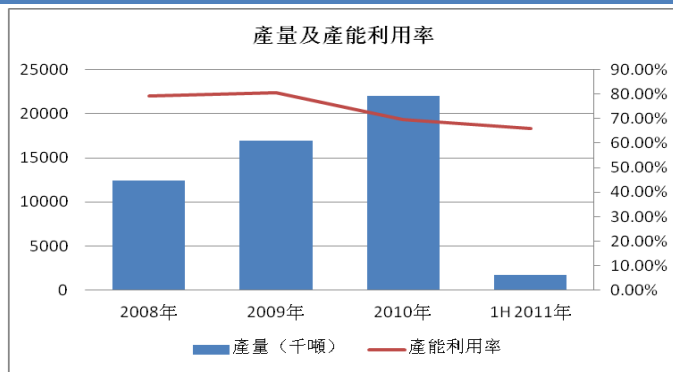


圖：2008-2011 年按產品劃分銷量及平均售價

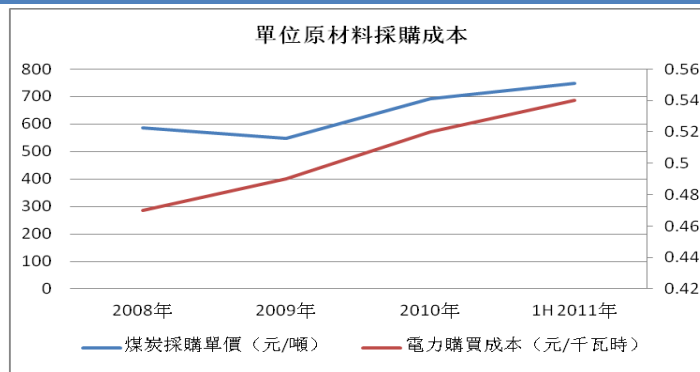


- 生產設施：**公司於河南、遼寧省經營 18 個生產設施，截至 2011 年 6 月底，熟料及水泥年產能分別為 2220 萬噸及 3520 萬噸，所有生產線均採用 NSP 技術。目前在河南禹州及天津擬建新產能，預期將增加年產能 140 萬噸熟料及 500 萬噸水泥。並擬通過收購河南省、遼寧省及天津企業以擴大產能。
- 原材料：**熟料及水泥的主要原材料包括石灰石、砂岩、石膏、黏土等，08-11 上半年原料成本分別佔總銷售成本的 39.7%、37.2%、31.6%及 30.1%。（1）石灰石：用於生產熟料及水泥的主要原材料，公司獲得 33 座露天採石場，預估石灰石儲量為 81583.5 萬噸，採礦權可供給生產設施 30 年以上的需求。（2）煤炭：作為熟料及水泥生產過程中的燃料，08-11 上半年採購煤成本佔銷售成本的 34.3%、36.0%、42.2%及 44.0%，公司向山西省、河南省及河北省的三家煤炭供應商訂立為期一年的供應合約，採購價格參考現行市場價格釐定。

圖：2008-2011 年產量及產能利用率



圖：2008-2011 年單位原材料採購成本



- 銷售及客戶：**公司產品主要市場為河南省及遼寧省，用於高速公路、鐵路、隧道、大型橋樑及高層樓宇，水泥產品銷售對象包括大型建築商、大型房地產開發商及零售採購商，2011 上半年來自這三類客戶的收益分別佔 32.9%、29.2%及 37.9%。

認購建議：

- 行業增長及市場佔有率：**中國水泥行業受到整體經濟發展、政府政策及基礎設施投資規模影響，06-10 年中國固定資產投資複合增長率達到 26.1%，而水泥生產及消耗量分別達到 18.68 億噸及 18.60 億噸，06-10 年複合增長率的為 10.9%及 11.6%。水泥的生產和銷售具有區域性，導致行業分散，隨著技術與工業結構調整，大型水泥生產商加速整合。按產量計算，公司位於河南及遼寧省的市場佔有率分別為 14.7%及 16.7%，排名第一及第二。預估將持續擴大規模，在行業整合期間，獲得相應市場佔有率。

本報告中的信息均來源於已公開的資料，我公司對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。報告中的信息或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或定價。我公司及其所屬關聯機構可能會持有報告中提到的公司所發行的證券並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。本報告亦可由粵海證券有限公司提供。本報告的版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和个人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。

2. **持續擴充產能：**公司於河南、遼寧省經營 18 個生產設施，截至 2011 年 6 月底，熟料及水泥年產能分別為 2220 萬噸及 3520 萬噸，所有生產線均採用 NSP 技術。目前在河南禹州及天津擬建新產能，預期將擴充產能速度為 6.3%及 14.2%。並擬通過收購河南省、遼寧省及天津企業以擴大產能。預估明年水泥價格理性回歸，公司平均售價下行風險加大。
3. **融資需求：**截至 2011 年 6 月底，短期及長期負債分別為 44.6 億元及 19.0 億元，現金及銀行結餘為 7.53 億元，全球發售之 10.92 億元將用於償還債務，2011 及 2012 年資本開支分別為 5240 萬元及 4.37 億元。公司及保薦人預估 2011 及 2012 年淨利為 12.54 億元及 20.28 億元，11 年及 12 年融資缺口達到 14.15 億元及 17.94 億元，因此公司借債成本及融資缺口風險依然較大。

估值：

公司預估 2011 年淨利將達到 12.54 億元（約 15.30 億港元），同比增長 138%，報價人預估 2012 年盈利達到 20.28 億元（約 24.74 億港元），同比增長 61.7%，按照招股價中位數 HK\$3.01（市值為 HK\$72.27 億元），對應 11 年及 12 年市盈率為 4.7x 及 2.9x。目前公司估值略低於同業，基於行業整合、公司市場佔有率、產能擴張速度、水泥價格下行風險及未來融資需求，予以中性評級。

同業對比：

公司名稱	股票代碼	現價	市值	P/E(x)			P/B(x)	淨負債/權益 (%)
		(HKD)	(百萬港元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2010
天瑞水泥	1252 HK EQUITY	2.41-3.61	5,786-8,667	11.9-17.9	3.8-5.6	2.3-3.5	1.0-1.4	110.0
中國建材	3323 HK EQUITY	8.81	47,565	6.5	5.0	4.9	1.8	198.9
海螺水泥	914 HK EQUITY	23.35	104,748	9.8	8.2	7.9	2.5	33.2
華潤水泥	1313 HK EQUITY	5.49	35,791	10.3	7.8	6.3	2.1	59.9
亞洲水泥	743 HK EQUITY	3.46	5,385	4.4	3.4	3.4	0.6	70.6
平均				7.7	6.1	5.6	1.7	94.5

綜合盈利表：

(人民幣千元)	2008年	2009年	2010年	1H 2010年	1H 2011年
收益	3,360,339	4,415,224	6,129,438	2,512,535	4,072,790
銷售成本	-2,683,957	-3,695,422	-5,080,258	-2,275,110	-2,870,500
毛利	676,382	719,802	1,049,180	237,425	1,202,290
毛利率	20%	16%	17%	9%	30%
其他收入	97,002	134,812	188,454	69,058	139,324
銷售及分銷費用	-170,190	-200,130	-225,473	-105,731	-132,437
行政費用	-113,706	-125,278	-174,604	-74,281	-120,539
其他費用	-22,190	-15,682	-7,587	-4,057	-10,137
應佔聯營公司虧損	-9,253	-101,832			
財務費用	-135,392	-166,652	-303,266	-99,389	-210,902
除稅前盈利	322,653	245,040	526,704	23,025	867,599
所得稅開支	-90,424	-81,779	-128,917	-13,172	-212,719
淨利潤	232,229	163,261	397,787	9,853	654,880
淨利率	7%	4%	6%	0%	16%

研究報告免責聲明

本報告中的資訊均來源於已公開的資料，我公司對這些資訊的準確性及完整性不作任何保證。報告中的資訊或所表達的意見並不構成所述證券買賣的出價或征價。我公司及其關聯機構可能會持有報告中的公司所發行的證券。本報告可由粵海證券有限公司及其關聯機構提供，本報告版權僅為我公司所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式翻版、複製、刊登、發表或引用。