盈利持续回暖，看好区域整合

华新水泥(600801)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	9.48
合理价格区间(元):	10.0~10.7

鲍荣富 执业证书编号：S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

王德彬 执业证书编号：S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

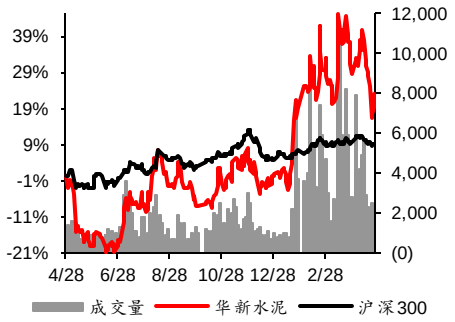
黄骥 执业证书编号：S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

1《华新水泥(600801,增持): 西南中南供需两旺，16 年完美收官》2017.01
2《华新水泥(600801,增持): 供需同改善，聚焦华南水泥龙头》2017.01
3《华新水泥(600801):盈利持续改善，看好国内整合与海外扩张》2016.10

股价走势图



资料来源：Wind

价格上涨叠加拉法基并表，业绩大幅提升

公司一季度实现营收 38.76 亿元，YOY+61%；归属净利 9492 万元，16 年同期公司亏损 1.36 亿元。一季度公司水泥熟料销量 1336 万吨，同比增长 32%；其中拉法基并表带来销量 314 万吨，剔除并表影响后公司本部销量 1022 万吨，同比持平略增 0.6%。前期公司收购拉法基在云贵重庆地区熟料和水泥产能 1000 万吨和 1500 万吨，约占公司当前产能的 18%。一季度公司水泥均价约 290 元/吨，较去年同期提升 53 元，二季度湖北、湖南等地仍有上涨预期。

吨毛利维持高位，拉法基并表带来费用下降

公司一季度吨毛利约 62 元，较去年同期提升 21 元；吨净利约 6 元，较去年同期提升 20 元。公司当前毛利较去年四季度有所下滑，本部湖北区域一季度停产时间较长，业绩贡献有限，但拉法基云贵地区水泥毛利较好，业绩贡献较多，预计后期湖北产量恢复可拉高毛利。一季度公司销售、管理和财务费用分别下降 2.5/1.8/2.5 个百分点，三项费用率总计下降 6.7 个百分点，费用下降一方面是拉法基并表因素，一方面价格上涨费用相对下降。

海外业务布局早，环保业务带来增量

公司是国内较早涉足国际业务的水泥生产企业，近年稳步推进中亚、东南亚水泥布局，在塔吉克斯坦、哈萨克斯坦、柬埔寨和尼泊尔等地布有 7 条水泥熟料产线和粉磨站。公司大股东拉法基豪瑞是全球最大水泥制造商之一，在一带一路沿线多有布局，并和国内的国际工程公司多有合作，海外仍有继续拓展空间，且海外水泥整体盈利水平好于国内。环保业务方面，公司具有超 550 万吨/年的处置能力，水泥窑协同处理增长空间较广。

业绩稳步提升，维持增持评级

17 年公司计划销售水泥及商品熟料 6787 万吨，同比增长 29%；计划实现水泥及熟料销售收入同比增长约 35%。公司 16 年业绩超市场预期，一季度业绩稳步提升，区域供需格局好于行业，水泥-煤炭价差价格差高于行业均值。可比公司当前平均估值为 20 倍 17 年 PE（或 1.5 倍 PB），认可给予 1.55~1.65 倍 PB 估值，目标价 10.0~10.7 元，维持增持评级。

风险提示：煤炭价格上涨；水泥需求放缓；国际业务竞争加剧等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,498
流通 A 股 (百万股)	972.77
52 周内股价区间 (元)	6.08-11.19
总市值 (百万元)	14,197
总资产 (百万元)	30,116
每股净资产 (元)	6.73

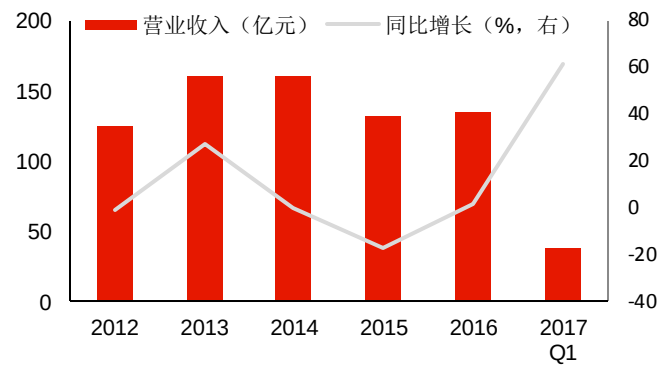
资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	13,271	13,526	18,348	18,922	19,596
+/-%	(17.03)	1.92	35.65	3.13	3.56
归属母公司净利润 (百万元)	102.76	451.94	986.95	1,035	1,044
+/-%	(91.59)	339.82	118.38	4.86	0.92
EPS (元，最新摊薄)	0.07	0.30	0.66	0.69	0.70
PE (倍)	138.16	31.41	14.38	13.72	13.59

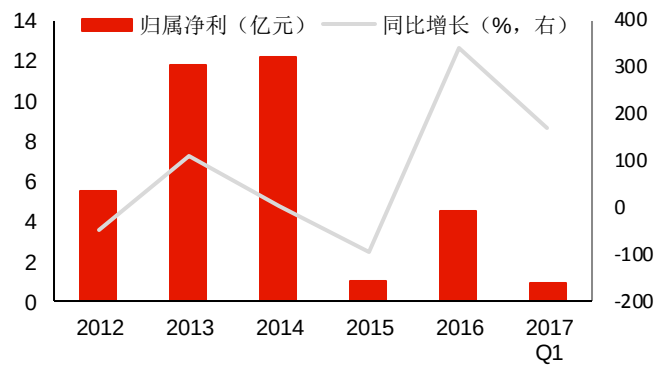
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表 1: 过去 5 年公司收入



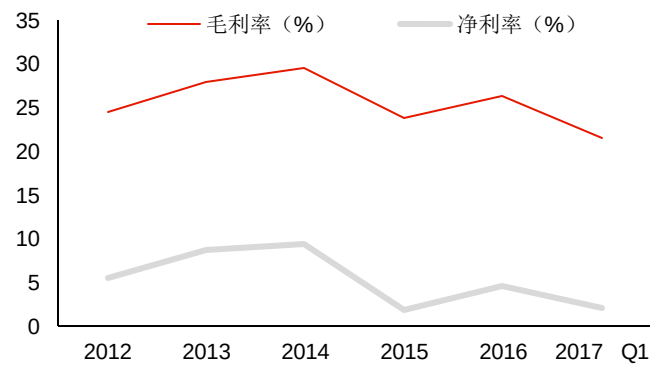
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 2: 过去 5 年公司业绩



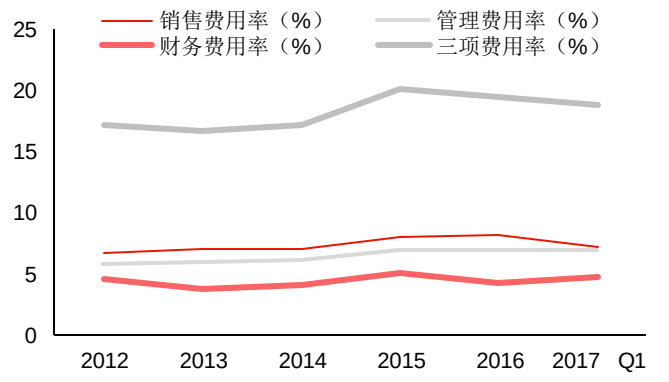
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 3: 过去 5 年公司利润率



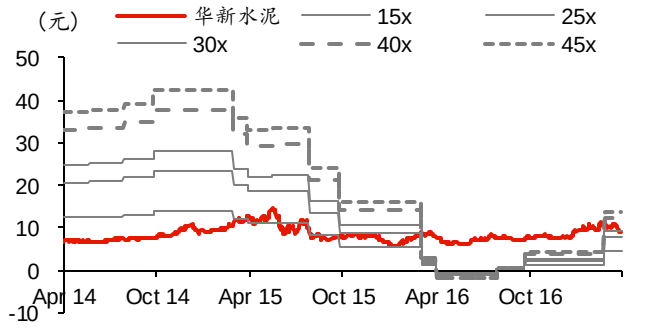
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 4: 过去 5 年公司费用率



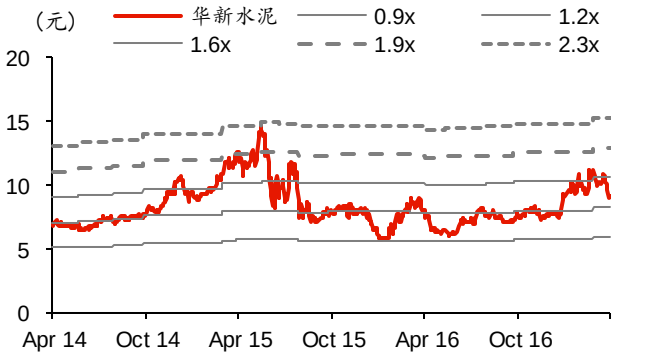
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 5: 华新水泥历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 6: 华新水泥历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,034	7,425	6,879	7,406	7,716
现金	2,122	3,719	2,921	3,320	3,487
应收账款	688.71	502.37	768.70	792.76	820.98
其他应收账款	222.35	211.76	273.28	281.83	291.86
预付账款	82.08	66.41	87.01	90.11	93.45
存货	1,148	1,174	1,588	1,645	1,706
其他流动资产	770.42	1,751	1,241	1,276	1,317
非流动资产	20,452	20,002	17,824	16,419	15,012
长期投资	321.03	387.51	0.00	0.00	0.00
固定投资	14,861	15,344	14,477	13,295	12,015
无形资产	2,114	2,295	2,287	2,258	2,229
其他非流动资产	3,156	1,975	1,060	866.12	768.24
资产总计	25,487	27,427	24,703	23,824	22,728
流动负债	7,220	9,801	9,691	7,773	5,453
短期借款	1,162	904.00	4,560	2,477	0.00
应付账款	2,836	3,132	3,880	4,134	4,227
其他流动负债	3,222	5,765	1,251	1,162	1,226
非流动负债	7,289	6,252	3,860	3,860	3,859
长期借款	2,879	3,635	3,635	3,635	3,635
其他非流动负债	4,410	2,617	225.48	224.62	224.31
负债合计	14,509	16,053	13,552	11,632	9,312
少数股东权益	1,372	1,379	1,765	2,171	2,587
股本	1,498	1,498	1,498	1,498	1,498
资本公积	2,509	2,510	914.18	914.18	914.18
留存公积	5,608	5,985	6,974	7,608	8,416
归属母公司股	9,606	9,995	9,387	10,021	10,829
负债和股东权益	25,487	27,427	24,703	23,824	22,728

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,753	3,096	2,444	3,390	3,408
净利润	225.59	620.83	1,373	1,441	1,460
折旧摊销	1,523	1,580	1,460	1,488	1,504
财务费用	674.42	569.40	586.14	495.37	496.01
投资损失	(37.56)	(85.51)	(61.54)	(73.52)	(67.53)
营运资金变动	294.11	318.73	(529.84)	36.12	11.41
其他经营现金	73.98	92.47	(383.67)	3.05	4.06
投资活动现金	(1,719)	(2,005)	1,729	(10.90)	(31.67)
资本支出	1,592	1,212	39.87	30.00	45.00
长期投资	(7.65)	796.09	(459.54)	0.00	0.00
其他投资现金	(134.73)	3.61	1,310	19.10	13.33
筹资活动现金	(1,728)	679.95	(4,972)	(2,980)	(3,210)
短期借款	(1,000)	(258.00)	3,656	(2,083)	(2,477)
长期借款	(389.33)	755.82	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1.09	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(5.20)	0.76	(1,596)	0.00	0.00
其他筹资现金	(334.49)	181.38	(7,032)	(896.62)	(732.65)
现金净增加额	(733.78)	1,780	(798.48)	399.24	166.63

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,271	13,526	18,348	18,922	19,596
营业成本	10,132	9,971	13,064	13,529	14,030
营业税金及附加	199.85	207.56	278.92	289.01	298.60
营业费用	1,060	1,106	1,483	1,538	1,588
管理费用	915.63	939.28	1,270	1,312	1,357
财务费用	674.42	569.40	586.14	495.37	496.01
资产减值损失	137.23	35.62	52.32	59.14	68.37
公允价值变动收益	0.00	0.86	0.43	0.65	0.54
投资净收益	37.56	85.51	61.54	73.52	67.53
营业利润	189.66	783.75	1,676	1,774	1,825
营业外收入	190.10	155.71	219.84	221.28	222.52
营业外支出	42.75	132.46	50.89	54.94	60.55
利润总额	337.02	807.00	1,845	1,940	1,987
所得税	111.43	186.16	471.93	499.15	526.48
净利润	225.59	620.83	1,373	1,441	1,460
少数股东损益	122.84	168.89	386.14	406.03	415.79
归属母公司净利润	102.76	451.94	986.95	1,035	1,044
EBITDA	2,387	2,933	3,722	3,757	3,824
EPS (元)	0.07	0.30	0.66	0.69	0.70

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(17.03)	1.92	35.65	3.13	3.56
营业利润	(88.77)	313.23	113.86	5.83	2.88
归属母公司净利润	(91.59)	339.82	118.38	4.86	0.92
获利能力 (%)					
毛利率	23.66	26.28	28.80	28.50	28.40
净利率	0.77	3.34	5.38	5.47	5.33
ROE	1.07	4.52	10.51	10.33	9.64
ROIC	3.18	5.91	10.08	11.05	12.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.93	58.53	54.86	48.83	40.97
净负债比率 (%)	38.35	54.70	60.47	52.54	39.03
流动比率	0.70	0.76	0.71	0.95	1.42
速动比率	0.53	0.63	0.55	0.74	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.51	0.70	0.78	0.84
应收账款周转率	16.20	19.45	25.53	22.52	22.57
应付账款周转率	3.46	3.34	3.73	3.38	3.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.30	0.66	0.69	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	2.07	1.63	2.26	2.28
每股净资产(最新摊薄)	6.41	6.67	6.27	6.69	7.23
估值比率					
PE (倍)	138.16	31.41	14.38	13.72	13.59
PB (倍)	1.48	1.42	1.51	1.42	1.31
EV_EBITDA (倍)	8.95	7.29	5.74	5.69	5.59

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、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力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com