

华新水泥(600801.SH) 水泥行业

评级：买入 首次评级

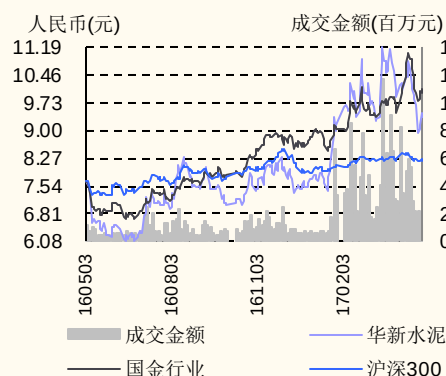
公司深度研究

市场价格(人民币): 9.37 元
目标价格(人民币): 12.70-14.10 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	972.77
总市值(百万元)	14,032.24
年内股价最高最低(元)	11.19/6.08
沪深 300 指数	3439.75
上证指数	3154.66



百年水泥企业，重振旗鼓剑指西南

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.069	0.302	0.707	0.843	0.949
每股净资产(元)	6.41	6.67	7.38	8.05	8.81
每股经营性现金流(元)	1.80	2.04	2.73	2.42	2.56
市盈率(倍)	118.78	25.68	13.25	11.11	9.87
行业优化市盈率(倍)	18.09	18.09	18.09	18.09	18.09
净利润增长率(%)	-91.59%	339.82%	134.34%	19.24%	12.58%
净资产收益率(%)	1.07%	4.52%	9.58%	10.47%	10.77%
总股本(百万股)	1,497.57	1,497.57	1,497.57	1,497.57	1,497.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **整合拉法基豪瑞水泥资产，西南地区市占率提升至 8.7%:** 公司吸收合并拉法基豪瑞国内非上市水泥资产后，熟料产能将达到 5964 万吨，成为国内第五大水泥生产企业，将覆盖华中和西南地区，规模优势显现，若后续继续收购四川双马资产，产能规模将进一步扩大，其中西南地区产能达到 2391 万吨，区域占比提升至 8.7%，将充分受益于区域量价齐升带来的红利。17 年一季度西南地区水泥产量为 9522 万吨，同比增长 2.54%，延续去年快速增长势头，仍为全国增速最快的区域，预计今年西南地区需求仍将稳定增长，公司业绩将迎来新的增长点。
- **西藏地区竞争优势明显，高毛利，高利润:** 2016 年，公司在西藏地区收入为 7.35 亿元，净利润约 3.2 亿元，净利率接近 44%，为公司业绩主要支撑点。目前公司在西藏地区水泥熟料产能共计 5000 吨/天，其中日喀则 2000 吨/天生产线正在建设，预计 2018 年上半年投产，届时公司在西藏市场占有率接近约 40%，当前西藏水泥价格 740 元/吨，远高于国内平均水平，吨毛利达到 300 元以上。预计未来市场需求较稳定，西藏市场中短期仍将保持相对较好的盈利，将持续为公司业绩提供支撑。
- **进入环保领域，水泥窑协同处置发展迅速:** 公司 2016 年全年处置各类废弃物 150 万吨，同比上年增长 60%，单位熟料废弃物处置量在行业中居领先地位，年生活垃圾处置量占全国水泥窑协同处置总量的 70%以上。2016 年公司新签约协同处置项目 10 个，实现竣工 3 个，在建 6 个，年底公司运行和在建的环保工厂共计已达 25 家，全部投产后总产能将达到 555 万吨/年，位居行业前列。在环保趋严的阶段，公司适时进入环保领域，具有重要战略意义，随着产能逐步释放，未来成长空间巨大。

投资建议

- 随着公司整合拉法基豪瑞国内水泥资产完成，将成为国内第四大水泥生产企业，西南地区占比提升至 10%，规模优势凸显，将充分受益于行业量价齐升带来的红利，看好其未来发展，建议重点关注。

估值

- 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.71, 0.84 和 0.95 元，对应估值分别为 13.3, 11.1 和 9.9 倍，目标价 12.7 元，给予买入评级。

风险

- 房地产投资下滑，基建投资低于预期，错峰生产执行不到位

闰广

联系人
(8621)60230241
yanguang@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
heguowen@gjzq.com.cn

内容目录

华新水泥—中国水泥工业的摇篮	4
百年历史，诠释中国水泥工业的发展历程	4
外资和国有资本共存，集二者之所长	4
水泥行业回暖，盈利止跌回升	5
16 年业绩同增 3.4 倍，17 年 Q1 实现高开高走	5
毛利率小幅回升，高于前十大平均水平	6
精益化生产，成本控制能力有望进一步增强	6
收入聚集华中，西南市场发展潜力巨大	7
整合拉法基豪瑞资产，西南崛起	7
需求增速平稳，基建成主要支撑点	9
房地产投资增速放缓	9
PPP 项目落地加速，西南地区增速明显	9
供给侧改革持续发力，错峰生产有望常态化	11
供需格局改善，区域价格有望高位趋稳	12
高价格，高利润，西藏地区为业绩主要支撑点	13
其他业务	15
水泥窑垃圾协同处置发展迅速，向环保转型迈出重要一步	15
国际化进程推进平稳，一带一路带来新契机	16
盈利预测与投资建议	16
风险提示	17

图表目录

图表 1：公司发展大事记	4
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：公司年度营业收入及增速	5
图表 4：公司季度营业收入及增速	5
图表 5：公司归母净利润及增速	6
图表 6：公司水泥熟料销量及增速	6
图表 7：2008-2016 年公司主要产品毛利率	6
图表 8：2016 年国内前十大水泥企业销售毛利率	6
图表 9：华新与其他水泥公司期间费用率对比	7
图表 10：2016 年公司各区域销售收入	7
图表 11：2016 年公司区域销售收入比例	7
图表 12：公司水泥熟料产能及增速	8
图表 13：公司产能区域分布图（整合拉豪资产前）	8
图表 14：公司产能区域分布图（整合拉豪资产后）	8
图表 15：2016 年重云贵川地区熟料产能一览表	8

图表 16: 两湖地区固定资产投资及增速.....	9
图表 17: 两湖地区房地产投资及增速.....	9
图表 18: 西南地区固定资产投资及增速.....	9
图表 19: 西南地区房地产投资及增速.....	9
图表 20: 2016 年已入库 PPP 项目投资额行业分布	10
图表 21: 2016 年落地项目投资额 (亿元)	10
图表 22: 2016 年入库项目投资额 (亿元)	10
图表 23: 公司产能分布地区需求及增速.....	10
图表 24: 政府供给侧改革相关政策.....	11
图表 25: 排名前 10 位水泥企业熟料产能.....	11
图表 26: 公司产能所在地错峰生产安排.....	12
图表 27: 西南及中南地区 P.O42.5 水泥价格 (截止 2017 年 4 月 28 日)	13
图表 28: 当前水泥价格分别较去年均价及去年同期变化 (截止 4 月 28 日) .	13
图表 29: 五大入藏铁路路线及建设进展.....	14
图表 30: 西藏固定资产投资及增速.....	14
图表 31: 西藏房地产投资及增速.....	14
图表 32: 西藏地区水泥产量及增速.....	15
图表 33: 西藏拉萨各月 P.O42.5 水泥均价.....	15
图表 34: 水泥窑协同处置.....	15
图表 35: 公司 2015 年环保处置能力	16
图表 36: 公司海外生产线一览表.....	16
图表 37: 华新水泥盈利预测.....	17

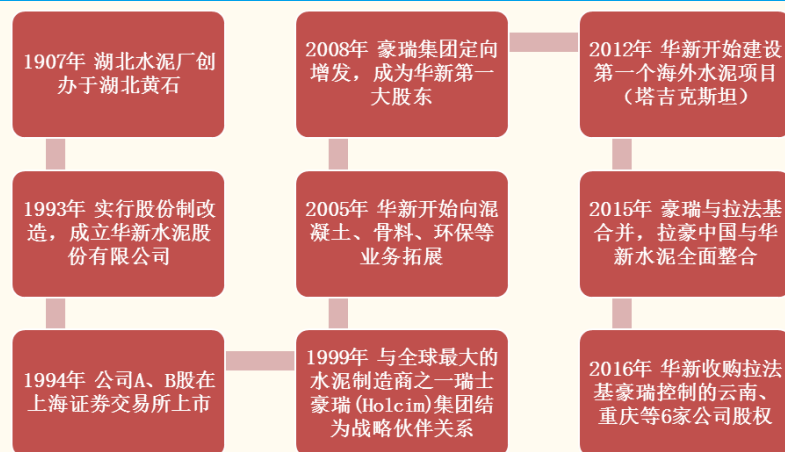
华新水泥—中国水泥工业的摇篮

百年历史，诠释中国水泥工业的发展历程

华新水泥是我国水泥行业最早建立的企业之一。公司前身—湖北水泥厂诞生于“洋务运动”晚期，于 1907 年由清政府批准兴建，距今已有 110 年历史，华新是中国水泥行业目前仅有的百年品牌，被美誉为“中国水泥工业的摇篮”。

改革+外资注入，站在巨人的肩膀上发展。1993 年，华新在改革开放的背景下进行股份制改造，在湖北黄石成立了华新水泥股份有限公司，1994 年在上海证券交易所上市，成为建材行业第一家 A、B 股同时上市的公司。1999 年，全球最大的水泥制造商之一——瑞士豪瑞（Holcim）投资华新水泥，双方建立起战略伙伴关系；2008 年豪瑞通过定向增发，成为华新的第一大股东。豪瑞的资本注入，不仅帮助华新从 20 世纪末期亚洲金融危机的困境中走出，并且带来了跨国大公司先进的管理模式和技术水平。2015 年 7 月，豪瑞与拉法基集团合并，新成立的拉法基豪瑞公司成为全球最大的水泥制造企业，华新将成为集团在中国唯一的上市水泥平台，拥有了进一步发展前景。

图表 1：公司发展大事记



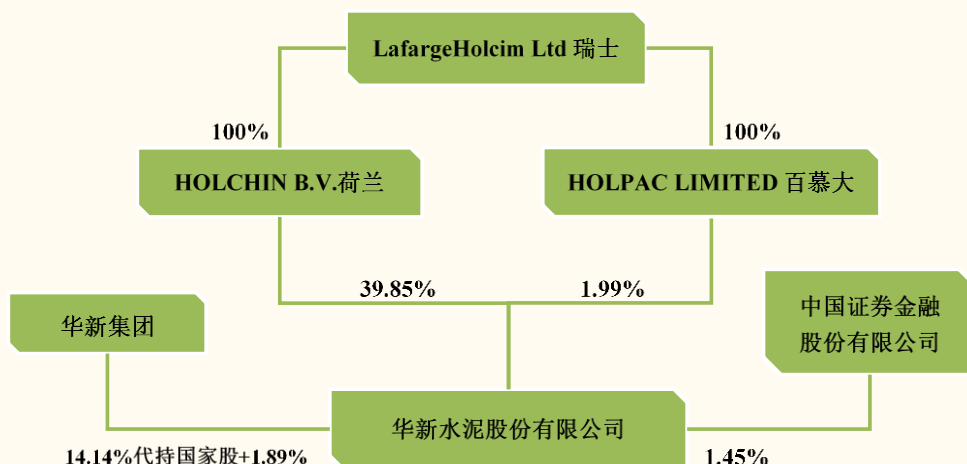
来源：公司公告，国金证券研究所

外资和国有资本共存，集二者之所长

华新水泥目前的第一大股东是荷兰 Holchin B.V.公司，为拉法基豪瑞的全资孙公司。拉法基豪瑞通过 Holchin B.V.和 Holpac Ltd 分别间接持有华新水泥股份的 39.85%和 1.99%，是公司的实际控制人。拉法基豪瑞继承了拉法基和豪瑞两大水泥巨头的优势，在全球水泥市场具备得天独厚的竞争力。

公司的第二大股东是黄石市国资委，由华新集团代持股份 14.14%，华新集团另持有 1.89%的公司股份。外资和国有资本共存是华新水泥股权结构的特点，也是华新水泥的一大优势。作为百年民族企业的华新，在历史的积淀中铸就了坚固的品牌形象，为公司在国内的水泥市场打下了良好的基础。通过引入外资，学习跨国企业先进的管理模式和技术水平，不断地推陈出新，又进一步提升了公司的综合竞争力。

图表 2：公司股权结构



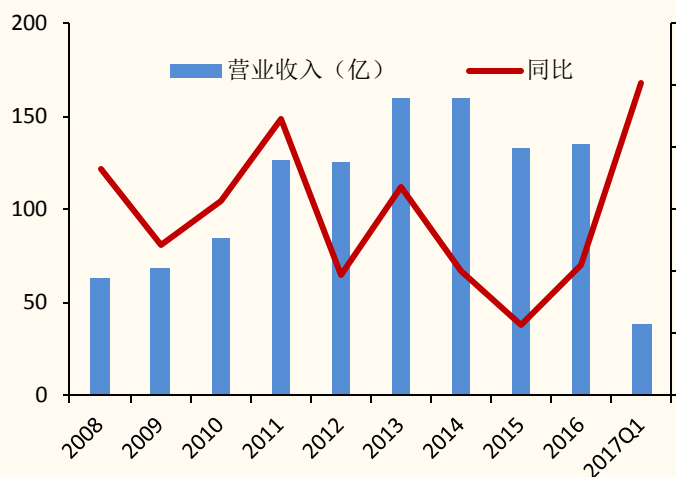
来源：公司公告，国金证券研究所

水泥行业回暖，盈利止跌回升

16 年业绩同增 3.4 倍，17 年 Q1 实现高开高走

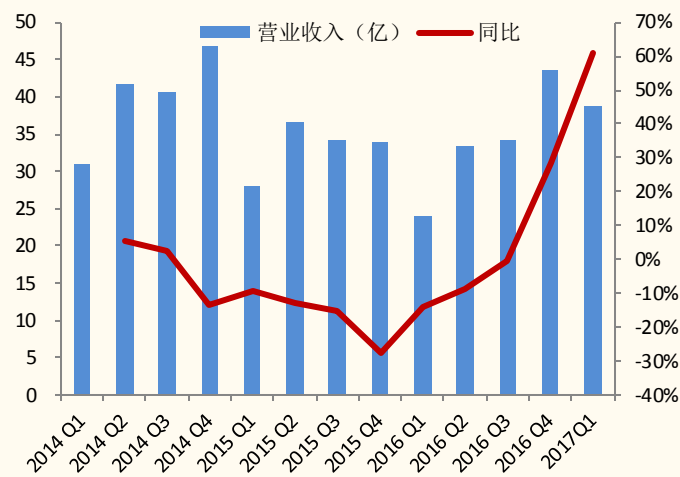
2016 年水泥行业触底反弹，公司产品量价齐升，水泥熟料共销售 5270 万吨，同比增长 5%，实现营收 135.26 亿元，同比增长 1.92%；归母净利润 4.52 亿元，同比增长 339.82%；而 17 年行业继续高开高走，公司盈利稳步提升，一季度公司实现水泥熟料销量为 1336 万吨，同比增长 32%，其中拉法基贡献 314 万吨，营收 38.8 亿元，同比增长 61.2%，归母净利润 0.95 亿元，同比增长 169.6%，拉法基资产并表带来新的动力。随着 2017 年行业供给侧改革继续推进及公司产能增加，有望实现量价齐升，业绩迎来爆发增长。

图表 3：公司年度营业收入及增速



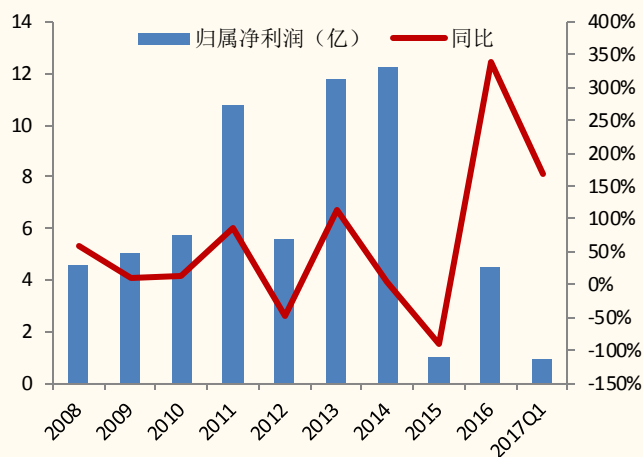
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司季度营业收入及增速



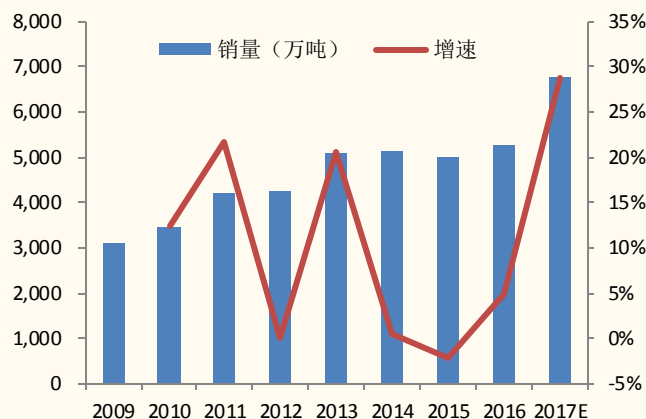
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司水泥熟料销量及增速

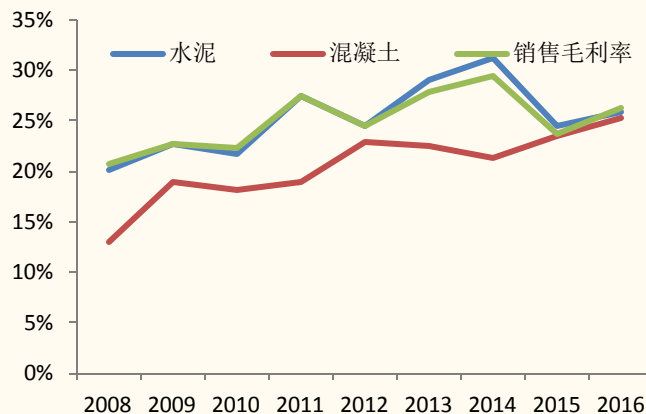


来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率小幅回升，高于前十大平均水平

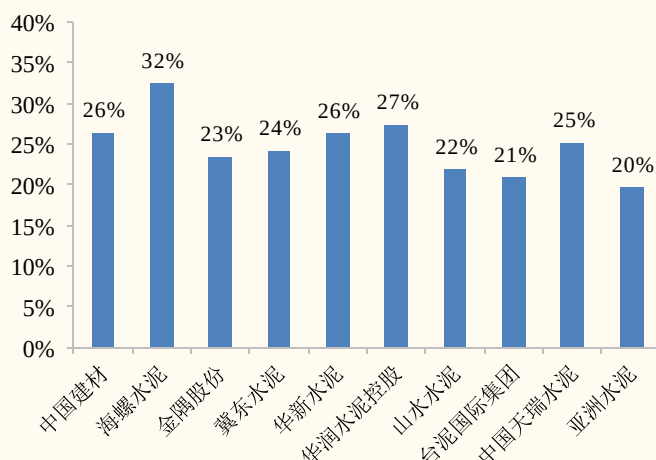
- 2016 年公司销售毛利率为 26.28%，同比上年增加 2.63 个百分点，低于最高点 2014 年 3.21 个百分点。从历史上来看，公司毛利率相对保持稳定，公司吸收拉法基国外优秀的生产和管理技术，成本把控能力比较强。2016 年全国水泥行业前十大企业平均销售毛利率为 24.8%，华新水泥位居第四，超出前十大平均水平 1.48%，在同行企业之间具有一定的竞争优势。

图表 7：2008-2016 年公司主要产品毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：2016 年国内前十大水泥企业销售毛利率

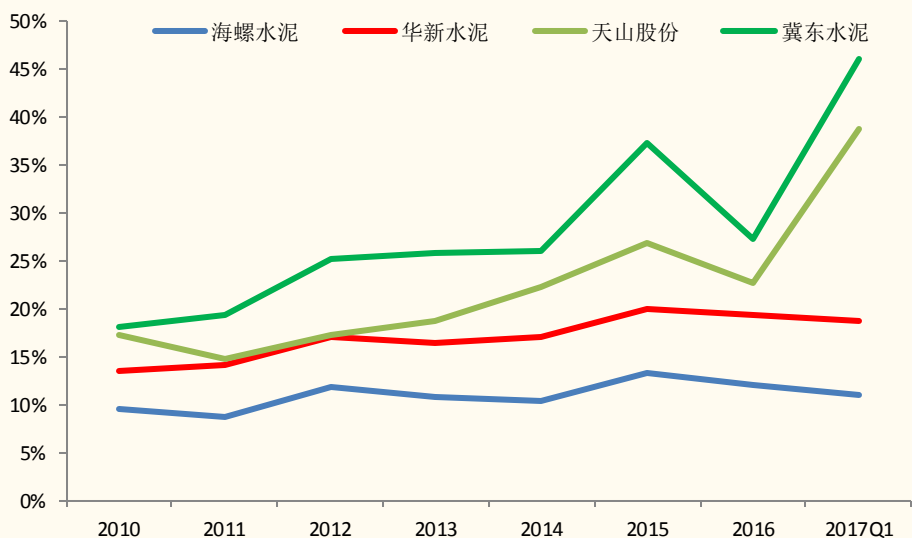


来源：Wind，国金证券研究所

精益化生产，成本控制能力有望进一步增强

- 华新近年来开始实施精益化生产管理，尽力优化生产过程每一环节的成本。16 年公司期间费用率为 19.33%，仅次于龙头海螺水泥的 12%，17 年一季度期间费用率继续下降，达到 18.71%，环比同比分别下降 0.62 和 6.74 个百分点，一方面是由于拉法基资产并表，产能规模扩大，另一方面是由于水泥价格上升带来费用相对降低。未来公司将重点关注燃料、动力成本和消耗管控三方面，计划 2017 年实现原料成本同比下降 10%、动力成本同比下降 8%。预计在该生产管理模式，华新将继续缩减成本，提高生产效率，进一步提升成本控制能力。

图表 9：华新与其他水泥公司期间费用率对比

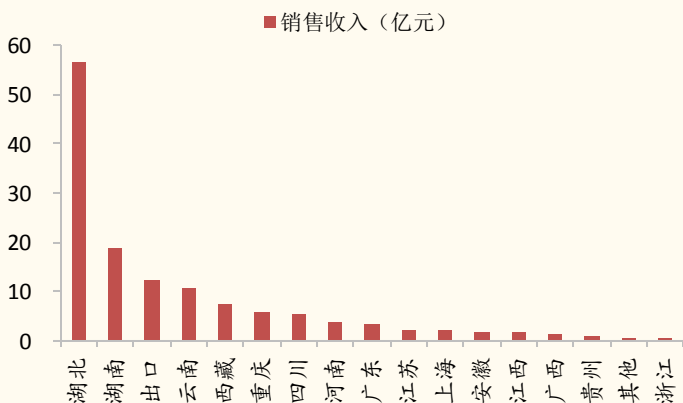


来源：Wind，国金证券研究所

收入聚集华中，西南市场发展潜力巨大

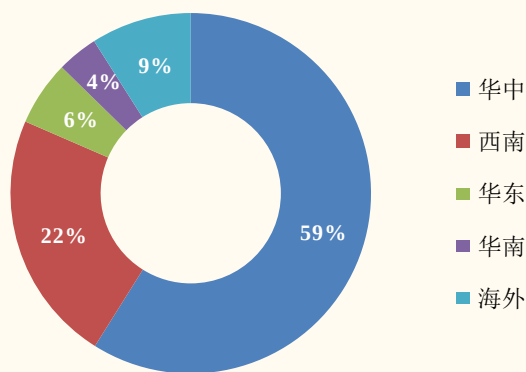
目前来看，华新的主营业务收入集中在湖北和湖南，2016 年两省分别实现 56.68 亿元和 18.97 亿元，占比达到 59%。西南地区仅占 22%，远远不及其资产整合后的产能占比。在公司扩张西南版图的局势下，华新在该地区市场的影响力将明显增强，未来发展空间巨大。

图表 10：2016 年公司各区域销售收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2016 年公司区域销售收入比例



来源：公司公告，国金证券研究所

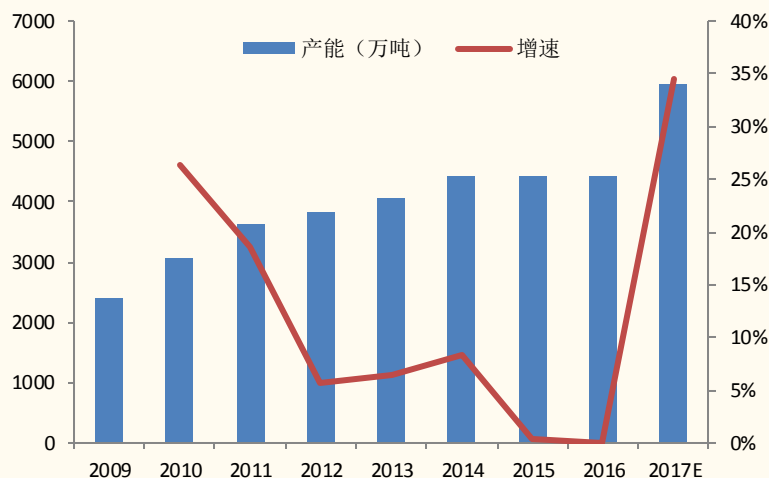
整合拉法基豪瑞资产，西南崛起

在豪瑞与拉法基合并的背景下，华新成为拉法基豪瑞集团旗下在中国唯一的上市水泥平台，将进一步整合拉法基在中国的核心非上市资产。2016 年，公司完成了对拉法基集团位于云南、重庆和贵州三个省市 6 家公司股权收购的审批，并购包括 15 家水泥工厂（含 4 家粉磨站），公司将因此增加熟料产能 1000 万吨/水泥产能 1500 万吨、混凝土产能 90 万方、骨料产能 700 万吨。

深耕两湖地区，未来发力西南区域。目前华新水泥的主要产能集中在湖北和湖南两省。截至 2016 年末，公司在湖北和湖南的熟料产能分别为 2480 万吨和 728.5 万吨，共占据熟料总产能的 72%，华中地区为公司水泥产品的主要生产基地。若华新合并拉法基中国的产能，公司熟料产能达到 5964.4 万吨，位居国内水泥企业第五，若后续将四川双马 558 万吨熟料产能吸收，产能规模将进一步扩大。整合完成后，其中云南地区的产能将超过湖南，达到 1085 万吨，加

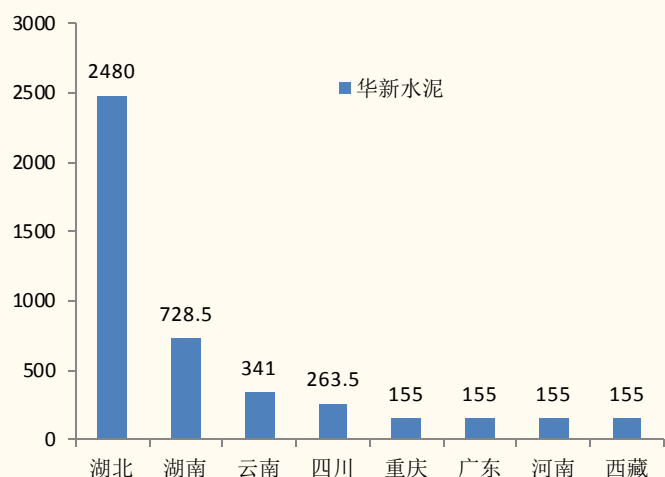
上四川，重庆、贵州和西藏，西南地区产能将达到 41%，成为华新又一大水泥生产地。

图表 12：公司水泥熟料产能及增速



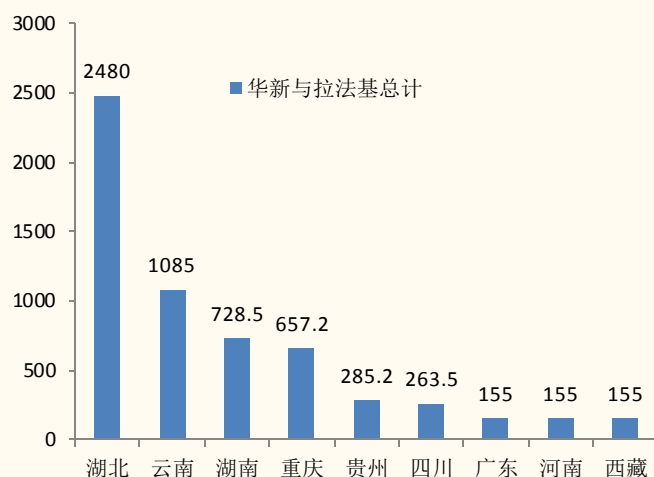
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：公司产能区域分布图（整合拉豪资产前）



来源：中国水泥网，国金证券研究所

图表 14：公司产能区域分布图（整合拉豪资产后）



来源：中国水泥网，国金证券研究所

华新西南地区市占率提升至 8.7%。随着华新整合完拉法基豪瑞水泥资产，在西南地区总产能将达到 2290.9 万吨，占西南地区规模以上企业熟料总产能的 8.7%，地区 CR5 市占率将达到 71.7%，市场集中度进一步提升，有利于区域间企业协同及市场规范化发展。

图表 15：2016 年重云贵川地区熟料产能一览表

	熟料产能 (万吨)	占比
西南地区规模以上总产能	26182.6	
西南水泥	9393	35.9%
海螺水泥	3943.2	15.1%
华新+拉法基豪瑞	2290.9	8.7%
台泥水泥	1776.3	6.8%
红狮集团	1395	5.3%
CR5 合计产能	19356.4	71.7%

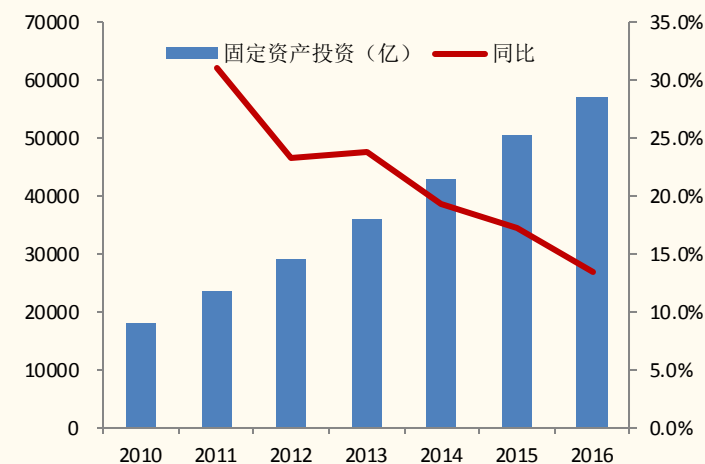
来源：中国水泥网，国金证券研究所

需求增速平稳，基建成主要支撑点

房地产投资增速放缓

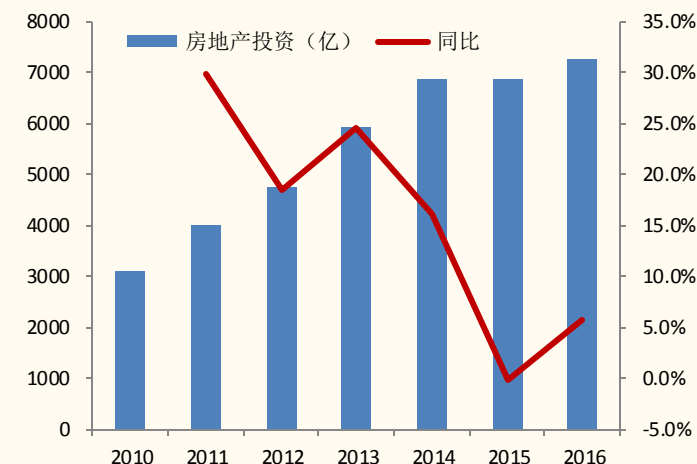
2016 年，公司主要产能分布区域房地产投资增速放缓，两湖地区房地产投资 7253 亿元，同比增长 5.7%，西南地区房地产总投资 13846 亿元，同比增长 3%，基本维持稳定。随着国家对房地产政策不断收紧，我们认为未来房地产投资将维持稳中偏弱的态势运行，大幅下跌的概率较小。而两个区域位处中西部，基础建设相对落后，固定资产投资仍保持 15% 的速度增长，未来基建投资仍将保持快速增长，成为未来需求的主要支撑点，公司西南产能增大。

图表 16：两湖地区固定资产投资及增速



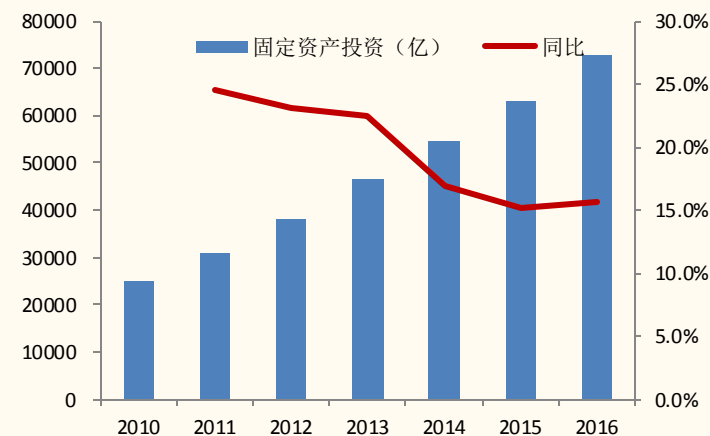
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 17：两湖地区房地产投资及增速



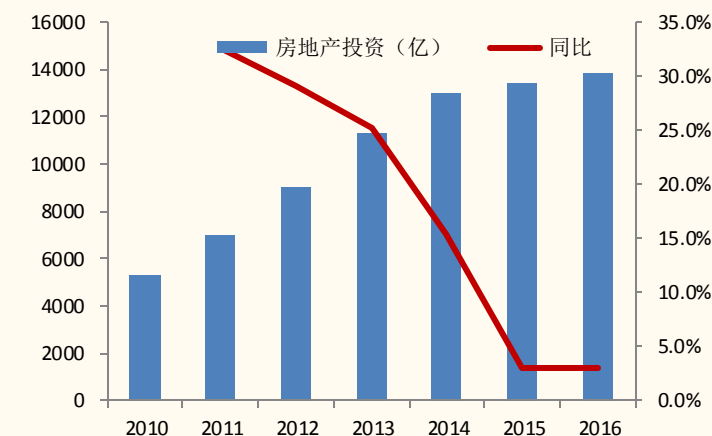
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 18：西南地区固定资产投资及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 19：西南地区房地产投资及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

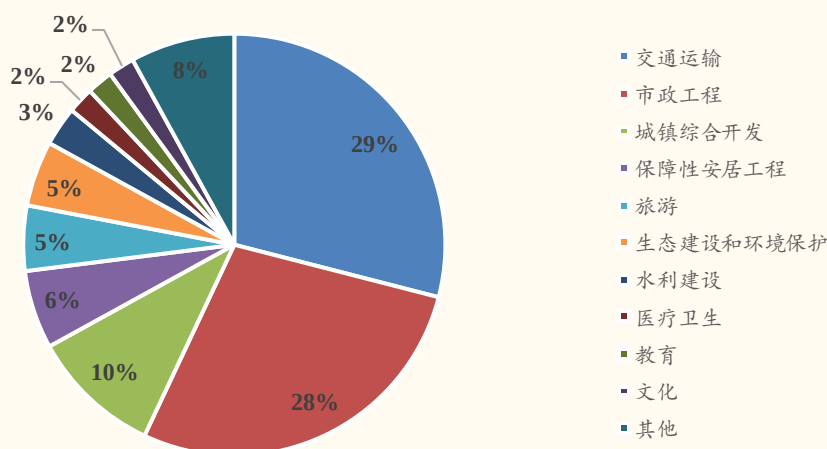
PPP 项目落地加速，西南地区增速明显

近年来，PPP 模式在基建投资中得到了广泛的运用。截至 2016 年 12 月末，全国入库项目 11260 个，总投资额 13.5 万亿元，其中已签约落地 1351 个，总投资 2.2 万亿元。2016 年四季度末入库项目落地率稳步上升，12 月末达到 31.6%，随着 PPP 模式的成熟及政策支持，未来 PPP 项目落地将进一步加速。

分行业看，2016 年 12 月末我国已入库 PPP 项目中，交融运输与市政工程占据一半以上的投资额，比重分别达到 29% 和 28%，此外城镇综合开发也占到 10%

的份额。基本上基础设施建设中涉及的重要领域，随着入库项目陆续落地实施，将为水泥需求提供强有力支撑。

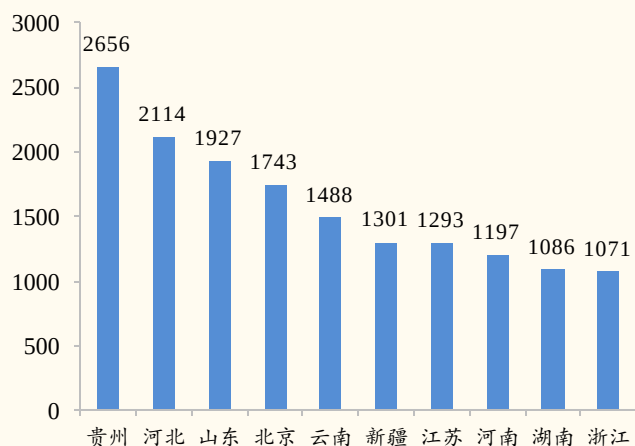
图表 20：2016 年已入库 PPP 项目投资额行业分布



来源：财政部政府和社会资本合作中心，国金证券研究所

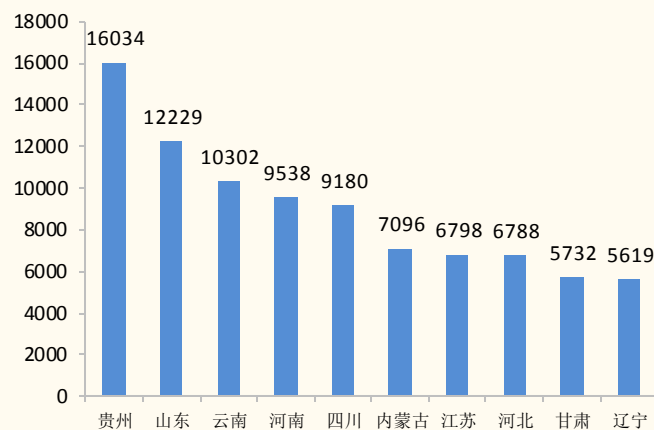
分地区看，贵州是目前入库和落地项目中投资额最高的省份，2016 年 12 月末入库项目总计 16034 亿元，落地项目 2656 亿元。此外，云南也是 PPP 项目的重要投资省份之一，入库和落地项目总额分别位居全国第三和第五；四川省的入库项目投资额为全国第五。总体来看，西南地区的 PPP 项目储备丰富，在基建方面对水泥的潜在需求巨大。公司未来发力西南将充分受益于 PPP 基建的发展。

图表 21：2016 年落地项目投资额（亿元）



来源：财政部政府和社会资本合作中心，国金证券研究所

图表 22：2016 年入库项目投资额（亿元）



来源：财政部政府和社会资本合作中心，国金证券研究所

总体来看，西南地区的需求增速较好，尤其是云南和贵州，两个区域基建投资保持稳定，经过前期市场淘汰，水泥投资乱象得以改善，部分落后产能淘汰（例如中建材在丽江的永荣水泥停产），随着需求稳定增长，区域内供需平衡度提升，预计未来供需格局持续向好，公司适时增加该区域内产能，将充分受益供需格局改善带来的红利。

图表 23：公司产能分布地区需求及增速

	2013	增速	2014	增速	2015	增速	2016	增速	2017Q1	增速
湖北	11,056.52	5.33%	11669.93	5.5%	11288.92	-3.3%	11586.66	2.6%	2288.12	-1.90%
湖南	11,264.67	9.18%	12004.64	6.6%	11613.56	-3.3%	12177.65	4.9%	2163.05	-4.90%
云南	9,009.16	13.64%	9492.64	5.4%	9305.31	-2.0%	10963.53	17.8%	2511.24	5.20%

	2013	增速	2014	增速	2015	增速	2016	增速	2017Q1	增速
贵州	8,140.51	25.55%	9386.89	15.3%	9909.52	5.6%	10748.76	8.5%	2202.34	7.40%
四川	13,897.09	6.62%	14580.97	4.9%	14040.63	-3.7%	14584.18	3.9%	3299.94	-1.60%
重庆	6,126.95	11.59%	6666.61	8.8%	6798.83	2.0%	6781.1	-0.3%	1381.3	-3.20%

来源：国家统计局，国金证券研究所

供给侧改革持续发力，错峰生产有望常态化

环保趋严，阶段性改变供需格局。近日，国务院印发《“十三五”节能减排综合工作方案》，明确指出要分区域、分流域制定实施钢铁、水泥、平板玻璃等重点行业、领域限期整改方案，升级改造环保设施，确保稳定达标。与此同时，政府把化解产能过剩作为重中之重的工作，分别在 2009 年、2013 年和 2016 年三次发文提出严禁水泥新增产能。环保趋严，严控新增产能，供给侧改革持续推进。

图表 24：政府供给侧改革相关政策

时间	文件	内容
2017 年 1 月 6 日	《“十三五”节能减排综合工作方案》	明确“十三五”节能减排工作的主要目标，控制重点区域流域排放，分区域、分流域制定实施钢铁、水泥、平板玻璃等重点行业、领域限期整改方案，升级改造环保设施，确保稳定达标。
2016 年	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	再次明确提出严禁新增产能
2016 年 12 月	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知》	对于钢铁、水泥、平板玻璃等产能严重过剩行业颁布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，不得以其它任何名义、任何方式备案新增产能项目不符合环评审批和新增授信支持等相关业务，合力推进供给侧改革合作。
2016 年 10 月	《建材工业发展规划（2016-2020）》	加快结构优化、开展专项行动，大力压减传统建材过剩产能。
2015 年 12 月	中央经济工作会议	确定供给侧结构性改革任务之一是积极稳妥化解过剩产能。
2015 年 11 月	中央财经领导小组第 11 次会议	习近平总书记首次提出供给侧结构性改革
2013 年	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	意见提出坚决“遏制产能盲目扩张”
2009 年	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	提出“严格控制新增产能”

来源：政府网站，国金证券研究所

行业集中度增强，企业协同空前。在供给侧改革和国企改革的双重推动下，行业兼并重组逐步加快，2016 年主要有三个重量级的重组事件：1、金隅和冀东的整合，2、中国建材和中国中材的合并，3、华新水泥进一步整合拉法基中国水泥资产，这三个事件的都是我国前十大集团企业间的强强联合，呈现出涉及企业多、产能大、范围广的特点。事实也证明重组带来市场竞争环境的明显改善，提升了行业企业对未来发展的信心。截止到 2016 年我国前十大集团企业熟料产能占比从 2015 年的 54%提升至 57%。

图表 25：排名前 10 位水泥企业熟料产能

排名	企业	熟料产能（万吨）
1	中国建材集团	38385.75
2	海螺水泥	20047.7
3	冀东水泥	10211.4
4	华新拉法基	6522.4
5	华润水泥	6392.2
6	山水水泥	5945.8
7	台泥	5446.7
8	红狮	4154

排名	企业	熟料产能（万吨）
9	天瑞	3586.7
10	亚洲水泥	2662.9

来源：中国水泥网，国金证券研究所

政策助力，提升市场集中度。国办发〔2016〕34号文件《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中提出“十三五”末，前十大水泥熟料集中度达到60%左右，16年9月份中国水泥协会提交了关于水泥企业产能互换的政策建议中，省区内前2~3家大企业的水泥市场集中度达70%以上、省区内的地级或片区市场前2家市场集中度达80%以上。兼并重组，行业整合或许是未来一段时间行业供给侧改革的主要路径。市场集中度的提升，让企业协同更加容易，例如16年海螺参与协同的积极性空前，市场格局持续改善。

错峰生产常态化。2016年10月，工信部发文部署2016-2020年期间水泥错峰生产工作，范围包括北京、天津、河北等15个省（市、自治区），从2016年11月开始先后进行3-5个月的停窑限产。在华新产能重点分布的区域，未来每年每条生产线要停产90-120天不等，随着错峰生产的推行，区域内供需格局将进一步改善，以保价控量提升利润的模式越来越受到企业认可，未来错峰生产常态化将实质性的去产能，行业格局不断改善。

图表 26：公司产能所在地错峰生产安排

省份	2016年产量占全国比重	期间	错峰天数
河南	6.50%	2016-2020年	120天
湖北	4.70%	2017-2020年	90天
湖南	4.90%	2017年	100天
重庆	2.80%	2017年春节期间	30/40天
四川	6%	2017年春节期间	25天
贵州	4.40%	2017-2018年	120天

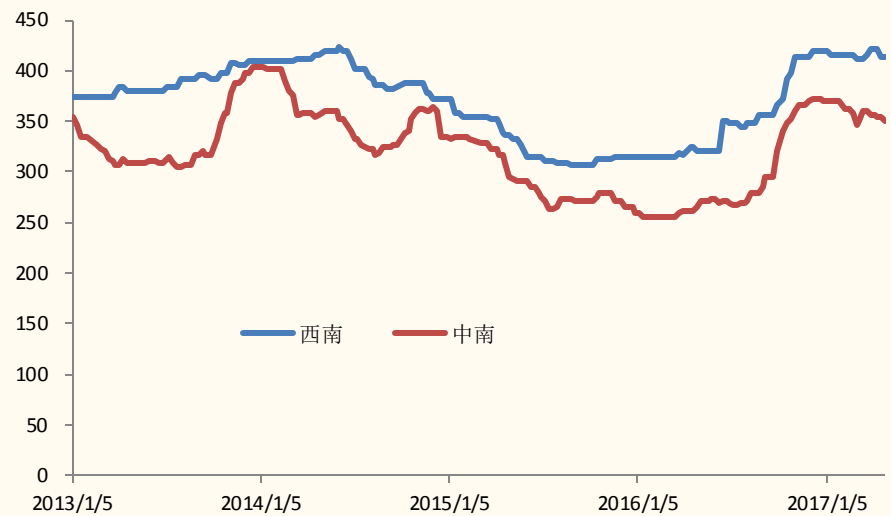
来源：公司公告，国金证券研究所

供需格局改善，区域价格有望高位趋稳

目前公司重点布局的两个区域，供需格局比较稳定，开年以来价格实现高开高走，截止4月28日，西南地区P.O42.5标号水泥均价为413元/吨，较去年均价上涨62元/吨，较去年同期上涨93元/吨，17年一季度，西南地区水泥产量为9521.87万吨，同比增长2.54%，仍为全国增速最快的区域，未来随着PPP+基建的逐步落地，预计今年西南地区需求将稳定增长。

当前中南地区的价格为350元/吨，较去年均价上涨58元，较去年同期上涨85元，淡季实现高开高走，为全年奠定良好的基础，今年湖北省市政工程等基建项目增速仍比较快，需求端提供一定支撑，我们认为今年两湖地区需求不会大幅下滑，将维持稳定格局，从供给端来看，看企业间的协同效果，如果今年错峰生产执行到位，全年价格将维持高位，公司盈利能力将大幅改善。

图表 27：西南及中南地区 P.O42.5 水泥价格（截止 2017 年 4 月 28 日）



来源：数字水泥网，国金证券研究所（注：西南地区包含西藏）

图表 28：当前水泥价格分别较去年均价及去年同期变化（截止 4 月 28 日）

单位（元/吨）	目前价格		较去年均价增幅		较去年同期增幅	
	P.S32.5	P.O42.5	P.S32.5	P.O42.5	P.S32.5	P.O42.5
华北地区	341	375	99	107	131	147
东北地区	303	340	14	26	30	43
华东地区	323	354	70	78	78	79
中南地区	319	350	52	58	78	85
西南地区	310	413	60	62	75	93
西北地区	286	329	43	59	55	75
全国	317	349	62	69	80	88

来源：数字水泥网，国金证券研究所（注：西南地区包含西藏）

高价格，高利润，西藏地区为业绩主要支撑点

2016 年，公司在西藏地区收入为 7.35 亿元，净利润约 3.2 亿元，净利率接近 44%，为公司业绩主要支撑点。西藏是我国水泥产能最为稀缺的省份，当前省内在产水泥生产线仅有 6 条，华新水泥控制了其中 3 条，水泥熟料产能共计 5000 吨/天，另 3 条生产线归属当地公司西藏高争建材，产能 6000 吨/天。目前公司正在日喀则建设一条 2000 吨/天生产线，预计 2018 年上半年投产，届时公司在西藏市场占有率接近约 40%，同时中建材旗下还有在建产线 1 条，设计产能为 4000 吨/天，计划于 2017 年 9 月 30 日投产，高争三期生产线也在建设中，未来公司仍将根据规划扩大西藏地区的产能，继续巩固自己的市场份额。

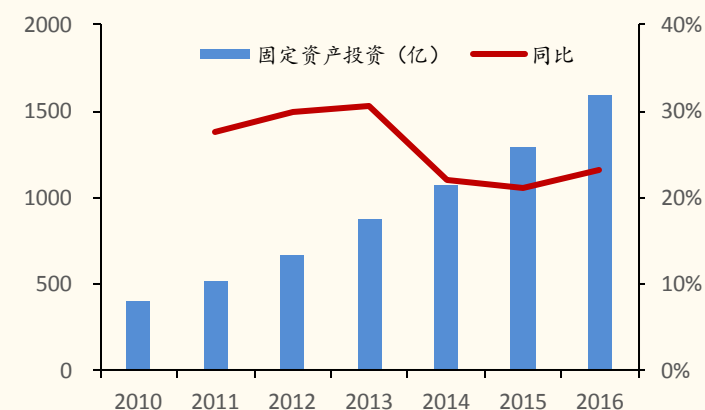
“十三五”期间，西藏需求仍将保持快速增长。2016 年西藏地区固定资产投资为 1596.05 亿元，同比增长约 23%，处于高速增长阶段。区域规划“十三五”期间固定资产依旧保持年均 20% 的增速。交通基础设施为主要投资方向，政府计划“十三五”期间西藏地区公路交通基础设施建设投资 5431 亿元，铁路建设投资约 1600 亿元，新建铁路里程约 2000 公里，四大入藏铁路也有望开工建设。由于地区交通投资景气度高，大幅带动水泥需求。

图表 29：五大入藏铁路路线及建设进展

路线	建设状态
青藏铁路	起于青海省西宁市，途经格尔木市、昆仑山口、沱沱河沿、唐古拉山口，进入西藏自治区安多、那曲、当雄、羊八井、拉萨，全长 1956 公里 2016 年 9 月 12 日建成，历时 7 年，总投资额 12.98 亿元
滇藏铁路	从云南昆明到西藏拉萨 丽香铁路（丽江-香格里拉）、拉林铁路（林芝-拉萨）在建，香林铁路（香格里拉-林芝）待建
新藏铁路	北起新疆叶城，途径阿里，南至西藏日喀则市及拉萨市，预计全长 2000 多公里 处于规划勘测阶段
川藏铁路	起于四川成都，经过蒲江、雅安、康定、理塘、左贡、林芝、山南、最终抵达西藏拉萨，全长 1629 公里 2014 年底成康铁路（成都-康定，包括成雅铁路和雅康铁路）、拉林铁路（拉萨-林芝）开工，成雅铁路预计 2018 年建成，拉林铁路预计 2021 年建成，康林铁路计划 2018 年动工，计划 2025 年全线建成通车
甘藏铁路	起于甘肃兰州，途经青海省果洛州、四川石渠县、青海省玉树州，终至拉萨 处于前期勘测选线阶段

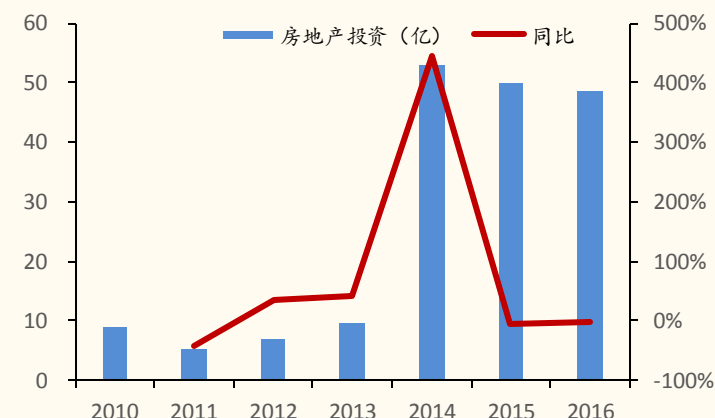
来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 30：西藏固定资产投资及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

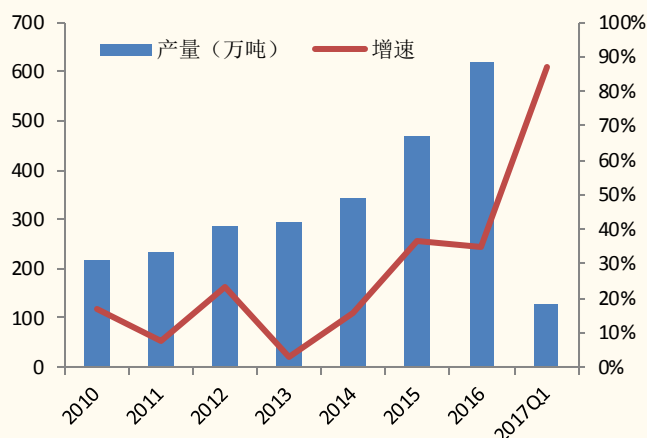
图表 31：西藏房地产投资及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

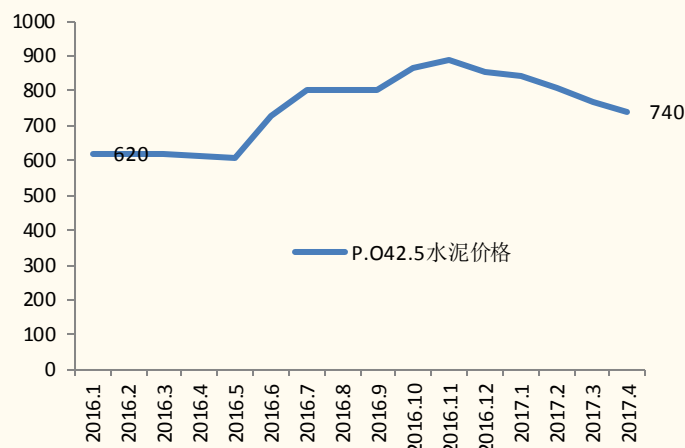
目前，西藏每年水泥需求约 700 万吨左右，由于本地产能严重不足，外地产品进藏运输成本高，水泥价格近年来始终维持在高位。2016 年末，西藏地区 P.O42.5 水泥月均价最高达到 886 元/吨，为同期全国均价的 2.5 倍以上，目前水泥价格在 740 元/吨，虽然有所下降，但是仍远高于国内平均水平，据行业协会测算，西藏地区水泥吨毛利达到 300 元以上。从目前预期看，市场需求仍保持快速增长，一季度水泥产量 127 万吨，同比增长 87.2%，成长性十足，西藏市场中短期仍将保持相对较好的盈利，持续为公司增厚业绩提供动力。

图表 32：西藏地区水泥产量及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 33：西藏拉萨各月 P.O42.5 水泥均价



来源：中国水泥网，金证券研究所

其他业务

水泥窑垃圾协同处置发展迅速，向环保转型迈出重要一步

吸收国外先进技术，向集约环保型转型。公司于 2011 年成立了华新环境工程有限公司，专门开展水泥窑协同处置和生态环境服务业务。在引进吸收豪瑞集团在废物处理技术的基础上，结合我国城市垃圾特点、市政污泥和工业危废物等特点，自主研发水泥窑协同处置废物技术，实现了从传统水泥生产企业向绿色环保企业的转型。

水泥窑协同处置是一种利用从废弃物中回收的能量和物质，来替代水泥生产所需燃料和原料的环保型生产技术，已在欧美发达国家得到广泛的应用，具有良好的环境效益。生态环境服务通过垃圾处置平台，收集各类污染废弃物以备协同处置，包括城市垃圾、市政污泥、漂浮物、污染土、工业危废、医疗废物和餐厨垃圾等。

图表 34：水泥窑协同处置



来源：公司官网，国金证券研究所

入选水泥窑协同处置试点。2015 年 5 月，国家六部委发布水泥窑协同处置生活垃圾 6 家试点企业名单，华新水泥旗下子公司华新环境工程有限公司、华新环境工程（株洲）有限公司名列其中。一年多来，公司成果丰盛。2015 年底，公司各类废弃物环保处置能力共计 523 万吨/年。2016 年全年处置各类废弃物 150 万吨，同比上年增长 60%，单位熟料废弃物处置量在行业中居领先地位，年生活垃圾处置量占全国水泥窑协同处置总量的 70% 以上。2016 年内，公司

新签约协同处置项目 10 个，实现竣工 3 个，在建 6 个，截至年底运行和在建环保工厂总计 25 家。

图表 35：公司 2015 年环保处置能力

分类项目	生活垃圾	市政污泥	污染土	漂浮物	危废	总计
处置能力（运营/在建/签约） 单位：万吨/年	400	65	26	7	25	523

来源：公司官网，国金证券研究所

政府助力，水泥窑协同处置前景广阔。2016 年，我国第一批中央环境保护督察工作全面启动，表明国家对环境治理的高度重视，水泥窑协同处置这类环保业务将得到政府的鼓励。国内垃圾填埋场陆续停建，为水泥窑协同处置业务提供了良好的机会，公司在环保领域的成长空间广阔。

国际化进程推进平稳，一带一路带来新契机

从 2013 年华新水泥在塔吉克斯坦亚湾建成投产第一条 3000 吨/日水泥熟料生产线起，到 16 年底公司已经相继在塔吉克斯坦，哈萨克斯坦，柬埔寨及尼泊尔建成或拟建多条熟料生产线，国际化进程推进平稳。随着国家“一带一路”战略的提出，公司将迎来新的契机，哈萨克斯坦和塔吉克斯坦是丝绸之路经济带沿线的国家之一，柬埔寨是 21 世纪海上丝绸之路在东南亚的重要节点，“一带一路”政策将刺激两国及周边国家和地区的基础设施建设需求，并有效促进国际贸易畅通，公司将受益基础建设带来的新增需求，并加速公司的国际化进程。

图表 36：公司海外生产线一览表

地区	产线	投产时间	持股比例	熟料年产能估算 (万吨)	水泥单线产能估算
塔吉克斯坦-亚湾	3000T/D 熟料线	2013 年 8 月	38.30%	96	120
塔吉克斯坦-索格特县级市 (属于胡占德)	3000T/D 熟料线	2016 年 2 月	34.70%	96	120
柬埔寨	3200T/D 熟料线	2015 年 3 月	68%	102	130
尼泊尔-纳拉亚尼	2800T/D 熟料线	获尼泊尔政府和董事会批准，今年底建成		90	115
哈萨克斯坦-阿克托别	2800T/D 熟料线	同哈萨克斯坦政府签署项目投资协议		90	115
塔吉克斯坦-丹加拉	50 万吨/年粉磨站	2016 年底	34%		

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

随着公司整合拉豪国内非上市水泥资产完成，将成为国内第五大水泥生产企业，西南地区占比提升至 8.7%，规模优势凸显，将充分受益于行业量价齐升带来的红利，看好其未来发展，建议重点关注。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.71, 0.84 和 0.95 元，对应估值分别为 13.3, 11.1 和 9.9 倍，目标价 12.7 元，给予买入评级。

图表 37：华新水泥盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
熟料产能（万吨）	4433	4433	5964	6522.4	6522.4
水泥熟料产量（万吨）	5,022.2	5,270.0	6787	7,000.0	7,300.0
增速	-2.1%	4.9%	28.8%	3.1%	4.3%
水泥价格（元/吨）	227.25	226.03	237.22	240	242
收入(亿元)	114.13	119.12	161.00	168.00	176.66
增速	-14.2%	4.4%	35.2%	4.3%	5.2%
成本	86.26	88.42	116.24	120.96	126.67
毛利（亿元）	27.87	30.7	44.76	47.04	49.99
吨毛利（元/吨）	55.49	58.25	65.95	67.20	68.49
三费（亿元）	26.5	26.14	30	32	33
吨费用（元/吨）	50.13	47.12	41.99	43.43	42.95
吨净利（元/吨）	5.37	11.13	23.95	23.77	25.54
毛利率	24.4%	25.8%	27.8%	28.0%	28.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 房地产投资大幅下滑，下游需求不景气
- 基建投资低于预期
- 错峰生产执行不达预期，行业竞争加剧
- 供给侧改革推进缓慢，产能退出不及预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	15,996	13,271	13,526	18,175	19,280	20,566
增长率		-17.0%	1.9%	34.4%	6.1%	6.7%
主营业务成本	-11,279	-10,132	-9,971	-13,202	-13,854	-14,813
%销售收入	70.5%	76.3%	73.7%	72.6%	71.9%	72.0%
毛利	4,718	3,139	3,555	4,973	5,426	5,753
%销售收入	29.5%	23.7%	26.3%	27.4%	28.1%	28.0%
营业税金及附加	-235	-200	-208	-278	-297	-317
%销售收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-1,117	-1,060	-1,106	-1,472	-1,567	-1,676
%销售收入	7.0%	8.0%	8.2%	8.1%	8.1%	8.2%
管理费用	-974	-916	-939	-1,261	-1,340	-1,433
%销售收入	6.1%	6.9%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	2,391	964	1,302	1,961	2,222	2,327
%销售收入	14.9%	7.3%	9.6%	10.8%	11.5%	11.3%
财务费用	-654	-674	-569	-399	-372	-234
%销售收入	4.1%	5.1%	4.2%	2.2%	1.9%	1.1%
资产减值损失	-58	-137	-36	-8	0	-1
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	10	38	86	80	82	84
%税前利润	0.5%	11.1%	10.6%	4.8%	4.2%	3.8%
营业利润	1,689	190	784	1,635	1,932	2,176
营业利润率	10.6%	1.4%	5.8%	9.0%	10.0%	10.6%
营业外收支	304	147	23	25	26	26
税前利润	1,993	337	807	1,660	1,958	2,202
利润率	12.5%	2.5%	6.0%	9.1%	10.2%	10.7%
所得税	-500	-111	-186	-382	-470	-551
所得税率	25.1%	33.1%	23.1%	23.0%	24.0%	25.0%
净利润	1,494	226	621	1,278	1,488	1,652
少数股东损益	272	123	169	219	225	230
归属于母公司的净利润	1,222	103	452	1,059	1,263	1,422
净利率	7.6%	0.8%	3.3%	5.8%	6.5%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,494	226	621	1,278	1,488	1,652
非现金支出	1,437	1,602	1,544	1,575	1,641	1,655
非经营收益	692	600	571	222	341	234
营运资金变动	167	268	319	1,015	161	296
经营活动现金净流	3,790	2,695	3,055	4,089	3,631	3,837
资本开支	-1,750	-1,588	-1,176	-1,498	69	-94
投资	-185	-172	-888	-1	0	0
其他	95	41	59	80	82	84
投资活动现金净流	-1,839	-1,719	-2,005	-1,419	151	-10
股权募资	0	16	2	0	0	0
债权募资	-540	-794	1,261	-2,287	-3,087	-107
其他	-1,026	-990	-575	-323	-675	-600
筹资活动现金净流	-1,566	-1,768	688	-2,610	-3,762	-707
现金净流量	385	-792	1,739	61	20	3,120

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,684	2,122	3,719	3,780	3,800	6,920
应收账款	2,117	1,492	1,543	2,178	2,286	2,444
存货	1,276	1,148	1,174	1,537	1,613	1,721
其他流动资产	240	272	988	1,033	1,043	1,056
流动资产	6,318	5,034	7,425	8,528	8,742	12,141
%总资产	24.2%	19.8%	27.1%	29.9%	32.4%	42.0%
长期投资	582	430	487	488	487	487
固定资产	16,165	16,874	16,152	16,207	14,611	13,152
%总资产	62.0%	66.2%	58.9%	56.9%	54.1%	45.5%
无形资产	2,834	2,902	3,078	2,977	2,891	2,815
非流动资产	19,739	20,452	20,002	19,961	18,279	16,745
%总资产	75.8%	80.2%	72.9%	70.1%	67.6%	58.0%
资产总计	26,057	25,487	27,427	28,489	27,021	28,886
短期借款	4,440	2,686	5,146	3,195	108	0
应付款项	4,131	4,064	4,043	5,193	5,454	5,863
其他流动负债	669	470	612	762	825	927
流动负债	9,239	7,220	9,801	9,151	6,386	6,789
长期贷款	3,268	2,879	3,635	3,635	3,635	3,636
其他长期负债	2,496	4,410	2,617	3,057	3,120	3,214
负债	15,003	14,509	16,053	15,842	13,141	13,639
普通股股东权益	9,780	9,606	9,995	11,049	12,057	13,195
少数股东权益	1,273	1,372	1,379	1,598	1,823	2,053
负债股东权益合计	26,057	25,487	27,427	28,489	27,021	28,886

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.816	0.069	0.302	0.707	0.843	0.949
每股净资产	6.536	6.414	6.674	7.378	8.051	8.811
每股经营现金净流	2.533	1.800	2.040	2.731	2.425	2.562
每股股利	0.170	0.050	0.100	0.150	0.170	0.190
回报率						
净资产收益率	12.49%	1.07%	4.52%	9.58%	10.47%	10.77%
总资产收益率	4.69%	0.40%	1.65%	3.72%	4.67%	4.92%
投入资本收益率	8.56%	3.15%	4.49%	7.03%	8.61%	8.36%
增长率						
主营业务收入增长率	0.07%	-17.03%	1.92%	34.37%	6.08%	6.67%
EBIT增长率	8.53%	-59.70%	35.14%	50.60%	13.27%	4.74%
净利润增长率	3.47%	-91.59%	339.82%	134.34%	19.24%	12.58%
总资产增长率	0.90%	-2.19%	7.61%	3.87%	-5.15%	6.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.6	20.6	16.1	16.3	16.2	16.2
存货周转天数	36.1	43.7	42.5	42.5	42.5	42.4
应付账款周转天数	98.7	105.6	109.2	109.0	109.0	109.0
固定资产周转天数	342.7	408.7	414.1	305.2	261.2	218.0
偿债能力						
净负债/股东权益	64.39%	66.26%	54.98%	33.53%	8.17%	-13.73%
EBIT利息保障倍数	3.7	1.4	2.3	4.9	6.0	9.9
资产负债率	57.58%	56.93%	58.53%	55.61%	48.63%	47.22%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	7
增持	0	0	0	1	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.25	1.42

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD