国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 07 月 13 日

华新水泥（600801）\建筑材料

——受益量价齐升，水泥龙头一体化前景广阔

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	10.24 元
目标价格：	14.40 元

投资要点：

➢ **中西南地区水泥龙头，积极布局产业一体化**

华新是我国中西南地区水泥龙头，依托水泥业务积极布局下游和环保产业，业务领域覆盖集水泥、混凝土骨料、装备工程和环保工程于一体。依托环保效益和业务协同，公司成本持续下滑，带动业绩持续增长。

➢ **基建投资有望维持，各业务板块预期放量**

中西南地区仍是基建重点，“十三五”期间，湖北、云南交通领域投资预计增长64%和47%；城镇化率推动亦提升水泥需求，我们判断区域水泥需求有望提升22%。“一带一路”沿线国家基建薄弱，公司稳步推进将受益。

➢ **水泥市场竞争格局优于全国水平，价格弹性可期**

水泥业务是公司的核心业务，2016年营收占比88%。公司深度布局的中西南地区竞争格局优异、协同程度高，17年错峰生产执行效果可期。受益基建投资持续增长，混凝土业务有望逆转、骨料业务有望持续提升。公司积极布局西藏业务也使公司独享藏区基础建设红利。

➢ **华新变革：成功转型环保产业，静待政策落地**

公司水泥窑协同处置生活垃圾业务暂无法盈利，政府补贴低是主因。目前，公司废弃物处置产能扩充到555万吨。华新RDF技术优势明显，充分挖掘垃圾中燃料、原料价值以降低水泥企业处置成本。公司环保投资深度布局已经完成，静待政策东风。

➢ **盈利预测**

考虑到水泥和骨料业务量价齐升，环保政策有望破局打开新空间，我们预计华新2017~2019年EPS分别0.8元、0.97元和1.25元，对应PE12.85、10.56和8.18，我们维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**

1)煤炭等原材料价格上涨风险；2)中西南地区错峰生产效果不达预期；3)区域内基础设施建设和房地产建设不及预期；4)公司环保项目不及预期。

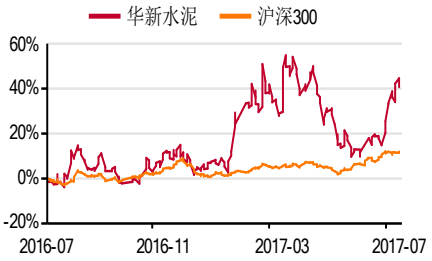
财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	13271.32	13525.76	20443.26	22616.11	24365.01
增长率（%）	-17.03%	1.92%	51.14%	10.63%	7.73%
EBITDA（百万元）	2376.35	2887.77	3675.54	4100.25	4756.70
净利润（百万元）	102.76	451.94	1193.34	1451.56	1875.43
增长率（%）	-91.59%	339.82%	164.05%	21.64%	29.20%
EPS（元/股）	0.07	0.30	0.80	0.97	1.25
市盈率（P/E）	149.24	33.93	12.85	10.56	8.18
市净率（P/B）	1.60	1.53	1.52	1.51	1.49
EV/EBITDA	10.31	7.63	6.56	5.46	4.42

数据来源：公司公告，国联证券研究所

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	973/973
流通 A 股市值（百万元）	9,961
每股净资产（元）	6.73
资产负债率（%）	62.00
一年内最高/最低（元）	11.32/6.63

一年内股价相对走势



马群星　　分析师
执业证书编号：S0590516080001
电话：0510-85613163
邮箱：maqx@glsc.com.cn

孙会东　　联系人
电话：82832186
邮箱：sunhd@glsc.com.cn
叶洋
电话：85611779
邮箱：yey@glsc.com.cn

相关报告

1、《华新水泥（600801）\建筑材料行业》《三季度盈利改善，四季度有望更佳》

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1. 中西南水泥龙头，积极布局产业一体化 4
1.1. 水泥业务为核心，纵向打造产业一体化 4
1.2. 成本下滑带动业绩大幅增长 5
2. 基建投资持续增长，海外业务保持稳定 6
2.1. 中西南仍是基建重点，拉动水泥需求平稳增长 6
2.2. 海外布局先行者，“一带一路”有望最先受益 8
3. 水泥板块：区域市场竞争格局优，价格弹性可期 9
3.1. 中西南地区竞争格局优于全国水平 9
3.2. 错峰生产利好水泥价格全年维持强势 10
3.3. 华新作为区域龙头，充分享受量价齐升 11
4. 混凝土骨料：纵向一体化有望持续发力 13
4.1. 混凝土：最坏时期已经过去 13
4.2. 骨料：高毛利持续，销量有望继续提升 14
5. 华新变革：成功转型环保产业，静待政策落地 15
5.1. 土地资源稀缺日益凸显，政策推动垃圾焚烧 15
5.2. 水泥处置垃圾效益明显，政策力度有望加码 16
5.3. 华新打造废弃物处置平台，成功转型环保产业 18
5.4. 水泥环保第一品牌，错峰生产最受益 20
6. 盈利预测及投资评级 21
7. 风险因素 23

图表目录

图表 1：全国熟料设计产能增速快于市场需求 4
图表 2：依托水泥核心打造一体化业务板块 4
图表 3：混凝土骨料和其他业务营收占比提升 4
图表 4：水泥熟料业务是公司毛利主要来源 4
图表 5：单吨水泥原材料成本持续下滑 5
图表 6：单吨水泥燃料成本持续下滑 5
图表 7：2016 年公司营业收入同比增长 1.92% 5
图表 8：2016 年公司毛利率提升 2.63% 5
图表 9：2016 年公司财务费用率下降 0.87 个百分点 6
图表 10：2016 年公司归母净利润大增 340% 6
图表 11：中西南区域湖南、四川、云南、贵州等省份城镇化率较低 6
图表 12：中西南省份固定资产投资增速 7
图表 13：湖北、云南等省份大幅增加交通领域投资 7
图表 14：中西南省份固定资产投资增速 7
图表 15：中西南省份房地产投资增速 7
图表 16：西藏地区投资增速显著高于全国水平 8
图表 17：西藏地区水泥需求增速大幅超过全国均值 8
图表 18：“一带一路”示意图 8
图表 19：“一带一路”高峰论坛成功类别 8
图表 20：中西南熟料产能利用率高于全国平均水平 9
图表 21：中西南熟料 CR10 高于全国平均水平 9
图表 22：中西南熟料产能利用率高于全国平均水平 10
图表 23：西藏地区水泥均价超 700 元/吨 10

图表 24：全国散装 P.O42.5 水泥均价 10
图表 25：华北地区 16 年下半年增速快于全国水平 10
图表 26：中南地区 2017 年去产能政策汇总 11
图表 27：公司收购的六家水泥资产股权结构 12
图表 28：LafargeHolcim 是华新水泥实际控制人 12
图表 29：中西南区域产能分省份占比情况 12
图表 30：中西南地区华新熟料产能位列第三 12
图表 31：国内水泥企业产能布局情况（吨/日） 13
图表 32：海外业务经营效益对比 13
图表 33：公司混凝土产能持续扩张（万方） 13
图表 34：公司骨料产能持续增长（万吨） 13
图表 35：混凝土毛利率普遍偏低 14
图表 36：水泥上市公司混凝土产能利用率普遍偏低 14
图表 37：华新混凝土销路下滑 VS 毛利率稳步提升 14
图表 38：混凝土产业链 14
图表 39：公司骨料销量持续大幅增长 15
图表 40：2016 年华新骨料毛利率最高 15
图表 41：主要国家垃圾处理种类 15
图表 42：欧盟近 10 年垃圾焚烧比例增长 15
图表 43：全国城市垃圾清运量持续增长 16
图表 44：我国城市垃圾焚烧处理占比持续增加 16
图表 45：垃圾焚烧和水泥窑协同对比 17
图表 46：世界各国水泥工业 RDF 热替代率 17
图表 47：水泥窑协同处置生活垃圾政策文件 18
图表 48：华新水泥窑协同处置平台 18
图表 49：华新 RDF 技术处理垃圾示意图 19
图表 50：华新水泥窑协同处置生活垃圾项目汇总（截止 2017 年 2 月） 20
图表 51：日处置 500 吨垃圾产线盈亏平衡点 21
图表 52：垃圾处置量的提升降低盈亏平衡点 21
图表 53：盈利预测拆分 22
图表 54：A 股可比公司估值比较 22
图表 5：财务预测摘要 24

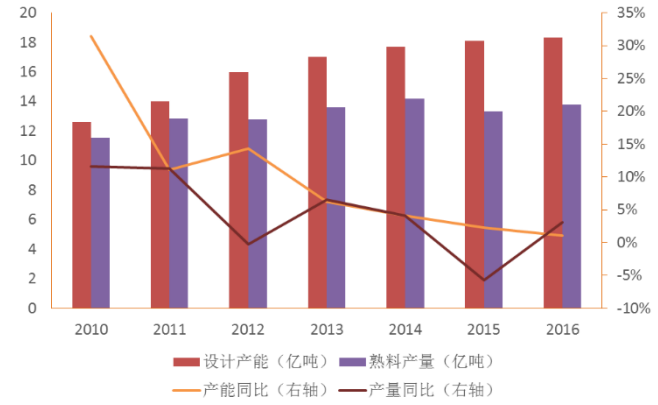
1. 中西南水泥龙头，积极布局产业一体化

华新水泥起源于 1953 年成立的华新水泥厂，连续 3 年位列中国 500 最具品牌价值前 100 强。经过近 10 年的产业和结构变革，华新从一家单纯水泥生产企业发展成为集水泥、混凝土骨料、环保处置、装备及工程等四大产业于一体的全球化建材集团。

1.1. 水泥业务为核心，纵向打造产业一体化

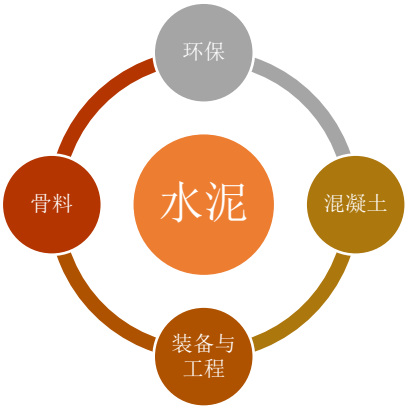
2010 年后，“四万亿”投资落地带动全国水泥熟料产能快速增长；熟料产能扩张速度快于市场需求，行业竞争不断加剧。2010-2016 年，全国水泥熟料产能大幅增长 45.24%，高出熟料产量同期增幅近 26 个百分点，行业产能利用率下滑至 68.1%。行业竞争愈发激烈背景下，**借助母公司国际视野，华新率先在行业内推进管理变革、加快战略转型。**

图表 1：全国熟料设计产能增速快于市场需求



来源：行业资料国联证券研究所

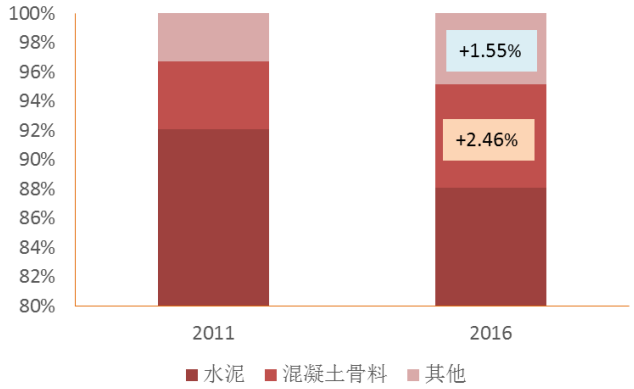
图表 2：依托水泥核心打造一体化业务板块



来源：公司公告国联证券研究所

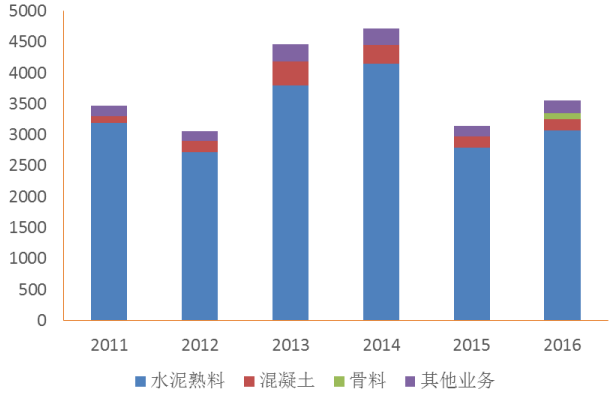
下游一体化提升混凝土、骨料、环保等板块营收，公司熟料业务外营收占比小幅提升 4%。目前，水泥熟料业务仍是公司主要毛利来源，2016 年毛利占比 86.39%。

图表 3：混凝土骨料和其他业务营收占比提升



来源：公司公告国联证券研究所

图表 4：水泥熟料业务是公司毛利主要来源



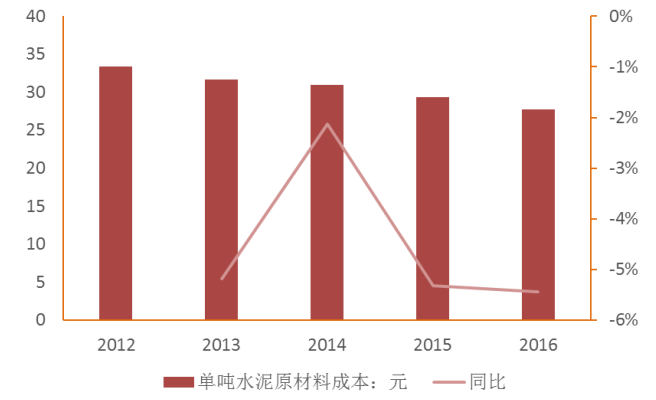
来源：公司公告国联证券研究所

当前，公司混凝土、骨料和环保板块战略布局已经完成，静待规模持续放量。另外，公司积极打造服务于垃圾处置项目的装备和工程业务，提升公司核心技术竞争力。

1.2.成本下滑带动业绩大幅增长

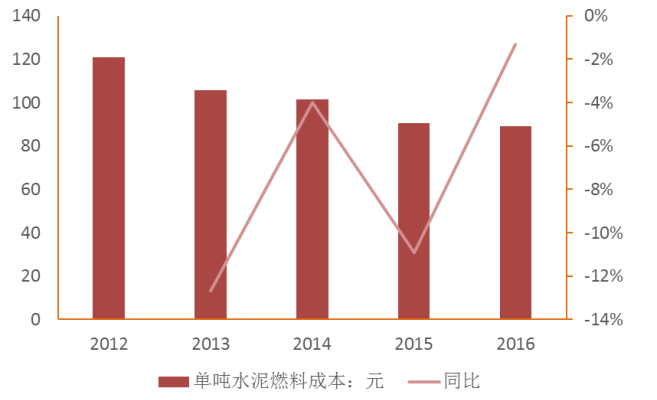
华新积极推进“两化”融合，加快实施共享服务中心、电商平台、物流发货标准化等流程建设，依托电商平台建立“获取-甄别-反馈-决策”的市场信息分析机制，及时掌握市场价格、客户销量库存等动态变化信息，进行灵活调整工厂生产运行策略和销售策略。受益环保业务与水泥协同效应，2013 年至今，公司单吨水泥原材料成本和燃料成本持续下滑，公司综合效益提升带动竞争优势不断显现。

图表 5：单吨水泥原材料成本持续下滑



来源：公司公告国联证券研究所

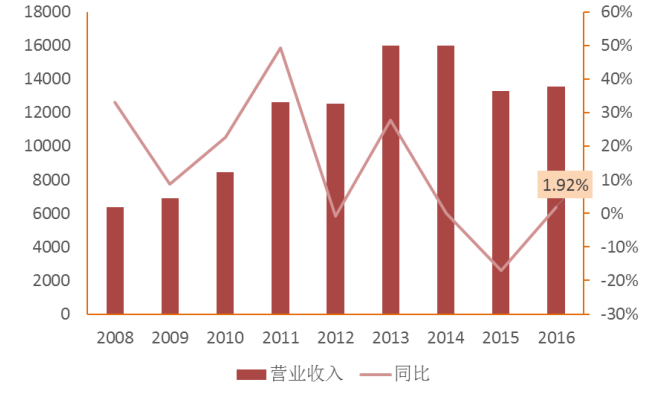
图表 6：单吨水泥燃料成本持续下滑



来源：公司公告国联证券研究所

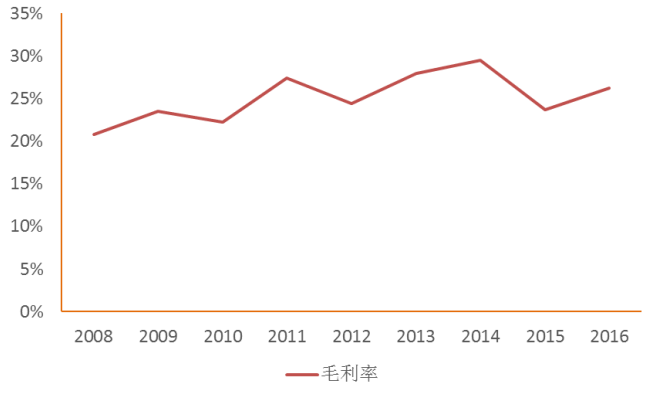
2016 年下半年，水泥行业持续快速回暖，**价格前低后高背景下公司水泥熟料销售均价波动不大**。受益水泥熟料销量提升 5%，公司营业收入 135.26 亿元，同比增长 1.92%；**随着公司战略转型落地和成本控制能力提升，公司营业成本同比下滑 1.59%，毛利率提升 2.6%至 26.28%。**另外，财务费用的下降亦是公司利润大幅增长的原因。综合业绩来看，2016 年公司归母净利润 451.94 百万元，同比大增 340%。

图表 7：2016 年公司营业收入同比增长 1.92%



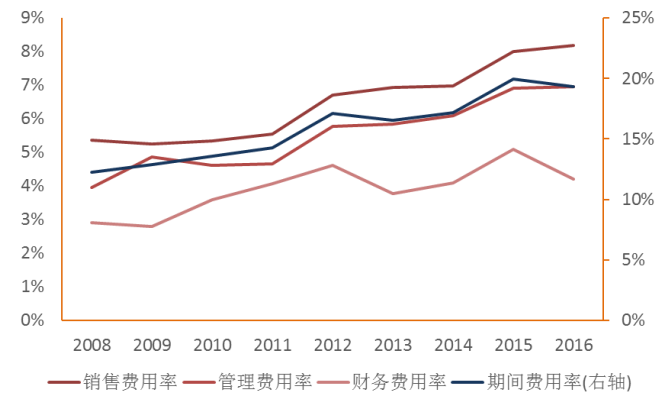
来源：Wind 国联证券研究所

图表 8：2016 年公司毛利率提升 2.63%



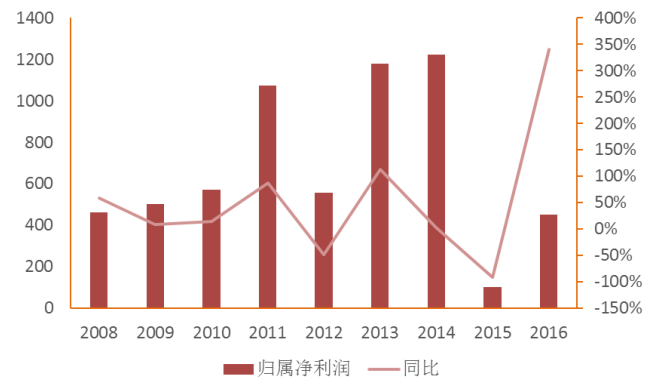
来源：公司公告国联证券研究所

图表 9：2016 年公司财务费用率下降 0.87 个百分点



来源：Wind 国联证券研究所

图表 10：2016 年公司归母净利润大增 340%



来源：Wind 国联证券研究所

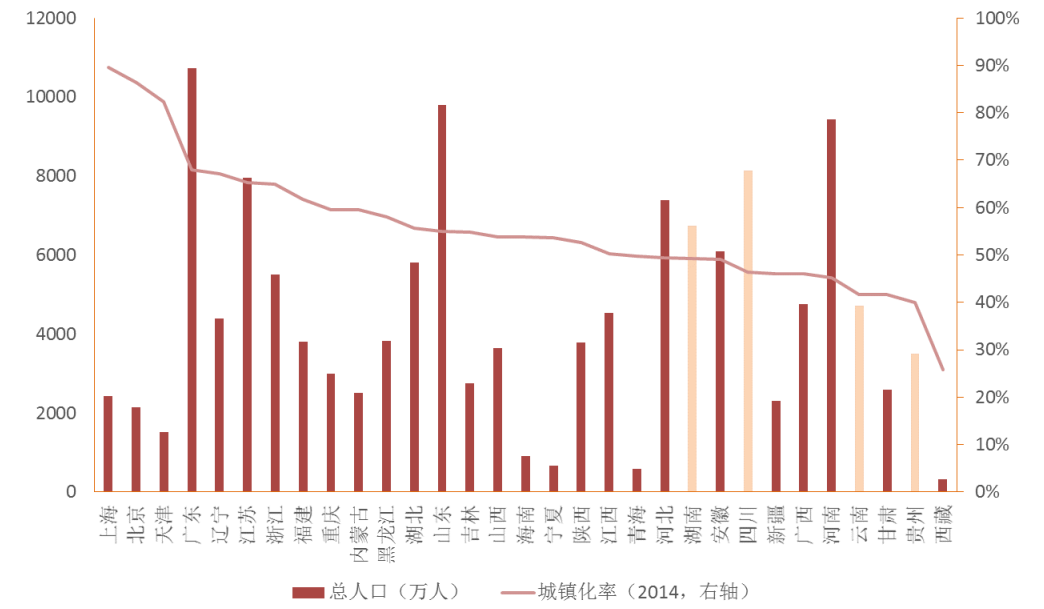
2. 基建投资持续增长，海外业务保持稳定

基建和房地产投资是带动水泥、混凝土和骨料需求的直接因素，受益于中西南地区城镇化推动、基建投资持续增长，公司销量有望稳步提升。

2.1. 中西南仍是基建重点，拉动水泥需求平稳增长

目前，中西南地区[1]省份城镇化率水平偏低、基础设施相对薄弱。根据《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》，到 2020 年，我国常住人口城镇化率达到 60%左右，中西南地区将是重点推进区域。

图表 11：中西南区域湖南、四川、云南、贵州等省份城镇化率较低

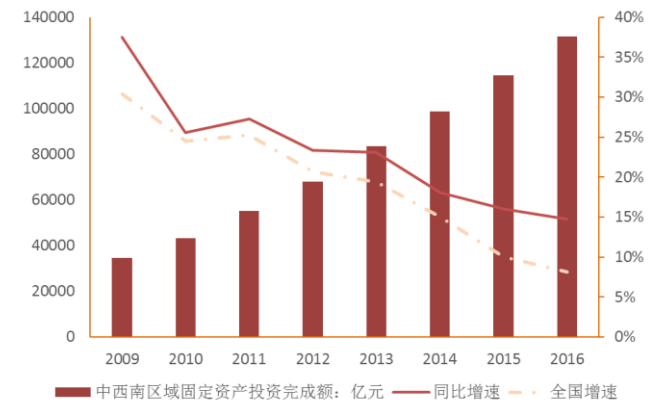


来源：行业资讯国联证券研究所

[1]中西南地区指湖北、湖南、云南、四川、西藏、贵州等华新国内业务拓展范围的统称

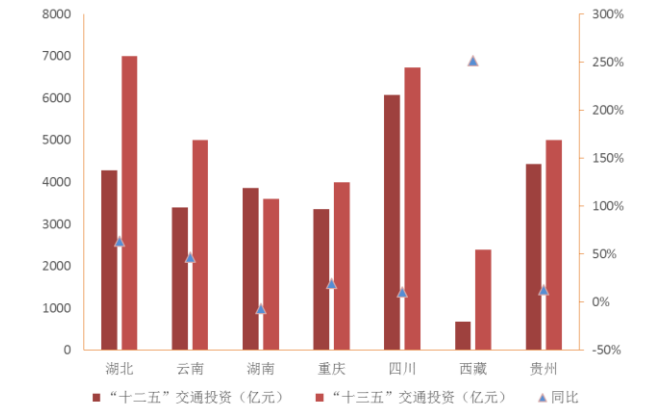
2016 年，中西南省份固定资产投资同比增长 14.76%，高出全国水平 6.6%。“十三五”期间，**公司产能主要集中地湖北和云南两省大规模扩张交通领域投资，合计投资 1.2 万亿元，同比增速 56.27%**。铁路、公路和码头的修建将提升水泥需求量，我们估计中西南地区提升水泥需求量 1.53 亿吨，增幅空间超过 22.66%。

图表 12：中西南省份固定资产投资增速



来源：Wind 国联证券研究所

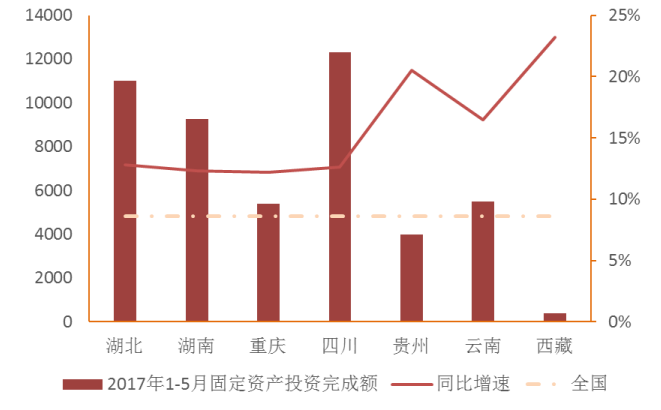
图表 13：湖北、云南等省份大幅增加交通领域投资



来源：政府网站国联证券研究所

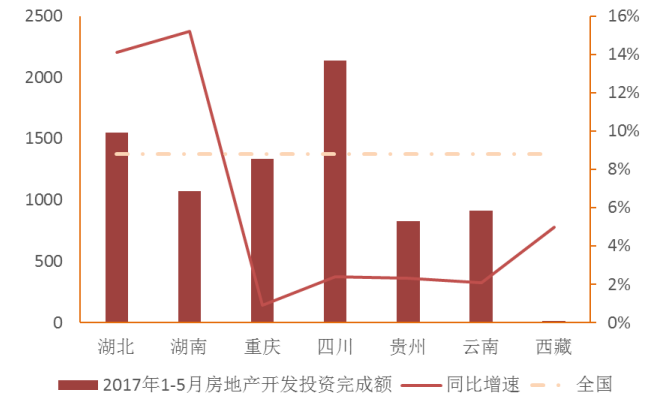
投资持续增长，上半年水泥销量持续增长。2017 年 1-5 月，全国固定资产投资 20.37 亿元，同比增长 8.6%。分区域来看，中西南省份固定资产投资增速显著高于全国平均水平，房地产开发投资中湖北、湖南增速较高。综合来看，中西南七省固定资产投资 13.68%，公司产能占比近 80%的湖北、湖南、云南三省房地产投资增速超 11%。销量方面，同期中西南地区水泥销量同比增长 1.9%，高于全国 0.7%的平均水平。基建和房地产投资增长拉动水泥需求量的提升，保守估计我们认为中西南区域水泥需求量有望平稳增长，行业好转有望维持。

图表 14：中西南省份固定资产投资增速



来源：Wind 国联证券研究所

图表 15：中西南省份房地产投资增速

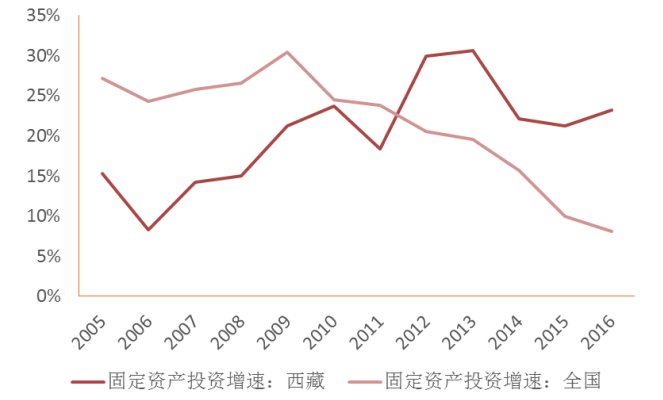


来源：Wind 国联证券研究所

西藏基建持续增长，华新完全受益藏区市场红利。目前，西藏地区经济发展水平相对落后，仍是全国最大的集中连片贫困区域，基建投资仍是拉动藏区经济发展、

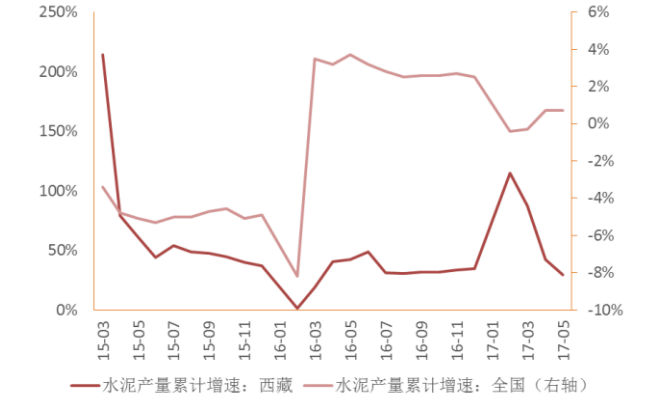
提升民生的主力军。根据国家发改委《“十三五”支持西藏经济社会发展建设项目规划方案》、国务院办公厅《关于进一步支持西藏经济社会发展若干政策和重大项目的意见》等政策文件，“十三五”期间，西藏共安排建设项目总投资 6576 亿元，全区固定资产投资力争完成 1 万亿元以上，年均增速有望保持 20%左右。

图表 16：西藏地区投资增速显著高于全国水平



来源：Wind 国联证券研究所

图表 17：西藏地区水泥需求增速大幅超过全国均值



来源：Wind 国联证券研究所

2.2.海外布局先行者，“一带一路”有望最先受益

“一带一路”大战略扬帆起航。2013 年至今，沿线 100 多个国家和国际组织参与到“一带一路”建设。2017 年 5 月 15 日，“一带一路”高峰论坛成功举办，涉及政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通等 5 大类、76 大项共计 270 多项具体成果。截止 2016 年底，中国企业对沿线国家直接投资超过 600 亿美元。另外，2019 年第二届“一带一路”高峰论坛将继续举办，政策支持下发展空间想象巨大。

图表 18：“一带一路”示意图

来源：和讯基金网国联证券研究所

图表 19：“一带一路”高峰论坛成功类别

来源：“一带一路”国际合作高峰论坛筹备委员会秘书处国联证券研究所

沿线国家基础设施薄弱，基建需求持续增长有望提升水泥需求量。2015 年，沿线 64 个国家人均 GDP 3798 美元，仍处于较低水平；城镇化率 44.51%，社会发展

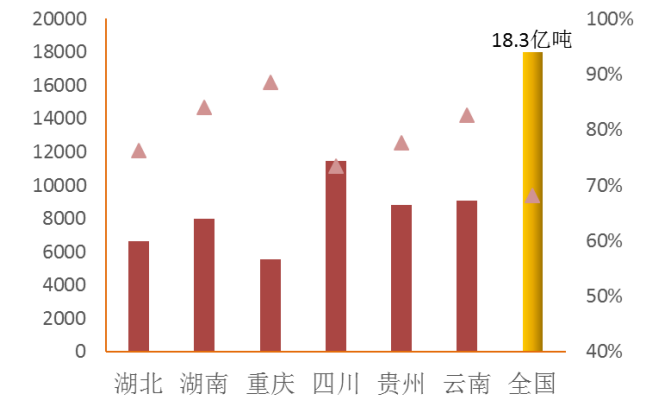
仍相对落后。我们统计沿线 64 国水泥人均消费量 270 千克，远低于同处发展阶段的中国人均 1.59 吨的消费量，也显著低于世界均量 561.64 千克；公司布局的塔吉克斯坦和柬埔寨合计人均 GDP 仅 1077 美元，未来市场需求潜力较大。

3. 水泥板块：区域市场竞争格局优，价格弹性可期

3.1. 中西南地区竞争格局优于全国水平

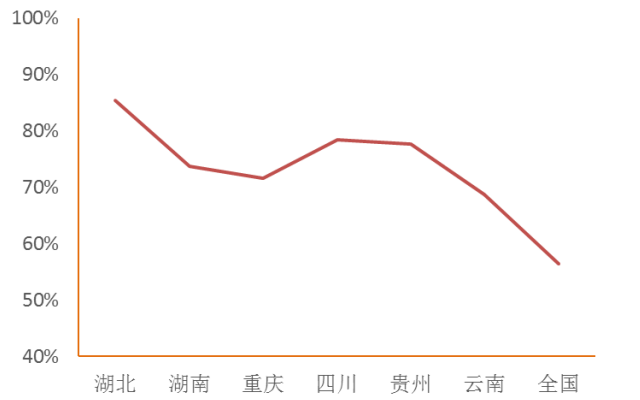
2016 年，全国水泥熟料产能利用率 68.1%，行业产能过剩严重；相对而言，中西南地区产能利用率较高，重庆、湖南、云南等地产能利用率更是超过 82%，公司主要产能所在地——湖北省水泥产能利用率亦超过 76%。市场集中度方面，全国 CR10 位 56.48%，CR3 仅 37.51%；相比而言，中西南地区行业集中度较高，其中武汉地区 CR10 高达 85.45%、CR2 超过 60%。华新作为中西南地区龙头，将充分受益区域高产能利用率和高集中度带来的协同效益。

图表 20：中西南熟料产能利用率高于全国平均水平



来源：Wind 中国水泥网国联证券研究所

图表 21：中西南熟料 CR10 高于全国平均水平



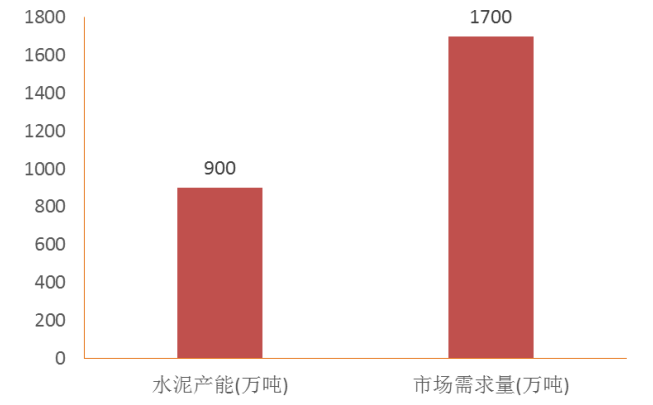
来源：Wind 中国水泥网国联证券研究所

行业淘汰落后产能有望进一步改善中西南区域竞争格局。根据《水泥工业“十三五”发展规划》，淘汰落后产能、淘汰 32.5 级、鼓励兼并重组等政策有望带动行业持续健康发展。根据《规划》，2016-2020 年全国水泥熟料压缩产能 4 亿吨（2016 年全国淘汰 559 万吨），压缩比例高达 20%；低标水泥需要熟料比例低，淘汰 32.5 级将提升水泥产品中熟料比例，间接达到去水泥产能目的；鼓励兼并重组等政策有望提高行业集中度。综合评判，华新等一批龙头企业将受益。

西藏地区供不应求，水泥价格全国维持高位。2016 年西藏地区水泥熟料产量 482 万吨，区域内共计 405 万吨熟料产能已供不应求。根据西藏发改委，包括华新在内的藏内新建水泥熟料全部投产将提升西藏熟料产能至 900 万吨。但随着基建投资快

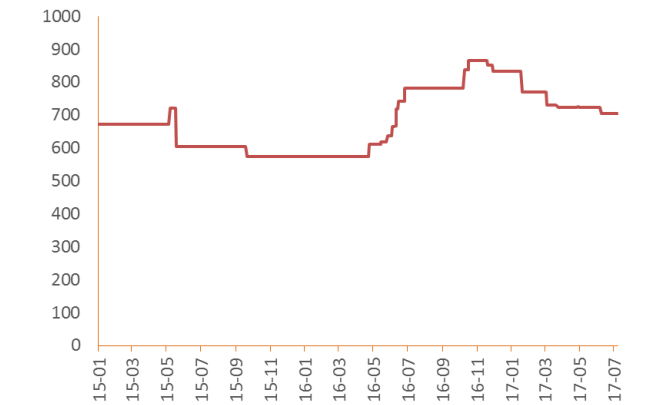
速增长，“十三五”末西藏水泥熟料需求量 1700 万吨相比仍有 800 万吨产能缺口，产能不足矛盾持续。我们判断西藏地区水泥均价将持续保持 700 元/吨以上高位。

图表 22：中西南熟料产能利用率高于全国平均水平



来源：西藏自治区发改委国联证券研究所

图表 23：西藏地区水泥均价超 700 元/吨

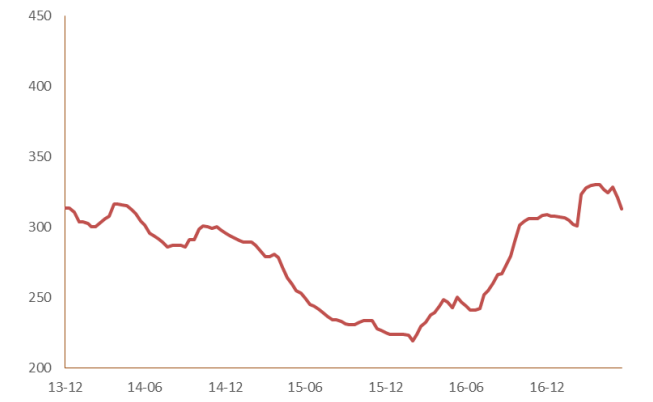


来源：Wind 中国水泥网国联证券研究所

3.2.错峰生产利好水泥价格全年维持强势

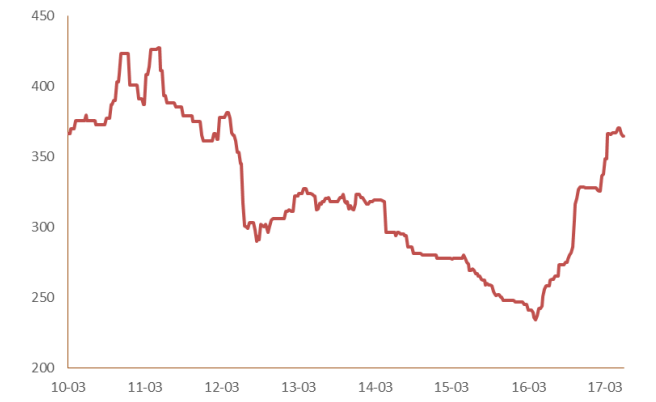
水泥行业去产能政策先行于 2014 年新疆地区的试行方案，随后在北方十五省推广试行。2016-2017 年度，在国务院办公厅《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》及各省份建材协会大力支持下，全国由北向南 23 省份加入冬季错峰生产行列。需求和供给波动改变行业供给格局，假定需求不变情况下仅供给收缩就会改变行业失衡格局，价格变动也由此产生。2016 年，地产周期的回暖增加水泥需求量、错峰生产强制降低水泥供给情况下，行业供需弱平衡打破，市场预期水泥紧缩情况下价格大幅上涨。总结 16 年错峰效果，华北地区最严错峰生产政策下水泥价格涨幅高出全国均值 11 个百分点，其中河南省政策最严、时间最长，水泥熟料产量同比下滑 10.66%（全国水泥熟料产量同比+3.09%），供需紧平衡下引发水泥价格上涨 50%。

图表 24：全国散装 P.O42.5 水泥均价



来源：Wind 国联证券研究所

图表 25：华北地区 16 年下半年增速快于全国水平



来源：Wind 国联证券研究所

北方地区良好示范效益将水泥行业错峰生产政策推向全国。2017 年，公司厂区所在地湖北、四川、湖南、重庆、贵州、河南等省市相继推出 2017 年度错峰生产计划。根据计划，以上各省除处置生活垃圾生产线外，其余水泥企业全年停窑时间接近 3 个月。我们预计 2017 年冬春季节水泥错峰生产有望带动区域水泥价格持续高位。

图表 26：中南地区 2017 年去产能政策汇总

部门	日期	政策文件	适用范围	政策
湖南省经信委、环保厅	2016/11/30	湖南省关于在水泥行业推行错峰生产的通知	1)全省范围内的所有水泥生产线；2)协同处置垃圾及有害废弃物的可不错风；3）但要适当降低生产负荷	全省新型干法水泥生产线全年停窑错峰生产及检修时间原则上不少于100天，错峰生产主要安排在冬春、夏季或环境敏感时段进行，产能严重过剩和环境保护总店城市、地区错峰停窑时间要适当延长。
湖北省经信委、环保厅	2016/12/15	湖北省政府关于在全省水泥行业推行错峰生产的通知	1)全省范围内的所有水泥生产线；2)协同处置垃圾及有害废弃物的可不错风；3）但要适当降低生产负荷	错峰生产时间从2017年1月1日起执行，全省水泥生产线全年停窑错峰生产时间不少于90天，错峰生产主要安排在冬、春和酷暑季环境敏感时段进行。其中：一季度不少于50天；三季度8-9月不少于20天；四季度不少于20天。
重庆市经信委、环保厅	2016/12/8	关于实行水泥企业错峰生产的通知	1)全省范围内的所有水泥生产线；2)协同处置垃圾及有害废弃物的可不错风；3）但要适当降低生产负荷	2016年至2020年每年6月1日至8月底、11月1日至次年2月底，以及雨季、用电高峰、环境应急时段，各地区可根据上述时段和实际情况制定具体错峰生产时间，统筹安排。
重庆市水泥协会	2016/12/18	关于水泥行业2017年春节期间执行错峰生产的通知	重庆市境内所有水泥熟料生产企业	1、主城区在2016年12月27日至2017年3月5日期间错峰40天/条；2、城市发展新区：2017年1月1日至3月10日，错峰40天/条；3、渝东北生态涵养发展区和渝东南生态保护发展区：2017年1月1日至3月10日，错峰30天/条
贵州省经信委、环保厅	2017/1/11	关于做好水泥行业错峰生产的通知	1)全省范围内的所有水泥生产线；2)协同处置垃圾及有害废弃物的可不错风；3）但要适当降低生产负荷	全省所有水泥熟料生产线在2017-2018年冬春季和高温、雨季开展错峰生产，错峰生产每年累计不少于120天。冬春季期间（第一季度）错峰生产（停产）30-45天。
四川省经信委、环保厅	2017/3/9	关于开展水泥行业积极性错峰生产的通知	1)全省范围内的所有水泥生产线；2)协同处置垃圾及有害废弃物的可不错风；3）但要适当降低生产负荷	2017~2020年，全省每年停窑错峰不少于100天（全年按365天计），其中：冬春季节不少于50天，酷暑时节不少于30天，雨季及环境敏感时段不少于20天

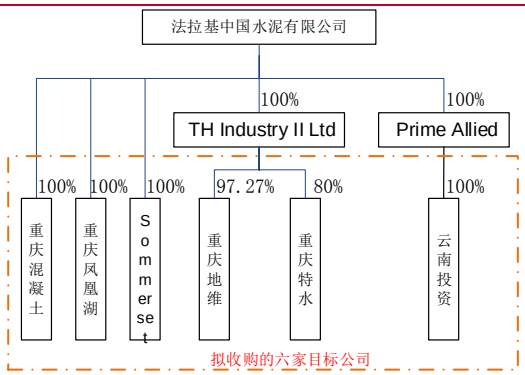
来源：新闻资料、国联证券研究所

3.3.华新作为区域龙头，充分享受量价齐升

收购拉法基 1000 万吨水泥资产，区域产能进一步提升。华新水泥原控股股东为瑞士豪瑞公司，合计持股比例 41.87%。2015 年 7 月，瑞豪与拉法基成功合并，新成立的拉法基豪瑞(LafargeHolcim Ltd.)分别持有华新和拉法基中国的水泥相关资产。2016 年 8 月，公司以现金收购拉法基中国旗下非上市水泥相关资产，涉及重庆、成都、宜宾、昆明等四省市 6 家子公司/孙公司。

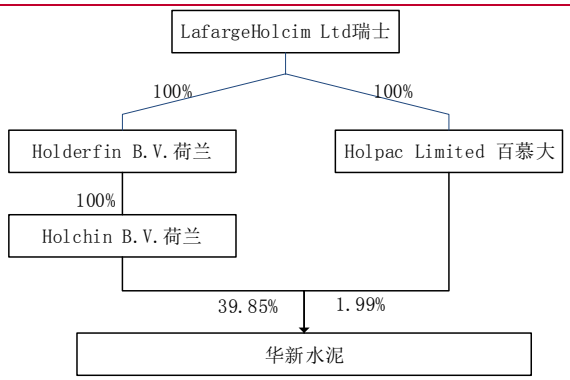
随着一季度标的资产并表，公司水泥熟料产能提升 1000 万吨至 5134 万吨，主要集中在湖北、湖南、重庆、四川、云南、西藏等中西南省份。并购重庆、贵州、云南等地拉法基资产将有效弥补公司在上述三省产能不足短板，进一步提升区域市场集中度和公司市占率，形成西南市场和华中市场并重的全新战略格局；增强公司竞争力。另外，公司投产西藏地区 4000t/d 水泥熟料产能也有望 18 年投产。

图表 27：公司收购的六家水泥资产股权结构



来源：公司公告国联证券研究所

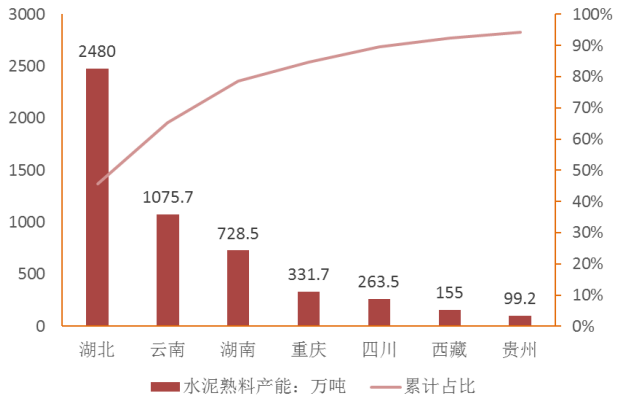
图表 28：LafargeHolcim 是华新水泥实际控制人



来源：公司公告国联证券研究所

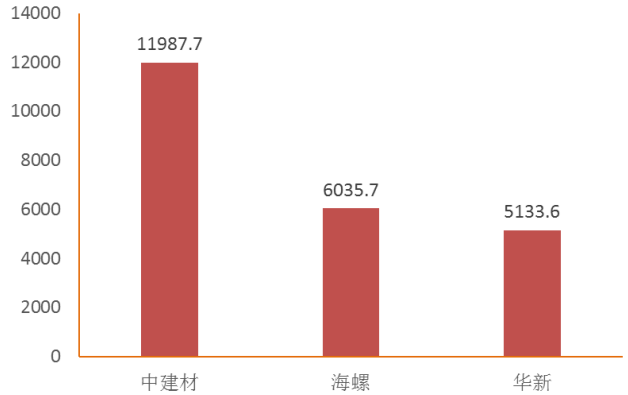
华新是中西南区域水泥龙头。目前，华新水泥熟料产能提升至全国第八位。布局湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州、西藏等中西南省份的合计产能占公司总产能 94.31%，中西南地区排列第 3，区域集中度进一步提升。华新作为拉法基豪瑞在 A 股唯一上市平台，拉法基瑞安旗下其他 1110 万吨水泥熟料产能未来仍有较大注入预期。

图表 29：中西南区域产能分省份占比情况



来源：中国水泥网国联证券研究所

图表 30：中西南地区华新熟料产能位列第三



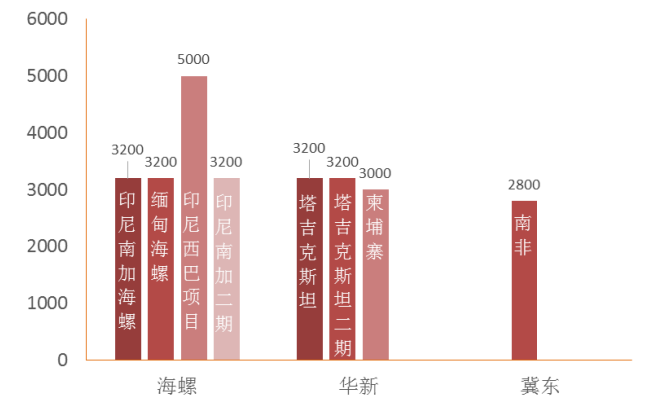
来源：中国水泥网国联证券研究所

海外业务有望保持稳定。华新是行业里最早走出海外市场的水泥公司之一。2011 年，公司海外发展战略第一个项目-塔吉克斯坦项目开始建设。2013 年至今，塔吉克斯坦索格特一期、二期、柬埔寨项目先后投产。海外项目高毛利诱惑下，国内水泥企业纷纷布局“一带一路”沿线国家，海螺水泥自 2015 年起先后布局投产 4 条水泥产线；其它项目如北苏海螺、柬埔寨马德望、老挝琅勃拉邦等水泥项目相继开工，伏尔加海螺、缅甸曼德勒等项目前期工作正在有序推进。

目前，A 股水泥上市公司中海螺、华新、冀东海外业务走在前列。华新海外布局 3 条水泥生产线，日产能合计 9200t/d，占国内产能比例 5.24%。此外，公司与哈萨克斯坦签署 2500 吨/日水泥熟料生产线、尼布尔政府批准公司 2800 吨/日水泥生产线。

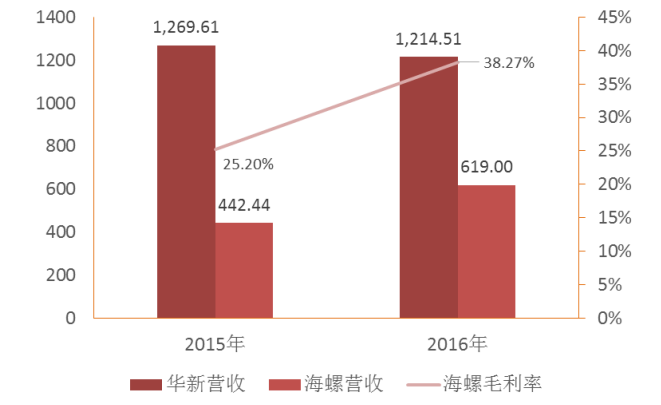
凭借母公司拉豪集团海外项目优势，公司稳步推进海外项目持续增加成长动能。

图表 31：国内水泥企业产能布局情况（吨/日）



来源：中国水泥网新闻资料国联证券研究所

图表 32：海外业务经营效益对比

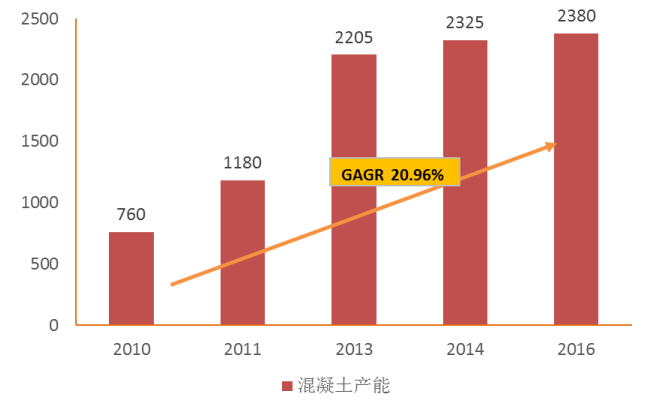


来源：Wind 国联证券研究所（海螺产线多为 16 年投产）

4. 混凝土骨料：纵向一体化有望持续发力

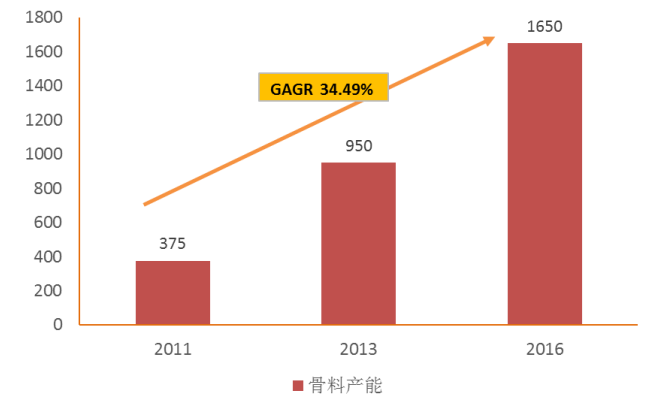
华新积极拓展水泥业务纵向一体化，发展商品混凝土和骨料业务，加快布局实施“水泥-混凝土”协同战略，促进水泥业务的价值增长和下游销售渠道的拓展。2016 年，公司并购拉法基混凝土和骨料业务后，全国混凝土和骨料产能分布达到 2380 万吨和 1650 万吨，广泛布局于湖北、湖南、重庆、江西、四川和西藏地区。

图表 33：公司混凝土产能持续扩张（万方）



来源：公司公告国联证券研究所

图表 34：公司骨料产能持续增长（万吨）



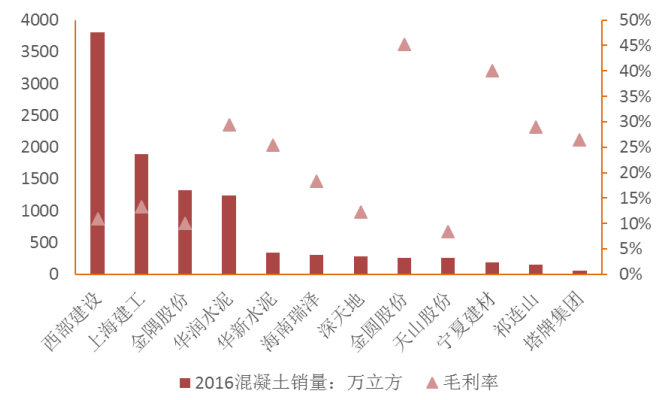
来源：公司公告国联证券研究所

4.1. 混凝土：最坏时期已经过去

2016 年末，混凝土和水泥制品行业规模以上企业数 9096 家，同比增长 7.15%；近 5~6 年，行业前 10 强集中度保持在 10%~15%之间。产能利用率方面，截止 2016 年上半年，全国混凝土设计产能 56.05 亿立方米，产能利用率下滑至 29.83%，行业高度分散情况下，行业产能过剩严重。目前，水泥行业布局混凝土业务的主要为金隅

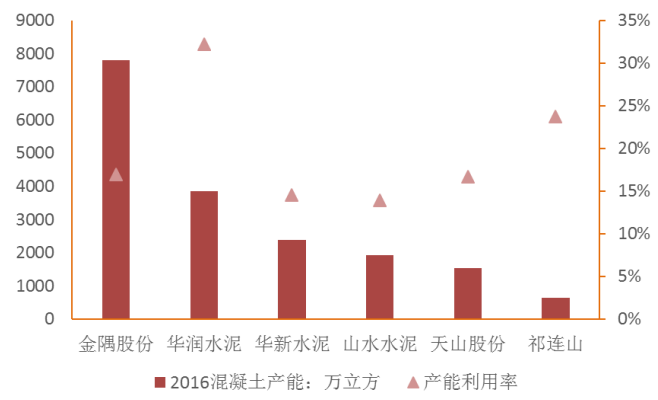
股份、华润水泥、华新水泥等，毛利率和产能利用率均偏低。

图表 35：混凝土毛利率普遍偏低



来源：上市公司公告国联证券研究所

图表 36：水泥上市公司混凝土产能利用率普遍偏低

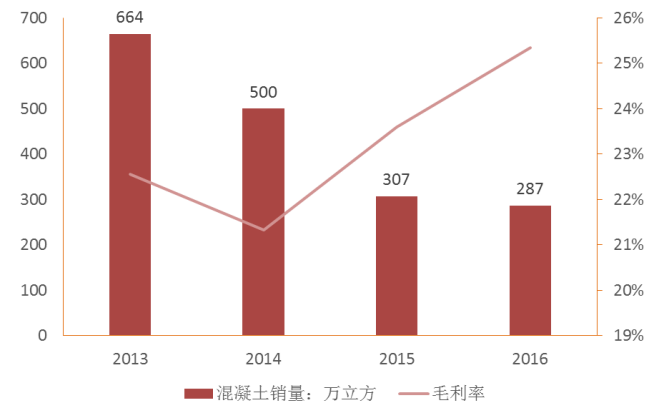


来源：上市公司公告国联证券研究所

产能过剩严重降低行业话语权，混凝土行业应收账款率高居不下进一步挤压企业生存空间。随着混凝土业务竞争加剧，华新果断变更经营模式。在维持现有产能格局的基础上，壮士断腕推进“现金销售”模式，加快布局高强、透水、轻质、保温等高附加值混凝土业务。2016 年，公司混凝土销量 287 万方，销量达历史低点，进一步下降下降空间有限。

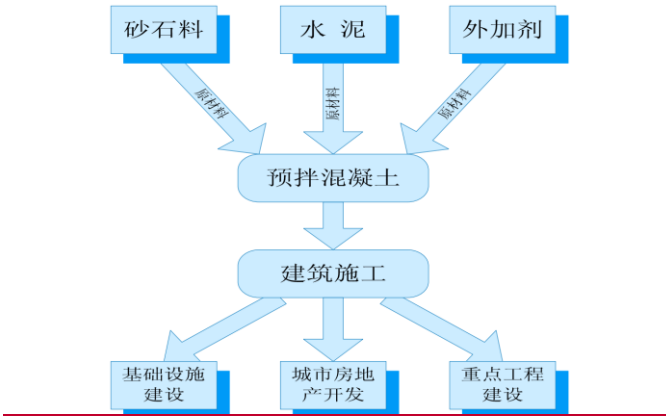
2016 年，受益房地产和基建投资回暖，全国混凝土产量 17.9 亿立方米，同比增长 7.4%；行业营收 1.19 万亿，同比增长 8.9%(+2%)，带动利润同比增长 4.1%(-1.2%)。目前，中南地区基建投资持续增长提升区域内混凝土需求。叠加华新毛利率持续提升，公司混凝土业务有望走出低迷区。

图表 37：华新混凝土销路下滑 VS 毛利率稳步提升



来源：海南瑞泽招股说明书国联证券研究所

图表 38：混凝土产业链



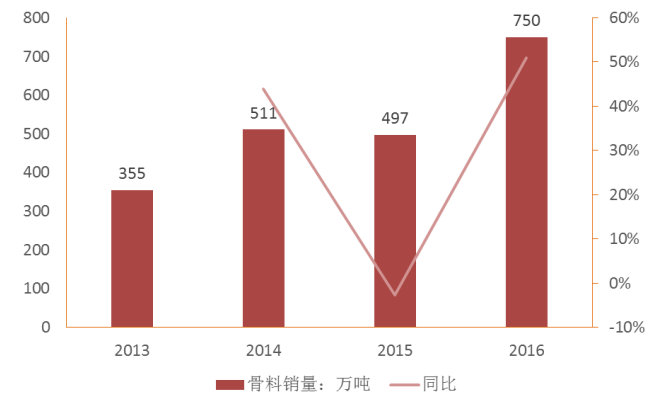
来源：上市公司公告国联证券研究所

4.2.骨料：高毛利持续，销量有望继续提升

作为混凝土业务上游产业，骨料业务优势明显。全国环保压力增大、淘汰高耗高

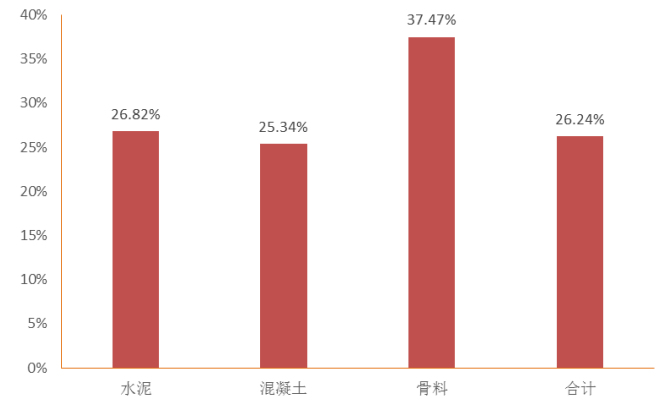
污染矿山等一系列政策降低骨料市场供给量，行业供不应求局面显现。2016 年，公司骨料销量 750 万吨，同比增长 59.91%。盈利能力方面，骨料毛利率最高达 37.47%。伴随着基建回暖，公司骨料销售规模有望继续增长。

图表 39：公司骨料销量持续大幅增长



来源：公司公告国联证券研究所

图表 40：2016 年华新骨料毛利率最高



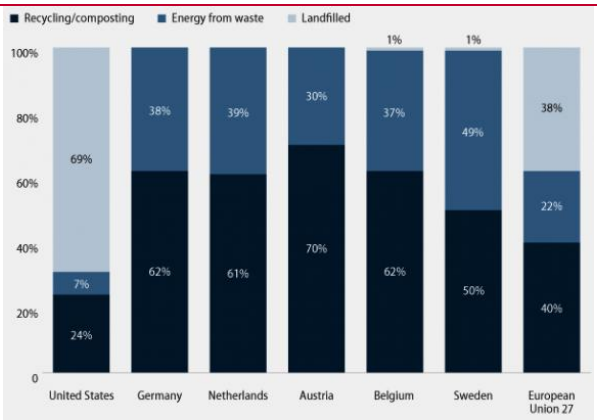
来源：公司公告国联证券研究所

5. 华新变革：成功转型环保产业，静待政策落地

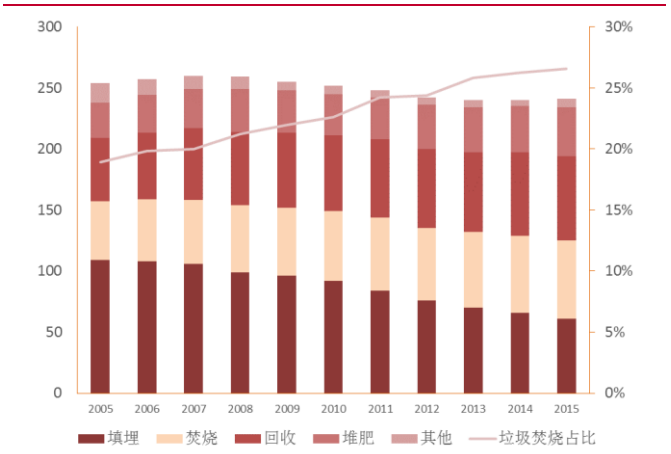
5.1.土地资源稀缺日益凸显，政策推动垃圾焚烧

城市生活垃圾无害化处理主要包括垃圾填埋、垃圾焚烧、堆肥以及其他方式。城市生活垃圾处理方式的选择主要受到经济效益、政府政策和技术层面的考量。从各国情况看，美国垃圾填埋占比最高达 69%，欧盟则更加注重回收和焚烧发电，2005 年至今平均每年垃圾填埋量下降 5.6%，垃圾焚烧年均增长 2.92%。考虑到垃圾焚烧过程中焚烧炉将原废物的固体质量降低 80-85%、体积减少 95-96%，土地稀缺的日本和欧洲部分国家将焚烧视为首选。据估计，日本每年焚烧其垃圾的 80%，日本垃圾焚烧炉熟料占据世界总量 70%左右。

图表 41：主要国家垃圾处理种类



图表 42：欧盟近 10 年垃圾焚烧比例增长



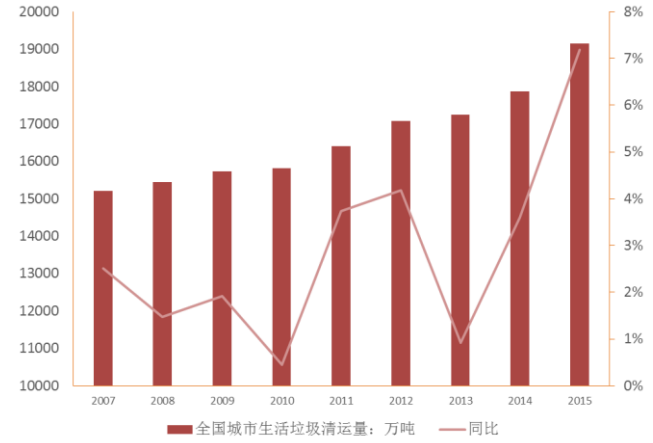
来源：Greentechmedia 国联证券研究所

来源：Eurostat 国联证券研究所

我国城镇化率不断提升，城镇垃圾产生量将持续增长。根据 2016 年中国再生资源回收利用协会调研数据，2015 年平均每人每天产生生活垃圾 1.13 公斤。根据环保部《2016 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，我们测算出全国城市生活垃圾排名前十城市（剔除重庆）每日产生生活垃圾 1.03 公斤/人，取中位值我们假定全国城镇日均产生生活垃圾 1.08 公斤/人。按照 2016 年全国城镇人口 7.93 亿人计算，全国城镇全年生活垃圾 3.13 亿吨；城镇化提升将进一步增加垃圾处置量。

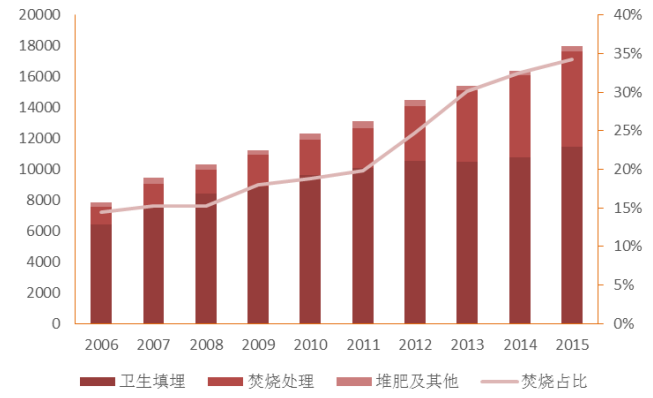
卫生填埋侵占城市稀缺土地资源，焚烧减量化更具吸引力。近年来，我国加大垃圾焚烧处理力度。2015 年，全国城市城市生活垃圾无害化处理量 1.8 亿吨，其中焚烧处理占比提升至 34.28%。另外，根据发改委和住建部《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 2020 年全国城市垃圾焚烧占比超过 50%。

图表 43：全国城市垃圾清运量持续增长



来源：Wind 国联证券研究所

图表 44：我国城市垃圾焚烧处理占比持续增加



来源：Wind 国联证券研究所

5.2. 水泥处置垃圾效益明显，政策力度有望加码

水泥窑协同处置生活垃圾技术始于上世纪 70 年代，经过预处理将垃圾变成部分原料和燃料，现已成海外发达国家较为普遍采用的技术。生活垃圾作为一种“放错位置的资源”，具备燃料和原料双重价值；依托我国现有庞大的水泥生产体系，补充建设处置垃圾的储存池、焚烧装置和环保设备等费用相对建设成本要小的多；另外，环保方面的优异表现也是水泥窑获得青睐的主因。水泥窑回转炉内物料温度在 1450~1550℃高温下，废弃物焚毁去除率高达 99.99%，同时抑制二噁英类物质产生（仅为国标 1/10）；同时，碱性环境下容易使硫化物、氯化物和重金属固定下来。

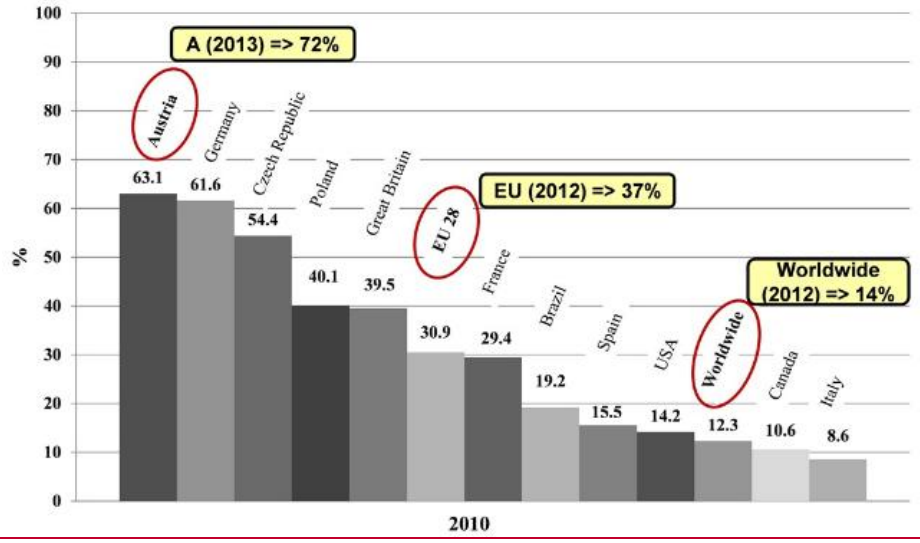
图表 45：垃圾焚烧和水泥窑协同对比

指标		垃圾焚烧	水泥窑协同
经济效益	燃料价值	利用	利用
	燃料效能	利用率低	利用率高
	物质价值	付出成本	利用
环境友好	环保标准	较为严格	相对较低
	实际排放	污染较大	环境更友好
	灰渣处置	填埋处理	水泥成分
投资成本	设施建设	较高	较低

来源：国联证券研究所

水泥工业处理城市废弃物已获世界各国公认，挪威已用水泥窑完全替代垃圾焚烧厂，其他欧洲国家也走在世界前列。2013 年，奥地利水泥工业中大约 72%热替代自 RDF（可再生垃圾资源），欧洲 2012 年热替代率也达到 37%，世界平均水平为 14%。

图表 46：世界各国水泥工业 RDF 热替代率



来源：Waste-to-Energy Research and Technology Council 国联证券研究所

作为世界上最大的水泥集团，华新母公司豪瑞规划到 2030 年替代所需主要原料的 25%。国内对比，2016 年，我国水泥熟料产能 18.3 亿吨，熟料产量 13.76 亿吨，水泥窑协同处置占比较仅低至 3%。假定国内新型干法水泥熟料产能 5000t/d 生产线每吨熟料处理城市生活垃圾 0.2 吨计算，全国每年焚烧垃圾产量 2.75 亿吨；按照欧盟水平 37%计算，每年处置垃圾占全国城市生产量 53.55%，大幅降低垃圾焚烧处置成本的同时创造市场价值 165 亿元（按 60 元/吨处置费）。当前，华新水泥熟料产能 5134 万吨，最大垃圾处置规模 1000 万吨。

我国垃圾热值低、处置不经济，政策推动是行业发展保障。水泥窑协同处置生活垃圾包括华新 RDF 技术、海螺 CKK 技术、中材技术三类，表现形式为预处理和

直接处置。华新技术经过垃圾与处理下具有经济效益，公开资料显示更具成本优势。目前，水泥窑协同处置生活垃圾持续受到国家部委和协会重视，相关政策有望持续落地。

图表 47：水泥窑协同处置生活垃圾政策文件

部门	日期	文件	主要内容
国务院	2013/1/23	循环经济发展战略及近期行动计划	鼓励水泥窑协同资源化处理城市生活垃圾、污水厂污泥、危险废物、废塑料等废弃物，替代部分原料、燃料。力争到2015年完成水泥窑协同资源化处理废弃物生产线比例达到10%
发改委、科技部、工信部、财政部、环保部、住建部、国家能源局	2014/5/6	关于促进生产过程协同资源化处理城市及产业废弃物工作的意见	在水泥、电力、钢铁等行业培育一批协同处理废弃物的示范企业，在有废弃物处理需求的城市建成60个左右协同资源化处理废弃物示范项目
工信部、住建部、发改委、科技部、财政部、环保部	2015/4/23	《关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》	优化水泥窑协同处置技术；加强工艺装备研发与产业化；健全标准体系；完善政策机制；强化项目评估。
工信部节能与综合利用司	2015/5/7	《关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》解读	总体思路是以分析解决水泥窑协同处置技术现状和存在的突出问题为目标，重点围绕技术、装备、标准、政策等4个方面，在已建成的水泥窑协同处置项目中选择一批生产情况稳定、技术水平高、污染控制设施先进的水泥窑，开展协同处置生活垃圾的试点工作
工信部节能与综合利用司	2015/12/31	关于印发水泥窑协同处置生活垃圾试点企业名单的通知	确定海螺2家、华新2家、拉法基1家、天山1家为水泥窑协同处置生活垃圾试点企业
环保部	2016/12/6	《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》	主要包括源头控制、清洁生产、末端污染、二次污染防治的指导性文件

来源：政府网站，国联证券研究所

5.3.华新打造废弃物处置平台，成功转型环保产业

华新环保目前拥有市政生活垃圾、市政污泥、工业危废、污染土、漂浮物等多样处置平台。2015 年，《国家鼓励发展的重大环保技术装备目录》中华新水泥以“水泥窑协同无害化处置成套装备”成为行业唯一；2016 年，公司“水泥窑高效生态化协同处置固体废弃物成套技术与应用”摘得国家科学技术进步奖二等奖，华新已从水泥企业成功转型高科技环保企业。

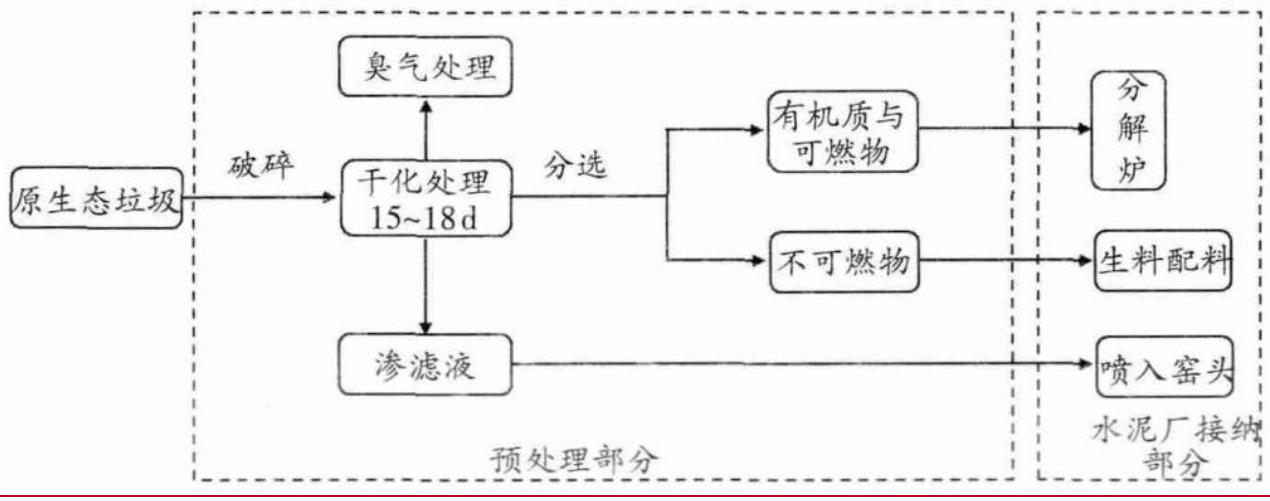
图表 48：华新水泥窑协同处置平台

来源：公司官网国联证券研究所

闭路生产模式行业领先，废弃物质处置率 100%。华新水泥窑协同处置技术走在行业潜力，吸收引进母公司瑞豪集团技术基础上成立华新环境工程有限公司，致力于水泥窑协同处置废物和生活垃圾技术研发和拓展。目前，华新闭合生产模式能将分选出来的无机渣土、二次衍生燃料和粉尘全部熔入水泥熟料，重金属微量原则则以固态化合物形式固化到水泥熟料晶格中，强碱、对流、涡旋环境利于废弃物质 100%处置的同时抑制二噁英形成，同时对水泥质量和生态环境不产生不良影响。

华新 RDF（Refuse Derived Fuel 垃圾衍生燃料）技术路线分为生态化预处理和水泥窑协同无害化处置两部分，两部分处理终端分离、不受水泥窑停窑检修影响，同时处理完成后无任何残留。其中，生态化预处理部分：运送至垃圾预处理厂的城市生活垃圾经过靶向酵素好氧生物干化、净化、除臭、分离、破碎等步骤得到 RDF、渗滤液、金属、石头瓦块、无机渣土等。无害化处置部分：分离物分类处置，含水量仅有 35%的 RDF 被更环保、更远程的运送至周边水泥工厂处置；预处理后的渗滤液、金属、石头瓦块、无机渣土等无机物作为替代原料或分解炉内高温处置。

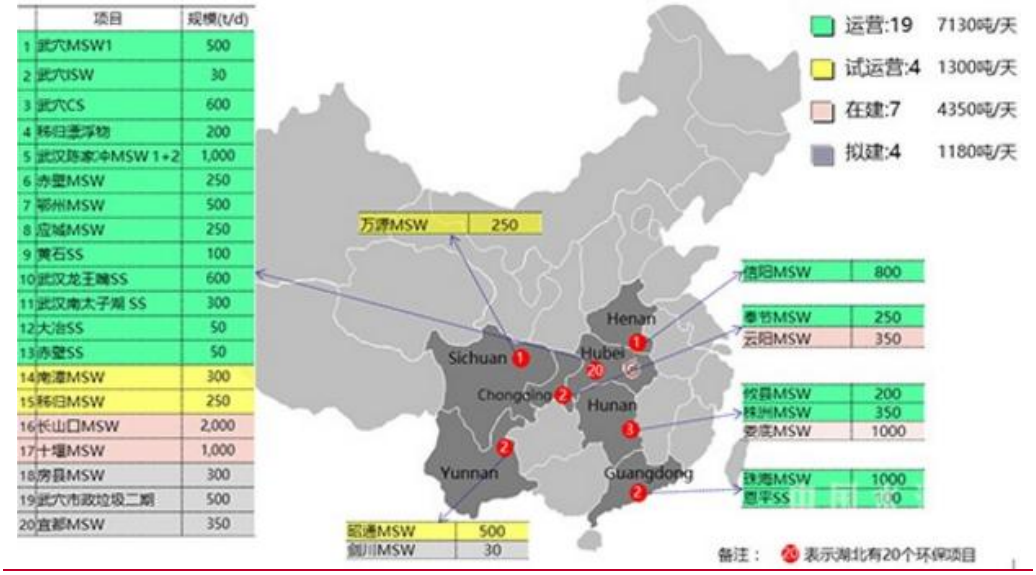
图表 49：华新 RDF 技术处理垃圾示意图



来源：Cnki 国联证券研究所

环保投资完成深度布局，公司产能提升至 555 万吨。公司不断加码环保领域投资，年度环保处置量持续快速增长。2016 年，华新全年处置各类废弃物 150 万吨，吨熟料各类废弃物处置量行业领先，远超同期海螺处置垃圾 60 万吨的规模，年生活垃圾处置量占全国水泥窑协同处置总量 70%以上。根据规划，华新在建环保工厂全部投产后，垃圾处理总产能有望达到 555 万吨/年，按当前政府每吨补贴处置费用 60-120 元计算，扣除节约煤炭价值和政府补贴，华新每吨垃圾处置亏损约 35 元。目前，水泥企业布局环保板块较少，行业积极性不足。破解之道在于提升当前补贴水平或给予税收优惠。随着水泥窑协同处置生活垃圾试点结束，补贴和相关倾斜政策有望落地。

图表 50：华新水泥窑协同处置生活垃圾项目汇总（截止 2017 年 2 月）



来源：中国水泥网杂志国联证券研究所

5.4.水泥环保第一品牌，错峰生产最受益

2017 年，中西南区域省份将错峰生产，但涉及到处置生活垃圾的水泥窑生产线则不必错峰生产。目前，公司日运营产能 8430 吨，在建产能 4350 吨，拟建产能 1180 万吨。假定按照 5000 吨水泥熟料生产线日处置 500 吨计算，公司协同处置生活垃圾熟料产能 2613.3 万吨；假设行业普遍错峰 100 天情况下，水泥窑协同处置垃圾产线仅错峰一半时间，公司相对多产水泥熟料 421.5 万吨，间接提升产能 8%。

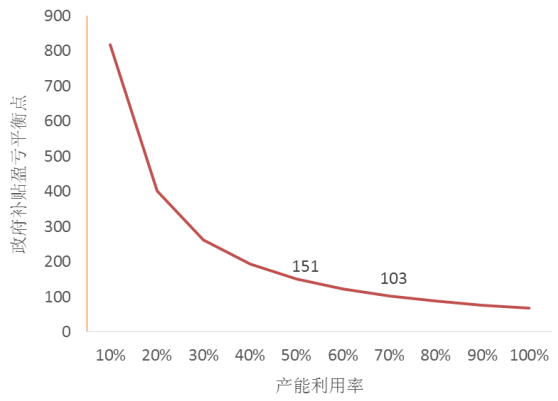
充分挖掘经济效益，满负荷运转仅需政府补贴 67 元即可盈亏平衡。华新水泥窑协同处置生活垃圾充分利用了水泥燃料价值，目前，华新处置垃圾营收主要来自于煤炭替代和政府处置费用。考虑到我国垃圾中有用价值并不大，经过华新靶向酵素好氧生物干化后，垃圾含水量由 50%~70%下降至 35%左右，单吨 RDF 保守估计 2000 大卡。不考虑物流成本，我们以此假定计算结果显示，在满负荷处置生活垃圾时政府最低补贴 67.4 元/吨，公司维持盈亏平衡。从盈亏曲线图亦可以看出，平均日处置 250 吨情况下，单吨政府补贴需提升到 151 元才能维持盈亏平衡。相比垃圾焚烧等市政项目，地方政府将节省大量投资资金。

图表 51：日处置 500 吨垃圾产线盈亏平衡点

基本假设				运营及收益			
假设	每日处置垃圾量	500	吨	运营：	处置垃圾量	500	吨
	RDF热值	2000	大卡		获得RDF	250	吨
	煤炭热值	5000	大卡		消耗电量	2.26	万度电
	处置成本	25%	损耗	收益：	RDF折合煤炭	100	吨
	电价	6.43	角/度		处置成本	25	吨煤炭
投资	项目投资	15000	万元		电力成本	1.45	万元
	折旧年限	15	年		每日折旧	3.03	万元
	工作日	330	天		每日利息	1.14	万元
	银行借款比例	50%			合计	-3.37	万元
	银行借款利息	5%			盈亏平衡	67.40	政府补贴

来源：国联证券研究所

图表 52：垃圾处置量的提升降低盈亏平衡点



来源：国联证券研究所

6. 盈利预测及投资评级

水泥熟料业务：公司并购拉法基水泥资产后，水泥销量有望大幅提升；同时，受益于中西南地区基建投资增速较快，公司销量有望持续提升；环保业务对公司参与错峰生产产生积极影响，价格上涨情况下水泥板块盈利进一步提升。**混凝土骨料板块：**基建回暖刺激下公司混凝土销量有望提升，整合拉法基资产后业务协同有望促进骨料

业务进一步增长。**环保板块：**环保业务目前依靠政府少量补贴难以盈利，我们暂不单独预测。

图表 53：盈利预测拆分

销量：万吨/万立方	2017E	2018E	2019E
水泥熟料	6851	7399	7769
混凝土	316	341	358
骨料	1200	1320	1386
均价：元/吨	**2017E**	**2018E**	**2019E**
水泥熟料	265	270	275
混凝土	230	240	250
骨料	70	75	80
营业收入：百万元	**2017E**	**2018E**	**2019E**
水泥熟料	18155	19978	21365
混凝土	726	818	895
骨料	840	990	1109
毛利：百万元	**2017E**	**2018E**	**2019E**
水泥熟料	5083	5694	6196
混凝土	167	205	224
骨料	294	327	333
毛利率	**2017E**	**2018E**	**2019E**
水泥熟料	28%	29%	29%
混凝土	23%	25%	25%
骨料	35%	33%	30%

来源：国联证券研究所

我们预计华新2017~2019年营业收入204.43亿元、226.16亿元和243.65亿元，同比分别增长 51.14%、10.63%和 7.73%；EPS 0.8 元、0.97 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 12.85、10.56 和 8.18。将公司估值与可比公司进行横向对比，西部地区受益基建增速，水泥板块平均估值 17.55 倍；考虑到公司是水泥行业里环保第一品牌，未来增量空间较大，我们继续给予“推荐”评级。

图表 54：A 股可比公司估值比较

可比公司	收盘价（2017-7-12）	EPS 2016A	EPS 2017E	EPS 2018E	EPS 2019E	PE 2016A	PE 2017E	PE 2018E	PE 2019E
水泥行业可比上市公司									
金圆股份	10.8	0.51	0.65	0.8	0.87	20.93	16.7	13.57	12.41
天山股份	13.81	0.11	0.56	0.84	0.92	-31.84	24.46	16.47	14.93
宁夏建材	11.27	0.12	0.5	0.6	0.59	66.84	22.35	18.87	19.21
祁连山	9.39	0.21	0.7	0.8	0.86	19.82	13.48	11.81	10.98
海螺水泥	22.89	1.61	2.13	2.28	2.46	12.17	10.76	10.03	9.29
平均							**17.55**	**14.15**	**13.36**
垃圾处理行业可比上市公司									
中国天楹	6.82	0.17	0.28	0.36	0.41	37.6	24.73	19.21	16.45
盛运环保	9.13	0.09	0.33	0.58	0.62	20.6	28.01	15.82	14.66
翰蓝环境	51.01	0.66	0.8	0.97	1.18	21.32	18.04	14.89	12.28
启迪桑德		1.25	1.53	1.93	2.34	27.35	22.24	17.65	14.55
平均							**23.26**	**16.89**	**14.49**
华新水泥	**10.24**	**0.3**	**0.8**	**0.97**	**1.25**	**33.93**	**12.85**	**10.56**	**8.18**

来源：Wind 国联证券研究所

注：除华新水泥外，其他可比公司估值均采用 Wind 一致预期数据

7. 风险因素

（1） 煤炭等原材料价格上涨风险；

（2） 中西南地区错峰生产效果不达预期；

（3） 区域内基础设施建设和房地产建设不及预期；

（4） 公司环保项目不及预期。

图表 55：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1553.86	3051.27	4088.65	4523.22	6112.74
应收账款+票据	1491.87	1542.93	3082.77	1950.93	3385.28
预付账款	82.08	66.41	205.91	93.06	227.28
存货	1148.48	1174.26	2288.87	1513.19	2560.67
其他	189.61	120.27	120.27	120.27	120.27
流动资产合计	4465.90	6756.70	10588.03	9002.23	13207.81
长期股权投资	321.03	387.51	387.51	387.51	387.51
固定资产	14924.81	15343.95	13780.07	12983.70	12793.29
在建工程	1949.66	807.91	1997.91	1190.00	0.00
无形资产	2114.10	2295.25	2237.80	2180.34	2122.89
其他非流动资产	897.55	882.17	2086.13	1915.08	1744.04
非流动资产合计	**20207.15**	**19716.79**	**20489.41**	**18656.64**	**17047.73**
资产总计	**24673.05**	**26473.49**	**31077.45**	**27658.87**	**30255.54**
短期借款	1162.00	904.00	2425.51	458.40	0.00
应付账款+票据	3266.89	3281.30	5788.93	4168.98	6500.80
其他	2320.69	5004.13	5286.64	5099.59	5363.48
流动负债合计	**6749.59**	**9189.43**	**13501.09**	**9726.97**	**11864.28**
长期带息负债	6710.67	5627.59	5627.59	5627.59	5627.59
长期应付款	140.13	140.27	140.27	140.27	140.27
其他	95.11	142.51	142.51	142.51	142.51
非流动负债合计	**6945.91**	**5910.37**	**5910.37**	**5910.37**	**5910.37**
负债合计	**13695.49**	**15099.79**	**19411.45**	**15637.34**	**17774.64**
少数股东权益	1371.89	1378.83	1589.42	1845.58	2176.54
股本	1497.57	1497.57	1497.57	1497.57	1497.57
资本公积	2509.00	2509.75	2509.75	2509.75	2509.75
留存收益	5599.10	5987.54	6069.24	6168.63	6297.04
股东权益合计	**10977.55**	**11373.70**	**11665.99**	**12021.53**	**12480.90**
负债和股东权益总计	**24673.05**	**26473.49**	**31077.45**	**27658.87**	**30255.54**

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	201.29	643.46	1403.93	1707.72	2206.39
折旧摊销	1522.70	1580.24	1509.01	1549.40	1608.90
财务费用	668.88	572.31	294.62	273.89	205.95
存货减少	89.36	-32.09	-1114.61	775.68	-1047.48
营运资金变动	204.75	350.82	1110.80	-562.32	1027.13
其它	224.06	50.28	283.37	283.37	0.00
经营活动现金流	2911.03	3165.02	3487.12	4027.74	4000.90
资本支出	1591.63	1212.06	1190.00	0.00	0.00
长期投资	385.53	921.91	1375.00	0.00	0.00
其他	258.45	129.43	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-1718.71	-2004.54	-2565.00	0.00	0.00
债权融资	-794.48	1260.99	1521.51	-1967.11	-458.40
股权融资	16.26	2.00	0.00	0.00	0.00
其他	-950.11	-583.04	-1406.26	-1626.06	-1952.97
筹资活动现金流	-1728.33	679.95	115.26	-3593.17	-2411.38
现金净增加额	**-576.00**	**1848.67**	**1037.38**	**434.57**	**1589.52**

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**13271.32**	**13525.76**	**20443.26**	**22616.11**	**24365.01**
营业成本	10131.96	9971.00	14718.31	16158.76	17313.91
营业税金及附加	199.85	207.56	310.74	343.76	370.35
营业费用	1060.13	1105.52	1533.24	1696.21	1827.38
管理费用	915.63	939.28	1431.03	1583.13	1705.55
财务费用	674.42	569.40	294.66	273.92	205.98
资产减值损失	137.23	35.62	283.37	283.37	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.86	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.68	77.97	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**183.78**	**776.21**	**1871.91**	**2276.96**	**2941.85**
营业外净收益	153.24	30.79	0.00	0.00	0.00
利润总额	**337.02**	**807.00**	**1871.91**	**2276.96**	**2941.85**
所得税	111.43	186.16	467.98	569.24	735.46
净利润	**225.59**	**620.83**	**1403.93**	**1707.72**	**2206.39**
少数股东损益	122.84	168.89	210.59	256.16	330.96
归属于母公司净利润	**102.76**	**451.94**	**1193.34**	**1451.56**	**1875.43**

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-17.03%	1.92%	51.14%	10.63%	7.73%
EBIT	-66.69%	53.17%	65.70%	17.74%	23.40%
EBITDA	-40.47%	21.52%	27.28%	11.56%	16.01%
归属于母公司净利润	3.47%	339.82%	164.05%	21.64%	29.20%
获利能力					
毛利率	23.66%	26.28%	28.00%	28.55%	28.94%
净利率	1.70%	4.59%	6.87%	7.55%	9.06%
ROE	1.07%	4.52%	11.84%	14.26%	18.20%
ROIC	2.72%	5.21%	9.74%	10.15%	13.70%
偿债能力					
资产负债	55.51%	57.04%	62.46%	56.54%	58.75%
流动比率	0.66	0.74	0.78	0.93	1.11
速动比率	0.46	0.59	0.61	0.76	0.89
营运能力					
应收账款周转率	10.45	10.16	7.75	13.55	8.45
存货周转率	8.82	8.49	6.43	10.68	6.76
总资产周转率	0.54	0.51	0.66	0.82	0.81
每股指标（元）					
每股收益	0.07	0.30	0.80	0.97	1.25
每股经营现金流	1.94	2.11	2.33	2.69	2.67
每股净资产	6.41	6.67	6.73	6.79	6.88
估值比率					
市盈率	149.24	33.93	12.85	10.56	8.18
市净率	1.60	1.53	1.52	1.51	1.49
EV/EBITDA	10.31	7.63	6.56	5.46	4.42
EV/EBIT	28.71	16.85	11.13	8.78	6.68

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064