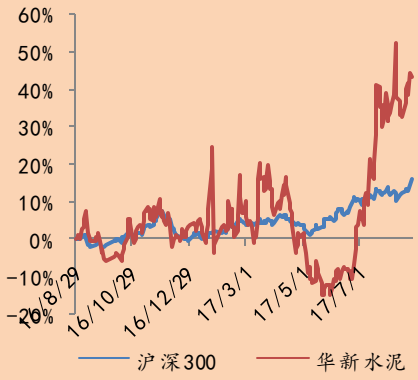
华新水泥（600801）

投资评级：买入

报告日期：2017-08-29

股价走势：



研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人：袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

量价齐升盈利大涨，供给侧持续发力看好全年业绩

——2017 年半年报点评

事件：公司发布 2017 年半年报，期间实现营收 93.74 亿元，同比增长 63.37%，归母净利润 7.28 亿元，同比增长 8954.01%，基本每股收益 0.49 元/股，同比增长 8954.01%。

主要观点：

❑ **行业持续向好，公司盈利能力大幅提升**

2017 年 H1 水泥行业整体持续向好，整体价格高位维稳。公司销售主要覆盖中南和西南地区，截至 2017 年 6 月 30 日，两地 32.5 标号水泥价格较去年同期涨幅分别为 27.86%和 25.68%。今年上半年公司完成了对拉法基中国的并表，经营规模扩张明显。价格和销量的同步上扬为公司业绩增长提供了强力支撑，营收水平达到上市以来同期峰值。H1 毛利率为 26.13%，较去年同期提升了 3.46 个百分点；三费占营收比例为 16.56%，较去年同期下降 5.32 个百分点，成本管控能力进一步提高。整体来看，行业回暖水泥价格同比大涨，并购完成公司销量大增，成本管控加强，盈利水平稳升，归母净利润大幅增长 8954.01%。

❑ **西南业务进一步整合，集团地位凸显**

公司对拉法基中国非上市水泥资产的收购已经基本完成，被收购生产线已与母公司完成并表并表。目前公司产能约 2700 万吨，西南地区市占率约 8.5%，成为拉法基在中国唯一的上市水泥平台。重组完成对被收购工厂的销售能力有积极影响，云南、贵州、重庆工厂经营规模较并表前均有明显改善，2017 年 H1 销量同比增长 33%。重组后公司实现了对西南地区业务的进一步拓展，未来有望为公司贡献稳定的利润。

❑ **供给侧改革持续推进，看好公司全年利润稳定增长**

2017 年 H1 水泥行业供给侧改革继续推进，错峰停窑常态化，环保监管趋严，行业集中度有望进一步提升。目前，行业供需关系趋于稳定，Q3 属行业传统旺季，需求端有稳定支撑，水泥价格有望保持同比增幅。公司规模已达上市以来最大，毛利率水平重回上升通道，结合行业整合对区域龙头的利好，我们看好公司全年保持利润的稳定增长。

❑ **拥抱“一带一路”，扩张海外业务**

随着我国“一带一路”的持续推进，公司在海外业务方面发展提速，在塔吉克斯坦、柬埔寨、尼泊尔等高盈利地区纷纷布局。目前，塔吉克斯坦 3000t/d 水泥熟料生产线已建成投产，尼泊尔纳拉亚尼水泥熟料生产线及哈萨克斯坦阿克托别水泥熟料生产线已启动前期工作。海外业务布局范围广，未来或成为公司新的利润点。

❑ **盈利预测与估值**

2017 年 H1 水泥行业延续 2016 年强劲表现，公司完成了对拉法基中国的收购且已并表，价格和销量同步上扬，毛利率继续回升，盈利水平大幅提

高。公司在西南地区的行业地位进一步巩固，同时积极布局海外业务，随着行业步入传统旺季，供需关系继续向好，加之环保监管趋严，行业集中度有望进一步提升，未来公司利润提升空间大。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.96 元/股、1.03 元/股、1.14 元/股，对应的 PE 为 14 倍、13 倍、12 倍，给予“买入”评级。

盈利预测： 单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13526	20559	23232	25555
收入同比(%)	2%	52%	13%	10%
归属母公司净利润	452	1440	1540	1709
净利润同比(%)	340%	219%	7%	11%
毛利率(%)	26.3%	27.2%	26.6%	25.5%
ROE(%)	5.5%	17.8%	19.5%	18.2%
每股收益(元)	0.30	0.96	1.03	1.14
P/E	43.67	13.71	12.82	11.55
P/B	1.97	1.97	2.03	1.95
EV/EBITDA	7	6	5	4

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,425	17,582	21,763	26,338
现金	3,719	13,645	17,865	22,428
应收账款	714	1,275	1,418	1,496
其他应收款	235	346	404	439
预付账款	66	(6)	(47)	(102)
存货	1,212	1,767	2,026	2,275
其他流动资产	1,478	555	96	(199)
非流动资产	20,002	20,535	19,638	18,828
长期投资	388	400	370	386
固定资产	15,440	14,462	13,484	12,506
无形资产	2,295	2,142	1,999	1,866
其他非流动资	1,879	3,531	3,785	4,070
资产总计	27,427	38,117	41,400	45,165
流动负债	9,801	13,671	15,347	17,295
短期借款	904	877	850	786
应付账款	3,132	4,304	5,011	5,683
其他流动负债	5,765	8,491	9,486	10,826
非流动负债	6,252	12,327	13,272	13,845
长期借款	3,635	3,635	3,635	3,635
其他非流动负	2,617	8,692	9,637	10,210
负债合计	16,053	25,999	28,619	31,139
少数股东权益	1,379	2,097	3,054	3,893
股本	1,498	1,498	1,498	1,498
资本公积	2,510	2,441	2,441	2,441
留存收益	5,985	6,083	5,789	6,195
归属母公司股东权	9,995	10,021	9,727	10,133
负债和股东权益	27,427	38,117	41,400	45,165

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,096	11,429	5,513	5,655
净利润	621	1,440	1,540	1,709
折旧摊销	1,580	1,131	1,121	1,111
财务费用	572	132	25	(43)
投资损失	(86)	(36)	(42)	(50)
营运资金变动	476	8,271	1,960	2,117
其他经营现金	(68)	490	910	811
投资活动现金流	(2,005)	347	172	85
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(66)	(13)	31	(16)
其他投资现金	(1,938)	360	142	101
筹资活动现金流	680	(2,485)	(1,569)	(1,231)
短期借款	(258)	(27)	(26)	(64)
长期借款	756	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	(69)	0	0
其他筹资现金	181	(2,388)	(1,542)	(1,166)
现金净增加额	1,772	9,291	4,117	4,508

利润表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,526	20,559	23,232	25,555
营业成本	9,971	14,967	17,052	19,038
营业税金及附加	208	303	347	384
销售费用	1,106	1,546	1,781	2,003
管理费用	939	1,325	1,532	1,717
财务费用	569	132	25	(43)
资产减值损失	36	22	53	22
公允价值变动收益	1	(252)	(99)	(51)
投资净收益	86	36	42	50
营业利润	784	2,048	2,384	2,433
营业外收入	156	150	150	150
营业外支出	132	40	38	35
利润总额	807	2,158	2,496	2,548
所得税	186	0	0	0
净利润	621	2,158	2,496	2,548
少数股东损益	169	719	956	839
归属母公司净利润	452	1,440	1,540	1,709
EBITDA	2,862	3,312	3,530	3,501
EPS（元）	0.30	0.96	1.03	1.14

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	1.92%	52.00%	13.00%	10.00%
营业利润	313.23%	161.37%	16.39%	2.05%
归属于母公司净利润	339.82%	218.59%	6.94%	10.98%
获利能力				
毛利率(%)	26.28%	27.20%	26.60%	25.50%
净利率(%)	净 利 率	3.34%	7.00%	6.63%
ROE(%)	5.46%	17.81%	19.53%	18.17%
ROIC(%)	6.69%	13.33%	26.97%	38.62%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.53%	68.21%	69.13%	68.95%
净负债比率(%)	12.25%	-69.04%	-13.29%	-28.03%
流动比率	0.76	1.29	1.42	1.52
速动比率	0.63	1.16	1.29	1.39
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.63	0.58	0.59
应收账款周转率	19.45	24.34	20.28	20.55
应付账款周转率	4.53	5.53	4.99	4.78
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.96	1.03	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	7.63	3.68	3.78
每股净资产(最新摊薄)	6.67	6.69	6.50	6.77
估值比率				
P/E	43.7	13.7	12.8	11.5
P/B	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	6.57	5.76	4.67	3.72

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。