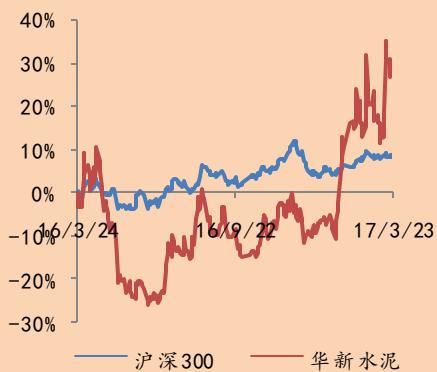


华新水泥 (600801)

投资评级：买入

报告日期：2017-03-24

股价走势：



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

联系人：高欣宇
 0551-65161837
 gaoxy_pro@126.com

联系人：袁道升
 0551-65161592
 neilyds@163.com

盈利水平大幅回升，区域整合在即 静候佳音

——2016 年年报点评

事件：公司公布 2016 年年报，报告期内实现营收 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%，基本每股收益 0.30 元/股，同比增长 328.57%。

主要观点：

□ 行业企稳业绩大涨，毛利率回暖，三费稳定

2016 年水泥行业在供给侧改革和需求回暖的大背景下，水泥价格自 Q2 开始反弹，行业全年利润同比上涨 55%。公司作为湖北地区水泥龙头，明显受益于行业回暖。2016 年公司营收小幅回稳，成本管控方面有所提升，产品成本同比下降 2.5%，毛利率同比上涨 2.62 个百分点，三费方面占营收比重维稳。行业回暖和成本管控加强带来了 2016 年公司归母同比大幅，增幅达 339.82%，但公司 2015 年基数较低（2015 年公司归母净利润同比大幅缩减 91.59%，仅为 1.03 亿元）也是其中原因之一。整体来看，公司盈利水平大幅回升符合预期。

□ 西南业务进一步整合，集团地位凸显

公司与拉法基中国签订协议，拟以 14.14 亿元现金支付方式购买拉法基的非上市水泥资产，公司产能可达到 2700 万吨，西南地区市占率将达到约 8.5%，并将成为拉法基在中国唯一的上市水泥平台。目前公司已经完成了对云南、重庆、贵州三个省市共 15 家水泥工厂（含 4 家粉磨站）并购的股东大会审批。重组完成后，公司在西南地区的业务得以巩固并有所扩张，未来有望为公司贡献稳定的利润增长。

□ 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。

□ 以客户为中心，优化互联网平台，业绩有望稳步回升

公司强调以客户为中心的市场服务，根据客户需求的不同提供差异化服务，全年新增特大重点项目 28 个。同时，公司积极布局互联网销售平台，全年电商平台水泥发货量占总发货量比重达 89%。注重服务质量提升，积极布局网络销售路径，已成为公司在水泥行业激烈竞争中脱颖而出的有力武器。目前，水泥行业持续向好，价格稳步上扬，需求开始复苏，预计 2017H1 有望维持行业利润水平，公司业绩将稳增。

□ 盈利预测与估值

2016 年水泥行业利润回暖，公司全年营收维稳，毛利率有所提高，盈利大幅回升。目前，公司与拉法基中国重组正在进行中，完成后将巩固公司在西南地区的业务发展；同时，公司紧跟“一带一路”步伐，持续推进海外业务，利润水平有望持续提升。随着水泥行业逐渐步入旺季，需求端开始恢复，当前成本端压力不大，龙头水泥企业将保持盈利回升的态势，2017 年 H1 公司有望实现业绩稳增。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.51 元/股、0.68 元/股、0.78 元/股，对应的 PE 为 21 倍、16 倍、14 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	15284	16201	17011
收入同比(%)	2%	13%	6%	5%
归属母公司净利润	452	768	1026	1169
净利润同比(%)	340%	70%	34%	14%
毛利率(%)	26.3%	26.5%	25.5%	25.2%
ROE(%)	5.5%	9.8%	13.5%	13.1%
每股收益(元)	0.30	0.51	0.68	0.78
P/E	35.72	21.03	15.74	13.80
P/B	1.62	1.61	1.63	1.57
EV/EBITDA	7	9	7	7

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				利润表					
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,425	10,583	13,320	16,190	营业收入	13,526	15,284	16,201	17,011
现金	3,719	7,296	9,956	12,696	营业成本	9,971	11,234	12,070	12,724
应收账款	714	948	989	996	营业税金及附加	208	225	242	256
其他应收款	235	257	282	292	销售费用	1,106	1,149	1,242	1,333
预付账款	66	12	(17)	(54)	管理费用	939	985	1,068	1,143
存货	1,212	1,326	1,434	1,520	财务费用	569	180	133	91
其他流动资产	1,478	744	676	739	资产减值损失	36	(28)	26	4
非流动资产	20,002	18,930	17,878	16,885	公允价值变动收益	1	(534)	89	119
长期投资	388	400	370	386	投资净收益	86	36	42	50
固定资产	15,440	14,462	13,484	12,506	营业利润	784	1,041	1,551	1,629
无形资产	2,295	2,142	1,999	1,866	营业外收入	156	150	150	150
其他非流动资	1,879	1,926	2,024	2,127	营业外支出	132	40	38	35
资产总计	27,427	29,514	31,198	33,075	利润总额	807	1,151	1,663	1,744
流动负债	9,801	9,497	10,213	11,143	所得税	186	0	0	0
短期借款	904	891	875	836	净利润	621	1,151	1,663	1,744
应付账款	3,132	3,230	3,547	3,798	少数股东损益	169	383	637	574
其他流动负债	5,765	5,376	5,792	6,509	归属母公司净利润	452	768	1,026	1,169
非流动负债	6,252	8,237	8,688	8,669	EBITDA	2,862	2,352	2,804	2,831
长期借款	3,635	3,635	3,635	3,635	EPS (元)	0.30	0.51	0.68	0.78
负债合计	16,053	17,734	18,901	19,812					
少数股东权益	1,379	1,762	2,399	2,973					
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	6,080	5,959	6,352					
归属母公司股东权	9,995	10,018	9,897	10,290					
负债和股东权益	27,427	29,514	31,198	33,075					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,096	3,879	3,740	3,752					
净利润	621	768	1,026	1,169					
折旧摊销	1,580	1,131	1,121	1,111					
财务费用	572	180	133	91					
投资损失	(86)	(36)	(42)	(50)					
营运资金变动	476	2,016	750	733					
其他经营现金	(68)	(180)	753	697					
投资活动现金流	(2,005)	630	(16)	(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)	643	(47)	(69)					
筹资活动现金流	680	(1,851)	(978)	(813)					
短期借款	(258)	(13)	(16)	(39)					
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	(1,768)	(962)	(774)					
现金净增加额	1,772	2,659	2,746	2,854					

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形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。