

华新水泥（600801）

证券研究报告

2017 年 08 月 28 日

受益量价齐升，水泥及熟料量价涨幅分别为 33%、24%

公司发布半年报，2017 上半年实现营收 93.74 亿元，同比增长 63.37%；归母净利润 7.28 亿元，较上年同期增加 7.20 亿元，同比增长 8954.01%；EPS 为 0.49 元。其中，二季度营收 54.98 亿元，同比涨 64.96%；归母净利润 6.33 亿元，同比增长 338.26%。截至报告期末，具备水泥产能 9000 万吨/年、水泥设备制造 5 万吨/年、商品混凝土 2380 万立方/年、骨料 1650 万吨/年、水泥包装袋 4 亿只/年及处置废弃物 555 万吨/年（含在建）的总体产能。同时，公司披露 1-9 月归母净利润预测，预计同比增幅 500%以上。

分产品看，营收占比 91.84%的水泥及商品熟料实现营收 86.1 亿元，同比增长 66.2%，主因公司 13.75 亿收购拉法基中国直接或间接持有的云南拉法基建材投资等 6 家公司股权，1 月起合并报表，扩大经营规模，水泥（含商品熟料）销售 3180 万吨，同比增长 33%。同时水泥价格同比增长 24%，吨价格实现 270.76 元，同比提高约 54 元，主因供给端持续去产能，环保力度加大，淡季错峰生产执行效果较好，以及煤炭等成本提高推涨价格，综合影响下价格出现恢复性上涨。上半年吨毛利约 77 元，去年同期 53 元，同比提高 24 元。营收占比 4.45%的混凝土实现营收 4.17 亿元，同比增长 38%，毛利率 18.3%，同比下降 6 个百分点。

分地区看，公司布局较广，覆盖湖北、湖南、云南、贵州、重庆、西藏、柬埔寨等地。根据 2016 年报数据，湖北、湖南占比分别为 42%、14%，1-6 月湖北、湖南水泥产量同比增幅 0.17%、-3.85%。收购拉法基中国 6 家公司股权主要贡献上半年销量，云南、贵州、重庆等地产能扩大约 1400 万吨/年。同时，公司注重西藏经营机会，一方面基建需求领先全国，另一方面环境保护、供给端去产能力度不输于全国，新增产能受限，因此西藏本地拥有产线（包括在建）的企业受益，华新（西藏）现有年产能约 30 万吨，公司控股 79%，上半年实现营收 3.86 亿，净利润 1.3 亿，三期项目正加紧推进，约新增年产能 93 万吨，西藏高新（持股 40%+）实现 4.07 亿，净利润 1.64 亿。海外项目持续推进，柬埔寨卓雷丁（间接持股 68%）实现 2.48 亿营收，4700 万净利、位于塔吉克斯坦境内的华新亚湾（间接持股 38.25%）营收 2.6 亿，本期未实现盈利。尼泊尔与东非项目正积极推进。

三费费用率约 16.56%，同比下降 5 个百分点，吨费用为 48.83 元/吨，同比下降 3.63 元，降幅 6.92%，主因产品销量增幅大于三费增幅。**期间费用同比增长 23.64%**，其中销售费用增 26.92%，主因企业并购扩大产销量，同时采用运费包干一票制结算方式增多，水泥运输费用增长。管理费用增 20%，主因经营规模扩大，管理人员及费用支出增加。财务费用增加 23.4%，主因汇兑损失增加。资产减值损失减少 1765 万元，同比下降 230.5%，主因坏账损失减少 1694 万元，同比减少 341.5%。

公司积极布局西南、西藏、海外，有望继续受益一带一路战略及西藏、云南、贵州等地基础设施建设的持续推进。我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.07、1.12、1.21 元，对应 PE 分别为 12X、12X、11X。

风险提示：西南基建需求不及预期，海外拓展进程不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,271.32	13,525.76	21,218.75	22,606.89	23,451.32
增长率(%)	(17.03)	1.92	56.88	6.54	3.74
EBITDA(百万元)	2,328.96	2,861.80	4,661.32	4,838.37	4,730.78
净利润(百万元)	102.76	451.94	1,601.77	1,670.33	1,810.55
增长率(%)	(91.59)	339.82	254.42	4.28	8.39
EPS(元/股)	0.07	0.30	1.07	1.12	1.21
市盈率(P/E)	193.69	44.04	12.43	11.92	10.99
市净率(P/B)	2.07	1.99	1.82	1.65	1.50
市销率(P/S)	1.50	1.47	0.94	0.88	0.85
EV/EBITDA	8.65	6.47	5.67	5.29	4.60

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.29 元
目标价格	15.5 元
上次目标价	15.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	972.77
流通 A 股股本(百万股)	972.77
A 股总市值(百万元)	12,928.13
流通 A 股市值(百万元)	12,928.13
每股净资产(元)	7.05
资产负债率(%)	59.17
一年内最高/最低(元)	14.04/6.98

作者

黄顺卿 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040002
huangshunqing@tfzq.com

李友琳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090007
liyulin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《华新水泥-公司点评:业绩预增，大超预期主因价格大涨及并表范围扩大》
2017-07-21



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,122.41	3,719.38	1,697.50	1,808.55	6,688.28
应收账款	911.07	714.13	1,879.27	883.80	1,982.48
预付账款	82.08	66.41	191.90	82.47	201.81
存货	1,148.48	1,174.26	2,286.59	1,529.89	2,307.93
其他	770.42	1,750.62	2,451.25	1,906.23	2,546.26
流动资产合计	5,034.46	7,424.81	8,506.50	6,210.93	13,726.75
长期股权投资	321.03	387.51	387.51	387.51	387.51
固定资产	14,924.81	15,343.95	16,600.31	16,107.46	15,384.21
在建工程	1,888.06	771.07	1,521.64	1,032.99	739.79
无形资产	2,114.10	2,295.25	2,213.29	2,131.34	2,049.38
其他	1,204.22	1,204.16	1,130.25	1,057.60	985.61
非流动资产合计	20,452.22	20,001.94	21,853.01	20,716.90	19,546.50
资产总计	25,486.67	27,426.75	30,359.52	26,927.83	33,273.25
短期借款	1,162.00	904.00	2,191.51	20.21	0.00
应付账款	3,394.37	3,586.28	7,167.58	4,233.54	7,542.94
其他	2,663.52	5,310.82	4,606.03	3,941.02	5,274.71
流动负债合计	7,219.90	9,801.10	13,965.12	8,194.78	12,817.64
长期借款	2,879.13	3,634.95	0.00	0.00	0.00
应付债券	3,831.54	1,992.65	2,639.11	2,821.10	2,484.28
其他	578.55	624.36	624.00	624.00	624.12
非流动负债合计	7,289.22	6,251.95	3,263.11	3,445.10	3,108.40
负债合计	14,509.12	16,053.05	17,228.23	11,639.87	15,926.05
少数股东权益	1,371.89	1,378.83	2,178.25	3,215.80	4,105.04
股本	1,497.57	1,497.57	1,497.57	1,497.57	1,497.57
资本公积	2,509.00	2,509.75	2,509.75	2,509.75	2,509.75
留存收益	8,117.08	8,494.40	9,455.46	10,574.59	11,744.59
其他	(2,517.98)	(2,506.86)	(2,509.75)	(2,509.75)	(2,509.75)
股东权益合计	10,977.55	11,373.70	13,131.29	15,287.96	17,347.20
负债和股东权益总	25,486.67	27,426.75	30,359.52	26,927.83	33,273.25

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	225.59	620.83	1,601.77	1,670.33	1,810.55
折旧摊销	1,522.70	1,580.24	1,237.76	1,285.11	1,319.39
财务费用	668.88	572.31	389.50	121.52	(30.63)
投资损失	(37.56)	(85.51)	(85.00)	(85.00)	(85.00)
营运资金变动	154.82	489.01	1,429.36	(1,255.29)	1,638.83
其它	218.82	(80.73)	797.86	1,037.55	889.76
经营活动现金流	2,753.25	3,096.15	5,371.25	2,774.23	5,542.90
资本支出	1,927.81	987.87	3,160.36	220.00	219.88
长期投资	(170.60)	66.48	0.00	0.00	0.00
其他	(3,475.92)	(3,058.88)	(6,231.05)	(355.80)	(355.78)
投资活动现金流	(1,718.71)	(2,004.54)	(3,070.69)	(135.80)	(135.90)
债权融资	9,396.36	10,774.03	7,511.77	5,657.07	5,730.74
股权融资	(684.98)	(490.66)	(353.36)	(82.43)	78.71
其他	(10,439.72)	(9,603.42)	(11,480.85)	(8,102.02)	(6,336.72)
筹资活动现金流	(1,728.33)	679.95	(4,322.44)	(2,527.38)	(527.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(693.80)	1,771.57	(2,021.88)	111.05	4,879.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,271.32	13,525.76	21,218.75	22,606.89	23,451.32
营业成本	10,131.96	9,971.00	15,498.79	16,462.10	17,056.58
营业税金及附加	199.85	207.56	318.98	342.40	355.87
营业费用	1,060.13	1,105.52	1,095.28	1,283.62	1,470.25
管理费用	915.63	939.28	930.58	1,020.50	1,202.75
财务费用	674.42	569.40	389.50	121.52	(30.63)
资产减值损失	137.23	35.62	35.00	30.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.86	(1.56)	0.00	0.52
投资净收益	37.56	85.51	85.00	85.00	85.00
其他	(75.12)	(172.75)	(166.89)	(170.00)	(171.04)
营业利润	189.66	783.75	3,034.06	3,431.74	3,442.03
营业外收入	190.10	155.71	150.00	165.27	156.99
营业外支出	42.75	132.46	65.64	80.28	92.79
利润总额	337.02	807.00	3,118.42	3,516.73	3,506.23
所得税	111.43	186.16	717.24	808.85	806.43
净利润	225.59	620.83	2,401.19	2,707.88	2,699.80
少数股东损益	122.84	168.89	799.42	1,037.55	889.25
归属于母公司净利润	102.76	451.94	1,601.77	1,670.33	1,810.55
每股收益（元）	0.07	0.30	1.07	1.12	1.21

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-17.03%	1.92%	56.88%	6.54%	3.74%
营业利润	-88.77%	313.23%	287.12%	13.11%	0.30%
归属于母公司净利润	-91.59%	339.82%	254.42%	4.28%	8.39%
获利能力					
毛利率	23.66%	26.28%	26.96%	27.18%	27.27%
净利率	0.77%	3.34%	7.55%	7.39%	7.72%
ROE	1.07%	4.52%	14.62%	13.84%	13.67%
ROIC	3.30%	5.93%	15.60%	15.64%	14.79%
偿债能力					
资产负债率	56.93%	58.53%	56.75%	43.23%	47.86%
净负债率	22.94%	26.29%	11.88%	52.45%	24.06%
流动比率	0.70	0.76	0.61	0.76	1.07
速动比率	0.54	0.64	0.45	0.57	0.89
营运能力					
应收账款周转率	13.62	16.65	16.36	16.36	16.36
存货周转率	10.95	11.65	12.26	11.85	12.22
总资产周转率	0.51	0.51	0.73	0.79	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.07	0.30	1.07	1.12	1.21
每股经营现金流	1.84	2.07	3.59	1.85	3.70
每股净资产	6.41	6.67	7.31	8.06	8.84
估值比率					
市盈率	193.69	44.04	12.43	11.92	10.99
市净率	2.07	1.99	1.82	1.65	1.50
EV/EBITDA	8.65	6.47	5.67	5.29	4.60
EV/EBIT	23.32	13.68	7.72	7.20	6.37

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com