

评级: 买入 维持评级

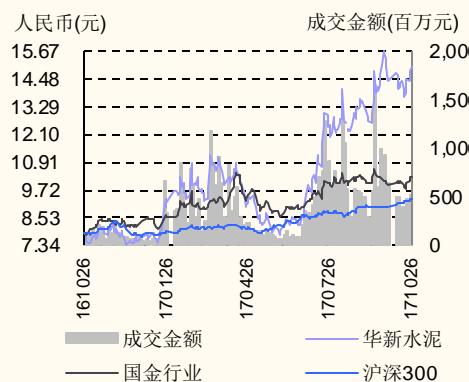
公司点评

 市场价格(人民币): 15.01元
 目标价格(人民币): 16.50-17.00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)	22,478.55
年内股价最高最低(元)	15.67/7.34
沪深300指数	3993.58
上证指数	3407.57



相关报告

- 《拉法基资产并表，量价齐升业绩高增长-华新水泥公司点评》，2017.8.28
- 《百年水泥企业，重振旗鼓剑指西南-华新水泥公司深度研究》，2017.5.2

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	1.025	1.056	1.141
每股净资产(元)	6.41	6.67	7.70	8.58	9.53
每股经营性现金流(元)	1.80	2.04	1.84	2.67	2.63
市盈率(倍)	118.78	25.68	14.65	14.21	13.16
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%	239.61%	3.06%	8.01%
净资产收益率(%)	1.07%	4.52%	13.32%	12.31%	11.97%
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

业绩简评

- 10月26日，公司发布2017年三季报，前三季度公司实现营收143.5亿元(+56.6%)，归母净利润10.5亿元(+552.79%)，扣非后归母净利润10亿元(+730.43%)，从单季度看，Q3实现营收49.76亿元(+45.25%)，归母净利润3.22亿元(+110.62%)，扣非归母净利润3.16亿元(+112%)。

经营分析

- 量价齐升，业绩大幅增长。**前三季度，我们预计公司水泥熟料合计销售4798万吨，同比增长27.3%，实现全年销售目标73.6%，其中Q3销量为1618万吨(+17.6%)，主要原因是公司并表拉法基水泥资产(1000万吨熟料和1500万吨水泥资产)，产销量大幅增长；同时Q1-Q3全国水泥产量17.6亿吨，同比下降0.5%，需求端基本保持平稳，而环保约束常态化，企业间协同力度不断加大，控量更加严格，区域内供需格局不断改善，价格稳步提升，其中上半年武汉地区及西南地区42.5标号水泥均价分别369.7和412.2元/吨，同比增长105和80元/吨。我们认为，目前水泥价格已达到全年高点，随着北方冬季错峰生产的实施，华中区域价格有望超预期上涨，预计四季度公司业绩弹性仍巨大。
- 费用控制能力持续提升，毛利率小幅上涨。**报告期内，公司综合毛利率为26.35%，较去年同期上涨1.88个百分点，其中净利率达到8.01%，同比提升4.81个百分点，主要是价格提升，费用控制能力增强。Q1-Q3期间费用率为16.38%，同比下滑3.63个百分点，其中财务费用下降1.57个百分点，主要原因是销量增加，单位费用降低。随着四季度水泥价格的继续上涨，全年毛利率有望继续提升。
- 水泥产能规模继续扩张，环保业务发展迅速。**目前公司水泥产能约为9000万吨/年，覆盖两湖及西南等大部分地区，其中在塔吉克斯坦及柬埔寨两国共有水泥产能300万吨左右，海外尼泊尔及东非项目的前期工作也在有序推进之中，未来公司将跟随“一带一路”大战略继续加大海外产能布局。同时公司积极布局环保领域，当前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

闫广

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

黄俊伟

 分析师SAC执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjqzq.com.cn

- 我们认为短期内水泥行业需求将保持稳定，行业协同持续向好，价格将高位企稳，公司作为区域龙头，将充分受益于行业回暖。预计 17-19 年 EPS 分别为 1.05、1.06 和 1.14 元，对应 PE 倍 14.7、14.2 和 13.2 倍，维持“买入”评级。

风 险

- 原材料及煤价上涨，房地产基建投资大幅下滑，错峰生产执行低于预期

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	21,282	22,080	23,267
增长率	-17.0%	1.9%	57.3%	3.7%	5.4%	
主营业务成本	-11,279	-10,132	-9,971	-15,202	-15,856	-16,790
%销售收入	70.5%	76.3%	73.7%	71.4%	71.8%	72.2%
毛利	4,718	3,139	3,555	6,081	6,224	6,477
%销售收入	29.5%	23.7%	26.3%	28.6%	28.2%	27.8%
营业税金及附加	-235	-200	-208	-326	-340	-358
%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	-1,724	-1,795	-1,896
%销售收入	7.0%	8.0%	8.2%	8.1%	8.1%	8.2%
管理费用	-974	-916	-939	-1,477	-1,535	-1,622
%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	2,554	2,554	2,601
%销售收入	14.9%	7.3%	9.6%	12.0%	11.6%	11.2%
财务费用	-654	-674	-569	-431	-480	-380
%销售收入	4.1%	5.1%	4.2%	2.0%	2.2%	1.6%
资产减值损失	-58	-137	-36	-13	-10	-11
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	10	38	86	65	70	84
%税前利润	0.5%	11.1%	10.6%	2.9%	3.2%	3.6%
营业利润	1,689	190	784	2,176	2,134	2,294
营业利润率	10.6%	1.4%	5.8%	10.2%	9.7%	9.9%
营业外收支	304	147	23	37	50	55
税前利润	1,993	337	807	2,213	2,184	2,349
利润率	12.5%	2.5%	6.0%	10.4%	9.9%	10.1%
所得税	-500	-111	-186	-509	-502	-540
所得税率	25.1%	33.1%	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	1,494	226	621	1,704	1,682	1,808
少数股东损益	272	123	169	169	100	100
归属于母公司的净利润	1,222	103	452	1,535	1,582	1,708
净利率	7.6%	0.8%	3.3%	7.2%	7.2%	7.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,494	226	621	1,704	1,682	1,808
非现金支出	1,437	1,602	1,544	1,516	1,580	1,635
非经营收益	692	600	571	257	437	326
营运资金变动	167	268	319	-728	296	170
经营活动现金净流	3,790	2,695	3,055	2,748	3,995	3,939
资本开支	-1,750	-1,588	-1,176	-1,856	-1,421	-1,398
投资	-185	-172	-888	737	-63	-62
其他	95	41	59	65	70	84
投资活动现金净流	-1,839	-1,719	-2,005	-1,054	-1,414	-1,376
股权筹资	0	16	2	0	0	0
债权筹资	-540	-794	1,261	-1,245	-1,753	-1,066
其他	-1,026	-990	-575	-389	-808	-746
筹资活动现金净流	-1,566	-1,768	688	-1,634	-2,561	-1,811
现金净流量	385	-792	1,739	61	20	752

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	4,552
应收款项	2,117	1,492	1,543	2,716	2,743	2,828
存货	1,276	1,148	1,174	1,583	1,564	1,610
其他流动资产	240	272	988	506	496	520
流动资产	6,318	5,034	7,425	8,585	8,603	9,510
%总资产	24.2%	19.8%	27.1%	29.6%	29.6%	31.9%
长期投资	582	430	487	552	614	676
固定资产	16,165	16,874	16,152	15,699	15,128	14,442
%总资产	62.0%	66.2%	58.9%	54.1%	52.1%	48.5%
无形资产	2,834	2,902	3,078	3,917	4,381	4,885
非流动资产	19,739	20,452	20,002	20,457	20,412	20,294
%总资产	75.8%	80.2%	72.9%	70.4%	70.4%	68.1%
资产总计	26,057	25,487	27,427	29,042	29,015	29,804
短期借款	4,440	2,686	5,146	3,115	1,264	0
应付款项	4,131	4,064	4,043	5,196	5,486	5,802
其他流动负债	669	470	612	710	736	765
流动负债	9,239	7,220	9,801	9,021	7,485	6,566
长期贷款	3,268	2,879	3,635	4,635	4,735	4,935
其他长期负债	2,496	4,410	2,617	2,313	2,295	2,278
负债	15,003	14,509	16,053	15,969	14,515	13,780
普通股股东权益	9,780	9,606	9,995	11,525	12,852	14,276
少数股东权益	1,273	1,372	1,379	1,548	1,648	1,748
负债股东权益合计	26,057	25,487	27,427	29,042	29,015	29,804

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.816	0.069	0.302	1.025	1.056	1.141
每股净资产	6.536	6.414	6.674	7.696	8.582	9.533
每股经营现金净流	2.533	1.800	2.040	1.835	2.668	2.630
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%	13.32%	12.31%	11.97%
总资产收益率	4.69%	0.40%	1.65%	5.28%	5.45%	5.73%
投入资本收益率	8.56%	3.15%	4.49%	8.62%	8.74%	8.72%
增长率						
主营业务收入增长率	0.07%	-17.03%	1.92%	57.35%	3.75%	5.38%
EBIT增长率	8.53%	-59.70%	35.14%	96.10%	0.01%	1.82%
净利润增长率	3.47%	-91.59%	339.82%	239.61%	3.06%	8.01%
总资产增长率	0.90%	-2.19%	7.61%	5.89%	-0.09%	2.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.6	20.6	16.1	20.0	19.8	19.0
存货周转天数	36.1	43.7	42.5	38.0	36.0	35.0
应付账款周转天数	98.7	105.6	109.2	88.0	89.0	89.0
固定资产周转天数	342.7	408.7	414.1	248.5	225.2	200.0
偿债能力						
净负债/股东权益	64.39%	66.26%	54.98%	45.61%	28.90%	14.83%
EBIT利息保障倍数	3.7	1.4	2.3	5.9	5.3	6.8
资产负债率	57.58%	56.93%	58.53%	54.99%	50.03%	46.23%

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	9	13	23
增持	0	0	10	11	15
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.53	1.46	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-02	买入	9.45	12.70~14.10
2	2017-08-28	买入	13.29	15.50~16.00

来源：国金证券研究所

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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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 7GH