



中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

华新水泥

弹性十足的水泥龙头企业

我们认为两湖地区产能提供弹性，西藏、云南产能提供稳定收益。

支撑评级的要点

- **业绩继续呈现高弹性。** 2017 年前三季度公司实现营业收入 143.5 亿元，同比增长 56.6%，归属母公司净利润 10.5 亿元，同比增长 5.5 倍；其中 Q3 营业收入 50 亿元，同比增长 45.2%，归属母公司净利润 3.2 亿元，同比增长 1.1 倍。业绩高增长来自两个方面：一是价格上涨，2017 年以来全国各地水泥价格普遍上涨，尤其长江中下游地区涨幅更加明显，而公司产能主要布局在该地区；二是销量增加，2016 年公司塔吉克斯坦索格特 3000t/d 生产线点火投产，2016 年底公司收购拉法基中国位于云南、重庆、贵州三个省市共 15 家水泥工厂，新增熟料产能 1000 万吨，水泥产能 1500 万吨，今年公司销量实现 30% 增长。
- **西南地区继续布局，巩固区域龙头。** 除湖北湖南外，公司国内产能主要布局在西南地区，是云南和西藏水泥龙头企业。公司原来在云南有 300 万吨熟料产能，2016 年底收购拉法基中国云南水泥资产后，熟料产能扩张 1300 万吨，巩固云南市场的龙头地位。西藏原有两条生产线，120 万吨熟料产能，公司拟继续投资建设三期 3000t/d 水泥熟料生产线，西藏龙头地位进一步巩固。由于云南西藏市场相对封闭，外来水泥基本构不成威胁，因此这两个区域市场为公司提供稳定盈利和现金流。
- **海外市场稳步推进。** 公司是中国水泥海外扩张的典范，塔吉克斯坦一线早在 2013 年就已经投产。目前公司海外已投产熟料产能 400 万吨（塔吉克斯坦 3 条水泥熟料生产线、柬埔寨 1 条水泥熟料生产线）。此外，尼泊尔纳拉亚尼 2800t/d 线、哈萨克斯坦阿克托别 2500t/d、东非项目的前期工作也在有序推进之中。

评级面临的主要风险

- 水泥需求低于预期

估值

- 预计 2017-2019 年公司净利润分别 16.04、18.78 和 19.72 亿元，EPS 分别为 1.07、1.25 和 1.32 元，给予买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	13,271	13,526	20,512	21,714	22,855
变动(%)	(17)	2	52	6	5
净利润(人民币 百万)	103	452	1,604	1,878	1,972
全面摊薄每股收益(人民币)	0.069	0.302	1.071	1.254	1.317
变动(%)	(91.6)	339.8	255.0	17.0	5.0
全面摊薄市盈率(倍)	205.9	46.8	13.2	11.3	10.7
价格/每股现金流量(倍)	7.7	6.8	5.3	4.3	4.6
每股现金流量(人民币)	1.84	2.07	2.67	3.30	3.06
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.1	7.9	4.2	3.2	2.6
每股股息(人民币)	0.050	0.100	0.321	0.376	0.395
股息率(%)	0.4	0.7	2.3	2.7	2.8

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	13,271	13,526	20,512	21,714	22,855
销售成本	(10,332)	(10,179)	(14,951)	(15,568)	(16,384)
经营费用	(648)	(572)	(1,086)	(1,157)	(1,222)
息税折旧前利润	2,291	2,775	4,475	4,989	5,249
折旧及摊销	(1,465)	(1,509)	(1,580)	(1,664)	(1,747)
经营利润(息税前利润)	827	1,267	2,895	3,325	3,503
净利润收入/(费用)	(674)	(569)	(779)	(825)	(868)
其他收益/(损失)	185	110	180	180	180
税前利润	337	807	2,296	2,680	2,814
所得税	(111)	(186)	(533)	(616)	(647)
少数股东权益	123	169	159	186	195
净利润	103	452	1,604	1,878	1,972
核心净利润	102	749	1,833	2,161	2,273
每股收益(人民币)	0.069	0.302	1.071	1.254	1.317
核心每股收益(人民币)	0.068	0.500	1.224	1.443	1.518
每股股息(人民币)	0.050	0.100	0.321	0.376	0.395
收入增长(%)	(17)	2	52	6	5
息税前利润增长(%)	(65)	53	129	15	5
息税折旧前利润增长(%)	(38)	21	61	11	5
每股收益增长(%)	(92)	340	255	17	5
核心每股收益增长(%)	(92)	631	145	18	5

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	337	807	2,296	2,680	2,814
折旧与摊销	1,465	1,509	1,580	1,664	1,747
净利息费用	674	569	779	825	868
运营资本变动	205	351	916	(194)	627
税金	11	(17)	(533)	(616)	(647)
其他经营现金流	61	(122)	(1,047)	586	(831)
经营活动产生的现金流	2,753	3,096	3,991	4,944	4,578
购买固定资产净值	44	181	1,200	1,200	1,200
投资减少/增加	152	19	30	30	30
其他投资现金流	(1,915)	(2,205)	(1,610)	(2,405)	(2,405)
投资活动产生的现金流	(1,719)	(2,005)	(380)	(1,175)	(1,175)
净增权益	(75)	(150)	(481)	(563)	(592)
净增债务	(2,143)	3,217	(100)	135	431
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	490	(2,414)	1,746	(747)	(1,418)
融资活动产生的现金流	(1,728)	680	1,217	(1,073)	(1,357)
现金变动	(694)	1,772	4,829	2,697	2,046
期初现金	2,684	2,122	3,719	8,548	11,245
公司自由现金流	1,035	1,092	3,612	3,769	3,403
权益自由现金流	(434)	4,878	4,291	4,729	4,702

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2,122	3,719	8,548	11,245	13,290
应收帐款	1,492	1,543	3,967	1,570	4,129
库存	1,148	1,174	2,095	1,438	2,241
其他流动资产	272	988	379	192	384
流动资产总计	5,034	7,425	14,990	14,444	20,044
固定资产	16,874	16,152	15,757	15,282	14,729
无形资产	2,114	2,295	2,310	2,321	2,328
其他长期资产	604	703	755	888	993
长期资产总计	19,593	19,150	18,822	18,491	18,050
总资产	25,487	27,427	34,595	33,646	38,734
应付帐款	3,267	3,281	5,780	3,929	6,297
短期债务	1,162	904	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	2,791	5,616	5,027	4,204	5,685
流动负债总计	7,220	9,801	11,807	9,133	12,982
长期借款	6,711	5,628	7,639	7,821	7,484
其他长期负债	579	624	535	579	580
股本	1,498	1,498	1,498	1,498	1,498
储备	8,117	8,494	11,579	12,892	14,273
股东权益	9,615	9,992	13,077	14,390	15,770
少数股东权益	1,372	1,379	1,537	1,723	1,918
总负债及权益	25,487	27,427	34,595	33,646	38,734
每股帐面价值(人民币)	6.42	6.67	8.73	9.61	10.53
每股有形资产(人民币)	5.01	5.14	7.19	8.06	8.98
每股净负债/(现金)(人民币)	1.28	0.55	(1.70)	(3.50)	(4.87)

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.3	20.5	21.8	23.0	23.0
息税前利润率(%)	6.2	9.4	14.1	15.3	15.3
税前利润率(%)	2.5	6.0	11.2	12.3	12.3
净利率(%)	0.8	3.3	7.8	8.6	8.6
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.8	1.3	1.6	1.5
利息覆盖率(倍)	1.2	2.2	3.7	4.0	4.0
净权益负债率(%)	52.3	24.7	0.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.6	1.1	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	205.9	46.8	13.2	11.3	10.7
核心业务市盈率(倍)	206.6	28.3	11.5	9.8	9.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	226.2	51.4	14.5	12.4	11.8
市净率(倍)	2.2	2.1	1.6	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	7.7	6.8	5.3	4.3	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.1	7.9	4.2	3.2	2.6
周转率					
存货周转天数	42.8	41.6	39.9	41.4	41.0
应收账款周转天数	49.6	40.9	49.0	46.5	45.5
应付帐款周转天数	88.6	88.4	80.6	81.6	81.7
回报率					
股息支付率(%)	72.9	33.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	1.1	4.6	13.9	13.7	13.1
资产收益率(%)	2.1	3.7	7.2	7.5	7.5
已运用资本收益率(%)	0.1	0.6	1.9	1.9	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测