



600801.CH

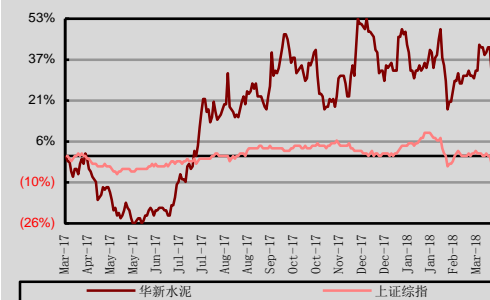
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.04

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.7)	2.0	(1.3)	31.8
相对上证指数	(3.8)	6.1	3.1	34.7

发行股数(百万)	1,498
流通股(%)	65
流通股市值(人民币 百万)	13,658
3个月日均交易额(人民币 百万)	409
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
HOLCHIN B.V.	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年3月23日收市价为标准

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: 水泥制造

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

国内市场量价齐升 海外市场竞争加剧

华新水泥公布 2017 年年度报告, 全年实现营业收入 209 亿元, 同比增长 54%, 归母净利润 20.8 亿元, 同比增长 360%, 每股收益 1.39 元。利润分配预案每股派现金 0.28 元 (含税)。

支撑评级的要点

- 公司业绩实现量价齐升。2017 年公司水泥和熟料销量 6,872 万吨, 同比增长 30%, 增量主要来自 2017 年 1 月收购的拉法基中国云南水泥熟料资产, 新增熟料产能 1,000 万吨。销售均价从上一年的 226 元/吨提高至 270 元/吨, 毛利从 58 元/吨提高至 79 元/吨, 净利从 12 元/吨提高至 32 元/吨, 盈利大幅回升主要得益于国内水泥价格上涨, 尤其在公司产能主要布局的长江中下游区域涨价明显, 而近年来公司重点拓展的西南市场, 特别是在西藏、云南等区域, 由于市场相对封闭, 盈利状况一直不错。而前几年盈利很可观的塔吉克斯坦和柬埔寨水泥市场, 由于这些国家产能投放过快, 水泥价格大幅回落, 华新亚湾公司净利润已经从顶峰的 3.1 亿元大幅下滑至 1,300 万元。
- 扩张重点在国内, 且资金压力不大。2017 年公司产能大幅扩张主要在于收购了拉法基中国在云南的水泥资产, 根据公司目前公告, 预计未来两年产能扩张主要来自新建产能, 其中国内方面西藏山南三期 3,000t/d、日喀则二期 3,000t/d 熟料生产线已经开工建设, 云南禄劝 4,000t/d 和黄石 285 万吨/年置换项目将在 2018 年相继开工建设, 而海外主要是尼泊尔纳拉亚尼 2,800t/d 熟料生产线。资金方面, 根据公司经营计划, 预计 2018 年资本开支 37 亿元, 而公司经营现金净流量基本也在三四十亿, 所以整体上公司资金压力不大。

评级面临的主要风险

- 水泥需求低于预期, 供给减量政策低于预期。

估值

- 预计 2018-2020 年净利润分别为 22.5、23.7、25 亿元, EPS 分别为 1.50、1.58、1.67 元, 给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	13,526	20,889	21,516	22,807	24,175
变动(%)	2	54	3	6	6
净利润(人民币 百万)	452	2,078	2,246	2,369	2,499
全面摊薄每股收益(人民币)	0.302	1.387	1.500	1.582	1.669
变动(%)	339.8	359.7	8.1	5.5	5.5
全面摊薄市盈率(倍)	46.5	10.1	9.4	8.9	8.4
价格/每股现金流量(倍)	6.8	5.4	3.7	4.6	3.8
每股现金流量(人民币)	2.07	2.61	3.81	3.08	3.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	5.0	3.2	2.7	2.1
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.450	0.475	0.501
股息率(%)	0.7	0.7	3.2	3.4	3.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 公司 2017 年业绩摘要

(百万元)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	2017 全年
一、营业总收入	3,876.4	5,497.9	4,975.5	6,539.4	20,889.3
二、营业总成本	3,798.2	4,799.8	4,513.5	5,473.1	18,584.5
其中：营业成本	3,044.0	3,880.8	3,643.5	4,148.2	14,716.5
营业税金及附加	31.0	99.5	75.4	126.0	331.8
销售费用	276.4	357.4	380.7	387.6	1,402.1
管理费用	266.0	253.3	283.1	401.5	1,204.0
财务费用	182.8	216.7	135.0	126.1	660.6
资产减值损失	(2.0)	(8.0)	(4.2)	283.6	269.5
三、其他经营收益	4.8	59.6	1.2	45.5	111.1
公允价值变动收益	4.5	(0.2)	(0.2)	(1.5)	2.7
投资收益	0.3	59.8	1.3	47.0	108.4
四、营业利润	83.0	799.9	491.8	1,204.9	2,579.5
加：营业外收入	39.2	15.7	17.3	200.1	272.3
减：营业外支出	9.2	10.1	15.3	5.2	39.8
五、利润总额	112.9	805.5	493.8	1,399.8	2,812.0
减：所得税	35.9	137.2	89.1	338.1	600.3
六、净利润	77.0	668.4	404.7	1,061.7	2,211.8
减：少数股东损益	(17.9)	35.3	82.9	33.8	134.1
七、归属母公司净利润	94.9	633.0	321.8	1,027.9	2,077.6
EPS	0.1	0.4	0.2	0.7	1.4
主要比率(%)					
毛利率	21.5	29.4	26.8	36.6	29.6
主营税金率	0.8	1.8	1.5	1.9	1.6
销售费率	7.1	6.5	7.7	5.9	6.7
管理费率	6.9	4.6	5.7	6.1	5.8
营业利润率	2.1	14.5	9.9	18.4	12.3
实际税率	31.8	17.0	18.0	24.2	21.3
净利率	2.0	12.2	8.1	16.2	10.6
YoY(%)					
收入增长率	61.2	65.0	45.3	49.9	54.4
营业利润增长率	136.6	293.6	97.5	162.4	276.6
净利润增长率	153.7	230.1	72.9	224.1	256.3

资料来源：公司公告，万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	13,526	20,889	21,516	22,807	24,175
销售成本	(10,179)	(15,048)	(15,171)	(16,081)	(17,046)
经营费用	(572)	(1,348)	(1,156)	(1,224)	(1,308)
息税折旧前利润	2,775	4,493	5,189	5,501	5,821
折旧及摊销	(1,509)	(1,527)	(1,627)	(1,720)	(1,807)
经营利润(息税前利润)	1,267	2,965	3,562	3,782	4,015
净利息收入/(费用)	(569)	(661)	(818)	(867)	(919)
其他收益/(损失)	110	344	380	380	380
税前利润	807	2,648	3,124	3,295	3,476
所得税	(186)	(600)	(656)	(692)	(730)
少数股东权益	169	134	222	234	247
净利润	452	2,078	2,246	2,369	2,499
核心净利润	749	2,070	2,243	2,390	2,546
每股收益(人民币)	0.302	1.387	1.500	1.582	1.669
核心每股收益(人民币)	0.500	1.182	1.498	1.596	1.700
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.450	0.475	0.501
收入增长(%)	2	54	3	6	6
息税前利润增长(%)	53	134	20	6	6
息税折旧前利润增长(%)	21	62	15	6	6
每股收益增长(%)	340	360	8	5	5
核心每股收益增长(%)	631	136	27	7	7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	807	2,648	3,124	3,295	3,476
折旧与摊销	1,509	1,527	1,627	1,720	1,807
净利息费用	569	661	818	867	919
运营资本变动	351	(439)	1,191	(533)	167
税金	(17)	(303)	(656)	(692)	(730)
其他经营现金流	(122)	(191)	(397)	(38)	(37)
经营活动产生的现金流	3,096	3,904	5,707	4,619	5,601
购买固定资产净值	181	732	1,200	1,200	1,200
投资减少/增加	19	61	30	30	30
其他投资现金流	(2,205)	(2,427)	(1,955)	(2,405)	(2,405)
投资活动产生的现金流	(2,005)	(1,634)	(725)	(1,175)	(1,175)
净增权益	(150)	(150)	(674)	(711)	(750)
净增债务	3,217	(1,898)	1,600	320	(480)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(2,387)	(338)	762	(1,210)	(864)
融资活动产生的现金流	680	(2,359)	1,741	(1,498)	(1,873)
现金变动	1,772	(90)	6,723	1,947	2,553
期初现金	2,122	3,719	3,606	10,329	12,276
公司自由现金流	1,092	2,270	4,982	3,444	4,425
权益自由现金流	4,878	1,032	7,399	4,631	4,864

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3,719	3,606	10,329	12,276	14,828
应收帐款	1,543	2,733	2,294	2,744	2,569
库存	1,174	1,621	1,655	1,721	1,756
其他流动资产	988	806	175	374	194
流动资产总计	7,425	8,767	14,454	17,114	19,347
固定资产	16,152	17,062	16,649	16,146	15,561
无形资产	2,295	3,027	3,013	2,995	2,974
其他长期资产	703	844	881	1,003	1,121
长期资产总计	19,150	20,933	20,542	20,145	19,656
总资产	27,427	30,499	35,718	37,903	39,570
应付帐款	3,281	4,154	4,741	4,814	4,591
短期债务	904	1,142	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	5,616	3,945	4,358	4,817	4,433
流动负债总计	9,801	9,240	10,099	10,632	10,024
长期借款	5,628	7,355	8,040	7,776	8,037
其他长期负债	624	749	651	675	691
股本	1,498	1,498	1,498	1,498	1,498
储备	8,494	10,422	13,953	15,611	17,361
股东权益	9,992	11,920	15,451	17,109	18,858
少数股东权益	1,379	1,256	1,478	1,712	1,959
总负债及权益	27,427	30,499	35,718	37,903	39,570
每股帐面价值(人民币)	6.67	7.96	10.32	11.42	12.59
每股有形资产(人民币)	5.14	5.94	8.31	9.42	10.61
每股净负债/(现金)(人民币)	0.55	1.06	(2.89)	(4.19)	(5.90)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.5	21.5	24.1	24.1	24.1
息税前利润率(%)	9.4	14.2	16.6	16.6	16.6
税前利润率(%)	6.0	12.7	14.5	14.4	14.4
净利率(%)	3.3	9.2	10.4	10.4	10.3
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.9	1.4	1.6	1.9
利息覆盖率(倍)	2.2	4.5	4.4	4.4	4.4
净权益负债率(%)	24.7	37.1	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.8	1.3	1.4	1.8
估值					
市盈率(倍)	46.5	10.1	9.4	8.9	8.4
核心业务市盈率(倍)	28.1	11.9	9.4	8.8	8.3
市净率(倍)	2.1	1.8	1.4	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	6.8	5.4	3.7	4.6	3.8
企业价值/息税折旧前利润	7.9	5.0	3.2	2.7	2.1
周转率					
存货周转天数	41.6	33.9	39.4	38.3	37.2
应收帐款周转天数	40.9	37.4	42.6	40.3	40.1
应付帐款周转天数	88.4	65.0	75.5	76.5	71.0
回报率					
股息支付率(%)	33.1	7.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	4.6	17.5	16.4	14.6	13.9
资产收益率(%)	3.7	7.9	8.5	8.1	8.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371