



2018 年 08 月 24 日

华新水泥(600801.SH)

# 【联讯建材中报点评】华新水泥(600601)：高增长有持续性，下半年更值期待

## 买入(首次评级)

当前价： 19.95 元  
目标价： 24.56 - 30.70 元

分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001  
电话：0755-83331495  
邮箱：liuping\_bf@lxsec.com

### 盈利预测

百万元	2017	2018E	2019E	2020E
主营收	20,889	27,939	28,80	29,37
(+/-)	54.4%	33.7%	3.1%	2.0%
净利润	2078	4601	4674	4863
(+/-)	359.7%	121.4%	1.6%	4.0%
EPS(元)	1.39	3.07	3.12	3.25
P/E	14.4	6.5	6.4	6.1

资料来源：联讯证券研究院

### 相关研究

## 投资要点

### ◆ 事件：

2018年8月24日，公司发布2018年中期报告，报告期公司实现营业收入 118.8亿元，同比增长 26.8%；归属于上市公司股东的净利润为 20.7 亿元，较上年同期增加 184.1%；每股盈利 1.38 元。

### ◆ 点评：

#### ◆ 上半年水泥销量超预期实现正增长

1H18 公司销售水泥及商品熟料 3216 万吨，同比增长 1.13%；销售骨料 612 万吨，同比增长 12.37%；各类废弃物入窑处置量达到 68.38 万吨，同比提升 18.4%。考虑公司 Q1 销量下滑，而上半年整体销量有增长，说明 Q2 市场需求明显回暖。分业务看，上半年水泥、混凝土、和骨料业务分别实现收入 99.7、5.4 和 3.4 亿元，同比分别增长 18.8%、29.2% 和 54.5%

分季度来看，Q2 实现收入 73.7 亿元，同比增长 34.1%，实现归母净利润 15.4 亿元，同比增长 142.9，单季盈利创历史新高。

#### ◆ 综合毛利率持续提升至 37.8%，净利润率大幅上升

由于产品综合销价大幅上涨，报告期产品综合毛利率为 37.8%，较上年同期上升 11.6 个百分点，销售净利率 19.1%，同比 11.1 个百分点；其中 Q2 单季度毛利率 40.6%，同比提升 11.2 个百分点，净利润率 20.9%，同比提升 9.3 个百分点。

#### ◆ 上半年吨毛利高达 141.6 亿元，下半年盈利有望再超预期

上半年吨水泥和熟料销售收入约 342.5 元，同比去年提升 78.6 元/吨，吨成本 221.4 元，同比提升约 18.5 元/吨，吨毛利高达 141.6 元/吨，同比大幅提升 60.2 元，其中，Q2 毛利根据我们测算大约在 156 元/吨。

#### ◆ 新建项目有序推进

报告期内，公司各新建项目有序推进。水泥业务方面，公司西藏山南三期 3000 吨/日水泥熟料生产线项目建设进展顺利，预计八月底将投产运营，云南禄劝 4000 吨/日水泥熟料生产线项目、黄石年产 285 万吨水泥熟料生产线产能置换项目已开工建设；海外尼泊尔 2800 吨/天水泥熟料生产线项目预计年底将开工建设。骨料业务发展迅速，西藏山南、四川渠县、云南开远等骨料项目正在建设之中。环保业务方面，武汉长山口生活垃圾预处理项目、丽江生活垃圾项目、十堰环保项目、株洲危废项目等，均按建设计划实施。

#### ◆ 需求端的下降我们认为已经不是水泥价格波动的决定性因素



我们在深度报告《论基建产业链的机会和空间》中详细论述过水泥行业正在以一个超出大家预期的速度向行业头部企业集中，需求端的疲软可以完全被行业集中度提升的速度抵消。再考虑需求的结构性不同，我们认为部分区域水泥价格持续高位运行是大概率事件。

#### ✧ 给予“买入”评级

我们预计公司 2018 年-2020 年,公司营业收入分别为 279.4 亿元、288.0 亿元、273.7 亿元，同比分别增加 33.7%、3.1%、2.1%；归母净利润分别为 46.0 亿元、46.7 亿元、48.6 亿元，同比分别增加 121.4%、1.6%、4%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 3.07 元/股、3.12 元/股和 3.25 元/股，对应的 PE 分别为 7/6/6x。而西南地区是今年需求最好区域，考虑扶贫作为三大攻坚战的重头之一，我们认为其需求的旺盛有一定持续性，公司作为西南地区龙头，受益明确。我们按照 18 年 8-10 倍 PE，合理估值区间为 24.56-30.70 元，给予“买入”评级。

#### ✧ 风险提示

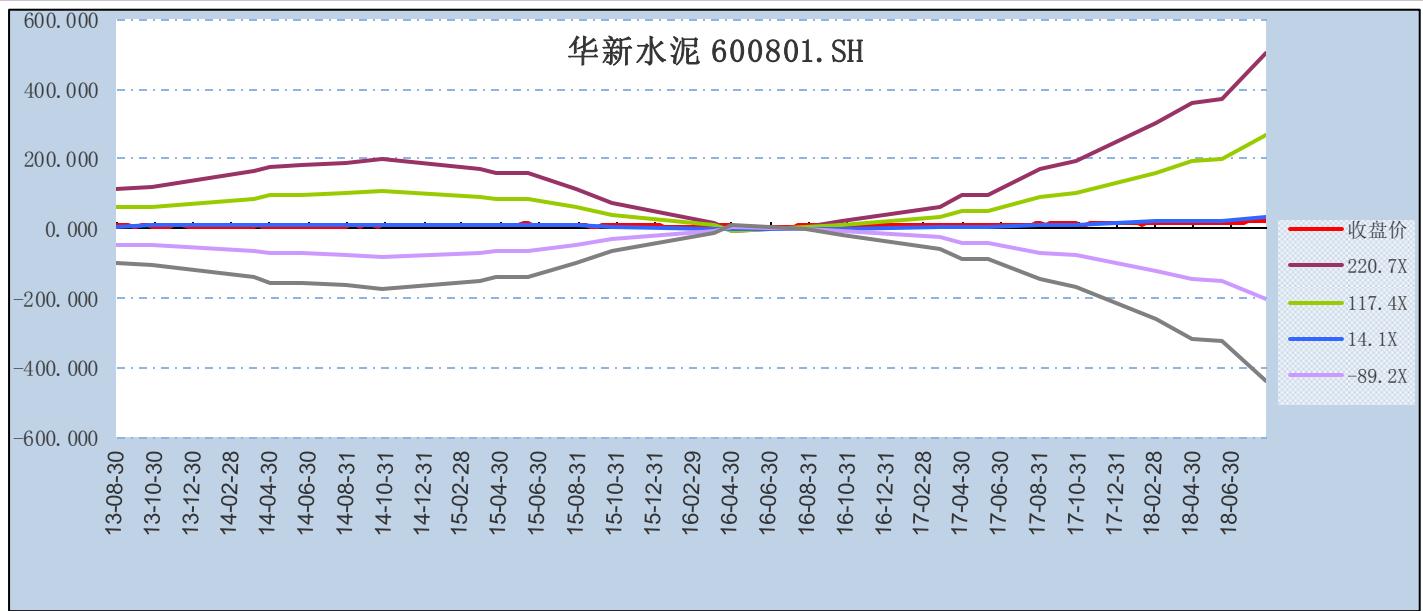
原材料价格大幅上涨的风险；

产品价格大幅下跌的风险；

房地产投资下行的风险。



图表1：PE Band





## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3606	7344	10940	14688	营业收入	20889	27939	28800	29374
应收款项	2733	3674	3787	3863	营业成本	14716	17001	17707	17985
存货净额	1621	1689	1747	1763	营业税金及附加	332	531	547	558
其他流动资产	349	503	518	529	销售费用	1402	1844	1872	1895
流动资产合计	8767	13668	17450	21300	管理费用	1204	1526	1570	1599
固定资产	17062	15843	15029	14077	财务费用	661	515	477	441
无形资产及其他	3027	2926	2825	2724	投资收益	108	100	100	100
投资性房地产	1209	1209	1209	1209	资产减值及公允价值变动	(267)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	435	435	435	435	其他收入	164	0	0	0
资产总计	30499	34080	36948	39745	营业利润	2580	6573	6677	6947
短期借款及交易性金融负债	2824	2800	2800	2800	营业外净收支	233	0	0	0
应付款项	4154	4644	4804	4849	利润总额	2812	6573	6677	6947
其他流动负债	2262	2802	2892	2922	所得税费用	600	1512	1536	1598
流动负债合计	9240	10245	10497	10571	少数股东损益	134	460	467	486
长期借款及应付债券	7355	7355	7355	7355	归属于母公司净利润	2078	4601	4674	4863
其他长期负债	749	749	749	749					
长期负债合计	8103	8103	8103	8103	现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	17344	18348	18600	18674	净利润	2078	4601	4674	4863
少数股东权益	1256	1531	1811	2103	资产减值准备	234	544	(49)	(52)
股东权益	11900	14200	16537	18969	折旧摊销	1527	2225	2414	2555
负债和股东权益总计	30499	34080	36948	39745	公允价值变动损失	267	50	50	50
					财务费用	661	515	477	441
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	274	412	15	(80)
每股收益	1.39	3.07	3.12	3.25	其它	(154)	(268)	329	343
每股红利	0.56	1.54	1.56	1.62	经营活动现金流	4226	7563	7432	7680
每股净资产	7.95	9.48	11.04	12.67	资本开支	(2306)	(1500)	(1500)	(1500)
ROIC	12%	25%	26%	28%	其它投资现金流	348	0	0	0
ROE	17%	32%	28%	26%	投资活动现金流	(2006)	(1500)	(1500)	(1500)
毛利率	30%	39%	39%	39%	权益性融资	6	0	0	0
EBIT Margin	15%	25%	25%	25%	负债净变化	424	0	0	0
EBITDA Margin	23%	33%	33%	34%	支付股利、利息	(833)	(2300)	(2337)	(2431)
收入增长	54%	34%	3%	2%	其它融资现金流	(1521)	(24)	0	0
净利润增长率	360%	121%	2%	4%	融资活动现金流	(2333)	(2325)	(2337)	(2431)
资产负债率	61%	58%	55%	52%	现金净变动	(113)	3738	3595	3748
息率	2.8%	7.7%	7.8%	8.1%	货币资金的期初余额	3719	3606	7344	10940
P/E	14.4	6.5	6.4	6.1	货币资金的期末余额	3606	7344	10940	14688
P/B	2.5	2.1	1.8	1.6	企业自由现金流	2040	6555	6399	6625
EV/EBITDA	9.9	5.2	5.1	4.9	权益自由现金流	943	6135	6031	6286

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，任建筑建材行业首席分析师。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)