

华新水泥 (600801)

投资评级：买入

报告日期：2018-08-31

股价走势：



研究员：高欣宇
 0551-65161836
 gaoxy_pro@126.com
 S0010517110002

研究员：宫模恒
 0551-65161836
 gongmoheng@163.com
 S0010512060001

业务范围持续扩张，多元化布局注入成长性

主要观点：

□ B股水泥第一股，股权明晰，今年瑞银、高盛入驻

华新水泥上市时属于地方国企，1999年公司通过定增发行7700万B股股份，引入了国际水泥巨头Holchin B.V.成为股东，实现了营收和盈利能力同步上行。截至2018年6月底，Holchin B.V.占公司总股份比例达到39.85%，成为公司第一大股东。2018H1 瑞银和高盛进入公司前十大股东，持股比例分别为1.40%和0.73%。

□ 2018年H1业绩亮眼，盈利能力大幅提升

上半年水泥行业呈现供需双降的整体态势，供需关系平稳，水泥价格较去年同期保持同比大幅提升。公司2018H1 实现营收118.83亿元，同比增长26.76%，归母净利润20.68亿元，同比增长184.07%。H1 水泥及熟料销售基本与去年同期持平，在原材料等成本方面的控制继续优化，毛利率水平同比大幅提升11.63pct至37.76%，吨毛利达到125.35元/吨的历史峰值。

□ 湖北地区水泥龙头，进军西南地位与日俱增

2017年公司在湖北实现营收71.63亿元，占总营收比例为34%，是第一核心业务区域。2017年湖北省水泥熟料总产能6151万吨，其中华新水泥占比约为35%，是省内水泥的龙头企业。近年来随着拉法基中国旗下水泥业务的转移，公司在西南地区的业务布局明显提升，2017年占总营收比例同比提升14.45个百分点至36.89%，其中云南地区营收占比达到18.83%，取代湖南地区成为公司第二大营收贡献区域。公司近年来坚持并购式产能扩张，在云南、重庆等西南地区业务覆盖明显加码，海外业务也开始启动。

□ 供给侧改革深化，公司受益明显

目前水泥行业的供给侧改革持续深化，政策推行呈现多元化，主要包括水泥企业错峰停窑、企业并购重组、32.5级低标号水泥产品的淘汰、环保政策持续加码、水泥排污许可证制度的出台等。公司主营业务所处区域错峰政策执行力度加大，环保要求提升，供给侧改革推行顺利。公司作为龙头企业，在行业中起到了表率作用，主动减少了低标号水泥的生产并加码了在环保方面的布局，成为供给侧改革红利下率先受益的企业之一。

□ 多元化布局完善产业链，保持成长巩固竞争优势

在站稳水泥业务为核心的基础上，公司对混凝土、骨料以及协同处理垃圾业务布局同样顺利推进，对公司水泥产业链的布局提供了支撑。在水泥线上销售领域，公司走在行业前列，形成了相对成熟的线上线下结合的销售体系，今年与京东战略合作，进一步提升了销售方面的布局。

□ 盈利预测与估值

公司是中国水泥B股第一股，外资关注度较高，实际控制人为全球水泥巨擘拉法基豪瑞。2018年水泥行业受到供给侧改革深化影响，行业供需关系保持平衡，公司作为区域龙头受益明显，H1 吨毛利创历史新高，成本结构持续优化。同时，公司在商品熟料、混凝土、骨料以及环保业务方面持续推进，产业链布局进一步完善。我们预测，2018-2020年，公司EPS 分

别为 2.65 元/股、3.01 元/股、3.23 元/股，对应 PE 为 7.5 倍、6.6 倍、6.1 倍，给予“买入”评级。

□ 风险提示

湖北及西南地区水泥需求不及预期；
行业供给侧改革现拐点，价格难持续维持高位；
公司多元化布局推进不顺利。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	20889	25067	28075	30321
收入同比(%)	54%	20%	12%	8%
归属母公司净利润	2078	3963	4515	4838
净利润同比(%)	360%	91%	14%	7%
毛利率(%)	29.6%	35.8%	34.4%	33.9%
ROE(%)	16.8%	37.0%	29.9%	26.0%
每股收益(元)	1.39	2.65	3.01	3.23
P/E	14.29	7.49	6.58	6.14
P/B	2.50	2.43	1.98	1.68
EV/EBITDA	6	5	5	4

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 B 股水泥第一股，百年沉淀行业龙头	4
2 布局持续扩张，坐拥行业红利	5
2.1 湖北龙头地位夯实，布局西南保持成长性	5
2.1.1 两湖业务为基石，区域供需改善助成长	7
2.1.2 西南地区龙头地位渐显，进军西藏延伸布局	9
2.2 拥抱供给侧改革红利，区域龙头率先受益	9
3 丰富业务布局，销售理念领先	12
3.1 探索华中、西南地区水泥窑协同处理业务	12
3.2 混凝土为重要补充，骨料业务保持稳增	12
3.3 线上销售系统日趋完善，互联网创新思路行业领先	14
4 盈利预测与估值	15
附录：财务报表预测	16

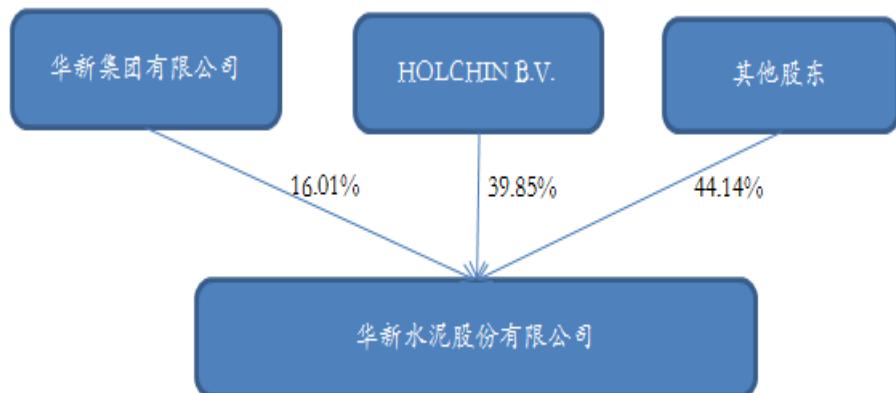
图表目录

图表 1 华新水泥主要股东结构	4
图表 2 2008年后华新水泥的并购动作频出	4
图表 3 2017年公司主营业务收入占比情况	6
图表 4 公司主要生产线在国内外分布情况	6
图表 5 公司业绩开始步入快速上升期	6
图表 6 近两年净利润巨幅增长，盈利能力攀升	6
图表 7 公司毛利率水平重拾上升趋势	7
图表 8 三费综合占比保持稳定，近两年有所减少	7
图表 9 公司主要经营地区 2016 及 2017 年营收情况	7
图表 10 2017 年公司各地营收分布情况	7
图表 11 两湖地区错峰停窑执行力度持续加码	8
图表 12 两湖地区固定资产投资增速均高于全国水平	8
图表 13 两湖地区房地产投资增速有所下滑	8
图表 14 西南地区固定资产投资增速高于全国水平	9
图表 15 西南地区水泥产量降幅低于全国水平	9
图表 16 供给侧改革助力水泥行业利润回暖	10
图表 17 水泥产能得到控制，新增量明显走低	10
图表 18 公司 42.5 标号水泥营收近年来明显反超 32.5 标号水泥	11
图表 19 我国预拌混凝土产量保持增长的态势	13
图表 20 混凝土业务营收近两年略有回暖	13
图表 21 骨料销量自 2015 年来增速提升	13
图表 22 华新商城线上水泥平台界面	14

1 B 股水泥第一股，百年沉淀行业龙头

华新水泥股份有限公司是我国十大水泥企业之一，主营业务包括水泥及相关产品的生产与销售、水泥窑协同处理危废、国内国际水泥工程总承包等业务。1907年由清政府批准兴建的湖北水泥厂即为公司的前身，1993年公司实行股份制改造，1994年公司于上海证券交易所挂牌上市，成为我国首家A、B股同时上市的水泥企业。目前公司实际控制人是LafargeHolcim Ltd.(拉法基豪瑞)，第一大股东Holchin B.V.持股比例为39.85%。

图表 1 华新水泥主要股东结构



资料来源：wind、华安证券研究所

华新水泥上市时属于地方国企，大部分股权为国有，1996年华新集团有限公司成立，华新水泥的国有股份由该公司代持。1999年，公司为解决开窑资金短缺的问题，同时引进先进技术、营销方法和管理经验，公司通过定增发行7700万B股股份，引入了Holchin B.V.（全球最大水泥制造商之一瑞士Holcim LTD的全资对外投资公司）成为公司第二大股东，占股比例达到23.4%，共募集资金约1.7亿元。华新水泥开始从一家老国有企业，转变为中外合资企业，公司以外国先进技术和管理经验为指导，摘掉了上市以来经营不善的帽子，营收和盈利能力同步上升，到2003年实现营收11.89亿元，毛利率达到33.35%。

2005年4月和2008年2月，Holchin B.V.分别通过大宗交易的方式和定增的方式购买了公司股份876.13万股和7520万股，占公司总股份比例达到39.88%，成为公司第一大股东并延续至今。2018年上半年瑞士联合银行集团和高盛分别增持公司股数21768700股和10988905股，占总股本比例1.40%和0.73%，位列公司新的十大股东之中。自2008年2月开始，华新水泥以湖北地区为核心开启了并购式产能扩张，公司在云南、重庆等西南地区业务覆盖明显加码，海外业务也开始启动。

图表 2 2008年后华新水泥的并购动作频出

时间	收购标的	收购比例	交易总价值 (万元)
2008.7	华新水泥(鹤峰)有限公司	51%	2430
2009.3	华新水泥(石首)有限公司	55%	1089
2009.3	华新水泥(随州)有限公司	60%	2460
2009.3	恩施鹤峰长宏水泥有限公司	51%	2430
2009.7	湖北京兰水泥有限公司新设公司	60%	68250
2009.12	华新金猫水泥(苏州)有限公司	51%	44321.55

2010.3	迪庆金沙江建筑建材股份有限公司	69%	1641.52
2010.11	湖北京兰集团三源水泥有限公司	100%	2759.08
2010.11	湖北房县钻石水泥有限责任公司	70%	2347.56
2011.1	湖北金龙水泥有限公司	80%	36380.23
2011.3	华新红塔水泥（景洪）有限公司	51%	4544.2
2012.3	阳新公司	20%	21050
2012.3	宜昌公司	30%	39770
2013.1	湖北华祥水泥	70%	42010.08
2013.1	鄂州华祥水泥	70%	9943.7
2013.7	金鹰水泥	20%	7500
2014.6	柬埔寨 CCC 公司	40%	14926.56
2015.3	CCC 公司	28%	20237.78
2018.3	重庆参天公司	100%	25330

资料来源：互联网、华安证券研究所

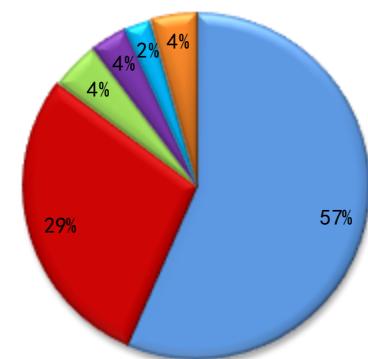
2015 年，国际水泥巨擘拉法基和华新水泥大股东 Holcim 达成一致，合并重组成立拉法基豪瑞公司，于 2015 年 7 月 14 日正式在瑞士和欧洲证券交易所进行交易。集团层面的重组促成了拉法基在中国境内水泥业务的整合，2016 年 8 月，拉法基中国与华新水泥签订转让协议，将旗下 7 家从事水泥制造相关业务的子公司大部分股权转让至华新水泥旗下。

通过多年并购整合的累计，华新水泥逐步巩固了在湖北地区的水泥龙头地位，在西南、中南、海外等地区扩大了水泥业务布局，同时保持了业务发展的多元化，骨料、环保等业务占比逐年攀升，产业链布局持续完善。

2 布局持续扩张，坐拥行业红利

2.1 湖北龙头地位夯实，布局西南保持成长性

华新水泥总部位于湖北，主要经营范围以湖北地区业务为核心，2017 年公司在华中地区（湖北、湖南为主）的营收占比为 43.81%，西南地区（云南、重庆为主）的营收占比为 36.89%。公司在全国 10 个省市以及海外共拥有 190 多家分子公司，水泥产能达到 9000 万吨/年，其他产能方面水泥设备制造 5 万吨/年，商品混凝土 2380 万立方/年，骨料 2100 万吨/年，水泥包装袋 4 亿只/年，处理废弃物 550 万吨/年。

图表 3 2017 年公司主营业务收入占比情况


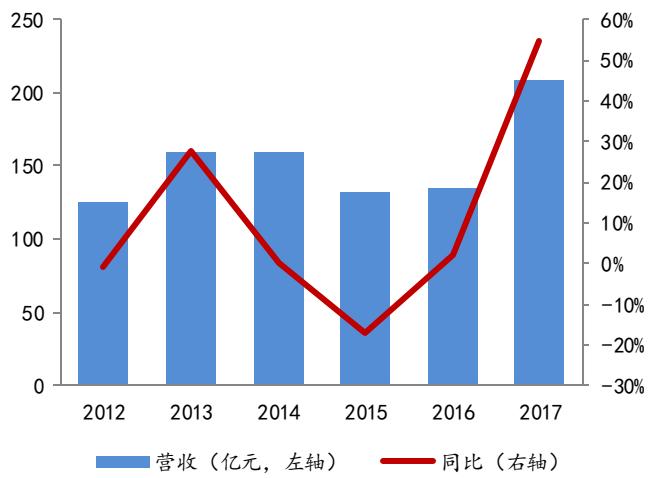
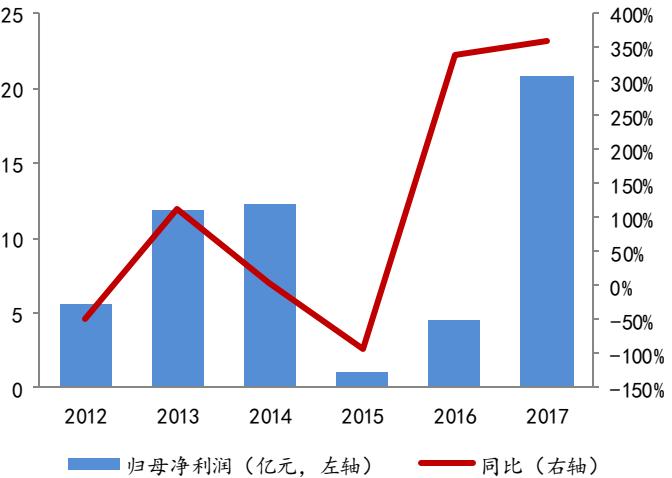
■ 42.5 等级及以上水泥 ■ 32.5 等级水泥
■ 混凝土 ■ 商品熟料
■ 骨料 ■ 其他主营业务

图表 4 公司主要生产线在国内外分布情况


资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

公司作为湖北地区水泥龙头，业绩和盈利能力的表现与行业整体一致。经历了 2013-2015 年的低谷，公司业绩在近两年大幅回暖，净利润连续两年保持 300% 以上的同比增长幅度，2018 年有望延续高增速。2017 年公司营收同比增长 54.44% 至 208.89 亿元，归母净利润同比增长 359.72% 至 20.78 亿元，2018 年上半年业绩预报归母净利润同比涨幅为 184.07%。

图表 5 公司业绩开始步入快速上升期

图表 6 近两年净利润巨幅增长，盈利能力攀升


资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

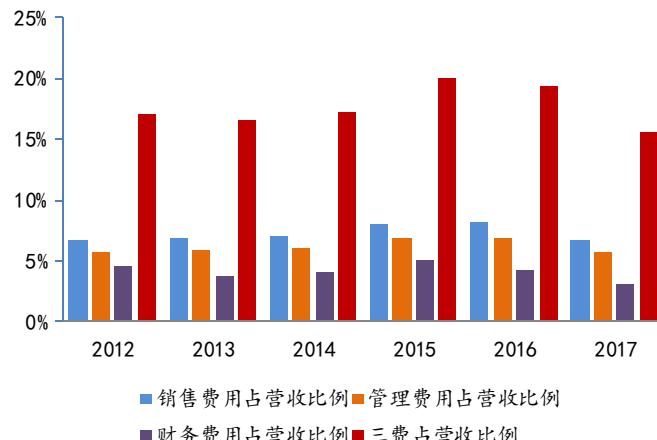
近两年公司毛利率水平回暖明显，2017 年全年综合毛利率达到 29.55%，是公司近十年来的峰值，2018 年 H1 公司毛利率继续上行至 37.76%，其中水泥业务毛利率达到 39.19%，骨料业务实现业绩和盈利能力同步提升，毛利率升至 63.53%。供给侧深化的背景下，公司作为龙头企业享受的红利越发明显，盈利能力有望保持稳中提升。

图表 7 公司毛利率水平重拾上升趋势



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 8 三费综合占比保持稳定，近两年有所减少



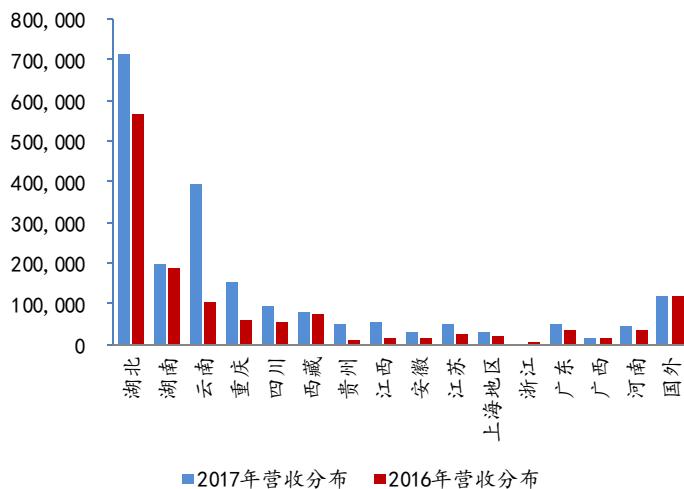
资料来源：wind、华安证券研究所

近三年，公司在毛利率改善的同时，三费综合占比呈下降趋势，尤其在 2017 年行业整体经营环境改善的背景下，公司三费占营收比例均有下滑，其中销售费用占比 6.71%，同比减少 1.46 个百分点，管理费用占比 5.76%，同比减少 1.18 个百分点，财务费用 3.16%，同比减少 1.05 个百分点。供给侧改革持续深化，公司作为湖北地区及西南地区的领军企业受益明显，实现了盈利能力的提升和成本结构的优化。

2.1.1 两湖业务为基石，区域供需改善助成长

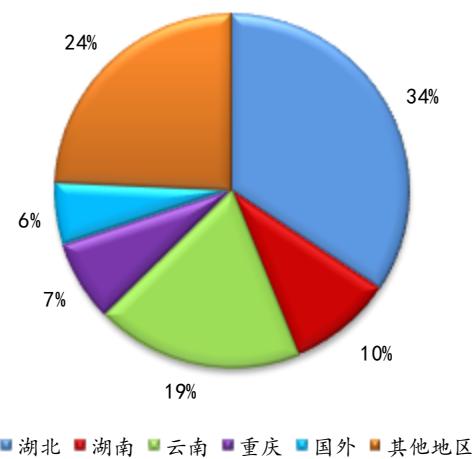
湖北地区一直是公司业务的核心区域，2017 年公司在区域内实现营收 71.63 亿元，占公司总营收比例为 34%。同时，公司是湖北省最主要的水泥生产企业之一，省内市占率最高，2017 年湖北省水泥熟料总产能 6151 万吨，其中华新水泥占比约为 35%，省内第二大水泥生产企业葛洲坝占比约为 19%，华新水泥在湖北省内的龙头地位可见一斑。湖南地区是公司另一重点业务布局的区域，2017 年区域内营收占公司总营收比例约为 10%。

图表 9 公司主要经营地区 2016 及 2017 年营收情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 10 2017 年公司各地营收分布情况



资料来源：wind、华安证券研究所

两湖地区的业务一直是公司的重点，区域内供需关系近两年持续改善。2017年，两湖地区错峰停窑主要集中在冬春季供暖时间段，且时间并不长；2018年，两地区加码停窑力度，增加夏季停窑计划并严格执行，湖北地区要求约80%的生产线停窑需超过60天，湖南地区要求停窑时间原则上不少于85天，较2017年供给端收缩幅度加大。

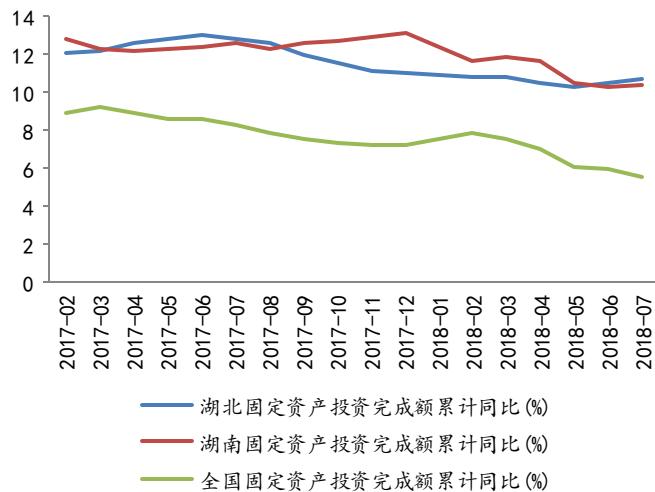
图表 11 两湖地区错峰停窑执行力度持续加码

地区	2017 年	2018 年
湖北	计划上半年省内水泥窑线企业应停窑 50 天（垃圾协同处置线 35 天），其中一季度 30-35 天，二季度 15-20 天，全年省内 53 条窑线累计停窑 3500 天，减少熟料产量 1221 万吨，减少燃煤消耗 167 万吨。	约 80% 的生产线停窑需超过 60 天，全年每条窑的停产时间超过 70 天，非冬季错峰的停产天数达到平均 30 天以上。
湖南	长沙市提出要求，全市新型干法水泥生产线全年停窑错峰生产及检修时间原则上不少于 100 天，错峰生产主要安排在冬春、夏季或环境敏感时段进行。	2018 年错峰生产停窑时间原则上不少于 85 天，其中一季度不少于 35 天，四季度不少于 20 天，承担协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物的熟料生产线可以适当减少错峰停窑时间。长株潭地区大气污染防治特防期累计停窑时间不少于 60 天，粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

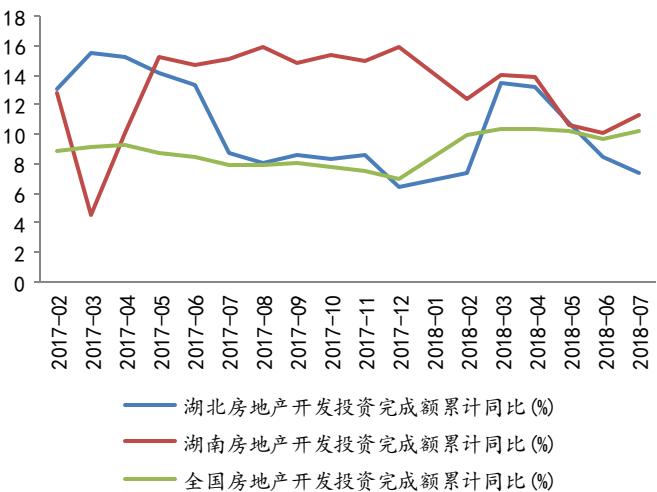
资料来源：互联网、华安证券研究所

两湖地区需求端整体表现跑赢全国水平。截至 2018 年 7 月底，湖北、湖南、全国固定资产投资同比增速分别为 10.7%、10.4%、5.5%，较去年同期分别下滑 2.1pct、2.2pct、2.8pct，从整体增速和增速降幅来看，均明显高于全国平均水平；湖北、湖南、全国房地产投资完成额同比增速分别为 7.4%、11.3%、10.2%，较去年同期变化分别为 -1.4pct、-3.8pct、+2.3pct。综合来看，两湖地区水泥需求端涨幅高于全国。

图表 12 两湖地区固定资产投资增速均高于全国水平



图表 13 两湖地区房地产投资增速有所下滑



资料来源：wind、华安证券研究所

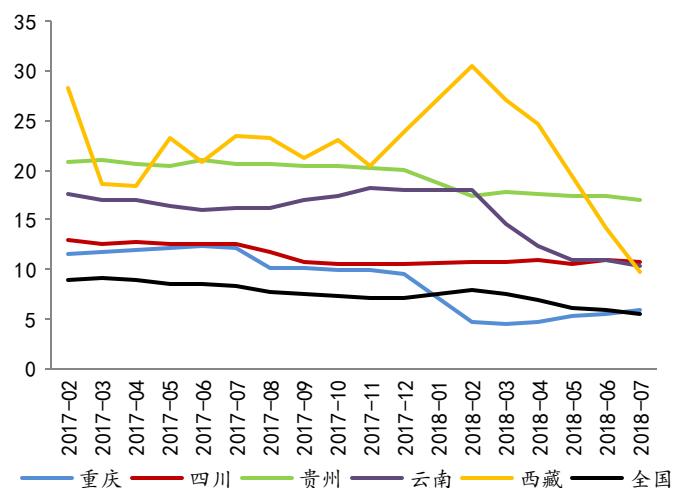
资料来源：wind、华安证券研究所

2.1.2 西南地区龙头地位渐显，进军西藏延伸布局

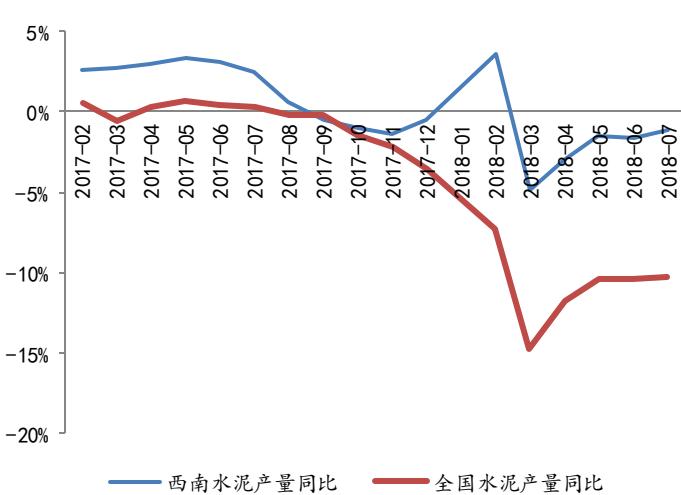
西南地区主要包括重庆、四川、云南、贵州以及西藏等地，2017年水泥产量4.35亿吨，占全国总产量的18.77%，次于华东和中南的产量，是全国第三大水泥产出地区。区域内主要水泥企业有拉法基（重庆、四川、贵州）、万州科华（重庆）、四川金顶（四川）、云南瑞安（云南）等。

近年来随着城镇化建设的推进，西南地区固定资产投资增速有所提升，结合精准扶贫等政策推进，区域内水泥需求端表现优于全国水平。2018年1-7月，全国水泥产量同比减少10.29%，西南地区同比减少1.1%，降幅明显低于全国。

图表 14 西南地区固定资产投资增速高于全国水平



图表 15 西南地区水泥产量降幅低于全国水平



资料来源：wind、华安证券研究所

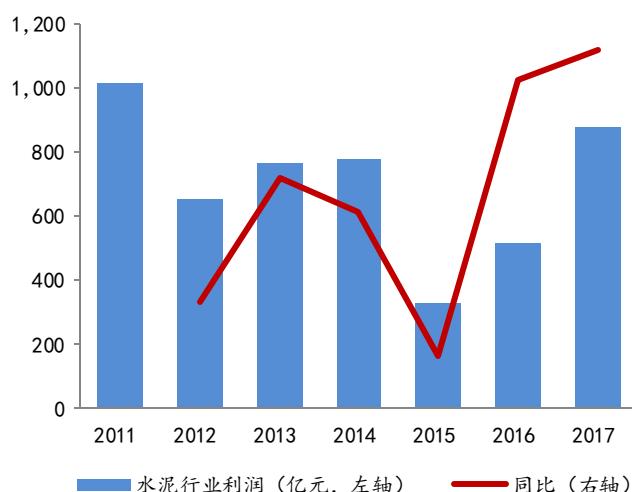
资料来源：wind、华安证券研究所

公司在西南地区的布局开始于2006年，当年区域内营收占总营收比例为10.53%。随着拉法基中国旗下水泥业务的转移，公司在西南地区的业务布局明显提升，2017年西南地区业务营收占比提升14.45个百分点至36.89%，其中云南地区营收占比达到18.83%，取代湖南地区成为公司第二大营收贡献区域。

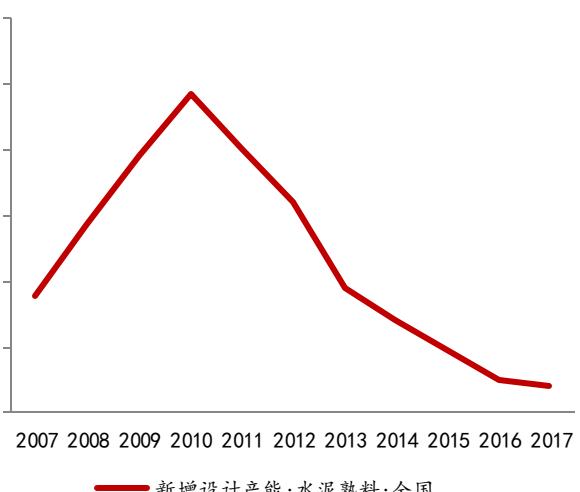
2.2 拥抱供给侧改革红利，区域龙头率先受益

水泥行业属于产能过剩企业，尤其在“四万亿”热潮过后，行业需求端持续收缩，需求爆发带来的红利逐步消失，行业供给端压力急速攀升，行业供需恶化，产能过剩情况进一步加重，2015年水泥行业利润严重下滑，同比下降58%至329.7亿元，多数水泥企业入不敷出，行业哀嚎遍地，供给侧改革就在这样的背景下推行开来。随着供给侧改革逐步深入，水泥行业供需关系得到有效改善，水泥行业运行重回正轨，新增产能得到有效控制，行业利润在2017年达到877亿元，同比大幅增长69%。

图表 16 供给侧改革助力水泥行业利润回暖



图表 17 水泥产能得到控制，新增量明显走低



资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

在整体需求弱化的背景下，供给侧改革的深入对行业的影响显得尤为重要，供给侧改革在水泥行业的推行已超4年，行业的供需关系改善带动了行业向良性循环运转。随着供给侧改革步入常态化，供给侧改革的方式也越来越多，不论是从政策方面还是企业方面，行业都显示出了前所未有的执行力和协同性。我们根据水泥行业当前情况，总结了对行业产生较大影响的供给侧改革方式。

水泥行业错峰停窑。

2014年东北、泛华北，2015年北方15省，2016年扩展至南方部分夏季停窑，2017年冬季停窑加码，南方大部分地区开始，2018年错峰停窑已成常态，北方15省执行率达到历年最高，南方部分地区继续出台夏季错峰计划，力度较2017年继续提升。2018年夏季停窑新增的省份主要集中在南方，包括安徽、江苏、江西、四川、湖北、湖南、广东、广西、青海、福建，北方地区有河北、山西、山东等地增加了夏季停窑。

公司经营区域主要集中在两湖和西南地区，区域内错峰停窑明显增多，尤其是夏季停窑，集中缓解了夏季需求弱化下供给端的压力，产品价格保持稳定，对公司业绩形成有力支撑。2018年以来中南和西南水泥价格指数同比增幅保持在30%左右。

行业整合，企业并购重组。

近年来，行业集中度的提升成为了各行各业发展的大方向，而水泥行业的整合早在2003年就已经呈现雏形，近三年更是愈演愈烈，不乏中建材和中材、金隅和冀东等龙头企业的强强联手，也包括海螺收购巢东、华新收购拉法基西南业务等收购大手笔，行业集中度持续提升，2017年底我国前10大水泥企业的熟料产能约为101605.6万吨，集中度约为56%。

32.5 级低标号水泥产品的淘汰。

2017年前三季度水泥总产量17.6亿吨，其中一半为32.5符合硅酸盐水泥(8.8亿吨)，按50%的比例掺加熟料则熟料消耗为4.4亿吨。若32.5标号水泥顺利退出市场，水泥标号提升至42.5标号以上，按60-70%的比例掺加熟料，将增加熟料消耗0.88-1.76亿吨，将提升熟料产能利用率7-13个百分点。

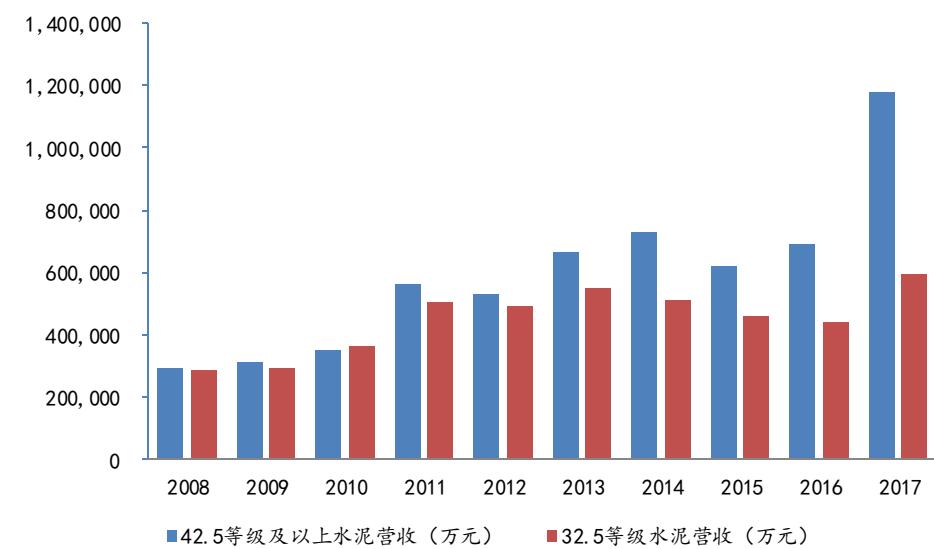
中国建材联合会、中国水泥协会会长乔龙德在今年中国水泥50强高层论坛中明确指出，2017年确定的2018年淘汰落后产能任务必须分解到每个月，明确每

个省区，每个地区的企业淘汰指标，全行业有组织、有措施共同淘汰落后产能。取消 32.5 复合硅酸盐水泥标准力求今年 6 月底前完成，行业前 50 强企业今年三季度内必须全部停止生产 32.5 水泥。

目前新疆等地区已经完成了 32.5 标号水泥的退出，就全国而言，超过 2000 家独立粉磨站的生存压力越来越大，部分将退出市场，行业集中度进一步提升。另外，42.5 标号及以上的水泥产品将提升水泥的产能利用率，将进一步加速过剩产能的消化。

公司 2017 年 32.5 标号水泥实现营收 59.84 亿元，42.5 标号及以上水泥实现营收 118.07 亿元，高标号水泥营收几乎是低标号的 2 倍。公司近年来在高标号水泥方面的布局明显，重视水泥产品质量的提升和对熟料产能的利用率，迎合了行业的发展方向。

图表 18 公司 42.5 标号水泥营收近年来明显反超 32.5 标号水泥



资料来源：wind、华安证券研究所

环保政策持续加码。

2018 以来，我国针对水泥行业持续出台环保政策，继续加强对水泥供给品质的要求。其中，对企业产能置换提出了明确的要求：位于国家规定的环境敏感区的水泥熟料建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能；位于其他非环境敏感地区的新建项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。环保加码加速了落后产能的淘汰，对新增产能的产品质量也有了明确的限制，对于已经环保达标的企业来说，这样的优化行业结构的方式无疑推升了他们的市场份额。

水泥排污许可证制度的出台。

水泥排污许可证的出台提升了水泥生产的门槛，无证企业将难有生存空间，而有证企业排放量也将被限额（以历年的产量、设计产能综合确定：一个完整生产年度的熟料产量若小于设计产能，说明生产线产能利用率低，则按照熟料产量核算排放量；若熟料产量大于设计产能，则按照设计产能核算排放量）。制度的出台无疑将助力水泥行业的良性运转。

供给侧改革在水泥企业的推进步伐有增无减，公司作为湖北地区的水泥龙头，充分受益于行业的供需关系改善，产品价格回升的同时规模效应显现，2018 年

H1 实现营收 118.83 亿元，同比增长 26.76% 和归母净利润 20.68 亿元，同比增长 184.07%，录得毛利率 37.67%，同比大幅提升 11.63pct。

3 丰富业务布局，销售理念领先

3.1 探索华中、西南地区水泥窑协同处理业务

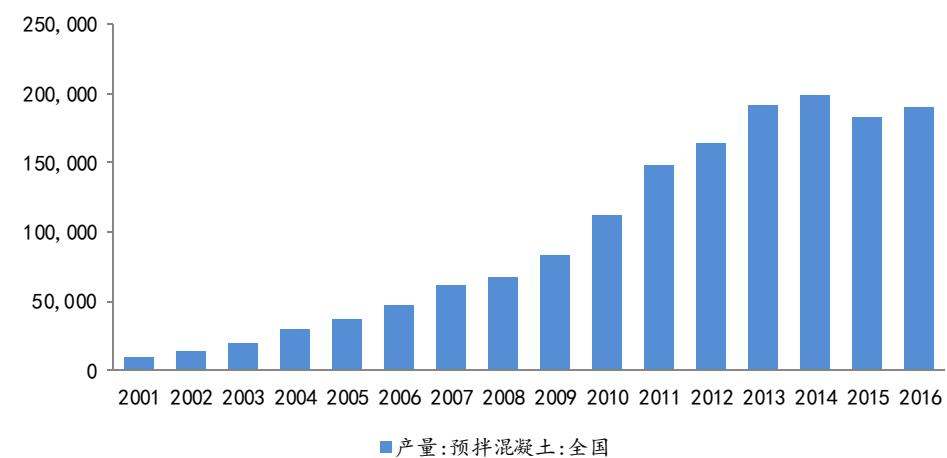
水泥窑协同处理垃圾行业在我国发展时间不长，业内关于行业的发展可行性仍存在分歧。水泥窑协同处理垃圾业务的优势包括无需重新选址，水泥生产线的高温符合垃圾焚烧的要求，相比新建的焚烧产线运营成本低等。不过，水泥窑协同处理危废的发展受限地方也很多，比如协同处理危废需要水泥窑持续开工，但有些区域受到错峰停窑的影响，处理危废能力短缺；真正能达到危废处理要求的水泥窑不多，一般超过 3000 吨/天的大窑比较适合；危废上游企业分布较为分散，水泥企业缺少前端收集能力，因此多数处理的是市政垃圾等。

公司旗下全资子公司华新环境工程有限公司成立于 2011 年，专门从事水泥协同处理垃圾等相关环保业务，获得了 9 类危险废物的处置经营许可证，拥有 1 个国家级认定企业中心和 1 个可替代原燃料研究实验室，获得 8 项国家发明专利，40 余项实用新型专利，形成了一整套自主研发的技术和装备。该公司注册地在湖北武汉，共设有 33 家子公司，主要分布于湖北省武汉、赤壁、武穴等地，以及省外的上海、湖南、重庆、广州、河南等地，年处置生活垃圾能力达到 350 余万吨、市政污泥能力达 55 余万吨、三峡漂浮物能力达 20 余万方、污染土能力达 20 余万吨、危险废物能力达 5 万余吨，节约原煤 30 万吨，可减少二氧化碳排放量 500 余万吨。

3.2 混凝土为重要补充，骨料业务保持稳增

混凝土是由胶凝材料将集料胶结成整体的工程复合材料，一般情况是用水泥作胶凝材料，砂、石等骨料作集料，与水按照一定比例配合，经过搅拌、成型、养护而得，广泛应用于土木工程。混凝土是水泥的下游，一般包含水泥的比例约为 15%。我国预拌混凝土行业起始于上世纪 70 年代，到 90 年代进入高速发展的阶段。近年来在市场需求拉动和政府政策指导下，预拌混凝土行业持续高速发展，产业结构不断改善，形成了相对完善的产业链。2016 年预拌混凝土产量 19.1 亿立方米，相较 2001 年的 9592.57 万立方米，同比复合增长率达到 22.07%。不过，作为水泥行业的下游，混凝土同样受到水泥产量波动的影响，2015 年预拌混凝土产量出现唯一一次同比下滑。

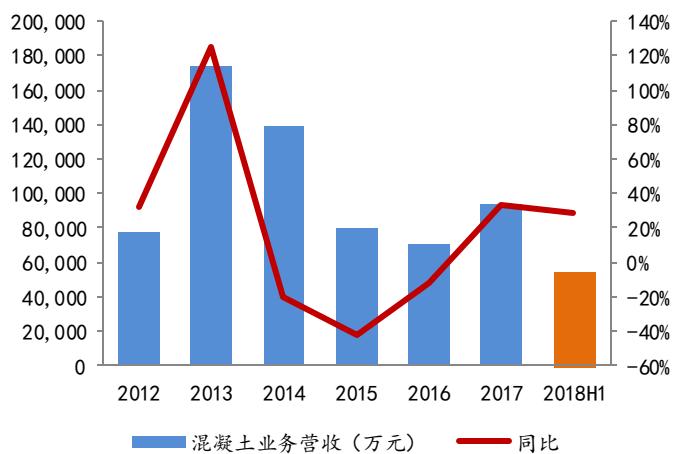
图表 19 我国预拌混凝土产量保持增长的态势



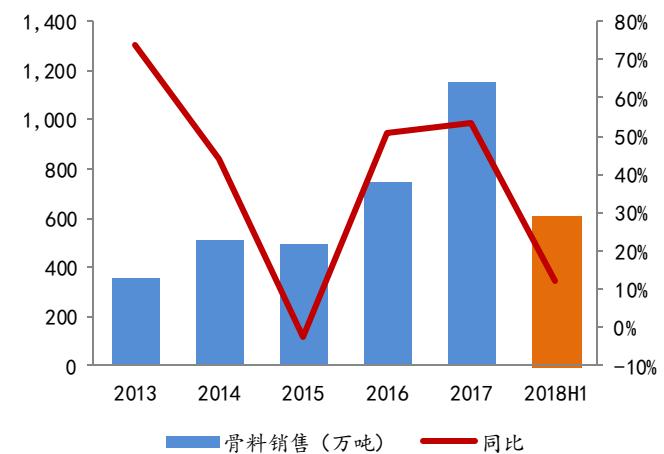
资料来源：wind、华安证券研究所

公司在混凝土业务方面一直有布局，2013 年之前保持高速增长，之后出现明显回落，占总营收比例持续下行，毛利率水平走弱。2017 年公司混凝土业务略有回暖，并延续至 2018 年。2018H1 公司混凝土业务实现营收 5.39 亿元，占总营收比例 4.53%。混凝土业务是公司业务的重要补充，但近年来毛利率水平始终不高，公司在该方面业务布局也略有取舍。

图表 20 混凝土业务营收近两年略有回暖



图表 21 骨料销量自 2015 年来增速提升



资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

骨料是混凝土及砂浆中起到骨架和填充作用的粒状材料，在拌料时，水泥经水搅拌成稀糊状，如果不加骨料的话，混凝土块将无法成型。对于大的水泥企业来说，在打造“水泥+骨料+混凝土”的全产业链一体化方面有明显优势，国际上大型水泥企业如拉法基、西迈斯、海德堡等，骨料业务占总营收比例均超过 10%。相比之下，我国水泥企业对骨料业务发展略显滞后，华新在国内水泥企业中骨料业务占总营收比例最高，但 2017 年也仅有 2.46%，2018 年 H1 提升至 2.86%。

作为水泥下游产品的重要组成部分，骨料业务逐步成为水泥企业降低成本、延伸产业链的重要砝码。华新骨料业务 2015 年以来销售量保持高增速，2018H1 公司骨料销售 612 万吨，同比增长 12.37%。骨料业务毛利率近两年保持高速增长，2018H1 达到 63.53%，公司对其业务布局也有所侧重。

3.3 线上销售系统日趋完善，互联网创新思路行业领先

水泥作为传统建材产品，销售模式相对传统，一般主要分为三种类型：一是水泥企业直接投标，获取工程建设项目水泥供应权；二是通过经销商，向下游市场销售水泥；三是通过企业销售人员通过传统的销售业务模式销售水泥，其中经销商完成水泥销售占据市场主导。经销商作为中间人，在水泥销售市场有着重要的意义，但是正因为经销商的存在，水泥企业对客户和渠道的掌控能力有所降低，增加了企业的销售成本。

近年来随着互联网普及度的提升，我国电商行业得到了高速发展。对于水泥企业来说，电商运营模式可以解决交易中沟通不流畅、管控不到位、中间交易环节成本过高等诸多问题，很多大型水泥企业开始尝试“触电”。目前，布局水泥线上销售平台的企业有华新、海螺、冀东等，

图表 22 华新商城线上水泥平台界面



The screenshot shows the homepage of the Huaxin Cement Online Platform. At the top, there are links for '华新官网' (Huaxin Official Website), '手机客户端下载' (Mobile Client Download), '新版商城登录' (New Version Mall Login), '一次性用户 您好, 欢迎来到华新商城!' (One-time User, Hello, Welcome to Huaxin Mall!), '帮助中心' (Help Center), and '退出' (Logout). Below the header, the '华新商城' (Huaxin Mall) logo is displayed, along with badges for '2013年度品牌500强' (2013 Top 500 Brand) and '2013财富中国500强' (2013 China's Top 500 Enterprises). A dropdown menu for '请您确定购买区域' (Please select your purchase area) is shown, with '湖北省武汉市' (Wuhan, Hubei Province) selected. A phone number '4001-100-800' is also visible. The main content area features two sections: '包装袋' (Packaging Bags) and '商品混凝土' (Product Concrete). The '包装袋' section displays four types of bags with their respective materials and applicable uses: 1. 复膜缝底塑编袋 (Material: Polypropylene woven bag with PE film liner; Applicable for: Cement, chemical, mineral materials). 2. 热封方底阀口袋 (Material: Heat-sealed bottom valve bag; Applicable for: Cement, chemical, food, mineral materials). 3. 纸塑热封方底阀口袋 (Material: Paper-plastic heat-sealed bottom valve bag; Applicable for: Cement, chemical, food). 4. 彩印纸塑热封方底阀口袋 (Material: Color-printed paper-plastic heat-sealed bottom valve bag; Applicable for: Cement, chemical, food). The '商品混凝土' section displays four concrete mixtures: C25, C30, C50, and C60, each with its applicable uses: 1. C25 (Applicable for: Roads, residential buildings). 2. C30 (Applicable for: Roads, residential buildings). 3. C50 (Applicable for: High-rise buildings, special structures). 4. C60 (Applicable for: High-rise buildings, special structures).

资料来源：wind、华安证券研究所

华新水泥在电商平台布局走在行业前列，2013年就在湖北地区全面推广客户关系管理项目和网上商城，2014年业务覆盖湖北、湖南、重庆等十多个省份，到2016年公司线上销售额占全年总销售额的比例超过了25%。2018年3月，华新水泥正式与京东企业购完成签约，双方将围绕智慧采购、MRO解决方案、智能物流、营销业务展开紧密合作。

水泥行业线上销售的覆盖率还有很大空间。对于京东智能采购体系来说，这种合作模式并不陌生，可以让公司优质的产品以更精准高效的方式连接至下游。双方的合作为水泥行业打开先河，有望通过提升效率串联高品质水泥的供需方，为以品质为主的龙头企业获取更多的渠道优势。

4 盈利预测与估值

公司是中国水泥B股第一股，外资关注度较高，实际控制人为全球水泥巨擘拉法基豪瑞。2018年水泥行业受到供给侧改革深化影响，行业供需关系保持平衡，公司作为区域龙头受益明显，H1吨毛利创历史新高，成本结构持续优化。同时，公司在商品熟料、混凝土、骨料以及环保业务方面继续推进，产业链布局进一步完善。我们预测，2018-2020年，公司EPS分别为2.65元/股、3.01元/股、3.23元/股，对应PE为7.5倍、6.6倍、6.1倍，给予“买入”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8,767	14,310	21,065	26,719	营业收入	20,889	25,067	28,075	30,321
现金	3,606	8,949	15,255	20,650	营业成本	14,716	16,093	18,417	20,042
应收账款	1,022	1,419	1,481	1,599	营业税金及附加	332	382	432	469
其他应收款	443	472	537	598	销售费用	1,402	1,621	1,919	2,046
预付账款	226	272	346	465	管理费用	1,204	1,360	1,560	1,644
存货	1,671	1,888	2,164	2,327	财务费用	661	206	117	26
其他流动资产	1,799	1,310	1,282	1,080	资产减值损失	269	(62)	46	28
非流动资产	21,732	20,021	18,793	17,575	公允价值变动收益	3	96	52	(202)
长期投资	435	381	401	406	投资净收益	108	60	73	82
固定资产	16,009	14,995	13,981	12,968	营业利润	2,580	5,624	5,708	5,945
无形资产	3,027	2,825	2,637	2,461	营业外收入	272	36	64	82
其他非流动资	2,261	1,820	1,774	1,741	营业外支出	40	59	69	75
资产总计	30,499	34,331	39,858	44,294	利润总额	2,812	5,601	5,703	5,952
流动负债	9,240	11,243	12,883	13,221	所得税	600	0	0	0
短期借款	1,142	1,131	1,079	1,009	净利润	2,212	5,601	5,703	5,952
应付账款	4,140	4,695	5,447	5,804	少数股东损益	134	1,638	1,188	1,114
其他流动负债	3,959	5,417	6,357	6,408	归属母公司净利润	2,078	3,963	4,515	4,838
非流动负债	8,103	7,967	7,870	8,205	EBITDA	4,604	7,046	7,027	7,162
长期借款	4,059	4,059	4,059	4,059	EPS (元)	1.39	2.65	3.01	3.23
其他非流动负	4,044	3,909	3,811	4,146					
负债合计	17,344	19,211	20,754	21,427					
少数股东权益	1,256	2,893	4,082	5,196					
股本	1,498	1,498	1,498	1,498					
资本公积	2,510	2,439	2,439	2,439					
留存收益	7,912	8,290	11,086	13,735					
归属母公司股东权	11,900	12,227	15,023	17,672					
负债和股东权益	30,499	34,331	39,858	44,294					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3,904	8,264	8,180	7,409	成长能力				
净利润	2,212	3,963	4,515	4,838	营业收入	54.44%	20.00%	12.00%	8.00%
折旧摊销	1,612	1,216	1,202	1,190	营业利润	229.12%	118.04%	1.49%	4.16%
财务费用	641	206	117	26	归属于母公司净利润	359.72%	90.76%	13.91%	7.17%
投资损失	(108)	(60)	(73)	(82)	盈利能力				
营运资金变动	(239)	1,268	1,132	496	毛利率(%)	29.55%	35.80%	34.40%	33.90%
其他经营现金	(213)	1,671	1,286	940	净利率(%)	净 利 率	9.95%	15.81%	16.08%
投资活动现金流	(1,634)	93	1	279	ROE(%)	16.81%	37.04%	29.85%	26.03%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	16.71%	30.75%	27.65%	30.92%
长期投资	(47)	54	(20)	(5)	偿债能力				
其他投资现金	(1,587)	39	21	284	资产负债率(%)	56.87%	55.96%	52.07%	48.37%
筹资活动现金流	(2,359)	(3,328)	(1,832)	(2,505)	净负债比率(%)	12.72%	-11.80%	-35.37%	-46.41%
短期借款	238	(11)	(51)	(70)	流动比率	0.95	1.27	1.64	2.02
长期借款	424	0	0	0	速动比率	0.77	1.10	1.47	1.84
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	(71)	0	0	总资产周转率	0.72	0.77	0.76	0.72
其他筹资现金	(3,021)	(3,247)	(1,780)	(2,434)	应收账款周转率	30.34	25.81	23.60	24.42
现金净增加额	(90)	5,029	6,349	5,184	应付账款周转率	5.75	5.67	5.54	5.39
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.39	2.65	3.01	3.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.61	5.52	5.46	4.95
					每股净资产(最新摊薄)	7.95	8.16	10.03	11.80
					估值比率				
					P/E	14.3	7.5	6.6	6.1
					P/B	2.5	2.4	2.0	1.7
					EV/EBITDA	6.11	5.47	4.84	4.21

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。