

## 持续看好公司水泥均价弹性

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年三季度报，1-9 月实现营业收入 190.4 亿元，同比增长 32.7%；实现归母净利润 34.1 亿元，同比增长 225%；经营活动产生的现金流量净额为 51.5 亿元，同比增长 157.4%；基本每股收益 2.28 元。
- **2018 前三季度业绩符合预期，水泥销售均价提升是主因，全年业绩预计超 50 亿。**2018 中报超市市场预期，三季度淡季不淡，市场普遍提高了公司三季度业绩预期，从单三季度业绩看，营收和归母净利润同比增速分别为 44%和 318%，期间费用率 12%与二季度持平。毛利率方面，受华中、西南水泥均价上涨较多，毛利率在淡季保持在 39%的高位。综合公司所在业务区域供需情况，四季度仍将处于紧平衡状态，2018 全年业绩预计超 50 亿元。
- **2018 上半年华中和西南地区基建投资增速整体不弱，2018 三季度西南保持快速增长。**公司是华中、西南地区水泥龙头，下半年或将持续受益地区基建拉动：2018 上半年，华中、西南地区基建投资增速较快，湖北、湖南、重庆、四川、贵州、云南和西藏基建投资增速分别为 10.3%、10.5%、5.3%、10.6%、17.4%、11%和 19.5%，以水泥熟料产量看，湖北和湖南小幅降 1.6%，西南大幅上升 5.6%。三季度，西南地区累计水泥产量 3.2 亿吨，全国占比 20%，同比增速 7%，保持了快速增长势头。
- **长期看，华中和西南地区水泥均价向上空间大，公司业绩弹性足。**华中和西南地区由于整体需求和错峰限产强度弱于华东和华南地区，水泥价格长期低于华东和华南地区，水泥未来均价向上空间大：一是环保错峰的执行力度在提升，水泥企业的市场行为更加注重长期利益，从错峰情况看，2017 年错峰力度和实施到位情况最好的是华北和华东地区，西南地区除了四川错峰力度较强外，其它地区错峰力度均有改善空间。二是华中和西南地区基础设施相对薄弱，地区基建投资有望进一步拉动水泥需求，另外，扶贫攻坚作为“十三五”三大目标之一，云南和贵州是我国精准脱贫的主要地区，对水泥的需求将形成增量。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 3.37 元、4.03 元、4.48 元，未来三年归母净利润将保持 48%的复合增长率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）水泥行业错峰限产不及预期；（2）华中和西南地区基建投资增速大幅下滑的风险。

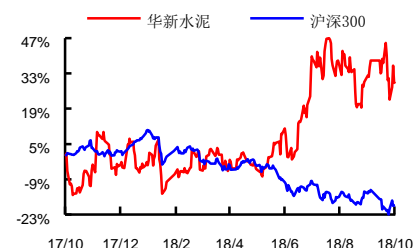
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	20889.29	28450.74	31552.53	34593.13
增长率	54.44%	36.20%	10.90%	9.64%
归属母公司净利润（百万元）	2077.64	5054.22	6035.66	6705.77
增长率	359.72%	143.27%	19.42%	11.10%
每股收益 EPS（元）	1.39	3.37	4.03	4.48
净资产收益率 ROE	16.81%	28.58%	26.56%	23.75%
PE	13	5	5	4
PB	2.29	1.65	1.26	1.01

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：余尊宝  
 执业证号：S1250518070002  
 电话：023-63786519  
 邮箱：yzbao@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.98
流通 A 股(亿股)	9.73
52 周内股价区间(元)	12.52-21.44
总市值(亿元)	272.86
总资产(亿元)	322.55
每股净资产(元)	9.95

### 相关研究

1. 华新水泥（600801）：水泥均价向上空间大，业绩弹性足（2018-08-23）
2. 华新水泥（600801）：供需格局已变，不必过分担忧需求端（2018-04-10）

### 关键假设：

假设 1：2018-2020 年水泥行业将延续 2017 年景气度，华中和西南水泥价格将在高位稳中有升，2018-2020 年水泥业务毛利率为 40%，熟料业务毛利率为 36%，混凝土业务毛利率为 28%；

假设 2：受华中和西南地区基建投资较快的影响，2018 年水泥均价涨幅约 8%，2019-2020 年水泥均价复合增速约 5%，2018-2020 年水泥业务订单增速分别为 30%、5%和 3%，骨料是公司新开展业务，受环保影响，预计 2018-2020 年骨料订单需求保持在 50%，均价基本稳定；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
水泥	收入	17791.0	24907.4	27398.2	29590.0
	增速	64.6%	40.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	29.8%	40.0%	40.0%	40.0%
混凝土	收入	942.0	1130.4	1356.5	1627.8
	增速	17.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	21.5%	28.0%	28.0%	28.0%
商品熟料	收入	737.7	737.7	737.7	737.7
	增速	21.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	28.2%	36.0%	36.0%	36.0%
骨料	收入	513.3	769.9	1154.9	1732.3
	增速		50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%
其他业务	收入	905.2	905.2	905.2	905.2
	增速	-30.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
合计	收入	20889.3	28450.7	31552.5	34593.1
	增速	54.4%	36.2%	10.9%	9.6%
	毛利率	29.6%	38.5%	38.7%	38.9%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20889.29	28450.74	31552.53	34593.13	净利润	2211.76	5105.27	6096.62	6773.51
营业成本	14716.49	17499.92	19339.23	21122.81	折旧与摊销	1612.28	1616.14	1616.14	1616.14
营业税金及附加	331.81	446.81	497.41	544.65	财务费用	660.63	246.06	271.66	298.29
销售费用	1402.12	1707.04	1893.15	2006.40	资产减值损失	269.47	200.00	200.00	200.00
管理费用	1204.02	1536.34	1672.28	1798.84	经营营运资本变动	-55.65	197.32	130.20	121.26
财务费用	660.63	246.06	271.66	298.29	其他	-794.41	-225.56	-307.20	-242.16
资产减值损失	269.47	200.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3904.08</b>	<b>7139.23</b>	<b>8007.43</b>	<b>8767.03</b>
投资收益	108.41	90.00	90.00	90.00	资本支出	-1142.59	-1200.00	-1200.00	-1200.00
公允价值变动损益	2.70	2.09	2.29	2.22	其他	-491.72	52.09	52.29	52.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1634.31</b>	<b>-1147.91</b>	<b>-1147.71</b>	<b>-1147.78</b>
<b>营业利润</b>	<b>2579.50</b>	<b>6906.65</b>	<b>7771.07</b>	<b>8714.34</b>	短期借款	237.50	58.50	100.00	50.00
其他非经营损益	232.53	162.28	175.48	176.27	长期借款	424.01	400.00	400.00	400.00
<b>利润总额</b>	<b>2812.03</b>	<b>7068.92</b>	<b>7946.55</b>	<b>8890.61</b>	股权融资	0.50	0.00	0.00	0.00
所得税	600.28	1963.65	1849.93	2117.11	支付股利	-149.76	-415.53	-1010.84	-1207.13
净利润	2211.76	5105.27	6096.62	6773.51	其他	-2871.74	141.26	-221.66	-248.29
少数股东损益	134.12	51.05	60.97	67.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2359.49</b>	<b>184.23</b>	<b>-732.51</b>	<b>-1005.42</b>
归属母公司股东净利润	2077.64	5054.22	6035.66	6705.77	<b>现金流量净额</b>	<b>-109.98</b>	<b>6175.54</b>	<b>6127.21</b>	<b>6613.83</b>
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3606.25	9781.79	15909.00	22522.83	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2958.80	3978.70	4416.25	4839.11	销售收入增长率	54.44%	36.20%	10.90%	9.64%
存货	1621.48	1943.74	2193.94	2374.76	营业利润增长率	229.12%	167.75%	12.52%	12.14%
其他流动资产	580.52	625.01	643.27	661.16	净利润增长率	256.26%	130.82%	19.42%	11.10%
长期股权投资	435.00	435.00	435.00	435.00	EBITDA 增长率	65.42%	80.71%	10.15%	10.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	17005.03	16968.58	16932.13	16895.68	毛利率	29.55%	38.49%	38.71%	38.94%
无形资产和开发支出	3474.23	3122.64	2771.06	2419.48	三费率	15.64%	12.26%	12.16%	11.86%
其他非流动资产	818.03	829.92	841.81	853.71	净利率	10.59%	17.94%	19.32%	19.58%
<b>资产总计</b>	<b>30499.32</b>	<b>37685.39</b>	<b>44142.46</b>	<b>51001.72</b>	ROE	16.81%	28.58%	26.56%	23.75%
短期借款	1141.50	1200.00	1300.00	1350.00	ROA	7.25%	13.55%	13.81%	13.28%
应付和预收款项	5505.76	6984.07	7691.58	8374.13	ROIC	13.22%	25.30%	30.37%	34.25%
长期借款	4058.96	4458.96	4858.96	5258.96	EBITDA/销售收入	23.23%	30.82%	30.61%	30.73%
其他负债	6637.53	7176.99	7340.77	7501.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>17343.75</b>	<b>19820.02</b>	<b>21191.31</b>	<b>22484.20</b>	总资产周转率	0.72	0.83	0.77	0.73
股本	1497.57	1497.57	1497.57	1497.57	固定资产周转率	1.34	1.88	2.27	2.73
资本公积	2510.25	2510.25	2510.25	2510.25	应收账款周转率	30.34	30.09	26.95	27.00
留存收益	7912.03	12550.73	17575.54	23074.18	存货周转率	10.21	9.57	9.25	9.20
归属母公司股东权益	11899.80	16558.55	21583.36	27082.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.92%	—	—	—
少数股东权益	1255.77	1306.82	1367.79	1435.52	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>13155.57</b>	<b>17865.37</b>	<b>22951.15</b>	<b>28517.52</b>	资产负债率	56.87%	52.59%	48.01%	44.09%
负债和股东权益合计	30499.32	37685.39	44142.46	51001.72	带息债务/总负债	48.99%	45.18%	44.62%	44.05%
					流动比率	0.95	1.45	1.90	2.33
					速动比率	0.77	1.28	1.72	2.15
					股利支付率	7.21%	8.22%	16.75%	18.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.39	3.37	4.03	4.48
					每股净资产	7.95	11.06	14.41	18.08
					每股经营现金	2.61	4.77	5.35	5.85
					每股股利	0.10	0.28	0.67	0.81
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	4852.42	8768.85	9658.88	10628.78					
PE	13.13	5.40	4.52	4.07					
PB	2.29	1.65	1.26	1.01					
PS	1.31	0.96	0.86	0.79					
EV/EBITDA	6.77	3.13	2.25	1.46					
股息率	0.55%	1.52%	3.70%	4.42%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn