



Research and  
Development Center

# 雄踞“两湖”、剑指“西南”，高弹性水泥龙头借势崛起

—— 华新水泥（600801.sh）深度报告

2018年12月21日

丁士涛 行业分析师

冯孟乾 研究助理

## 证券研究报告

## 公司研究——首次覆盖

## 华新水泥 (600801.sh)



首次评级

## 华新水泥相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

## 公司主要数据 (2018. 12. 20)

收盘价 (元)	17.24
52 周内股价波动区间(元)	21.99-12.08
最近一月涨跌幅(%)	-8.73
总股本(亿股)	14.98
流通 A 股比例(%)	64.96
总市值(亿元)	231.74

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编：100031

## 雄踞“两湖”、剑指“西南”，高弹性水泥龙头借势崛起

## 深度报告

2018 年 12 月 21 日

## 本期内容提要：

- ◆ **水泥、骨料行业高景气无虞：**我们认为，两湖地区水泥需求有望稳中有升，供给端虽有所松动，但不改供需偏紧格局，行业高景气仍将维持。西南地区受益基础设施领域“补短板”以及“精准扶贫”，需求强劲，供需格局整体向好，推升区域内水泥企业盈利。骨料消费市场稳步增长，供给端受环保趋严、河砂禁采、矿山治理等因素的影响，持续收紧，骨料价格维持高位。
- ◆ **经营状况持续向好，业绩提升可期：**公司水泥产能不断扩张，产量提升明显，在水泥价格高位运行的背景下，水泥业务盈利将延续增长态势。骨料及水泥窑协同处置业务拓展较为顺利，随着相关市场行情整体回升，发展也有望驶入快车道。综合来看，公司各项业务经营状况良好，业绩仍有上行空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计，华新水泥 2018-2020 年摊薄 EPS 分别为 3.25 元、3.60 元和 3.96 元。选取 A 股中部分水泥行业上市公司做对比，可比公司 PE (2019E) 均值为 6 倍，而华新水泥的 PE (2019E) 为 5 倍，处于行业偏低水平。考虑到公司西南地区水泥业务成长空间较大，且骨料业务发展迅猛，看好其未来高增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**行业限产力度加大；下游需求超预期；产品价格大幅增长；产能超预期增长等。
- ◆ **风险因素：**宏观经济下行风险；市场竞争风险；供给端收缩不达预期风险；原燃材料成本上升风险；新业务拓展不及预期风险；汇率波动风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,525.76	20,889.29	27,658.04	29,747.27	31,989.78
增长率 YoY %	1.92%	54.44%	32.40%	7.55%	7.54%
归属母公司净利润(百万元)	451.94	2,077.64	4,870.86	5,396.87	5,928.46
增长率 YoY%	339.82%	359.72%	134.44%	10.80%	9.85%
毛利率%	26.28%	29.55%	41.19%	41.65%	42.08%
净资产收益率 ROE%	4.61%	18.98%	34.38%	28.20%	23.91%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.30	1.39	3.25	3.60	3.96
市盈率 P/E(倍)	57	12	5	5	4
市净率 P/B(倍)	2.58	2.17	1.57	1.18	0.93

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 12 月 20 日

## 目 录

投资聚焦 .....	2
公司简介：历史底蕴深厚，业绩逐年提升 .....	3
水泥行业“常青树”，新时代活力依旧 .....	3
业绩逐年走高，盈利能力不断提升 .....	4
中西部基建投资有望反弹，利好区域水泥消费 .....	5
利好政策接踵而至，基建投资复苏可期 .....	5
“补短板”+“脱贫攻坚”，中西部将是建设重点 .....	7
两湖地区水泥行业：需求稳中有升，行业高景气仍将延续 .....	8
水泥需求整体稳中有升 .....	8
错峰生产力度虽边际放松，但区域供需仍将偏紧 .....	11
湖北地区外围冲击减弱，市场格局迎来优化 .....	12
水泥高景气行情仍将维持 .....	13
西南地区水泥行业：下游需求强劲，供需格局向好 .....	14
西南地区供需格局整体向好，高景气无虞 .....	14
云南：水泥需求强劲，价格有望继续高位运行 .....	15
西藏：供给短缺形势不改，区域水泥企业盈利可期 .....	17
公司各业务板块经营状况良好，业绩仍有上行空间 .....	19
水泥业务弹性较高，盈利延续增长态势 .....	19
产品量价齐升，骨料业务驶入发展快车道 .....	22
“显性增长”+“隐性福利”，水泥窑协同处置推升公司业绩 .....	24
盈利预测与估值 .....	26
盈利预测 .....	26
相对估值与投资评级 .....	26
风险因素 .....	28

## 表 目 录

表 1：华新水泥发展历程 .....	3
表 2：2018年下半年基建推动政策一览 .....	6
表 3：西南地区各省市基础设施建设规划 .....	14
表 4：西藏地区在产水泥产线情况 .....	17
表 5：部分河道采砂管理政策 .....	22
表 6：部分矿山治理部分政策 .....	23
表 7：部分水泥窑协同处置政策 .....	24
表 8：华新水泥盈利预测 .....	26
表 9：华新水泥可比公司估值 .....	27

## 图 目 录

图 1：华新水泥股权结构(截至 2018 年 9 月 30 日) .....	4
图 2：华新水泥 2013-2018Q3 营业收入及变化情况 .....	5
图 3：华新水泥 2013-2018Q3 归母净利润及变化情况 .....	5
图 4：华新水泥 2017 年各业务营收占比 .....	5
图 5：华新水泥 2013-2018Q3 毛利率及净利率变化情况 .....	5
图 6：我国贫困地区分布图 .....	7
图 7：西部各省占我国铁路营业里程比例 .....	8
图 8：西部各省占我国公路营业里程比例 .....	8
图 9：湖北省固定资产投资额及增速 .....	9
图 10：湖北省房地产开发投资完成额及增速 .....	9
图 11：湖北省房屋新开工面积及施工面积增速 .....	10
图 12：湖北省水泥产量与增速 .....	10
图 13：湖南省固定资产投资额及增速 .....	11
图 14：湖南省房地产开发投资完成额及增速 .....	11
图 15：湖南省房屋新开工面积及施工面积增速 .....	11
图 16：湖南省水泥产量与增速 .....	11
图 17：长江水域图 .....	13
图 18：长江沿线省份水泥价格 (元/吨) .....	13
图 19：两湖地区 P.O42.5 水泥价格走势 (元/吨) .....	13
图 20：全国各地区水泥均价 (PO42.5, 元/吨) .....	15
图 21：云南省固定资产投资额及增速 .....	16
图 22：云南省水泥产量与增速 .....	16
图 23：云南省 P.O42.5 水泥价格走势 (元/吨) .....	16
图 24：西藏固定资产投资情况 .....	17
图 25：西藏水泥产量与增速 .....	17
图 26：西藏及全国 P.O42.5 水泥价格走势 (元/吨) .....	18
图 27：2015-2017 年公司熟料产能及产量情况 (万吨) .....	19
图 28：2015-2017 年公司水泥产能及产量情况 (万吨) .....	19
图 29：公司各地区熟料产能分布情况 (截至 2017 年末) .....	20
图 30：公司各地区水泥产能分布情况 (截至 2017 年末) .....	20
图 31：2017 年公司分地区营业收入占比情况 .....	21
图 32：2017 年公司分地区营收及变化情况 .....	21
图 33：2017 年公司水泥生产成本构成 .....	22
图 34：我国危废产量及处置缺口情况 (万吨) .....	25

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑

华新水泥的水泥业务主要分布在两湖和西南地区。整体来看两湖地区水泥需求有望稳中有升，供给端虽有所松动，但应不改供需偏紧格局，行业高景气仍将维持。西南地区则受益基础设施领域“补短板”以及“精准扶贫”，需求强劲，供需格局整体向好，推升区域内水泥企业盈利预期。公司水泥产能不断扩张，产量提升明显，在水泥价格高位运行的背景下，水泥业务盈利将延续增长态势。骨料及水泥窑协同处置业务拓展较为顺利，随着相关市场行情整体回升，发展也有望驶入快车道。综合来看，公司各项业务经营状况良好，业绩仍有上行空间。

### 与市场不同之处

- 市场认为湖北省水泥供给边际放松，未来价格走势或将承压。但我们认为，湖北省房地产及基建领域消费均对水泥需求构成支撑，且受川渝水泥东游流入减少，长三角地区限产趋严使得供需紧张影响，湖北市场格局将迎来优化，水泥价格下行概率较小。
- 市场认为虽然云南省水泥需求强劲，但供给端产能冲击较大，价格维持高位存疑。但我们要特别指出，云南省并未参与错峰生产，整体供给还有较大调整空间，稳价能力并未完全释放，行业高景气仍将延续。
- 市场认为华新水泥环保业务虽然发展态势较快，但业务收入有限，对公司收入贡献率仍较低。但我们认为不应该忽视水泥窑协同处置产线不参与或少参与错峰生产带来的“隐性福利”，且公司协同处置熟料产线多数集中在大本营湖北省，将有利于熟料产能的充分释放。

### 股价催化剂

行业限产力度加大；下游需求超预期；产品价格大幅增长；产能超预期增长等。

### 盈利预测与投资评级

我们预计，华新水泥 18-20 年摊薄 EPS 分别为 3.25 元、3.60 元和 3.96 元。选取 A 股中部分水泥行业上市公司做对比，可比公司 PE (2019E) 均值为 6 倍，而华新水泥的 PE (2019E) 为 5 倍，处于行业偏低水平。考虑到公司西南地区水泥业务成长空间较大，且骨料业务发展迅猛，看好其未来高增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险因素

宏观经济下行风险；市场竞争风险；供给端收缩不达预期风险；原燃材料成本上升风险；新业务拓展不及预期风险；汇率波动风险。

## 公司简介：历史底蕴深厚，业绩逐年提升

### 水泥行业“常青树”，新时代活力依旧

华新水泥前身为 1907 年创立的湖北水泥厂，至今已有 110 年历史，被誉为“中国水泥工业的摇篮”。1994 年，公司 A、B 股在上海证券交易所上市，A 股股票代码为“600801.SH”。1999 年，全球最大的水泥制造商之一的瑞士豪瑞集团与公司结为战略伙伴关系，并于 2008 年成为公司实际控制人。2015 年，豪瑞集团与拉法基合并，拉豪中国—华新水泥实施全面整合。2016 年，公司收购拉法基豪瑞控制的位于云南、重庆的 6 家公司股权，并于 2018 年完成对拉法基中国持有的重庆参天公司 100% 股权的收购工作。目前公司在全国十余个省市及海外拥有 150 余家分子公司，规模稳居国内同业前列，名列中国制造业 500 强和财富中国 500 强。

表 1：华新水泥发展历程

时间	事件
1907	公司前身湖北水泥厂设立
1946	更名为“华新水泥厂”
1993	完成股份制改造，成立“华新水泥股份有限公司”
1994	公司 A、B 股在上海证券交易所上市
1999	公司与全球最大的水泥制造商之一的瑞士 Holcim 集团结为战略伙伴关系
2005	公司立足水泥业务向混凝土、骨料、环保等业务拓展
2012	在塔吉克斯坦建设第一个海外水泥项目
2008	Holcim 集团成为公司实际控制人
2015	拉法基豪瑞中国区合并
2016	公司收购拉法基豪瑞控制的位于云南、重庆的 6 家公司股权
2018	公司收购拉法基中国持有的重庆参天公司 100% 股权

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

截至 2018 年 9 月 30 日，公司总股本为 14.98 亿股，含 9.73 亿股 A 股，5.25 亿 B 股。拉法基豪瑞集团旗下全资子公司 Holchin.B.V. 为公司控股股东，持股比例为 39.85%，其与一致行动人合计持股 41.84%，因此拉法基豪瑞是公司实际控制人。华新集团（含代管国家股）持股比例为 16.01%。

图 1：华新水泥股权结构(截至 2018 年 9 月 30 日)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

### 业绩逐年走高，盈利能力不断提升

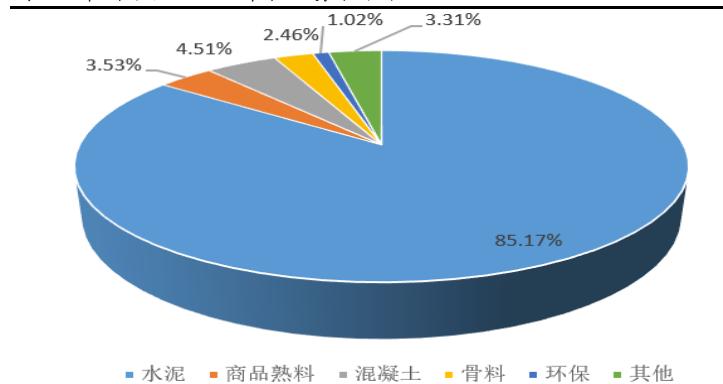
公司目前已成为集水泥、混凝土、骨料、环保处置、装备制造及 EPC 工程、高新建材等业务于一身的全球化建材集团，水泥销售依然是公司支柱业务。2017 年公司实现营业收入 208.89 亿元，其中水泥业务 177.91 亿元，占比 85.17%；商品熟料业务 7.38 亿元，占比 3.53%；混凝土业务 9.42 亿元，占比 4.51%；骨料业务 5.13 亿元，占比 2.46%；环保业务（不含可替代衍生燃料收入）2.13 亿元，占比 1.02%。

2016 年以来，随着水泥行业景气度不断提升，公司经营业绩也在逐年走高。2017 年，公司实现营业收入 208.89 亿元，较上年同期增长 54.44%；实现归母净利润 20.78 亿元，较上年同期大幅增长 359.73%。2018 年前三季度，公司实现营业收入 190.40 亿元，同比增长 32.68%；实现归母净利润 34.11 亿元，同比增长 224.98%，公司盈利增长势头仍在延续。

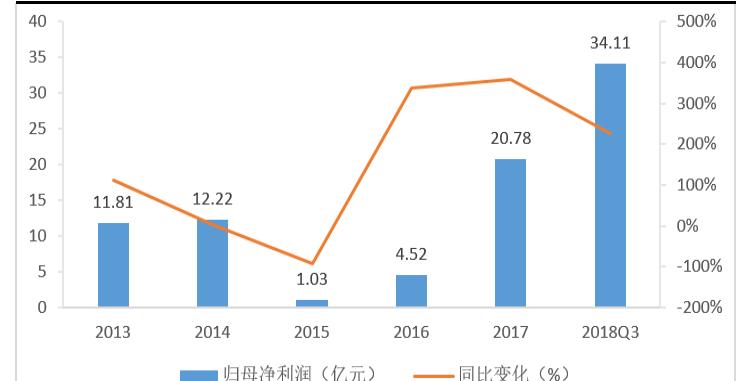
公司毛利率及净利率表现继续强势，全年盈利能力仍有提升空间。2018 年上半年，公司总体毛利率为 38.30%，总体净利率为 19.82%，分别较上年同期提升 11.95 个百分点和 11.81 个百分点。由于水泥销售季节性原因，一般第四季度业绩要优于前三季度，我们认为公司的盈利能力在 2018 年将会大幅继续提升。

**图 2：华新水泥 2013-2018Q3 营业收入及变化情况**

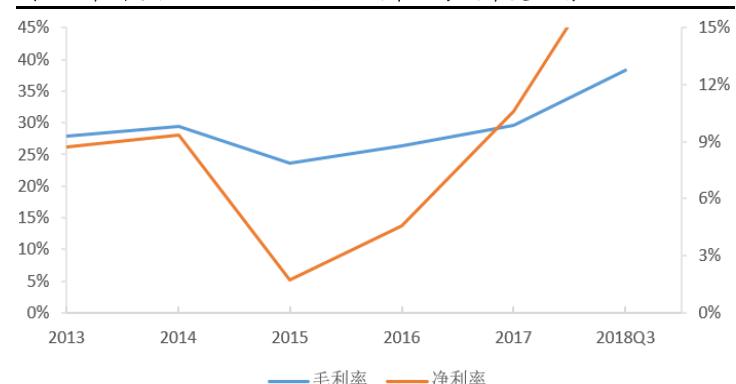

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 4：华新水泥 2017 年各业务营收占比**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 3：华新水泥 2013-2018Q3 归母净利润及变化情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 5：华新水泥 2013-2018Q3 毛利率及净利率变化情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 中西部基建投资有望反弹，利好区域水泥消费

### 利好政策接踵而至，基建投资复苏可期

面对我国经济下行压力以及复杂多变的外部环境，基础设施建设作为稳增长的“利器”有望重新提速。自 2018 年 7 月，国务院常务会议要求“推动在建基础设施项目早见成效”和中央政治局会议首次提出“加大基础设施领域补短板的力度”以来，发改委、财政部等相关部委陆续出台相关政策，推动我国基础设施建设加速前行。2018 年 10 月 31 日，中央政治局会议再次强调“实施好积极财政政策和稳健货币政策”，同时国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求进

步强化稳增长以及基建补短板的政策预期，合理保障融资平台公司正常融资需求。由于政策传导需要一定时间，当前效力并未完全显现，但预计后期基建投资将全面回升。

表 2：2018 年下半年基建推动政策一览

时间	发布部门	政策或会议名称	主要内容
2018.7.23	国务院	常务会议	要求加快 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，推动在建基础设施项目早见成效，引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求
2018.7.31	中共中央	政治局会议	要求坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，要加大基础设施领域补短板力度
2018.8.14	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》	加快地方政府专项债券发行，9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%。10月份完成全年新增专项债额度
2018.8.23	国务院	西部地区开发领导小组会议	要求抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设，突出重点补短板
2018.8.30	发改委	西部大开发进展情况举行新闻发布会	抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设
2018.9.18	发改委	“加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资”专题新闻发布会	为加大基础设施补短板力度，稳定有效投资，接下来将精准聚焦基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保等重点补短板领域
2018.10.31	国务院	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	要求保持有效投资力度，确保经济运行在合理区间，进一步强化稳增长以及基建补短板的政策预期；同时加大对在建项目和补短板重大项目金融支持力度，合理保障融资平台公司正常融资需求
2018.10.31	中国中央	政治局会议	要求实施好积极财政政策和稳健货币政策

资料来源：各部委网站，信达证券研发中心整理

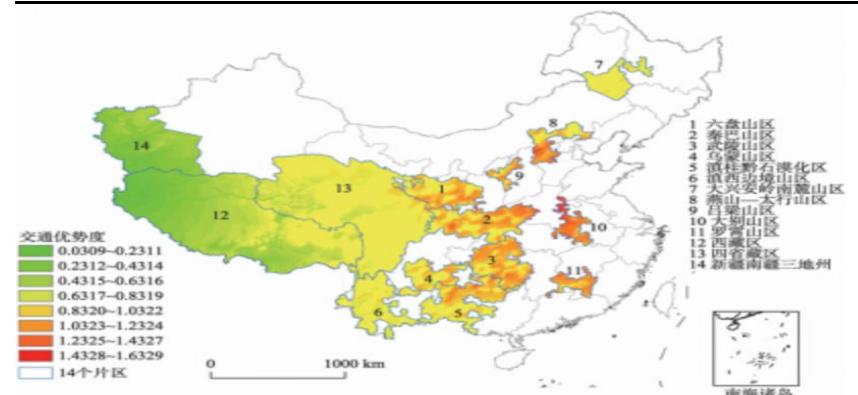
当前基建投资增速下滑与项目融资难度增加有莫大关系，但我们认为这一掣肘因素将得到有效缓解。自财政部要求加快地方政府专项债券发行后，截至 2018 年 9 月累计净融资额约 1.25 万亿，基本完成全年新增额度。国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》对基建融资配套措施进行了细化安排，如：1) 加强地方政府专项债券资金和项目管理，分配地方政府专项债券规模时，要考虑在建项目和补短板重大项目资金需求，允许有条件的地方在专项债券发行完成前，对预算已安排的专项债券资金项目通过先行调度库款的办法；2) 加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，对已签订借款合同的必要在建项目，金融机构可在依法合规和切实有效防范风险的前提下继续保障融资，对有一定收益或稳定盈利模式的在建项目优先给予信贷支持；3) 合理保障融资平台公司正常融资需求，金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。

## “补短板” + “脱贫攻坚”，中西部将是建设重点

我国中西部地区由于地理位置、历史发展等原因，基础设施短板一直比较明显，因此基建投资力度也是逐年加大。从已公布2018年前三季度基建投资数据来看，中西部地区增速普遍较高。其中，河南省基建投资增速高达32.8%，贵州、重庆、湖北增速也达到两位数，分别为16.5%、14.7%和12.6%，云南、安徽、广西等地增速也高于全国平均水平。

在十九大“打赢脱贫攻坚战”的引领下，作为我国贫困地区集中地的中西部地区，基础设施建设得到国家政策大力扶持，将继续奔驰在发展快车道。2018年9月召开的国务院常务会议中明确提出，要紧扣国家规划和重大战略，加大“三区三州”（“三区”是指西藏、新疆南疆四地州和四省藏区；“三州”是指甘肃的临夏州、四川的凉山州和云南的怒江州）等深度贫困地区基础设施建设力度。《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》更是将脱贫攻坚领域补短板作为首要任务，要求“深入推进易地扶贫搬迁工程，大力实施以工代赈，加强贫困地区特别是“三区三州”等深度贫困地区基础设施和基本公共服务设施建设。大力支持革命老区、民族地区、边疆地区和资源枯竭、产业衰退地区加快发展。”

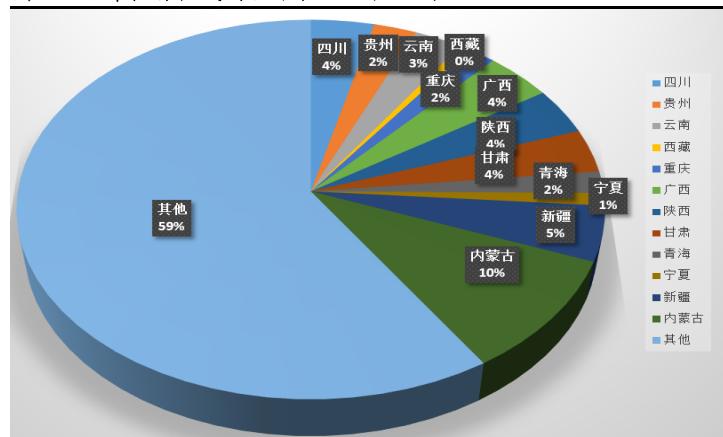
图 6：我国贫困地区分布图



资料来源：新华网，信达证券研发中心整理

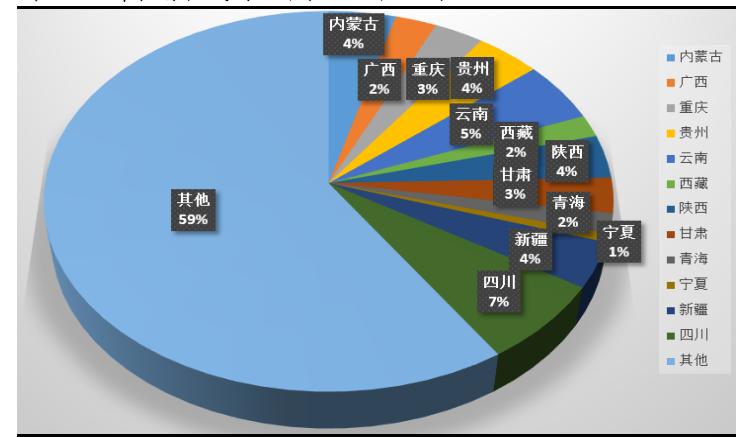
当前我国中西部交通基础设施仍然较为滞后，铁路、高速公路以及农村道路建设等领域均有提升空间。根据国家统计局数据，西部12个省、市、自治区占到我国国土面积的71%。然而截至2017年底，全国铁路营业里程共计12.7万公里，其中西部地区占比仅为41%；全国公路里程共计477万公里，西部地区占比同样仅为41%。国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》也指出：“以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设”、“加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目”。我们认为，未来中西部地区一些通道作用强、运输需求大的交通基础设施项目有望获全力推进。

图 7: 西部各省占我国铁路营业里程比例



资料来源:国家统计局,信达证券研发中心

图 8: 西部各省占我国公路营业里程比例



资料来源:国家统计局,信达证券研发中心

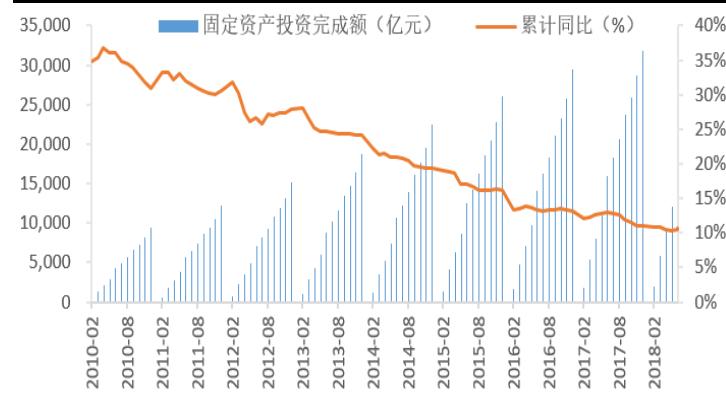
## 两湖地区水泥行业:需求稳中有升,行业高景气仍将延续

水泥需求整体稳中有升

湖北省:水泥需求仍有上行空间

水泥需求与固定资产投资密切相关,下游消费主要集中在基础设施建设、房地产和农村领域,三者占比均在 1/3 左右。由于农村市场分散且更偏消费属性,通常我们认为其需求相对保持稳定,因此主导水泥需求变动的是基础设施建设领域和房地产领域消费。

湖北省固定资产投资增速和房地产开发投资增速趋缓。2018 年 1-10 月,湖北省固定资产投资完成额为 28758.59 亿元,同比增长 10.90%,增速较上年同期下滑 0.6 个百分点。房地产投资虽依然维持高位,但增速已明显下滑,2018 年 1-10 月,湖北省房地产开发投资完成额为 3991.96 亿元,同比增长 4.7%,增速较上年同期下滑 3.7 个百分点。

**图 9: 湖北省固定资产投资额及增速**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 10: 湖北省房地产开发投资完成额及增速**

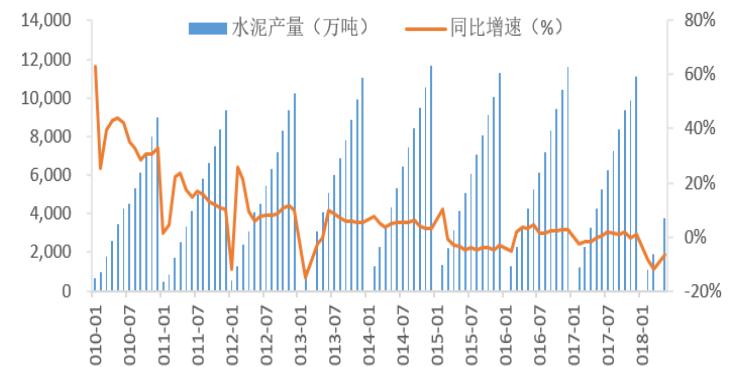

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

房屋新开工面积和施工面积增速虽依然下滑，但三季度以来已有所改善，我们认为湖北省房地产领域对水泥需求拉动存回升预期。地产施工是直接产生水泥需求的阶段，因此房屋施工面积与水泥消费相关度较高。2018年1-10月湖北省房屋施工面积同比增长1.8%，而2018年上半年施工面积则为同比减少0.7%。通常房屋新开工面积相对施工面积有一定领先性，2018年1-10月湖北省房屋新开工面积同比增长7.6%，而2018年上半年新开工面积则为同比减少5.3%。

水泥产量小幅增加，后期基础设施建设投资将对水泥需求构成一定支撑。受需求启动延迟影响，2018年前5个月湖北省水泥产量增速持续为负，不过6月份情况已有所好转，水泥单月产量增速逐渐提升。2018年1-10月湖北省水泥产量8482.21万吨，同比增加0.20%。由于湖北省房地产开发投资占固定资产投资比例为13.88%，因此基础设施建设才是湖北省水泥供需博弈的主战场。2018年2月，湖北省发改委发布《湖北省2018年省级重点建设计划》，共有221个项目纳入，总投资1.1万亿元，2018年计划投资1956亿元。湖北省交通运输厅厅长何光中表示，2018年全省要确保完成公路水路固定资产投资850亿元，力争完成900亿元。因此我们判断在基础设施建设托底的情况下，水泥需求仍有上升空间。

**图 11：湖北省房屋新开工面积及施工面积增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 12：湖北省水泥产量与增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 湖南省：水泥需求或小幅增加

湖南省房地产开发投资增速继续上行，房屋新开工面积及施工面积数据表现强劲，房地产领域仍有较大水泥消费潜力。2018年1-10月，湖南省固定资产投资完成额为26082.61亿元，同比增长10.10%，增速较上年同期下滑2.6个百分点；房地产开发投资完成额为3142.87亿元，同比增长16.3%，增速较上年同期增加0.9个百分点。房地产调控政策暂时并未放松，同时棚改政策的收紧我们预计将会对三四线城市销售造成压制，提升市场风险情绪，后续房地产投资增速面临较大压力。不过湖南省棚改城投规模位于全国各省份中游，对棚改依赖度较低，我们预计未来房地产投资仍有望延续增长态势。2018年1-10月，湖南省房屋施工面积同比增长12.40%，增速较上年同期提升8.4个百分点；房屋新开工面积同比增长40.80%，增速较上年同期大幅提升35.7个百分点。湖南省房屋新开工面积及施工面积增速明显提升，后市对水泥需求的拉升值得期待。

在房地产和基础设施建设均平稳向好的背景下，我们预计湖南省水泥需求将小幅增长。2018年1月，湖南省2018年重点建设项目清单（征求意见稿）出台，该清单共192个项目，总投资逾1.2万亿元，其中2018年计划投资1960.47亿元。此外，2018年2月召开的湖南省交通运输工作会议透露，湖南将持续加大交通基础设施投资力度，全年计划投资750亿元。2018年1-10月湖南省水泥产量8914.46万吨，同比上涨2.10%，已对下游消费增长做出了有效回应。

**图 13：湖南省固定资产投资额及增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 15：湖南省房屋新开工面积及施工面积增速**

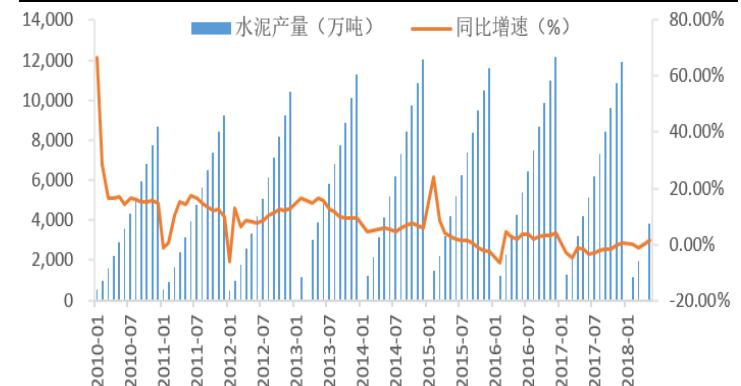

资料来源：万得，信达证券研发中心

### 错峰生产力度虽边际放松，但区域供需仍将偏紧

水泥行业产能置换比例提高，两湖地区新增产能持续受到抑制。2018年1月8日，工信部印发《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，对原有产能置换政策进行修改，污染敏感地区交换比例从1.25:1增长为1.5:1，非污染敏感地区（西藏除外）从1:1增长为1.25:1，并要求只有从2018开始的产能关闭才有资格交换。湖北省和湖南省每建设1吨产能均须关停退出1.25吨产能。2018年湖北省仅京兰水泥120万吨熟料产能置换项目开工建设，预计在年底达产；湖南省则没有产能置换项目建设。

**图 14：湖南省房地产开发投资完成额及增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 16：湖南省水泥产量与增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

两湖地区行业集中度较高，这不仅有利于增强企业协同效应，也能推动错峰生产方案得到切实执行。根据北极星电力网数据，湖北省熟料产能为 6367 万吨，湖南省熟料产能为 7449 万吨，其中湖北省内华新水泥和葛洲坝两大龙头熟料产能合计占 59%，集中度较高。此外根据中国投资咨询网报道，南方水泥（中材水泥与中国建材合并）、海螺水泥（兼并云峰水泥和国产实业）、华新水泥等合计产能已超过湖南总产能的 60%。

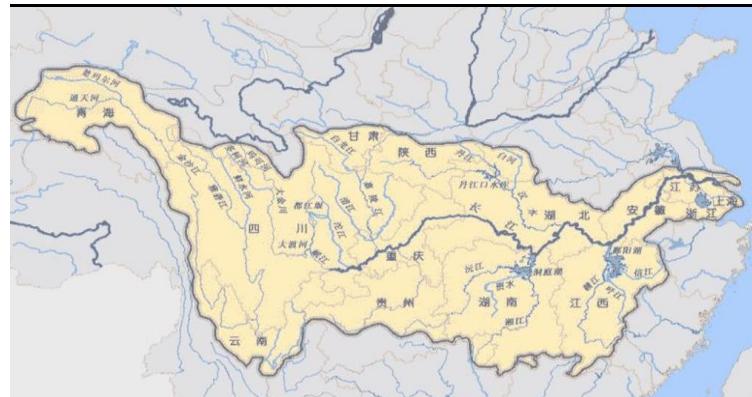
错峰生产严禁“一刀切”将使区域整体供给边际放松。2018 年 10 月 26 日至 27 日，生态环境部接连召开两个全系统大会，部长李干杰均就“一刀切”问题提出严格要求，明确指出民生、“散乱污”、错峰生产、考核算账、监管执法以及督察等六个领域全面禁止“一刀切”。从目前公布的错峰生产政策来看，湖南省和湖北省错峰时长虽然没有发生明显变化，但实际限产总量将有所减少。不过我们认为，在需求回暖的背景下，区域供需格局仍将维持紧平衡状态。最直观证据表明，进入四季度以来，区域水泥价格仍高居不下。

### 湖北地区外围冲击减弱，市场格局迎来优化

位于长江中游的湖北省，虽然依靠发达的长江水路交通获取了运输成本优势，但本地水泥市场也因此长期以来受到来自上游川渝地区和下游熟料大省安徽的双重冲击。川渝地区历来水泥市场集中度较低，企业间恶性竞争导致水泥价格偏低，川渝水泥沿江而下大大扰乱了鄂西北市场。而鄂东地区位于长江中下游水泥饱和竞争地带，自身也是湖北水泥产能最为集中的地区，面临的竞争压力更大，水泥销售价格长期低于同省西部片区。

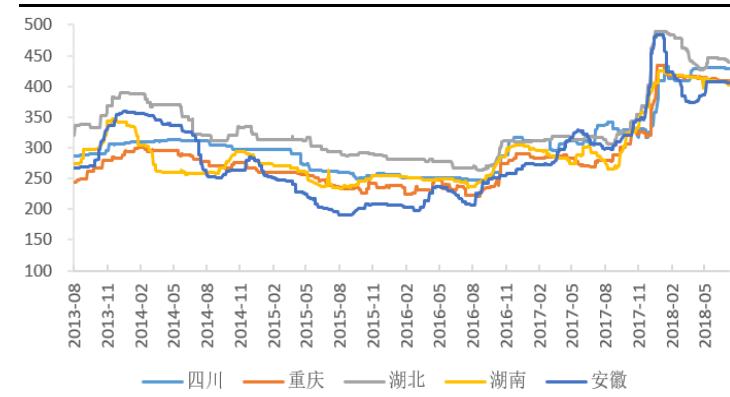
上下游市场环境优化将有力提振区域水泥价格，2018 年湖北水泥价格领跑周边省份。2017 年以来，随着环保高压以及企业协同的增强，川渝地区水泥供给端受到压制进而推动价格一路高歌猛进。2018 年川渝地区错峰生产力度进一步加大，在需求看涨的背景下，水泥价格有望继续维持高位，对鄂西北市场的冲击也随之减弱。2018 年，生态环境部首次颁发《长三角地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》，全国熟料大省安徽省也发布《安徽省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》，将水泥企业错峰生产提上日程，而此前从未施行过错峰政策。随着长三角地区环保治理日益趋严，华东地区当前紧平衡的供需格局将愈发紧张，紧邻安徽的鄂东市场供需格局也将进一步优化。

图 17: 长江水域图



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 18: 长江沿线省份水泥价格 (元/吨)

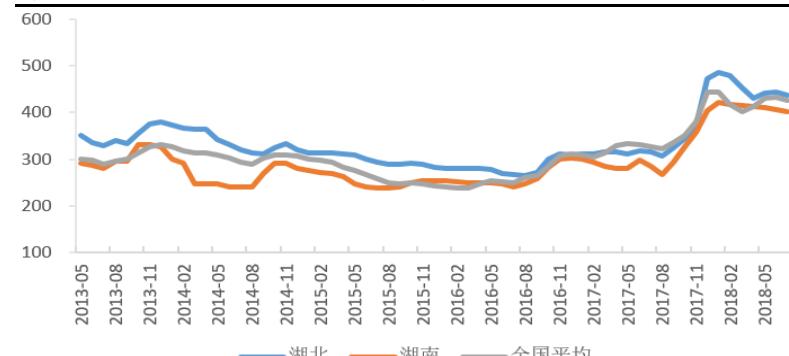


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 水泥高景气行情仍将维持

两湖市场有望维持高景气, 大型企业凭借成本优势将充分享受水泥价格高企带来的行业红利。截至 2018 年 12 月 7 日, 湖北省 P.O42.5 水泥价格为 527 元/吨, 同比增长 14.07%; 湖南省 P.O42.5 水泥价格为 402 元/吨, 同比增长 15.48%。在区域供需格局平稳, 外部水泥冲击减弱的形势下, 我们认为 2019 年两湖水泥价格仍将保持强势。

图 19: 两湖地区 P.O42.5 水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

## 西南地区水泥行业：下游需求强劲，供需格局向好

### 西南地区供需格局整体向好，高景气无虞

西南地区水泥产量增速领先全国。中铁一局集团物资工贸有限公司官网显示，2018 年前三季度，除西南地区外，全国各大区域水泥产量均下降。而西南地区水泥产量则从二季度开始恢复增长，1-9 月同比增长 1.26%。

西南地区基础设施建设相对薄弱，同时云南和贵州也是我国精准脱贫的主要地区，基建投资提速以及脱贫攻坚将对地区水泥需求形成较好的支撑。前文我们已经指出，多方信号已经表明我国基建投资尤其是西部偏远地区基础设施建设将提速。从西南各个省份公布的重点工程建设规划来看，2018 年水泥需求较 2017 年仍将继续增长。

表 3：西南地区各省市基础设施建设规划

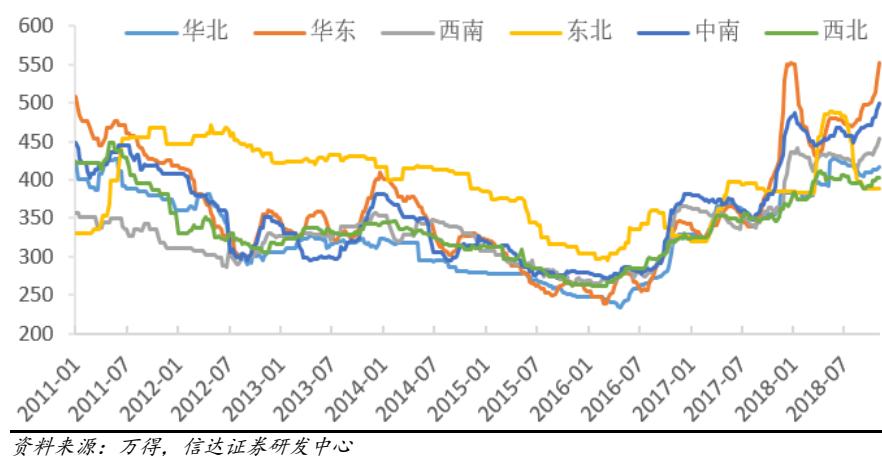
省份	基础设施建设规划
云南省	2018 年云南省政府工作报告透露，2018 年云南省计划完成基础设施建设投资 2290 亿元，其中高速公路建设投资 1400 亿元，铁路建设投资 250 亿元，民航建设投资 40 亿元，水利投资 600 亿元
贵州省	贵州省发改委数据显示，贵州省安排基础设施项目 1067 个，总投资 19092.4 亿元，2018 年度投资目标 3852.7 亿元
四川省	根据 2018 年四川省住房城乡建设工作会议数据，2018 年四川将完成城市基础设施建设投资 1400 亿元；根据四川省政府 2018 重大项目名单，2018 年交通建设将确保完成投资 1300 亿元以上
重庆市	根据重庆市发改委 2018 年市级重点项目建设名单，2018 年重庆市计划完成基础设施建设投资 1722 亿元
西藏自治区	根据西藏自治区 2018 年政府工作报告，2018 年度西藏自治区计划基础设施建设投资 2000 亿元以上

资料来源：各地方政府官网，信达证券研发中心整理

川渝两省市供给收缩明显，西南地区熟料产能利用率稳步提升。受环保限产以及行业协同加强影响，川渝地区是全国水泥供给收缩力度最大的区域，而云贵地区错峰生产尚未全面铺开，西南水泥供给仍存有继续收紧的预期。根据中国产业信息网数据，2017 年西南地区熟料产能利用率为 84.37%，较上年同期提升 4.6 个百分点。

随着区域供需格局向好，处于洼地的西南地区水泥价格有望破茧而出。截至 12 月 14 日，华东、中南、西南地区 PO42.5 平均价较年初均有所增长，但西南地区 PO42.5 平均价涨幅仅为 3.44%，要低于其他两地区。而从绝对价格上看，西南地区 PO42.5 平均价 451 元/吨要远低于华东地区的 578 元/吨和中南地区的 517 元/吨。

图 20：全国各地区水泥均价 (PO42.5, 元/吨)



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 云南：水泥需求强劲，价格有望继续高位运行

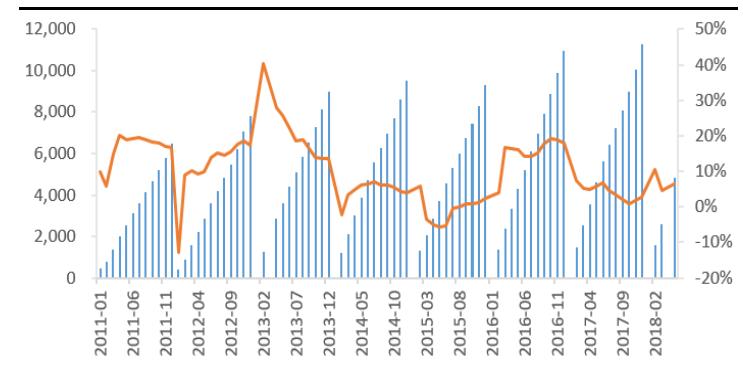
与西南地区整体情况相似，云南省房地产开发投资占固定资产投资比例不高，约为 15%左右，水泥消费需求增量依然来自基础设施建设领域。进入 2018 年以来，云南省房屋新开工面积及房屋施工面积均出现负增长，但水泥产量增速却在不断攀升，因此基础设施建设领域才是云南省水泥消费的主力军。

固定资产投资增速持续提升拉动水泥产量不断走高。2017 年云南省固定资产投资完成额为 1.85 万亿元，同比增长 18%，增速居全国前列；2018 年 1-10 月，固定资产投资完成额为 16131.75 亿元，同比增长 10.40%。2017 年云南省水泥产量为 1.13 亿吨，同比增长 2.7%；2018 年 1-10 月份为 9398.27 万吨，同比增长 6.40%。

在基建补短板以及精准扶贫的指引下，我们对下游水泥需求持乐观态度。根据 2018 年云南省政府工作报告，云南省全年计划完成基础设施建设投资 2290 亿元，其中高速公路建设投资 1400 亿元，铁路建设投资 250 亿元，民航建设投资 40 亿元，水利投资 600 亿元。2017 年下半年贵州省“组组通”方案实施后，极大了拉动当地水泥需求。同为扶贫重点区域，云南相关工作启动稍落后于贵州，以贵州省为参照，扶贫带来的需求空间值得期待。

**图 21：云南省固定资产投资额及增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

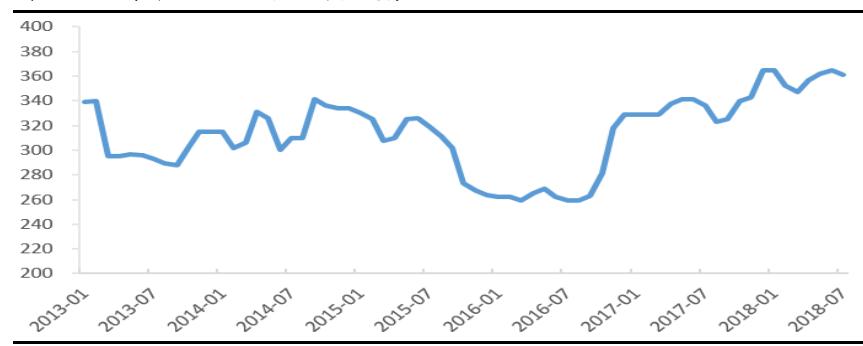
**图 22：云南省水泥产量与增速**


资料来源：万得，信达证券研发中心

云南省目前在建熟料产线较多，2019年存在部分产能冲击，但供给整体可控。根据中国耐火材料网数据，云南省目前共有14条熟料产线在建，合计年产能达到1592万吨，不过大部分产线需在年中或年末投产，对2019年整体供给影响有限。此外需要注意的是，云南省并未参与错峰生产，整体供给还有较大调整空间，稳价能力并未完全释放。

行业集中度不高，整合空间较大，基本面有望继续改善。根据北极星电力网数据，2017年云南省熟料产能约为8967万吨，CR3占比仅为53%，而小企业产能占比超过20%，集中度有待改善。在政策推动和市场自我调节的双重作用下，未来行业内兼并重组行为将是主流趋势，市场集中度低的区域盈利弹性更大。

自2016年7月开始，云南省P.O42.5水泥月均价开启震荡上行模式，至2018年10月，达到378元/吨。随着下游基建需求加速释放，价格有望继续维持高位。

**图 23：云南省P.O42.5水泥价格走势（元/吨）**


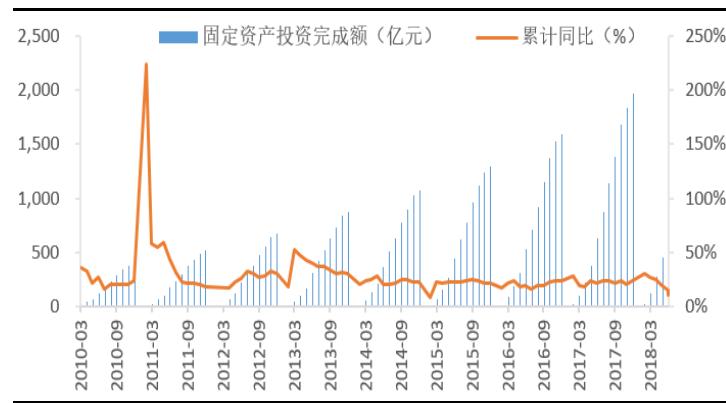
资料来源：万得，信达证券研发中心

## 西藏：供给短缺形势不改，区域水泥企业盈利可期

西藏地区基建需求较大，水泥消费有望维持高速增长。根据 2017 年西藏自治区政府工作报告规划，“十三五”期间，西藏地区固定资产要年均增长 20%左右。2017 年西藏地区固定资产投资为 1975.60 亿元，同比增长 23.80%，我们预计未来三年仍将高速增长。由于地区交通基础设施薄弱，西藏政府计划在“十三五”期间投资 5431 亿元进行公路交通基础设施建设，铁路建设投资也将达到 1600 亿元。川藏、滇藏、甘藏和新藏四大入藏铁路中，川藏铁路目前已经开工建设，总投资达到 2700 亿元，其余三条也处于积极筹划当中。交通投资的高景气将极大利好地区水泥需求。

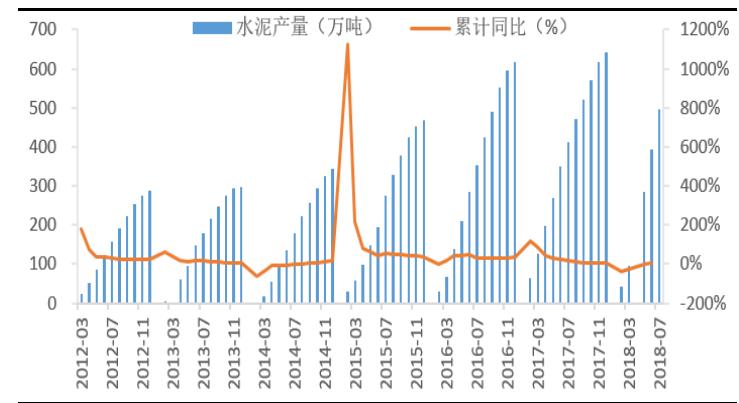
从水泥产量来看，2016 年之前西藏水泥产量一直保持高速增长，而 2017 年以来增速则明显下滑。这并非是需求减少引起的，而是西藏地区水泥产能有限所致，当前产能利用率已超过 100%，产量继续增加空间极其有限。西藏地区水泥产量并不能完全反应实际需求。

图 24：西藏固定资产投资情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：西藏水泥产量与增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

供不应求推动产能提升，但中短期供给短缺格局不改。由于产能严重不足，在全国水泥行业“去产能”的背景下，西藏地区仍有新增产能规划。如华新水泥(西藏)山南三线已于 2018 年 8 月点火投产，日喀则二期 3000t/d 产线也有望 2019 年投产。根据西藏发改委数据，若目前规划产能全部投产后，水泥实际总产能将达到 900 万吨左右，然而到 2020 年水泥需求量预计将达到 1700 万吨左右，水泥缺口仍将有 800 万吨。

表 4：西藏地区在产水泥产线情况

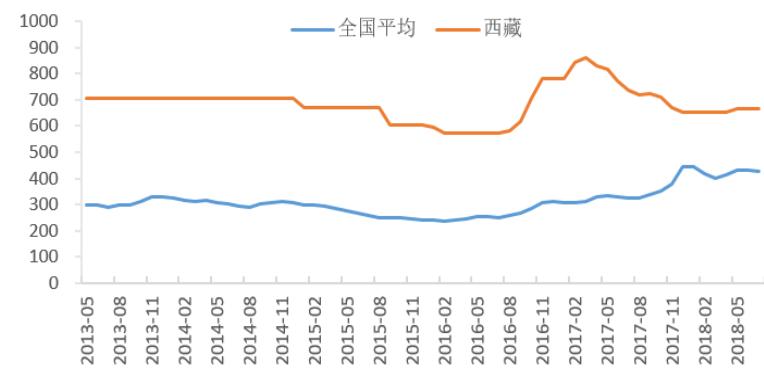
企业名称	地点	产能 (t/d)
西藏高争建材股份有限公司	拉萨	2000
西藏高争建材股份有限公司	拉萨	2000
华新水泥（西藏）有限公司	山南	1000

华新水泥（西藏）有限公司	山南	2500
华新水泥（西藏）有限公司	山南	3000
西藏昌都高争建材股份有限公司	昌都	2000
西藏日喀则高新雪莲水泥有限公司	日喀则	2000
西藏藏中建材股份有限公司	拉萨	4000

资料来源：信达证券研发中心整理

一方面西藏本地水泥产能难以满足需求，而另一方面由于地理位置等原因，外地水泥进入成本较高，导致水泥价格始终在高位震荡。2017年3月，西藏地区P.O42.5水泥月均价曾一度攀升至862元/吨，约为同期全国均价的2.75倍。2018年10月，西藏P.O42.5水泥月均价为651元/吨，虽受政府限价等因素的影响，较高点有所下滑，但仍远高于全国平均价格。我们认为，西藏地区水泥供需紧张格局在短期不会反转，区域内企业仍将保持相对较好的盈利水平。

**图 26：西藏及全国P.O42.5水泥价格走势（元/吨）**



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

## 公司各业务板块经营状况良好，业绩仍有上行空间

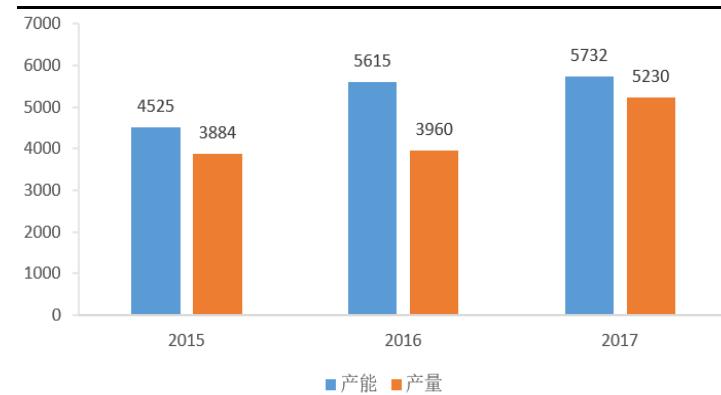
### 水泥业务弹性较高，盈利延续增长态势

#### 产能版图持续扩张，产量提升明显

并购整合叠加新建产线陆续投产，公司水泥熟料产能稳步扩张。自 2016 年开始，公司不断对拉豪集团国内资源进行整合，先后完成对拉法基中国旗下云南拉法基建材投资有限公司等 6 家公司的收购。截至 2017 年末，公司水泥、熟料产能分别规模达到 9,010 万吨/年和 5,732 万吨/年。2018 年 3 月，公司收购拉法基中国持有的重庆参天公司 100% 股权（该公司水泥年产能为 155 万吨），至此完成对拉豪集团非上市水泥资产的整合。此外，公司各新建项目也在有序推进中，西藏山南三期 3000 吨/日水泥熟料生产线已于 2018 年 8 月底点火投产，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也将在 2018 年底开工建设。

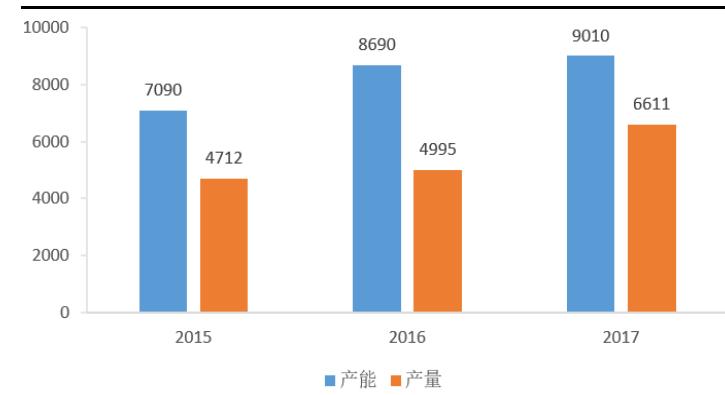
产能利用率高位运行，产量增长迅速。2017 年公司熟料产量为 5230 万吨，较上年同期增长 32.07%；产能利用率为 91.24%，同比提升 20.72 个百分点。公司水泥产量为 6611 万吨，较上年同期增长 32.35%；产能利用率为 73.37%，同比提升 15.89 个百分点。2018 年上半年公司水泥熟料产销状况依然良好，共销售水泥及商品熟料 3216 万吨，同比增长 1.13%。公司产能利用率高企的原因，一方面是业务所在地需求韧性较强，另一方面湖北省产线受益水泥窑协同处置，受错峰限产影响较小，同时云南省错峰生产力度本身较小以及西藏地区供给缺口支撑相关产能运转。

图 27：2015-2017 年公司熟料产能及产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28：2015-2017 年公司水泥产能及产量情况（万吨）



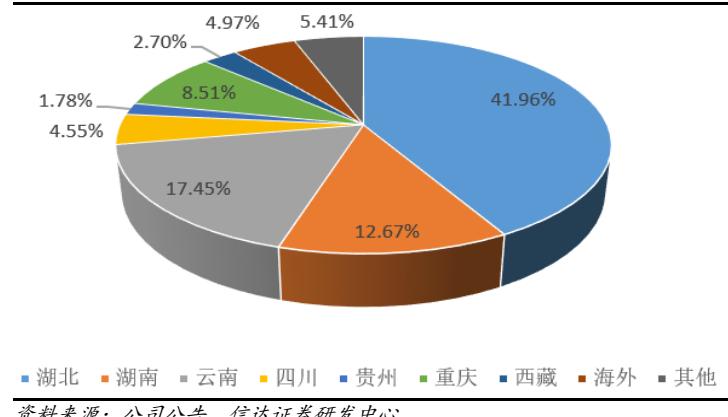
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 各区域业务进展良好，西南地区成长可期

湖北省水泥熟料产能占比最高，西南地区产能权重不断增加。公司产能布局主要集中在两湖以及西南地区，根据公司公告，截至 2017 年末公司水泥、熟料产能最多的省份是湖北、云南和湖南，熟料占比分别为 41.96%、17.45% 和 12.67%；水泥产能占比分别为 40.18%、14.98% 和 16.59%。西南地区熟料产能共计 2006 万吨，占总产能比重为 35.00%，水泥产能共计 3030 万吨，占总产能比重为 33.63%。2018 年随着重庆参天年产 155 万吨水泥熟料产线并表以及西藏山南三期 3000 吨/日水泥熟料生产线投产，目前公司西南地区熟料产能约为 2250 万吨。未来随着云南禄劝 4000 吨/日水泥熟料生产线建成投产，以及对拉法基剩余水泥资产的收购，公司在西南地区产能仍有较大上涨空间。

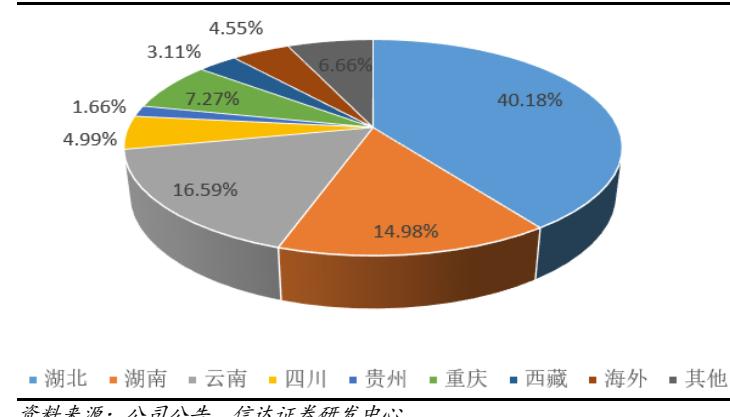
“一带一路”拉动周边国家基建需求，公司海外布局进程持续推进。当前“一带一路”沿线的中东、中亚、东南亚等地区基建需求较大，吨毛利水平较高，盈利空间要高于国内，因此我国多家水泥企业均在积极拓展海外业务。公司目前在海外共有 3 条熟料生产线，分别为塔吉克斯坦 2 条 3000 吨/日产线和柬埔寨 1 条 3200 吨/日产线，尼泊尔 2800 吨/天水泥熟料生产线项目预计也将在 2018 年底开工建设。

图 29：公司各地区熟料产能分布情况（截至 2017 年末）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

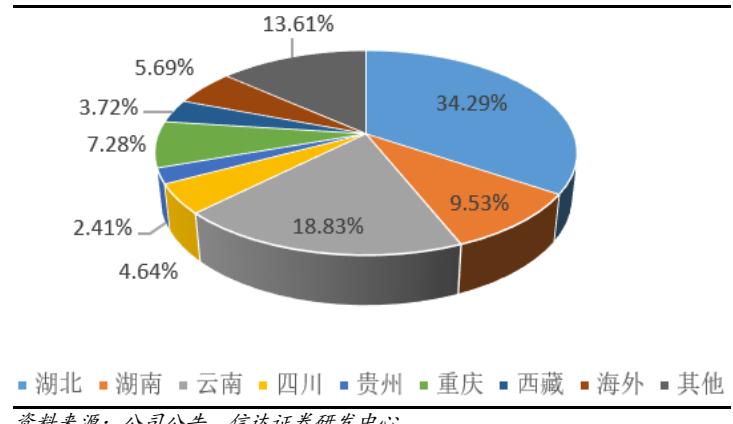
图 30：公司各地区水泥产能分布情况（截至 2017 年末）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

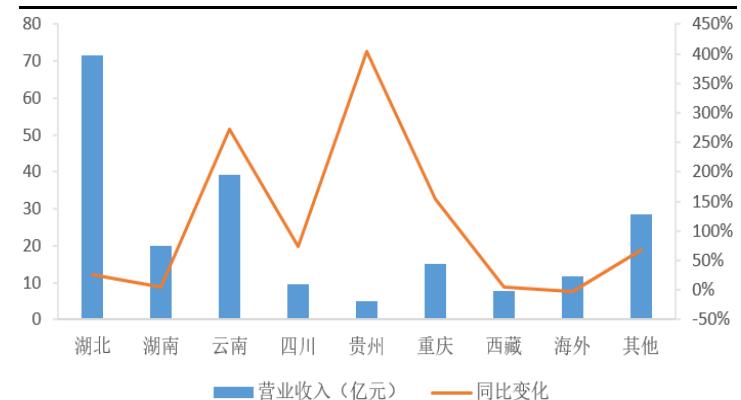
公司大部分区域营收均有不同程度增长，西南地区增幅尤其亮眼，后续贡献有望持续增加。公司目前是湖北第一、湖南第三的水泥厂商，尤其在湖北省市占率达到了 24%。2017 年公司在湖北省实现营业收入 71.63 亿元，同比增长 26.38%，占总营收的 34.29%，依然是公司第一大市场。此外受益水泥市场持续高景气，量价齐升使公司在西南地区的营收规模大幅增长，占营业总收入的比重已达到 36.90%，其中云南、四川、贵州、重庆、西藏分别实现营业收入 39.34 亿元、9.7 亿元、5.04 亿元、15.2 亿元和 7.78 亿元，同比增加 271.69%、74.33%、404.23%、154.06% 和 5.86%。

图 31: 2017 年公司分地区营业收入占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32: 2017 年公司分地区营收及变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

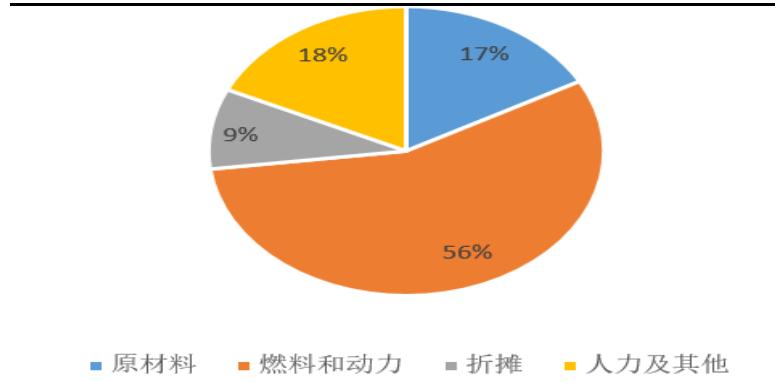
### 坐拥资源优势，成本控制助力盈利提升

根据华新水泥 2017 年年报数据，公司水泥生产成本主要有四大部分构成：原材料、燃料和动力、折摊、人力及其他，占比分别为 17%、56%、9% 和 18%。

燃料及动力占公司水泥成本比重最高，但电力价格受到政府管控，变动幅度较小，而煤炭主要为外购，价格随行就市，因此煤炭价格的变动对水泥企业的成本影响最大。2017 年以来煤炭价格高位震荡，加大了公司煤炭采购成本控制压力，进而推升水泥生产成本。根据信达证券煤炭组研究观点，2019 年煤炭价格中枢稳定，因此我们认为公司成本端压力不会继续攀升。

公司石灰石基本实现自给自足，受价格波动影响较小，原材料成本管控能力较强。近年来，受环保趋严、矿山治理等因素的影响，石灰石价格不断走高。然而公司自身石灰石矿产资源储备丰富，截至 2017 年末，已获得采矿许可证的石灰石总储量约 18.69 亿吨，所需石灰石自供比例高达 94%。在水泥价格高企的背景下，优秀的成本控制能力将助力公司盈利进一步提升。

图 33: 2017 年公司水泥生产成本构成



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

### 产品量价齐升, 骨料业务驶入发展快车道

需求平稳增长, 供给收缩明显, 骨料行业已步入上行周期。骨料是混凝土及砂浆中起骨架和填充作用的粒状材料, 根据来源不同分为天然砂石和机制砂石。随着我国经济发展稳中向好, 骨料消费市场也在稳步扩张, 中国砂石骨料网预计我国 2020 年砂石骨料市场规模有望达到 200 亿吨。而在供给端, 随着河砂等天然砂石资源日渐枯竭, 全国多地河砂开采政策收紧, 禁采范围逐步扩大, 产量大幅减少。此外受环保监管加强、矿山治理力度加大等因素的影响, 许多砂石行业小企业加速退出, 机制砂供给也在下滑。2017 年以来, 供需基本面偏紧推动骨料价格不断上涨, 根据中国砂石骨料网数据, 西南碎石价格在 2017 年初约为 50 元/吨, 而 2018 年 11 月则升至 110 元/吨左右。

表 5: 部分河道采砂管理政策

时间	政策	内容
2016.9	《江西省河道采砂管理条例》	规定河砂开采实行总量控制制度, 逐步减少年度河道砂石开采总量
2017.9	《水利部关于开展长江非法采砂专项整治行动的通知》	加强日常执法巡查、严厉打击非法采砂、加强禁采期采砂船舶集中停靠监管
2017.11	《全面推行河长制意见》	严禁以各种名义侵占河道非法采砂
2017.11	《湖南省河道采砂管理办法》	明确规定了河砂禁采区和禁采期
2018.6	《全国河湖采砂专项整治行动方案》	严厉打击非法采砂行为, 清理整治非法堆砂场, 建立完善河湖采砂管理长效机制

资料来源: 信达证券研发中心整理

表 6：部分矿山治理部分政策

时间	部门	政策	内容
2017.06	原国土资源部	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	构建部门协同、四级联创的工作机制，加大政策支持，加快绿色矿山建设进程，力争到 2020 年，形成符合生态文明建设要求的矿业发展新模式。建设 50 个以上绿色矿业发展示范区
2017.12	中国砂石协会	《砂石行业绿色矿山建设规范》	我国矿业期盼已久的绿色矿山建设规范很快颁布实施。矿石行业的《砂石行业绿色矿山建设规范》等 9 个行业的绿色矿山建设规范通过了技术审查，有望明年颁布实施
2018.01	湖南省国土资源厅	《湖南省绿色矿山建设工作方案》	新建矿山企业必须全部按照绿色矿山建设要求进行建设；到 2020 年，完成 100 家在建、生产矿山企业的绿色矿山建设工作
2018.01	原国土资源部	《关于进一步规范矿产资源勘查审批登记管理的通知》	对矿产资源勘查准入，探矿权新立、延续、保留和变更的审批管理，以及探矿权的监督管理作出进一步规范。
2018.05	唐山市公安局、国土资源局等	《关于严厉打击非法违法采矿行为的通告》	要求露天非金属矿山全部停产，未经市政府批准擅自恢复生产的，一律取消整治资格。凡达不到环保、安全生产标准，无法整改或整改后仍不达标的，一律关闭取缔

资料来源：各部委网站，地方政府网站，信达证券研发中心整理

公司骨料业务具备天然优势，纵向一体化发展潜力十足。骨料与水泥熟料生产在资源和技术方面有较多共通之处，不仅石灰石资源可以共用，提升石灰石资源利用率，而且在石灰石开采、破碎、运输等流程中，公司也积累了较为丰富的经验，对生产成本控制能力较强。此外，水泥和骨料下游客户高度重合，与纯粹的砂石企业相比，客户资源明显占优。“骨料+水泥+混凝土”纵向一体化产业链的形成，还将有利于公司完成对下游企业所需原材料的整合，提升议价权。

骨料业绩大幅提升，产能增量孕育想象空间。2017 年以来，受益骨料价格上涨，公司骨料业务盈利能力大幅提高。2017 年，公司骨料销量 1152.6 万吨，同比增加 53.7%；实现营业收入 5.13 亿元，同比增长 107.04%；毛利率更是远超其他业务，达到 52.73%，同比提升 15.26 个百分点。2018 年上半年公司骨料业绩再上一个台阶，销量为 612 万吨，同比增长 12.37%；实现营业收入 33.93 亿元，同比增长 54.48%；毛利率高达 63.53%，创历史新高。截至 2018 年 6 月，公司骨料产能为 2100 万吨/年，根据公司公告，西藏山南 300 万吨/年、四川渠县 300 万吨/年、云南开远 200 万吨/年等骨料项目正在积极建设之中，建成后产能将大幅增加。在行业持续高景气的背景下，骨料业务有望成为公司新的利润增长点。

## “显性增长” + “隐性福利”，水泥窑协同处置推升公司业绩

水泥窑协同处置是水泥工业提出的一种新的废弃物处置手段，通过将满足或经过预处理后满足入窑要求的固体废物投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时实现对固体废物的无害化处置过程。上世纪 90 年代开始，水泥窑协同处置进入我国市场，此后政府也陆续出台相关政策鼓励其发展。尤其在 2014 年以来，由于政策法规的不断完善以及水泥窑协同处置企业不参与错峰生产的规定，水泥窑协同处置步入快速发展期。

表 7：部分水泥窑协同处置政策

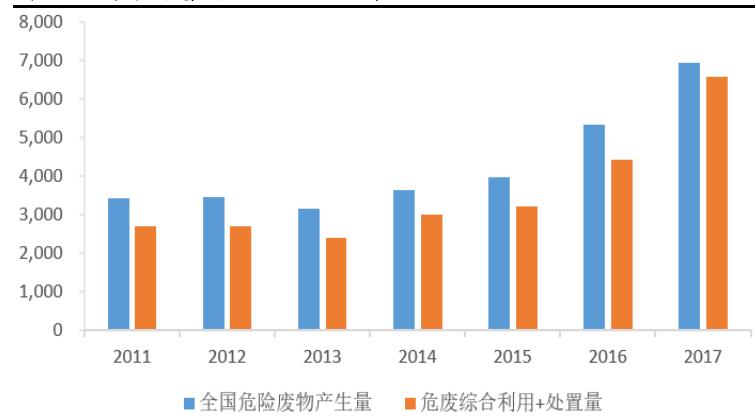
时间	政策	内容
2006.10	《水泥工业产业发展政策》	发展循环经济，利用大型水泥厂处理固废、垃圾
2010.4	《生活垃圾处理技术指南》	经过分类的生活垃圾，可作为替代燃料进入城市附近大型水泥厂的新型干法水泥窑处理
2011.12	《“十二五”资源综合利用指导意见》	鼓励利用水泥窑协同处置城市生活垃圾、污泥及固废
2016.6	《国家危险废物名录》	水泥窑协同处置过程不按危险废物管理
2016.10	《建材工业发展规划（2016—2020 年）》	规划协同处置目标：2020 年水泥窑协同处置生产线占比 15%，废弃物燃料占比 20%
2016.12	《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》	新建、改建或扩建处置危险废物的水泥企业，应选择单线设计熟料生产规模 4000 吨/日及以上水泥窑
2016.12	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	条件具备的地区，可开展水泥窑协同处理、飞灰减量化、分类后有机垃圾生物处理等试点示范
2017.6	《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南》	按照《危险废物经营许可证管理办法》第五条的有关许可条件，针对水泥窑协同处置危险废物经营单位的特点和存在的主要问题，进一步细化了相关要求。
2018.3	《生活垃圾焚烧发电建设项目环境准入条件》	生活垃圾经处理满足《水泥窑协同处置固体废物污染控制标准》要求后，可豁免进入水泥窑协同处置

资料来源：信达证券研发中心整理

华新水泥是比较早进入水泥窑协同处置领域的水泥企业，自 2007 年成立华新环境工程（武穴）有限公司后，经过十多年的积累，目前已形成涵盖市政生活垃圾、市政污泥、工业危废、医疗危废、污染土、漂浮物的六大处置平台。截至 2017 年末，公司水泥窑协同处置业务已覆盖湖北、湖南、重庆、广东、河南、云南、四川和上海等八个省市。2017 年公司共处置各类废弃物 181.6 万吨，同比增长 21%；2018 年上半年，各类废弃物入窑处置量达到 68.38 万吨，同比提升 18.4%。根据公司目前规划，若在建项目全部投产后，废弃物处置产能将达到 550 万吨/年，处于行业领先地位。

危废处置行业将持续高景气，公司水泥窑协同处置业绩有望继续提升。近年来危废产量逐年上升，由于企业申报产量低于实际情况，而危废处置实际产能也要低于经营许可证产能，因此供需缺口要远比数据显示的严峻。此外，2016年1月开始的环保督查对危废非法处置行为进行了严厉打击，进入2018年，环保督查“回头看”表明高压监管仍在持续。在环保执法趋严、处理能力存在缺口的背景下，我们预计危废处置行业景气度有望持续，公司环保业务发展迎来较好契机。

图 34：我国危废产量及处置缺口情况（万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

水泥窑协同处置业务的发展不仅带来相应业绩增量，也将使公司水泥业务充分享受相关产线不参与错峰生产带来的“隐形福利”。2016年工信部发布《工业和信息化部环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，提出“承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷”。其实政府补贴并不能完全覆盖协同处置生活垃圾的成本，但是不参与或者少参与错峰生产带来的效益提升远高于这部分缺口。随着水泥行业错峰生产范围与时间均在加大，具备协同处置产线的水泥企业将充分受益。华新水泥主要产能所在地湖北和湖南在2018年发布的错峰生产通知中，均指出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。公司协同处置熟料产线多数集中在湖北省，因此水泥产品错峰时段产量不减，将持续带动公司业绩上扬。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

我们认为两湖及西南地区水泥行业高景气仍将维持，伴随公司新增产能释放，公司18-20年营业收入分别为276.58、297.47和319.90亿元，同比增长32.40%、7.55%和7.54%；毛利率为41.19%、41.65%和42.08%，分别提升11.64、0.46和0.43个百分点。根据公司当前股本计算，我们预计华新水泥18-20年摊薄EPS分别为3.25元、3.60元和3.96元。以2018-12-20收盘价17.24元，对应的18-20年PE分别为5X、5X和4X。

表8：华新水泥盈利预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	208.89	276.58	297.47	319.90
同比（%）	54.44	32.40	7.55	7.54
其中：水泥销售业务（万元）	177.91	232.28	244.03	256.23
同比（%）	56.65	30.56	5.06	5.00
其中：熟料销售业务（万元）	7.38	9.63	10.12	10.63
同比（%）	32.90	30.49	5.09	5.04
其中：混凝土销售业务（万元）	9.42	12.01	12.01	12.01
同比（%）	32.80	27.49	0.00	0.00
其中：骨料销售业务（万元）	5.13	7.67	13.51	19.85
同比（%）	107.04	49.51	76.14	46.93
其中：其他业务（万元）	7.98	13.56	16.27	19.53
同比（%）	43.38	69.92	19.99	20.04
营业成本（万元）	147.16	162.66	173.56	185.29
同比（%）	47.59	10.53	6.70	6.76
毛利率（%）	29.55	41.19	41.65	42.08

资料来源：公司公告，信达证券研发中心。

### 相对估值与投资评级

选取A股中部分水泥行业上市公司做对比，可比公司PE（2019E）均值为6倍，而华新水泥的PE（2019E）为5倍，处于行业偏低水平。考虑到公司西南地区水泥业务成长空间较大，且骨料业务发展迅猛，看好其未来高增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9：华新水泥可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	TTM	2018E	2019E
600585.SH	海螺水泥	30.15	5.55	5.87	6.17	6	5	5
000789.SZ	万年青	11.23	1.99	2.23	2.43	6	6	5
000672.SZ	上峰水泥	8.54	1.60	1.88	2.22	6	5	4
002233.SZ	塔牌集团	10.13	1.54	1.75	1.99	8	7	6
000401.SZ	冀东水泥	13.09	1.19	1.40	1.61	15	11	9
均值			2.37	2.62	2.88	8	7	6
600801.SH	华新水泥	17.24	3.25	3.60	3.96	6	5	4

资料来源：除华新水泥外，其他盈利预测来自万得一致预期，股价为 2018 年 12 月 20 日收盘价

## 风险因素

- 1、宏观经济下行风险。水泥行业需求与基础设施建设和房地产发展息息相关，在宏观经济下行周期，水泥行业需求受到严重冲击，导致产品价格和企业盈利大幅下滑。
- 2、市场竞争风险。我国水泥行业属于完全竞争性行业，企业数量较多，市场竞争激烈。若市场集中度提升不及预期，行业激烈竞争形势仍将延续。
- 3、水泥行业供给端收缩不达预期风险。在水泥消费需求平稳的情况下，价格仍能维持高位的原因在于供给端的约束。若错峰生产执行力度及行业去产能进程不达预期，将对行业经营状况造成冲击。
- 4、原燃材料成本上升风险。公司生产水泥的原燃材料以煤和电为主，占生产成本的 50%以上。煤炭价格波动将直接影响公司盈利水平。
- 5、新业务拓展不及预期风险。公司骨料及协同处置规划及在建项目较多，若项目推进受阻，利润将难以释放。
- 6、汇率波动风险。公司在海外有一定业务布局，若因当地汇率波动造成汇兑损失，将侵蚀公司部分利润。

资产负债表						利润表					
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	7,424.81	8,767.04	11,150.75	15,303.70	19,837.19	<b>营业收入</b>	13,525.76	20,889.29	27,658.04	29,747.27	31,989.78
货币资金	3,719.38	3,606.25	5,032.95	8,813.66	12,947.33	营业成本	9,971.00	14,716.49	16,265.68	17,356.18	18,528.76
应收票据	828.79	1,711.16	2,265.63	2,436.77	2,620.46	营业税金及附加	207.56	331.81	435.55	468.45	503.77
应收账款	502.37	642.21	850.31	914.54	983.48	营业费用	1,105.52	1,402.12	1,932.15	2,078.11	2,234.76
预付账款	66.41	225.64	249.39	266.11	284.09	管理费用	939.28	1,204.02	1,658.22	1,783.47	1,917.92
存货	1,174.26	1,621.48	1,792.17	1,912.33	2,041.52	财务费用	569.40	660.63	588.56	533.64	528.63
其他	1,133.59	960.30	960.30	960.30	960.30	资产减值损失	35.62	269.47	75.69	82.17	94.83
<b>非流动资产</b>	20,001.94	21,732.28	23,589.41	25,596.61	27,820.21	公允价值变动收益	0.86	2.70	0.00	0.00	0.00
长期投资	387.51	435.00	435.00	435.00	435.00	投资净收益	85.51	108.41	77.16	90.36	91.98
固定资产	15,343.82	15,756.94	16,087.11	18,338.22	19,906.41	<b>营业利润</b>	783.75	2,579.50	6,779.34	7,535.60	8,273.08
无形资产	2,295.25	3,026.75	3,757.38	4,226.62	4,797.68	营业外收入	155.71	272.31	206.04	206.04	206.04
其他	1,975.36	2,513.58	3,309.92	2,596.78	2,681.11	营业外支出	132.46	39.78	71.66	81.30	64.25
<b>资产总计</b>	27,426.75	30,499.32	34,740.17	40,900.32	47,657.40	<b>利润总额</b>	807.00	2,812.03	6,913.72	7,660.34	8,414.88
<b>流动负债</b>	9,801.10	9,240.40	9,724.61	10,139.50	10,585.43	所得税	186.16	600.28	1,728.43	1,915.08	2,103.72
短期借款	904.00	1,141.50	841.50	841.50	841.50	<b>净利润</b>	620.83	2,211.76	5,185.29	5,745.25	6,311.16
应付账款	3,132.39	4,139.58	4,575.34	4,882.09	5,211.92	少数股东损益	168.89	134.12	314.43	348.38	382.70
其他	5,764.71	3,959.32	4,307.76	4,415.92	4,532.00	<b>归属母公司净利润</b>	451.94	2,077.64	4,870.86	5,396.87	5,928.46
<b>非流动负债</b>	6,251.95	8,103.36	7,007.00	7,007.00	7,007.00	EBITDA	2,959.55	5,065.50	9,156.78	10,003.01	10,947.78
长期借款	3,634.95	4,058.96	3,058.96	3,058.96	3,058.96	EPS	0.30	1.39	3.25	3.60	3.96
其他	2,617.00	4,044.40	3,948.04	3,948.04	3,948.04						
<b>负债合计</b>	16,053.05	17,343.75	16,731.61	17,146.51	17,592.40						
少数股东权益	1,378.83	1,255.77	1,570.19	1,918.58	2,301.28						
<b>归属母公司股东权益</b>	9,994.86	11,899.80	16,438.36	21,835.23	27,763.69						
<b>负债和股东权益</b>	27,426.75	30,499.32	34,740.17	40,900.32	47,657.40						
重要财务指标						单位:百万元					
主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	经营活动现金流	3,096.15	3,904.08	7,203.61	8,074.24	8,810.36
营业收入	13,525.76	20,889.29	27,658.04	29,747.27	31,989.78	净利润	620.83	2,211.76	5,185.29	5,745.25	6,311.16
同比(%)	1.92%	54.44%	32.40%	7.55%	7.54%	折旧摊销	1,580.24	1,612.28	1,634.42	1,783.83	1,969.06
归属母公司净利润	451.94	2,077.64	4,870.86	5,396.87	5,928.46	财务费用	572.31	641.18	608.64	558.84	563.84
同比(%)	339.82%	359.72%	134.44%	10.80%	9.85%	投资损失	-85.51	-108.41	-77.16	-90.36	-91.98
毛利率(%)	26.28%	29.55%	41.19%	41.65%	42.08%	营运资金变动	318.73	-537.97	-248.49	-39.52	-48.73
ROE(%)	4.61%	18.98%	34.38%	28.20%	23.91%	其它	89.55	85.23	100.91	116.19	107.00
每股收益(摊薄, 元)	0.30	1.39	3.25	3.60	3.96	<b>投资活动现金流</b>	-2,004.54	-1,634.31	-3,448.94	-3,734.69	-4,112.85
P/E	57	12	5	5	4	资本支出	-1,175.88	-1,093.34	-3,526.10	-3,825.05	-4,204.83
P/B	2.58	2.17	1.57	1.18	0.93	长期投资	-49.01	175.71	77.16	90.36	91.98
EV/EBITDA	12.36	7.11	3.79	3.47	3.17	其他	-779.65	-716.68	0.00	0.00	0.00
						<b>筹资活动现金流</b>	679.95	-2,359.49	-2,137.96	-358.84	-358.84
						吸收投资	2.00	6.00	0.00	0.00	0.00
						借款	67.49	-1,267.20	-1,300.00	0.00	0.00
						支付利息或股息	658.20	833.26	837.96	358.84	358.84
						现金净增加额	1779.81	-109.98	1426.71	3780.71	4133.67

## 有色金属与钢铁小组简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 *Review of Futures Markets* , *Journal of Portfolio Management* ,*Journal of Trading* 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

**唐伊辰**，有色金属/环保行业研究员。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

**冯孟乾**，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<p><b>买入：</b>股价相对强于基准 20% 以上；</p> <p><b>增持：</b>股价相对强于基准 5%~20%；</p> <p><b>持有：</b>股价相对基准波动在±5% 之间；</p> <p><b>卖出：</b>股价相对弱于基准 5% 以下。</p>	<p><b>看好：</b>行业指数超越基准；</p> <p><b>中性：</b>行业指数与基准基本持平；</p> <p><b>看淡：</b>行业指数弱于基准。</p>

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。