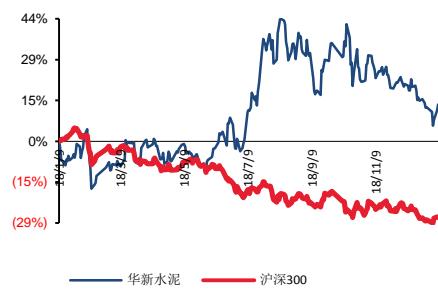




材料 材料 II

华新水泥 18 年业绩预增点评: Q4 价格创历史新高, 全年业绩再超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,498/1,498
总市值/流通(百万元)	25,264/25,264
12 个月最高/最低(元)	21.44/12.60

相关研究报告:

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件: 公司发布 2018 年业绩预增公告, 预计 18 年归母净利润增加 28.94-33.09 亿元, 同比增长 13%-15%, 达到 49.72-53.87 亿元; 其中 Q4 单季度归母净利润达到 15.61-19.76 亿元, 同比增长 51.85%-92.22%, 继续超出市场预期; 扣非后归母净利润增加 31.73-35.33 亿元, 同增 176%-196%, 达到 49.76-53.37 亿元。

首次覆盖, 给予“买入”评级: 我们认为, 19 年地产下行周期加剧了市场对需求的担忧, 但基建逆周期调节的作用或逐步显现, 预计水泥需求仍处于平台期, 区域分化继续加速, 而公司位于西藏及云南等高景气区域的产能适时释放, 将充分受益于区域高景气红利; 同时, 公司加速产业链延伸, 骨料及危废处理业务有望带来新的业绩增长点。预计 18-20 年公司业绩分别为 51.6、53.2 和 54.7 亿元 (EPS 分别为 3.45、3.55 和 3.65 元), 同比增长 148.32%、3.02% 和 2.93%, 对应 PE 分别为 4.9、4.8 和 4.6 倍, 参考可比公司估值, 给予目标价 22.4 元。

Q4 延续高景气度, 价格创历史新高。 我们测算, 公司 Q4 吨出厂均价约为 363 元, 同比提升 64 元/吨, 环比提升约 30 元/吨, 价格创历史新高; 我们认为, Q4 价格大涨一方面得益于地产新开工持续超预期, 年前抢工期提供需求支撑; 另一方面冬季错峰生产依旧有序进行, 整体供需格局进一步改善, 低库存下支撑价格上涨; 其中两湖地区价格在 Q3 高基数上继续上涨 30-60 元/吨, 西南地区均价上涨 10-20 元/吨; **从单吨情况来看**, 我们测算 Q4 公司吨成本约 209 元, 同比提升 20 元左右, 主要由于原燃料价格上涨以及 Q4 错峰停产检修费用增加所致, 但价格上涨完全覆盖成本波动, 吨毛利约为 154 元, 同比提升约 45 元, 盈利能力进一步提升; 公司吨三费约 44 元, 同比增长 2 元/吨左右。

受益于地产新开工持续超预期, 预计 Q4 销量同增 1.8%。 我们测算, 公司 Q4 销量约为 2000 万吨, 同比增长约 1.79%, 预计全年销量突破 7000 万吨, 同比增长接近 3%, 继续超市场预期。我们认为, 销量超预期的原因一是地产新开工维持高位 (1-11 月份新开工增速为 16.8%), 施工面积持续增长提供需求支撑, 1-11 月份湖南湖北水泥产量同增 1.19%、0.44%, 需求保持平稳; 二是西南地区受益于精准扶贫, 农村基建拉动需求明显, 1-11 月份区域需求同增 7.38%, 继续领跑全国, 其中云南 (+7.2%)、重庆 (+7.27%)、四川 (+7.71%)、贵州 (+4.88%) 等地需求持续改善, 预计在基建补短板的基调下, 需求仍有支撑。

现金流大幅改善, 分红比例有望提升。 公司三季末在手现金达到 44 亿元,

预计在 Q4 高盈利背景下，现金流将进一步改善。我们认为，充沛的现金流一方面可以保障公司各项业务有序进行，偿还负债优化债务结构；另一方面有望提升分红比例，加大回馈股东力度，17 年公司现金分红比例为 20%，预计 18 年有望提升至 30%，股息率将达 5%以上。

骨料销量同增 26%，环保业务稳步推进。公司骨料业务发展迅速，目前长阳、西藏、渠县、开远、华坪等年产 200-600 万吨骨料项目稳步推进中，力争未来 2-3 年形成年产 1 亿吨的骨料产能，18 年公司骨料销量增长 26%，发展十分迅速，我们预计公司骨料毛利率在 60%以上，盈利能力突出，由于国家对矿山开采督查日趋严格，骨料资源壁垒属性日渐凸显；同时，公司拥有武穴、十堰等 9 大环保在建项目，未来年处理量有望达到 550 万吨的总产能，其中公司加速拓展危废处理业务，水泥窑协同处置危废兼具环保性及经济效益，随着产能释放有望抢占一片新蓝海。

西藏基地生产线相继投产，区域市占率进一步提升。2018 年公司西藏山南三期 3000 吨/日及日喀则 3000 吨/天生产线项目相继投产，区域产能占比达到 65.7%，为西藏地区绝对龙头。我们测算，按照公司西藏地区含税均价约 650 元/吨左右计算，吨毛利在 300 元以上，由于西藏地区特殊的地理位置，当地产能优势明显，随着公司西藏地区市占率进一步提升，将进一步增厚公司业绩。

风险提示：房地产投资大幅下滑，错峰生产不及预期，置换产能大幅释放

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	20889	27085	27509	27729
(+/-%)	54.44	29.66	1.57	0.80
净利润(百万元)	2078	5159	5315	5471
(+/-%)	359.72	148.32	3.02	2.93
摊薄每股收益(元)	1.39	3.45	3.55	3.65
市盈率(PE)	12.03	4.92	4.78	4.64

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3719	3606	4645	6985	10525	营业收入	13526	20889	27085	27509	27729
应收和预付款项	569	868	991	1006	1013	营业成本	9971	14716	16214	16472	16546
存货	1174	1621	1558	1576	1580	营业税金及附加	208	332	430	437	440
其他流动资产	1962	2671	3183	3223	3245	销售费用	1106	1402	1818	1846	1861
流动资产合计	7425	8767	10376	12791	16363	管理费用	939	1204	1561	1586	1598
长期股权投资	388	435	475	475	475	财务费用	569	661	280	149	46
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	36	269	25	20	18
固定资产	15344	15757	15242	14466	13568	投资收益	86	108	105	100	98
在建工程	771	1248	2368	2868	3268	公允价值变动	1	3	0	0	0
无形资产开发支出	2295	3027	3368	3832	4214	营业利润	784	2580	6861	7099	7317
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	23	233	246	223	220
其他非流动资产	20002	21732	22736	22918	22804	利润总额	807	2812	7107	7322	7537
资产总计	27427	30499	33112	35709	39167	所得税	186	600	1517	1563	1609
短期借款	904	1142	542	176	169	净利润	621	2212	5590	5759	5928
应付和预收款项	3440	4702	4736	4811	4835	少数股东损益	169	134	431	444	457
长期借款	3635	4059	2559	1959	1459	归母股东净利润	452	2078	5159	5315	5471
其他负债	8074	7441	8027	7253	6764						
负债合计	16053	17344	15864	14199	13227						
股本	1498	1498	1498	1498	1498						
资本公积	2510	2510	2510	2510	2510						
留存收益	5985	7912	11574	15391	19364						
归母公司股东权益	9995	11900	15561	19379	23352						
少数股东权益	1379	1256	1687	2131	2588						
股东权益合计	11374	13156	17248	21510	25940						
负债和股东权益	27427	30499	33112	35709	39167						
现金流量表(百万)					预测指标						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	3096	3904	6934	7407	7573	毛利率	26.28%	29.55%	40.14%	40.12%	40.33%
投资性现金流	-2005	-1634	-2287	-1585	-1377	销售净利率	3.34%	9.95%	19.05%	19.32%	19.73%
融资性现金流	680	-2359	-3607	-3482	-2656	销售收入增长率	1.92%	54.44%	29.66%	1.57%	0.80%
现金增加额	8	-20	0	0	0	EBIT 增长率	36.08%	152.30%	112.73%	1.13%	1.50%
						净利润增长率	339.82%	359.72%	148.32%	3.02%	2.93%
						ROE	4.52%	17.46%	33.15%	27.43%	23.43%
						ROA	1.65%	6.81%	15.58%	14.88%	13.97%
						ROIC	6.13%	14.47%	30.92%	31.01%	31.68%
						EPS(X)	0.30	1.39	3.45	3.55	3.65
						PE(X)	47.10	12.03	4.92	4.78	4.64
						PB(X)	2.12	2.10	1.63	1.31	1.09
						PS(X)	1.56	1.20	0.94	0.92	0.92
						EV/EBITDA(X)	9.54	6.22	3.09	2.58	2.04

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf l@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
华南销售	王佳美	18271801566	wang jm@tpyzq. com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。