



华新水泥(600801.SH)

【联讯建材公司深度】华新水泥(600801):湖北、西南地区需求向好,19年业绩增长确定

2019年07月18日

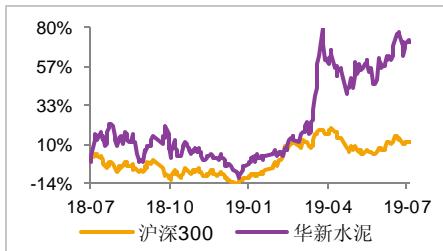
买入(维持)

当前价: 20.49 元
目标价: 23.4 - 30.1 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001
电话: 0755-83331495
邮箱: liuping_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	27.466	32.274	33.835	35.193
(+/-)	31.5%	17.5%	4.8%	4.0%
归母净利润	5181	7001	7112	7340
(+/-)	149.4	35.1%	1.6%	3.2%
EPS(元)	2.47	3.34	3.39	3.50
P/E	8.3	6.1	6.0	5.9

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《华新水泥(600801)——【联讯建材中报点评】华新水泥(600801):高增长有持续性,下半年更值期待》2018-08-24

《华新水泥(600801)——【联讯建材年报点评】华新水泥(600801):多元化转型见成效,19年有望迎价稳量升》

2019-03-31

《华新水泥(600801)——【联讯建材公司点评】华新水泥(600801):一季度业绩超预期,“量”的逻辑正在验证》

2019-04-09

投资要点

◆ 19年水泥需求好于2018年

在地产建安投资和基建投资均向上的判断之下,我们判断今年FAI中建安工程投资增速将在2018年仅3.6%增速的基础上出现明显反弹,我们判断全年增速可能将提升至两位数,则水泥产量的需求,全口径数据有望恢复正增长,而同口径数据的增速可能有望提升至8%,意味着龙头公司的销量增速有望从18年的2%左右提升至8%左右。

◆ 公司主要产能分布地70%以上市场量价齐升

华新水泥产能所在的前5个省份中,湖北、云南、重庆需求端较好,地产和基建均保持较好的增速,所以均表现出量价齐升的态势,而湖南受基建投资拖累,需求有所下滑,价格也低于去年同期水平,西藏地区虽然需求回落,但由于区域内供给仍有缺口,产能利用比较充分,产量保持增长但价格较去年同期有所回落;公司产能分布中,7成以上的地区量价齐升态势,2019年业绩增长有较高的确定性。

◆ 骨料业务处于快速发展期

砂石骨料是目前开采量最大的矿产资源,全球每年砂石骨料用量约400多亿吨,我国是全球最大的生产国和消费国,每年砂石骨料用量约200亿吨,按照55-60元每吨价格估算,目前产值已经超过万亿元。

公司目前拥有骨料产能2500万吨,目前在建产能1300万吨。2018年公司骨料业务收入8.3亿元,同比增长61%,销量1450万吨,同比增长26%。随着产能的逐步释放,骨料业务有望较快增长;

◆ 盈利预测与投资评级

我们预计公司2019-2020年,营业收入分别为323亿元、338亿元、352亿元,同比分别增长17.5%、4.8%、4%;归母净利润分别为70.0亿元、71.1亿元、73.4亿元,同比分别增加35.1%、1.6%、3.2%。预计2019年-2021年EPS分别为3.34元/股、3.39元/股和3.50元/股,对应的PE分别为6/6/6x。按照19年7-9倍PE,合理估值23.38-30.06元,给予“买入”评级。

◆ 风险提示

需求大幅下滑,产品价格大幅下滑;生产安全风险;汇率风险;



目 录

投资案件	5
投资评级与估值	5
关键假设点	5
有别于大众的认识	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	5
起源于湖北的水泥工业摇篮	6
战略合作发展的标杆	6
董事会结构多元化	7
公司组织架构聚焦区域市场，利于战略执行	7
水泥和熟料产能稳步增长	8
转型正在进行	9
收入持续增长	9
华中与西南水泥市场的翘楚	9
公司水泥主产区多数市场今年“量价齐升”	10
水泥下游需求主要是房地产和基建	10
水泥的供给侧改革依然在持续，行业向龙头集中的趋势未结束	11
公司水泥产能所在区域多数量价齐升，19年业绩增长确定性强	12
公司85%产能集中在中南和西南五省	12
湖北——19年基建较快增长，水泥量价齐升	12
交通三年攻坚承上启下年，目前是需求高峰期	13
湖北房地产新开工和施工面积增速持续回升	13
云南——地产需求旺盛，整体需求平稳	14
云南房地产投资如火如荼	15
云南基建投资受水利与公共设施投资负增长拖累	16
湖南——基建投资负增长拖累需求	16
基建是拖累湖南水泥需求的主要原因	17
重庆——需求旺盛，量价齐升	18
西藏——量升价跌	19
产能还有增长空间	20
骨料业务迎来发展机遇期	20
骨料是个万亿级的市场	20
砂石骨料行业正在快速走向集中	21
砂石开采环保政策趋严持续促进小微矿山退出市场	21
华新水泥骨料业务处于快速发展期	22
水泥业务成本费用有提升空间	23
华新水泥吨水泥成本在同行业中偏高	23
公司吨三费在同行业中亦偏高	23
盈利预测与投资评级	24



图表目录

图表 1: 股权结构	6
图表 2: 历史沿革	7
图表 3: 董事会构成	7
图表 4: 华新水泥组织架构	8
图表 5: 华新水泥产能	8
图表 6: 华新水泥营业总收入及增速 (亿元)	9
图表 7: 华新水泥净利润及增速 (亿元)	9
图表 8: 华新水泥收入结构 (亿元)	10
图表 9: 华新水泥收入地区分布	10
图表 10: 水泥行业产业链	11
图表 11: 水泥行业走向集中的趋势并未结束	11
图表 12: 华新水泥各省熟料产能占比	12
图表 13: 华新水泥熟料产能分布	12
图表 14: 湖北水泥产量增速	12
图表 15: 湖北水泥价格对比	12
图表 16: 湖北基建投资增速	13
图表 17: 湖北房地产投资情况	13
图表 18: 湖北叫交通三年攻坚行动主要内容	13
图表 19: 湖北房地产新开工和施工面积增速持续提升。	14
图表 20: 云南水泥产量增速	14
图表 21: 19 年云南水泥价格高于 18 年	14
图表 22: 云南基建投资增速	15
图表 23: 云南房地产投资增速持续走高	15
图表 24: 云南房地产新开工和施工面积高增长	15
图表 25: 云南商品房销售近两年高增长	16
图表 26: 云南土地购置费大幅增加	16
图表 27: 云南交通基建投资保持两位数增长	16
图表 28: 云南水利、环境和公共设施投资大幅下滑	16
图表 29: 湖南水泥产量增速	17
图表 30: 19 年湖南水泥价格低于 18 年	17
图表 31: 湖南水泥产量增速	17
图表 32: 湖南房地产投资增速与去年持平	17
图表 33: 湖南 PPP 项目投资额快速回落 (亿元)	18
图表 34: 湖南 PPP 项目投资持续负增长	18
图表 35: 重庆水泥产量增速	18
图表 36: 19 年重庆水泥价格高于 18 年	18



图表 37: 重庆基建投资负增长.....	19
图表 38: 重庆房地产投资增速维持两位数增长.....	19
图表 39: 西藏水泥产量增速.....	19
图表 40: 19 年西藏水泥价格低于 18 年.....	19
图表 41: 西藏 FAI 建安工程投资增速	20
图表 42: 西藏房地产投资增速维持高增长	20
图表 43: 全球及中国骨料行业现状.....	21
图表 44: 全国砂石矿山在册数量	21
图表 45: 规范矿山开采的主要政策.....	22
图表 46: 我国砂石矿山主要是小微型矿山	22
图表 47: 骨料业务较快增长	23
图表 48: 骨料业务销量及增长.....	23
图表 49: 2018 年华新水泥和海螺水泥吨水泥及熟料成本构成.....	23
图表 50: 五家水泥公司吨销售费对比	24
图表 51: 五家水泥公司吨管理费对比	24
图表 52: 五家水泥公司吨财务费对比	24
图表 53: 五家水泥公司吨三费对比.....	24
图表 54: PE Bands.....	25
附录: 公司财务预测表 (百万元)	26



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2019-2020 年，营业收入分别为 323 亿元、338 亿元、352 亿元，同比分别增长 17.5%、4.8%、4%；归母净利润分别为 70.0 亿元、71.1 亿元、73.4 亿元，同比分别增加 35.1%、1.6%、3.2%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 3.34 元/股、3.39 元/股和 3.50 元/股，对应的 PE 分别为 6/6/6x。按照 19 年 7-9 倍 PE，合理估值 23.38-30.06 元，给予“买入”评级。

关键假设点

假设一：2019、2020 和 2021 年公司水泥及熟料产品销量分别增长 10%、3%、2%；

假设二：2019、2020 和 2021 年公司水泥及熟料产品价格分别增长 6.5%、0%、0%；

假设三：2019、2020 和 2021 年公司水泥及熟料产品吨成本与 2018 年持平；

有别于大众的认识

今年以来，我们一直强调水泥“量”的逻辑，我们认为在地产建安投资和基建投资均向上的判断之下，我们判断今年 FAI 中建安工程投资增速将在 2018 年仅 3.6% 增速的基础上出现明显反弹，我们判断全年增速可能将提升至两位数，则水泥产量的增长，全口径数据有望恢复正增长，而同口径数据的增速可能有望提升至 8%。在“量”的支撑下，大部分区域的价格中枢有望提升，而这些区域水泥龙头企业将迎来“量价齐升”。

水泥产量的同口径增速和全口径增速从 2017 年四季度开始分化，同口径增速显著高于全口径增速，事实上，2018 年水泥产量同口径增速增长约 3%，而全口径增速下滑了 6%，主要就是因为“幸存者偏差”的存在，行业在供给侧改革的持续推进下，中小型企业快速淘汰，行业开始向头部企业集中，截止 2019 年 4 月的数据来看，两个口径的数据依然存在 4 个点左右的增速差距，说明行业向龙头集中的趋势并未结束。

从华新水泥主要产能分布的前五个省份湖北、云南、湖南、重庆、西藏来看，除湖南受当地政府较强的去杠杆政策影响，基建投资显著下滑外，其余省市需求端至少有来自或地产、或基建其中之一的支撑，今年以来基本乎当地水泥市场均量价齐升；华新水泥作为华中和西南地区的水泥龙头企业，今年业绩增长的确定性强；而公司骨料等业务也正处于快速增长期，我们认为公司当前市值未能完全反应公司价值，股价还有上行空间；

股价表现催化剂

区域水泥价格继续上涨；

区域水泥销量增长超预期；

业绩快速增长；

核心风险提示

需求大幅下滑，产品价格大幅下滑；生产安全风险；汇率风险；



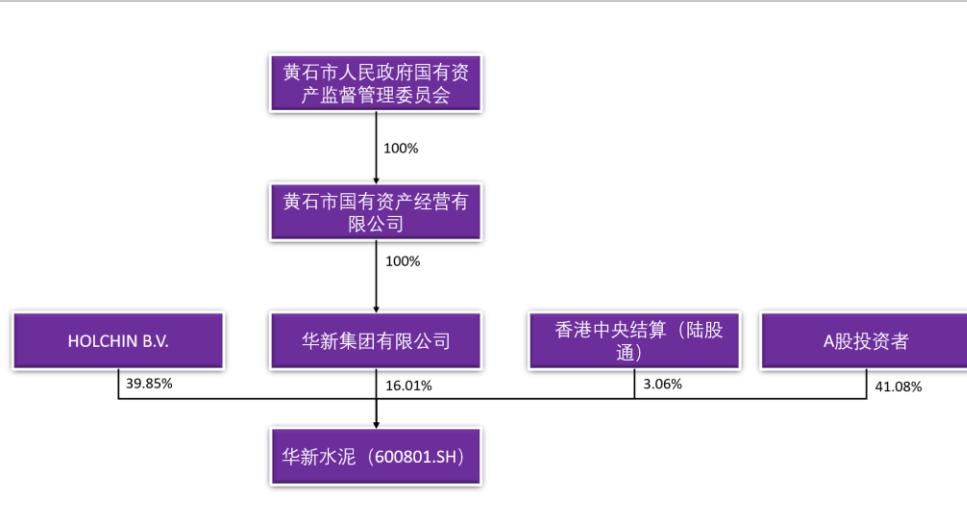
起源于湖北的水泥工业摇篮

华新水泥股份有限公司始于 1907 年，是我国水泥行业最早的企业之一，被誉为“中国水泥工业的摇篮”。华新水泥于 1993 年实行股份制改造，是中国建材行业第一家 A、B 股上市公司。经过多年发展，华新水泥以水泥业务为基础，以华中地区为主要市场，向其他业务与地区发展。

战略合作发展的标杆

公司起源于湖北水泥厂，上世纪末改名为华新水泥，目前公司控股股东为瑞士拉豪集团，拉豪全名为拉法基豪瑞，由法国的拉法基和瑞士的豪瑞合并而成，该集团为全球最大水泥厂商之一，持股比例为 39.85%。公司第二大股东为华新集团公司，由黄石市国有资产经营有限公司全资控股，黄石市国有资产经营有限公司是国有独资公司，控制人为黄石市人民政府国有资产监督管理委员会。

图表1：股权结构

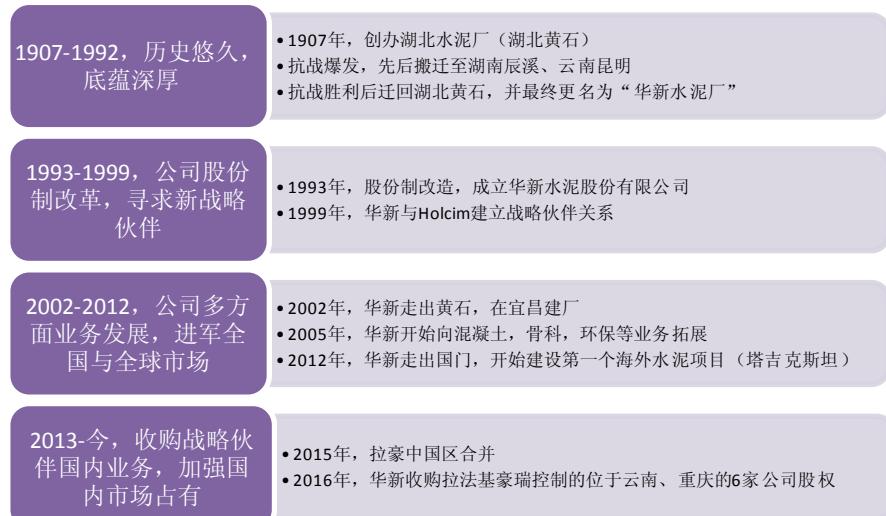


资料来源：公司公告，联讯证券

近年来，公司通过实施纵向一体化发展战略、环保转型发展战、海外发展战略和高新建筑材料的业务拓展战，同时拓展现有业务体系与市场空间，业务范围先后增加了商品混凝土、骨料、水泥窑协同处置废弃物、国内国际水泥工程总承包、水泥窑协同处置技术的装备与工程承包、水泥基高新建筑材料等。



图表2：历史沿革

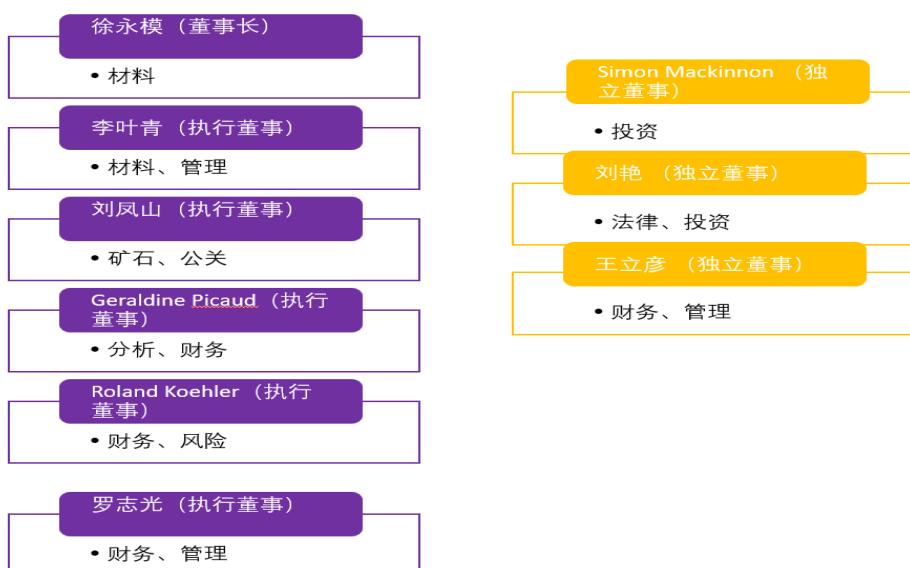


资料来源：公司公告, 联讯证券

董事会结构多元化

华新董事会成员7名, 包括一名董事长、五名执行董事和三名独立董事, 非独立董事的水泥业务背景多元化, 有效的覆盖了战略决策过程中的关键点, 非独立董事背景覆盖了混凝土材料、矿业、财务、管理、风险等, 同时大部分董事也具备复合背景。

图表3：董事会构成



资料来源：公司公告, 联讯证券

公司组织架构聚焦区域市场, 利于战略执行

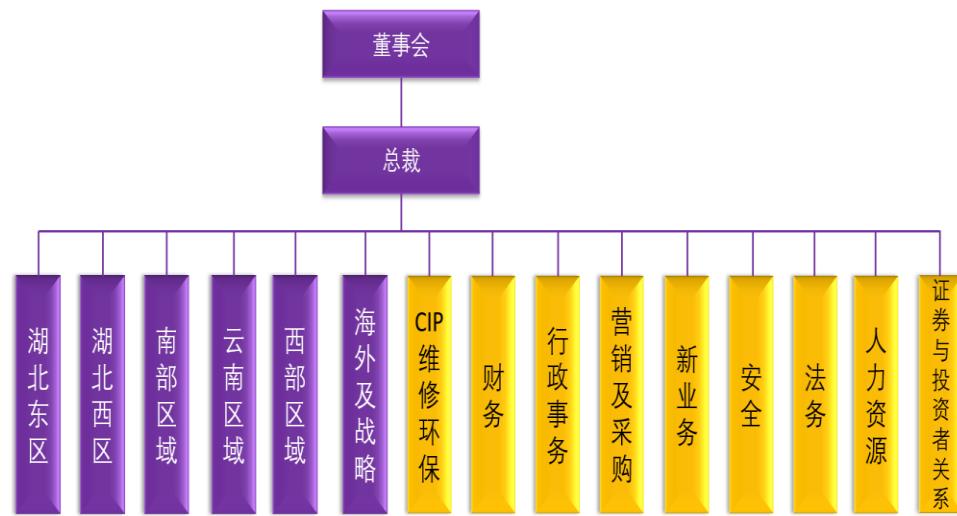
华新水泥公司总部主要下设湖北东区管理部、湖北西区管理部、南部区域管理部、云南区域管理部、西部区域管理部、海外及战略、CIP维修环保部、安全等部门, 其部门职能基本覆盖全公司生产及市场区域。在水泥行业中, 华新水泥的权利相对于模块化,



可以在上层制定好战略目标的情况下给与基层自主发展的空间。

职能上看，华新水泥的组织架构和其公司战略相关程度较高，聚焦主要区域市场。同时相对于其他公司，华新水泥多出维修环保和安全两大部门，我们认为这两个部门分别体现了华新水泥对于环保业务和安全生产的重视，侧面反映出华新水泥的社会责任感较高。

图表4：华新水泥组织架构

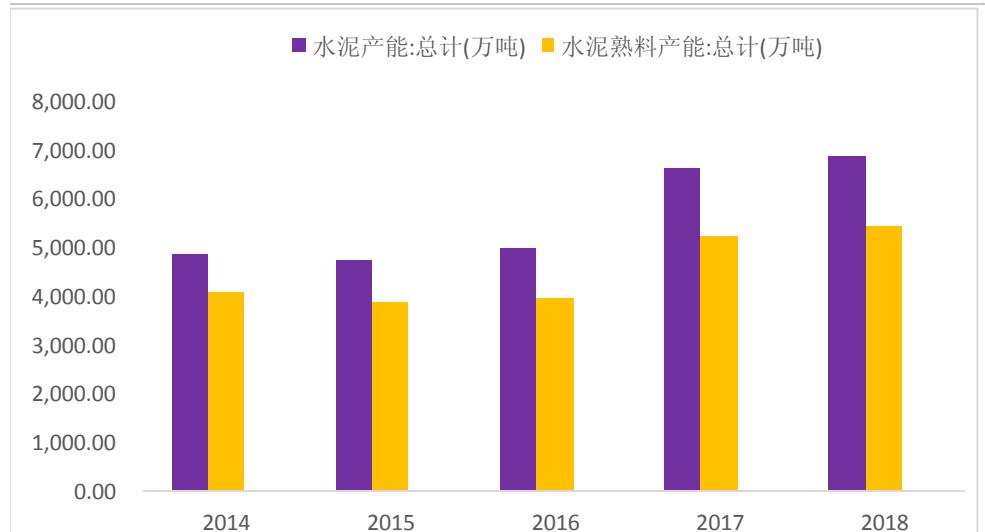


资料来源：wind, 联讯证券

水泥和熟料产能稳步增长

公司为中国制造业 500 强和财富中国 500 强企业。截至 2018 年底，公司在湖北、湖南、云南、四川、贵州、广东、河南、重庆、西藏等 9 省市及海外塔吉克斯坦、柬埔寨两国拥有近 200 家分子公司，具备水泥产能近 1 亿吨/年、商品混凝土 2330 万立方/年、骨料 2500 万吨/年、综合环保墙材 1.2 亿块/年、水泥设备制造 5 万吨/年、砂浆 5 万吨/年、水泥包装袋 5 亿只/年及废弃物处置 550 万吨/年（含在建）的总体产能。

图表5：华新水泥产能



资料来源：wind, 联讯证券



2018年末公司熟料产能共计6076万吨,其中华新本部为5623.4万吨,收购拉豪集团产能为452.6万吨。公司产能主要聚集于华中和西南区域,覆盖湖北(产能占比40.3%)、云南(占比18.2%)、湖南(占比12%)、重庆(占比8.7%)、贵州等省市,公司继续整合拉豪水泥资产后,在西南地区的产能进一步扩大。

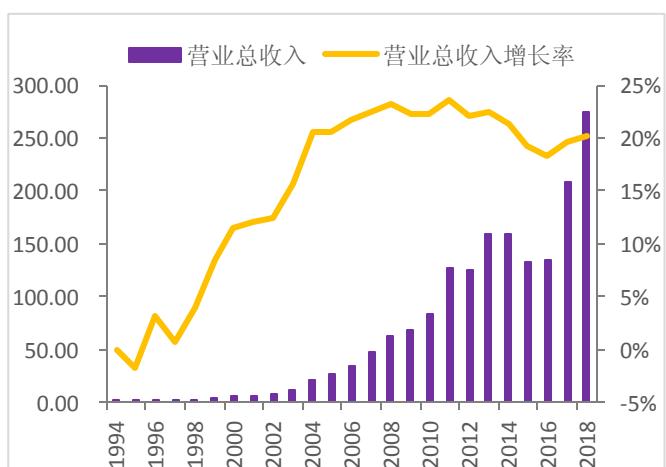
转型正在进行

华新水泥积极倡导并践行“理性竞争、整合优化、环保转型”的发展理念,依托水泥主业,稳健发展混凝土、骨料、水泥装备与工程、新型建材及依托水泥窑进行协同处置的环保产业,在行业内较早实现了纵向一体化发展,具备了上下游一体化的协同竞争能力,有效降低了水泥生产成本,也使得公司竞争能力更加稳固。

收入持续增长

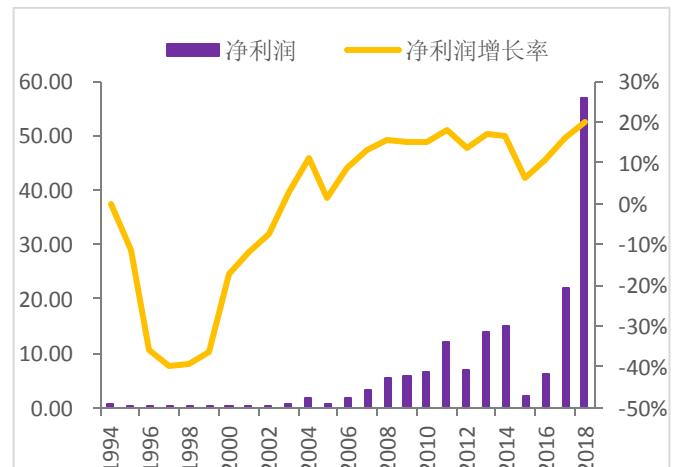
公司上市以来营业收入和利润持续增长,1994年营业收入为2.79亿,2018年营业收入为274.66亿,18年的营业收入复合年增长率为20.15%左右。净利润方面,1994年公司营业利润为0.61亿,2018年公司营业利润为57.05亿,年复合增长速率为19.90%左右。

图表6: 华新水泥营业收入及增速(亿元)



资料来源:wind, 联讯证券

图表7: 华新水泥净利润及增速(亿元)



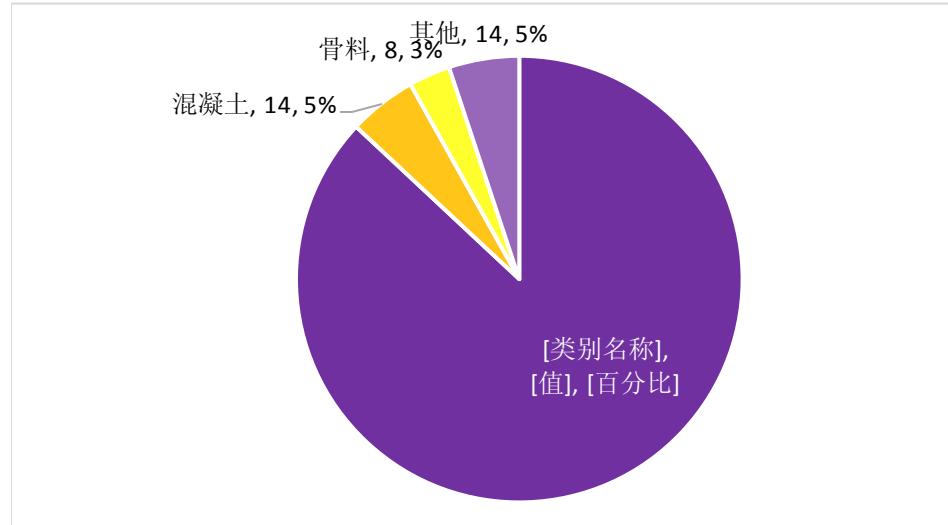
资料来源:wind, 联讯证券

华中与西南水泥市场的翘楚

从收入结构看,公司收入主要来源于水泥,2018年水泥收入占到公司总收入的87%,其次是混凝土,占总收入的5%,骨料占比约3%



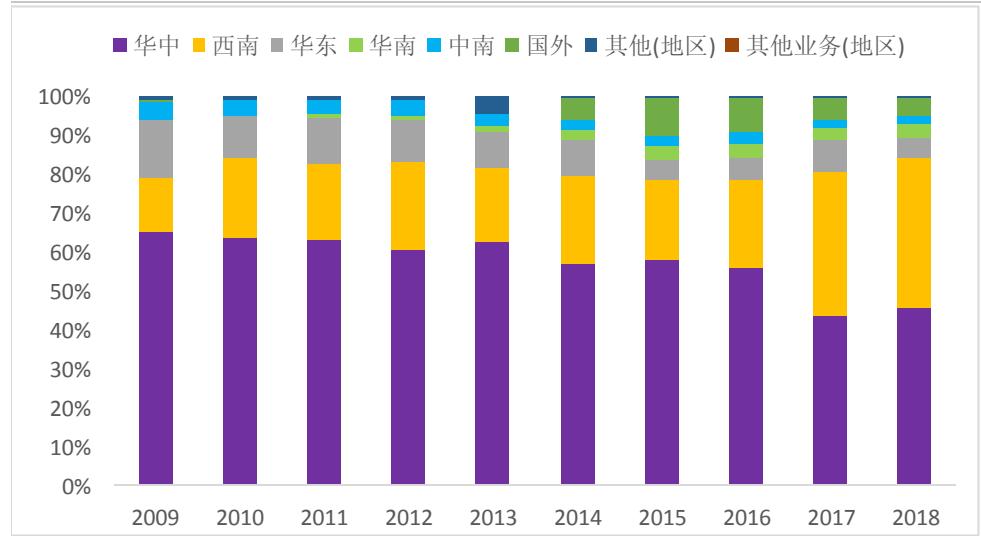
图表8：华新水泥收入结构（亿元）



资料来源：wind, 联讯证券

从区域看，公司的收入主要来自于华中和西南地区，华中和西南占主营业务的 82% 左右。由于 16 年底公司收购拉法基在西南地区的业务，华新水泥在 17 年和 18 年在西南地区的市场份额显著提升。

图表9：华新水泥收入地区分布



资料来源：wind, 联讯证券

公司水泥主产区多数市场今年“量价齐升”

水泥下游需求主要是房地产和基建

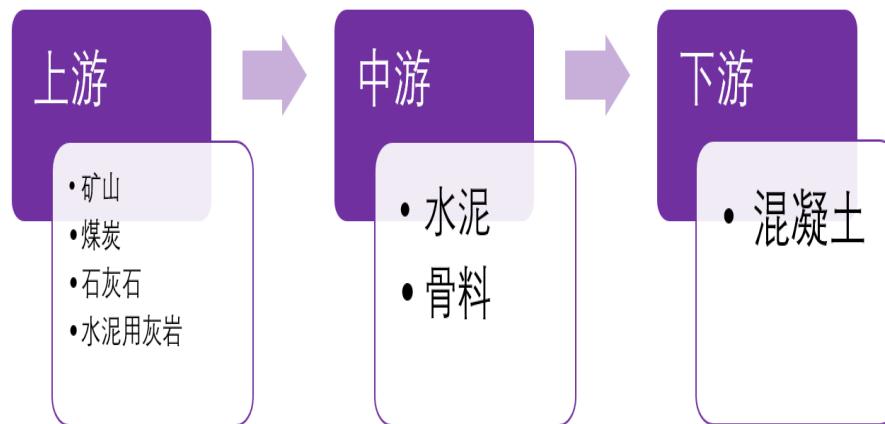
水泥熟料以石灰石和粘土、铁质原料为主要原料，按适当比例配制而成，烧至部分或全部熔融，并经冷却而获得的半成品。

从产业链上看，水泥生产工艺流程及上下游结构稳定，因此该行业有以下特点：1. 水泥产品之间差异化不明显，重点集中在价格、服务与品牌。2. 由于运输半径存在，公路为 300 公里，水运为 500 公里，因此区域集中化较高。3. 水泥受到下游房地产、基建



施工旺季的影响，在每年的 5-6 月以及 11-12 月水泥需求会较高。4.煤炭、电力对水泥生产成本影响较大。5.由于施工需求，中低级别的水泥需求占大量，高端水泥需求较少，但是基于侧构型改革以及 32.5 级别水泥逐渐停止生产的因素，中高端及特殊水泥的需求会逐渐增加。

图表10：水泥行业产业链



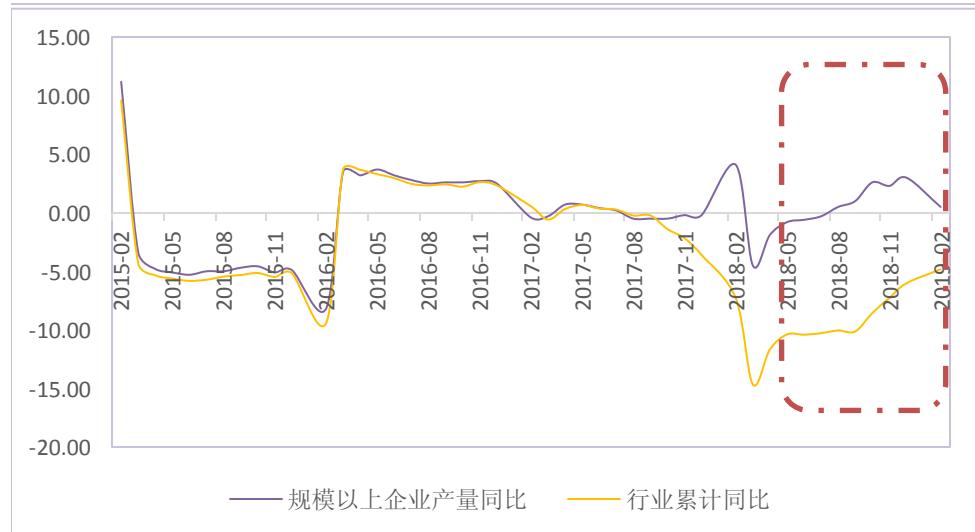
资料来源：中国水泥网，联讯证券

水泥下游需求结构常年稳定，需求来源主要为新农村及城镇化建设、基础设施建设以及房地产投资，比例基本稳定在 3: 3: 4。

水泥的供给侧改革依然在持续，行业向龙头集中的趋势未结束

水泥产量的同口径增速和全口径增速从 2017 年四季度开始分化，同口径增速显著高于全口径增速，事实上，2018 年水泥产量同口径增速增长约 3%，而全口径增速下滑了 6%，主要就是因为“幸存者偏差”的存在，行业在供给侧改革的持续推进下，中小型企业快速淘汰，行业开始向头部企业集中，截止 2019 年 4 月的数据来看，两个口径的数据依然存在 4 个点左右的增速差距，说明行业向龙头集中的趋势并未结束。

图表11：水泥行业走向集中的趋势并未结束



资料来源：wind，联讯证券

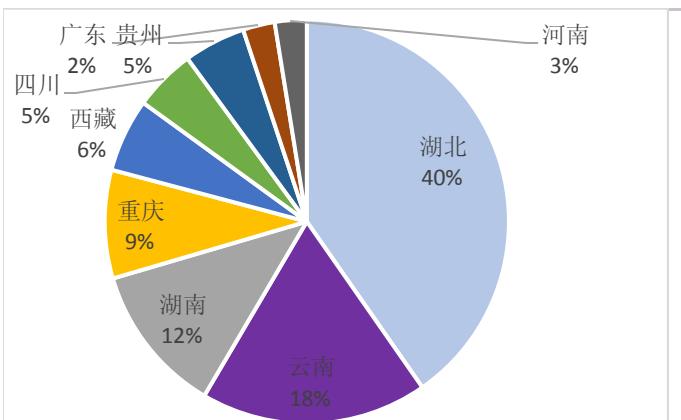


公司水泥产能所在区域多数量价齐升，19年业绩增长确定性强

公司 85%产能集中在中南和西南五省

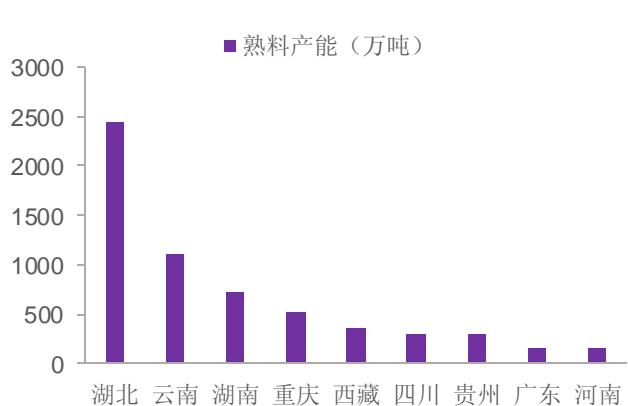
公司目前熟料产能分布在国内 9 个省市，其中两湖、云南、重庆、西藏五省占公司总产能的 85%，我们主要对此五个省的需求情况进行分析。

图表12：华新水泥各省熟料产能占比



资料来源：卓创资讯，联讯证券

图表13：华新水泥熟料产能分布



资料来源：卓创资讯，联讯证券

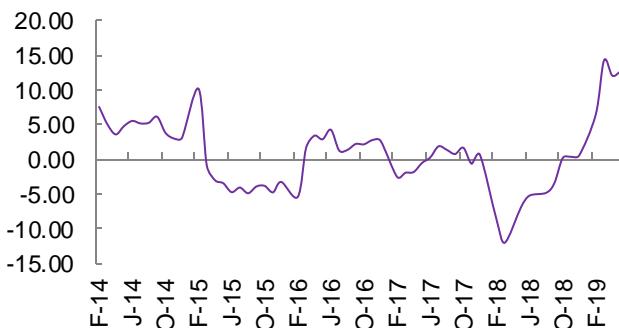
湖北——19年基建较快增长，水泥量价齐升

2018 年上半年，湖北水泥产量增速持续负增长，一直到 2018 年 10 月，增速转正，2019 年，湖北水泥产量增速延续回升趋势，截止 5 月，湖北水泥产量增长 12.7%；

从价格来看，19 年水泥价格中枢继续上移，上半年价格持续高于去年同期水平，按照日均价格计算，2019 年湖北水泥平均价格 482 元，较去年同期 456 元高出 26 元，同比增幅为 5.8%；

图表14：湖北水泥产量增速

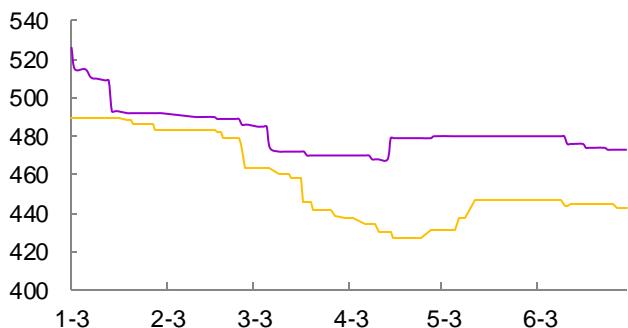
——产量:水泥:湖北:累计同比



资料来源：wind，联讯证券

图表15：湖北水泥价格对比

——2019年湖北水泥价格 ——2018年湖北水泥价格



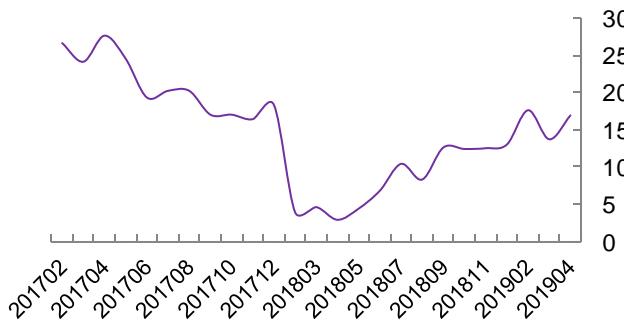
资料来源：wind，联讯证券

从需求端的基建和地产来看，2019 年前 4 月，湖北基建投资增长 16.9%，显著高于全国平均水平，增速也显著高于去年同期水平；1-5 月湖北地产投资增速 8.3%，增速位于去年中以来的高位；



图表16: 湖北基建投资增速

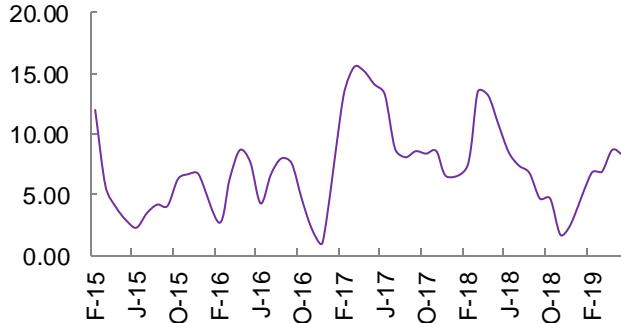
—— 湖北固定资产投资. 基础设施投资. 累计增长. %



资料来源: wind, 联讯证券

图表17: 湖北房地产投资情况

—— 湖北: 房地产开发投资额: 累计同比



资料来源: wind, 联讯证券

交通三年攻坚承上启下年, 目前是需求高峰期

2018 年, 湖北省政印发《湖北综合交通公路水路三年“四大攻坚战”(2018—2020 年)方案》, 明确了高速公路、干线公路、“四好农村路”、水运建设 4 个方面的新目标和措施, 全面吹响交通强省号角。

根据攻坚战的目标和要求, 三年湖北省政府近日印发《湖北综合交通公路水路三年“四大攻坚战”(2018—2020 年)方案》, 明确了高速公路、干线公路、“四好农村路”、水运建设 4 个方面的新目标和措施, 全面吹响交通强省号角。

图表18: 湖北交通三年攻坚行动主要内容

	建设内容	目标
高速公路	新建成高速公路 1250 公里, 力争建成 1750 公里, 到 2020 年, 湖北省高速公路里程达到 7500 公里, 力争达 8000 公里, 实现县县通高速	县县通高速
干线公路	二级及以上公路里程突破 3.6 万公里、力争达到 4 万公里,	全省干线公路二级及以上公路比重达到 80% 以上
四好农村路	按照路面宽度不低于 5.5 米、路基宽度不低于 6.5 米的标准, 提档升级 3 万公里农村公路, 优先改造通客运班车路段; 每年建成 1 万公里美丽农村路; 让农村公路进村入户, 新建 1.3 万公里,	组组(20 户以上)通公路
水运	港航建设投资完成 180 亿元, 全省三级以上高等级航道里程突破 2000 公里, 港口年通过能力突破 4 亿吨, 集装箱年通过能力突破 500 万标箱	基本建成功能完善、资源聚集的武汉长江中游航运中心

资料来源: 湖北省政府网站, 联讯证券

2018 年, 作为三年攻坚战的第一年, 湖北综合交通完成投资 1858 亿元, 超额完成当年任务, 根据新闻报道, 2019 年湖北综合交通计划完成投资 1900 亿元, 较 2018 年增长 2.2%, 考虑交通项目建设节奏, 水泥在三年任务中的需求并非均匀分布, 第一年由于以前期工作为主, 水泥用量相对较少, 第二年、第三年是水泥用量的高峰, 因此, 我们认为 19 年和 20 年湖北来自交通基建的需求将保持旺盛。

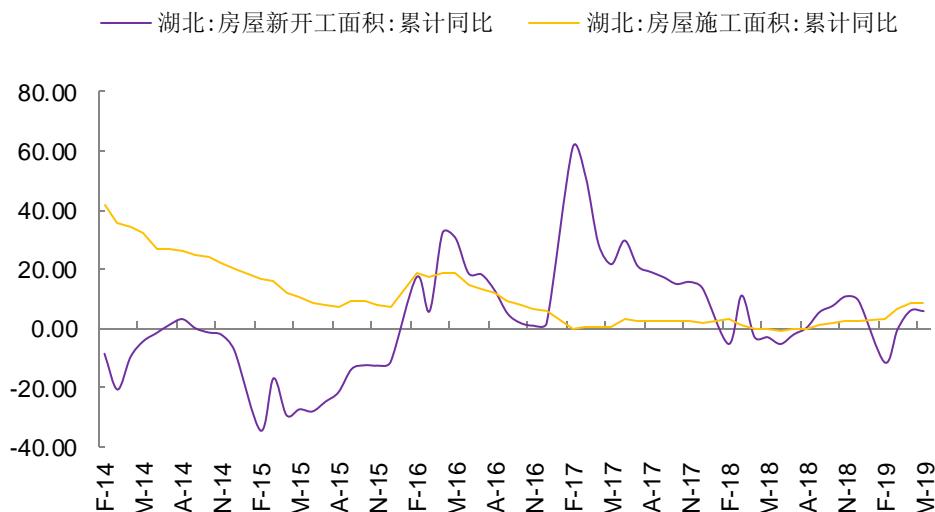
湖北房地产新开工和施工面积增速持续回升

从房地产投资来看, 19 年以来湖北省房地产投资新开工面积增速持续回升, 施工面积增速亦是如此, 我们一直以来的观点, 来自房地产的真实需求 2019 年将好于 2018 年,



主要判断的依据是房地产 18 年投资主要由土地购置支撑，而 2019 年将由建安工程投资支撑；

图表19：湖北房地产新开工和施工面积增速持续提升。



资料来源: wind, 联讯证券

综上，湖北 19 年以来基建投资增速保持了两位数的高增长，考虑基数效应，下半年可能有所回落，但由于三年交通攻坚战目前处于第二年，正是水泥需求释放期，来自基建的需求将保持旺盛，而房地产投资的真实需求好于 2018 年，19 年需求端的增长有望明显高于 2018 年。

云南——地产需求旺盛，整体需求平稳

2018 年云南水泥产量增长 5.9%，而 2019 年截止 5 月，云南水泥产量增长也是 5.9%；

从价格来看，19 年云南水泥价格中枢继续上移，上半年价格高于去年同期水平，按照日均价格计算，2019 年云南水泥平均价格 367 元，较去年同期 359 元高出 8 元，同比增幅为 2.2%。

图表20：云南水泥产量增速



资料来源: wind, 联讯证券

图表21：19 年云南水泥价格高于 18 年



资料来源: wind, 联讯证券

从云南需求端的基建和地产来看，二者表现完全相反，2019 年前 4 月，云南基建投资增长-4.3%，持续回落；但 1-5 月云南地产投资增速 32.8%，增速持续走高；

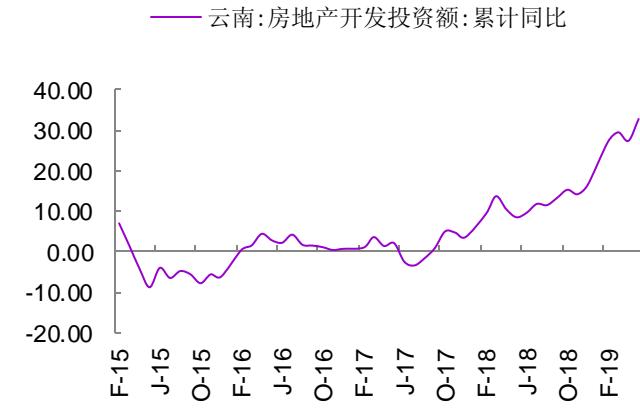


图表22：云南基建投资增速



资料来源: wind, 联讯证券

图表23：云南房地产投资增速持续走高

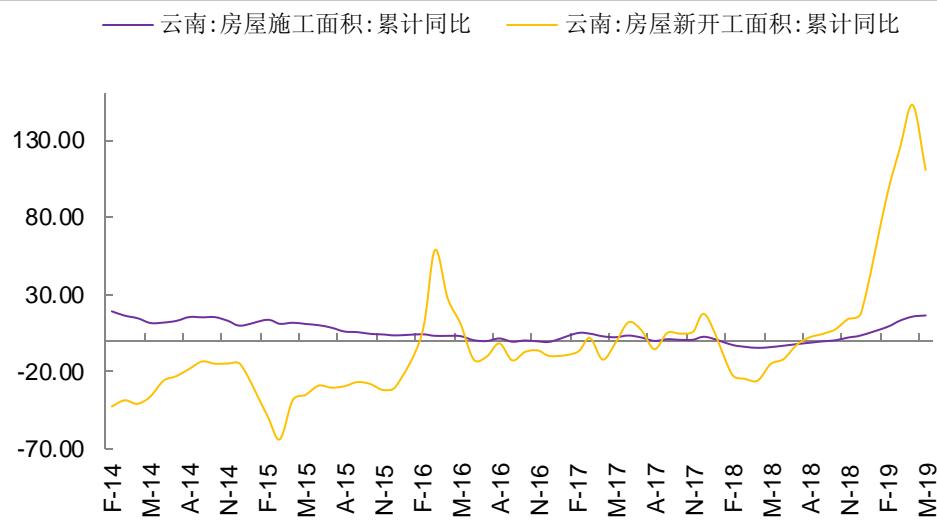


资料来源: wind, 联讯证券

云南房地产投资如火如荼

19年以来云南省房地产投资新开工面积增速创历史新高，施工面积增速也持续走高，1-5月，云南房地产新开工面积增速高达110.6%，施工面积增速16.3%，表现出非常高的景气度。

图表24：云南房地产新开工和施工面积高增长



资料来源: wind, 联讯证券

本轮云南房地产市场的崛起可能受多方面因素影响，一是云南气候宜人，旅游业发达，海南限购后，部分溢出需求分流到云南；二是泛亚高铁经济圈的逐步兑现，云南作为一带一路面向东南亚的桥头堡，随着圈内经济联系的持续发展，吸引更多国外人口去当地置业，尤其是泛亚铁路沿线城市如万象、金边、曼谷房价均价已达到2.5-3万/平，云南的西双版纳1.2万/平、大理1.25万/平、腾冲9000/平等都是属于价格洼地部分城市如房价大幅上升后，云南部分城市成为价格洼地；三是大型房产商陆续进驻打理、西双版纳等城市拿地，激活当地房地产市场；

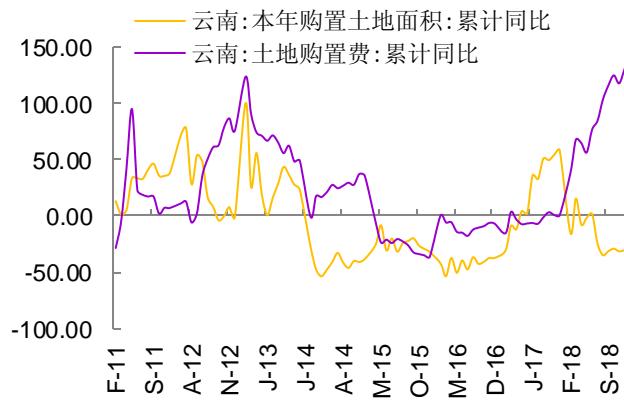


图表25：云南商品房销售近两年高增长



资料来源：wind, 联讯证券

图表26：云南土地购置费大幅增加

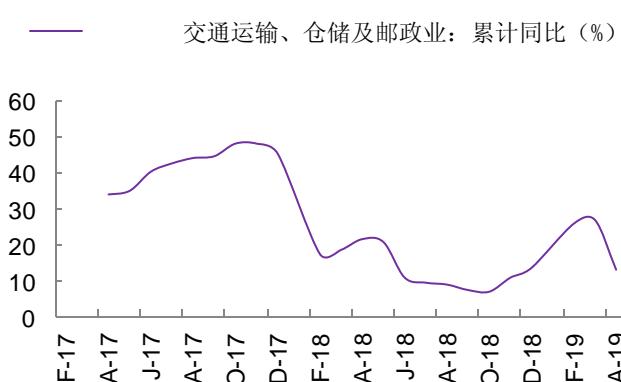


资料来源：wind, 联讯证券

云南基建投资受水利与公共设施投资负增长拖累

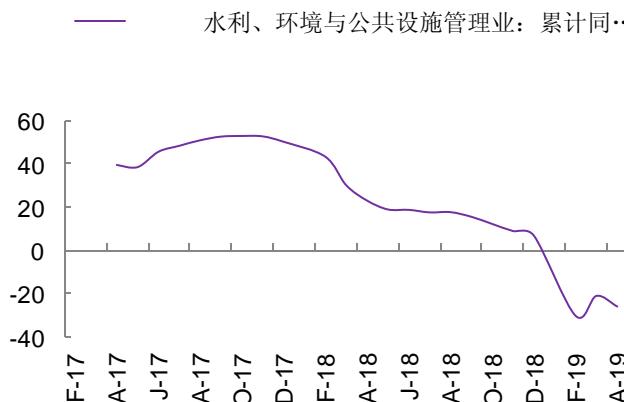
基建方面，云南基建投资增速的持续回落主要受水利环境与公共设施业投资的大幅回落拖累，水利环境与公共设施业一方面因水利经过“十二五”的大力发展，相对完善；另一方面因这一领域的项目现金流较差，在现有政策环境下，融资较为困难，而现金流相对有保证的交通基建依然保持较快增长。

图表27：云南交通基建投资保持两位数增长



资料来源：wind, 联讯证券

图表28：云南水利、环境和公共设施投资大幅下滑



资料来源：wind, 联讯证券

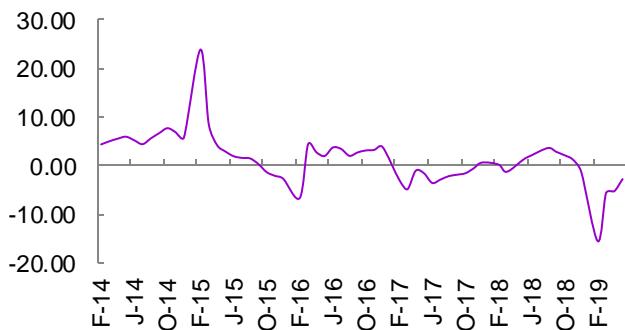
湖南——基建投资负增长拖累需求

湖南是公司所在区域中表现较差的省份，截止 5 月，湖南水泥产量下滑 2.8%；

从价格来看，由于需求端较弱，4 月中旬开始，湖南水泥价格就已经低于去年同期水平，目前湖南水泥价格较去年同期大约低 30 元左右，不过由于一季度价格较好，按照日均价格计算，2019 年上半年湖南水泥平均价格 414 元，与去年同期持平。


图表29：湖南水泥产量增速

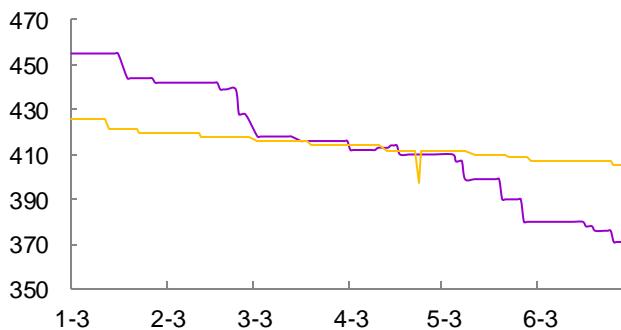
—— 产量:水泥:湖南:累计同比



资料来源: wind, 联讯证券

图表30：19年湖南水泥价格低于18年

—— 2019年湖南水泥价格 —— 2018年湖南水泥价格

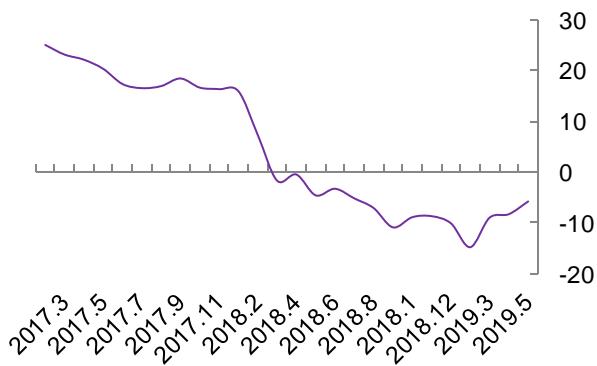


资料来源: wind, 联讯证券

从湖南需求端的基建和地产来看，2019年前5月，湖南基建投资增长-5.8%，降幅较前4月有所收窄；1-5月湖南地产投资增速17.1%，地产投资增速维持在较高水平；

图表31：湖南水泥产量增速

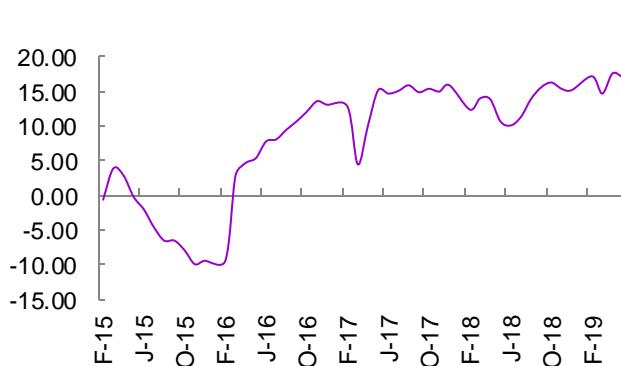
—— 湖南基础设施投资:累计同比(%)



资料来源: wind, 联讯证券

图表32：湖南房地产投资增速与去年持平

—— 湖南:房地产开发投资额:累计同比



资料来源: wind, 联讯证券

基建是拖累湖南水泥需求的主要原因

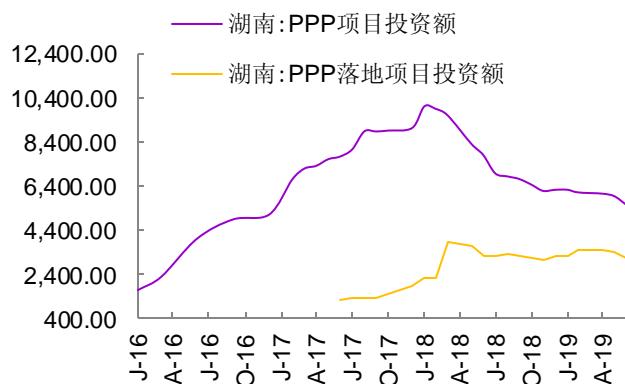
从基建投资的两个细分领域看，湖南无论是交运仓储还是水利环保均是负增长，1-5月，湖南交运仓储和邮电业投资增速为-2.5%，而水利环境和公共设施业投资增速为-6.8%。

湖南基建投资大幅负增长我们认为可能与湖南18年开始PPP项目投资额大幅负增长有关，自2018年PPP清库开始，湖南是31个省市区中受影响较大，19年以来，湖南是唯一一个PPP新增项目投资额负增长的省份。

2018年湖南出台了两个影响基建投资的重要文集，一个是二月份湖南省财政厅发文《关于实施PPP和政府购买服务负面清单管理的通知》，这是全国首个省级PPP负面清单管理；第二个是2018年4月，湖南省财政厅又下发《关于压减投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》，要求各地应按照“停、缓、调、撤”的原则压减投资项目；应该说两个文件对湖南PPP及基建投资产生了较大影响。

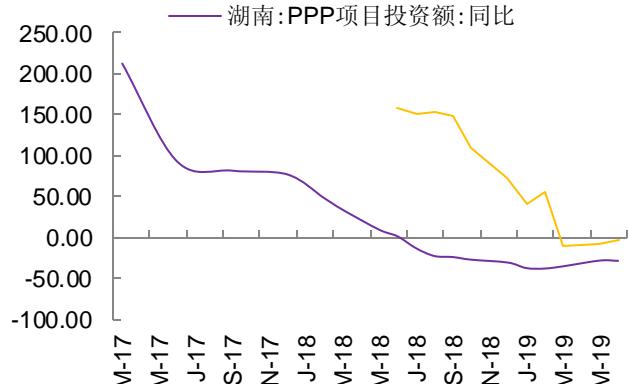


图表33: 湖南 PPP 项目投资额快速回落 (亿元)



资料来源: wind, 联讯证券

图表34: 湖南 PPP 项目投资持续负增长



资料来源: wind, 联讯证券

重庆——需求旺盛，量价齐升

重庆 19 年需求表现亮眼，截止 5 月，重庆水泥产量增长 12.0%，增速显著高于 18 年的 6.9%；

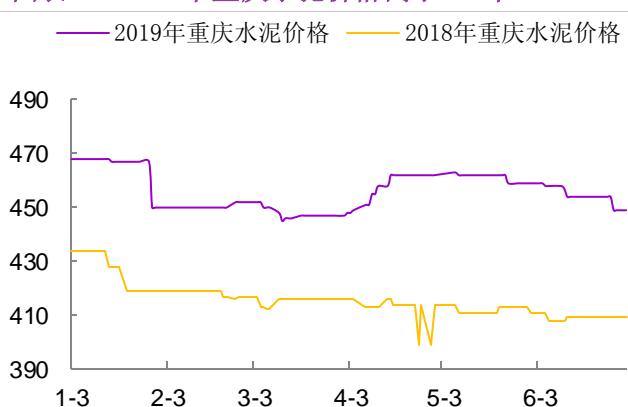
从价格来看，由于需求旺盛，重庆今年以来价格中枢显著高于去年，目前均价 449 元/吨，较去年同期高 40 元，按照日均价格计算，2019 年上半年重庆水泥平均价格 456 元/吨，同比增长 9.8%。

图表35: 重庆水泥产量增速



资料来源: wind, 联讯证券

图表36: 19 年重庆水泥价格高于 18 年

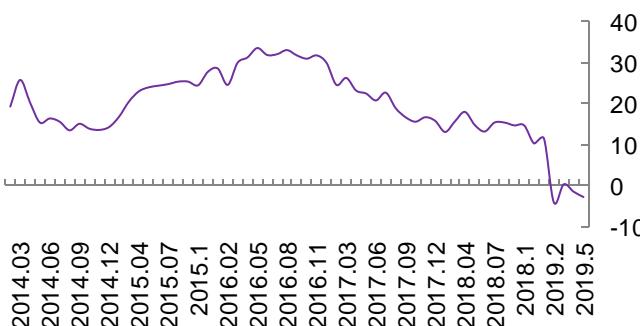


资料来源: wind, 联讯证券

从重庆需求端的基建和地产来看，2019 年前 5 月，湖南基建投资增长-4.3%，持续回落；1-5 月重庆地产投资增速 11.8%，高于去年全年 6.8% 的水平；


图表37：重庆基建投资负增长

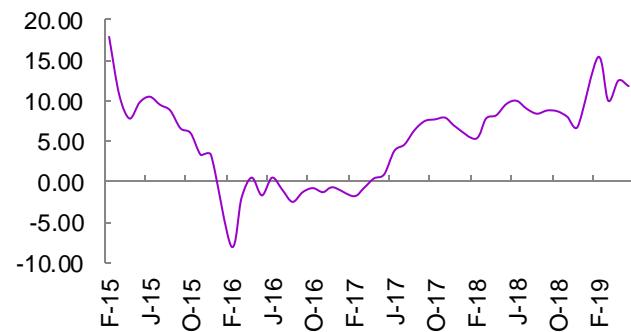
—— 重庆基础设施建设投资增速：累计值（%）



资料来源：wind, 联讯证券

图表38：重庆房地产投资增速维持两位数增长

—— 重庆: 房地产开发投资额: 累计同比



资料来源：wind, 联讯证券

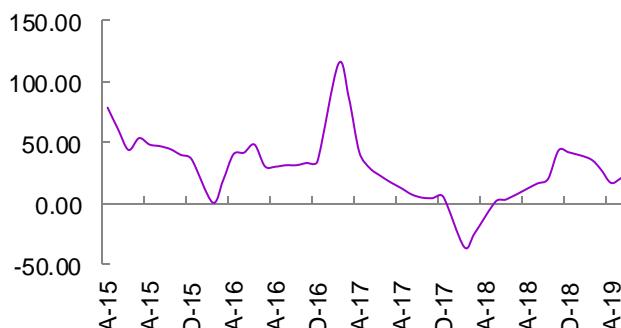
西藏——量升价跌

西藏是全国少有的水泥供给有缺口区域，近年一直有新增产能，例如 2018 年 8 月，华新的西藏 3 线试生产。截止 5 月，西藏水泥产量增长 21.3%，增速较 2018 年全年的 42.2% 有所回落；

从价格来看，2018 年底以前，西藏水泥价格一直稳定在 665 元/吨，随着新产能投产，19 年西藏水泥价格开始松动，目前西藏水泥均价 651 元/吨，较去年同期低 15 元/吨，而上半年日均价格 594 元/吨，较去年同期低 71 元/吨，跌幅位 10.7%。

图表39：西藏水泥产量增速

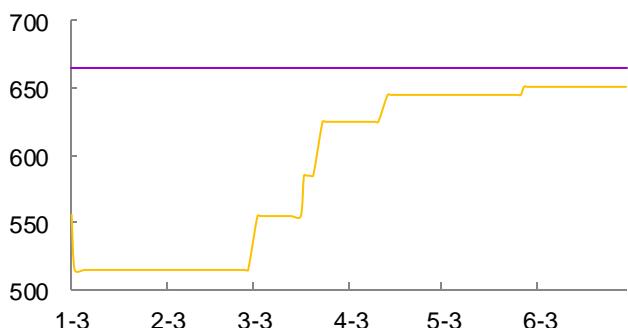
—— 产量: 水泥: 西藏: 累计同比



资料来源：wind, 联讯证券

图表40：19 年西藏水泥价格低于 18 年

—— 2019年西藏水泥价格 —— 2018年西藏水泥价格



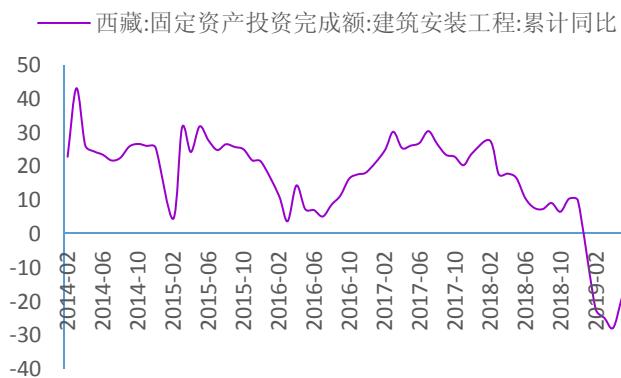
资料来源：wind, 联讯证券

从需求端的基建和地产来看，2019 年前 5 月，西藏固定资产投资中的建安工程投资大幅下滑 18.9%，持续回落；1-5 月西藏地产投资增速 173.5%，保持非常高的增长水平；

今年是西藏民主改革 60 周年纪念，按照惯例，之前会有一大批重点项目竣工，由于部分需求透支，今年在基建领域的投资将有所回落；

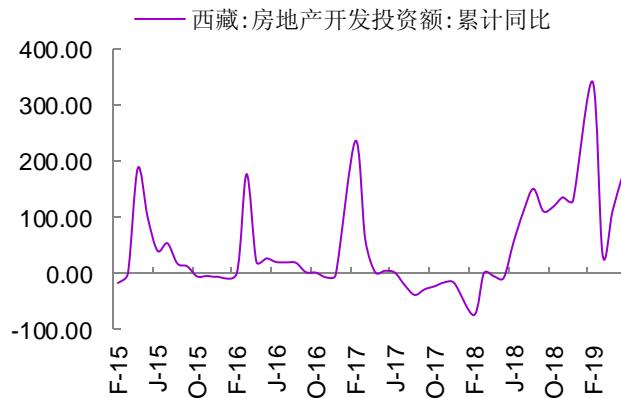


图表41：西藏 FAI 建安工程投资增速



资料来源：wind, 联讯证券

图表42：西藏房地产投资增速维持高增长



资料来源：wind, 联讯证券

整体来看，华新水泥产能所在的前 5 个省份中，湖北、云南、重庆需求端较好，地产和基建均保持较好的增速，所以均表现出量价齐升的态势，而湖南受基建投资拖累，需求有所下滑，价格也低于去年同期水平，西藏地区虽然需求回落，但由于区域内供给仍有缺口，产能利用比较充分，产量保持增长但价格较去年同期有所回落；公司产能分布中，7 成以上的地区量价齐升态势，2019 年业绩增长有较高的确定性。

产能还有增长空间

目前公司在建项目有两个，分别是昆明崇德 4000TPD 禄劝二线生产线项目以及黄石年产 285 万吨水泥熟料生产线建设项目，两个项目总投资超过 25 亿，建成后公司熟料产能将增加 300 万吨，约为现有产能的

2018 年公司完成了对重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司 100% 股权的收购，西藏山南三期 3000 吨/日及日喀则二期 3000 吨/日项目建成投产，合计新增水泥产能 477 万吨/年。

骨料业务迎来发展机遇期

骨料是个万亿级的市场

骨料是在混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料。砂石骨料是目前开采量最大的矿产资源，全球每年砂石骨料用量约 400 多亿吨，我国是全球最大的生产国和消费国，每年砂石骨料用量约 200 亿吨，按照 55-60 元每吨价格估算，目前产值已经超过万亿元。



图表43：全球及中国骨料行业现状

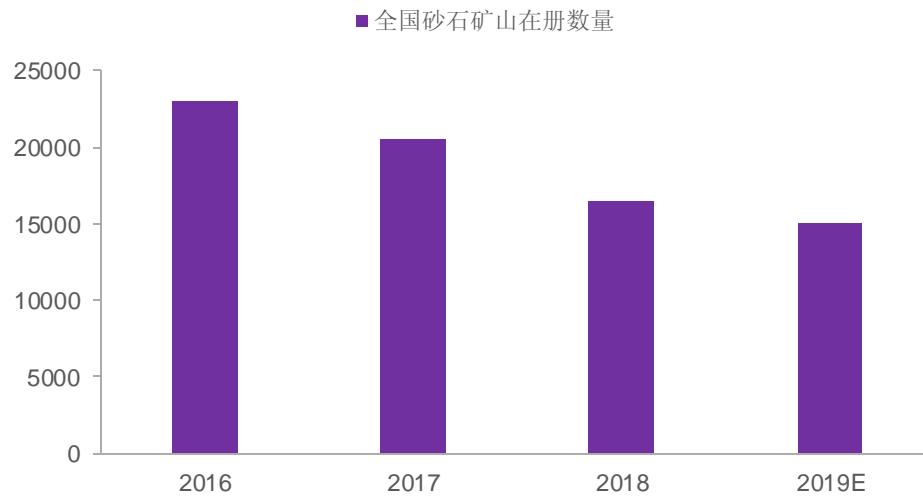


资料来源:砂石骨料网, 联讯证券

砂石骨料行业正在快速走向集中

目前我国砂石骨料行业依然高度分散，随着环境保护力度的加大，我国砂石矿山的供给结构持续改善，生产规模等级由小到大逐年上升，大型、超大型砂石矿山稳步增加，小型、微型砂石矿山加速减少。从矿山数量上看，截止 2018 年底，全国在册砂石矿山总计 16,503 家，较 2016 年末减少 28.5%，净减 6,571 家。

图表44：全国砂石矿山在册数量



资料来源:智研咨询, 联讯证券

砂石开采环保政策趋严持续促进小微矿山退出市场

随着对生态环保的更加重视，国家对砂石矿山的环保要求大幅提升，随着各项要求的逐步落地，预计小微矿山快速淘汰的趋势还将持续，行业将向龙头企业快速集中。近几年来，国家对砂石矿山开采的规范主要体现在四个方面：一是矿产开采权严格规范；二是矿山环保政策严格；三是开采技术升级；四是生产质量提高；



图表45：规范矿山开采的主要政策

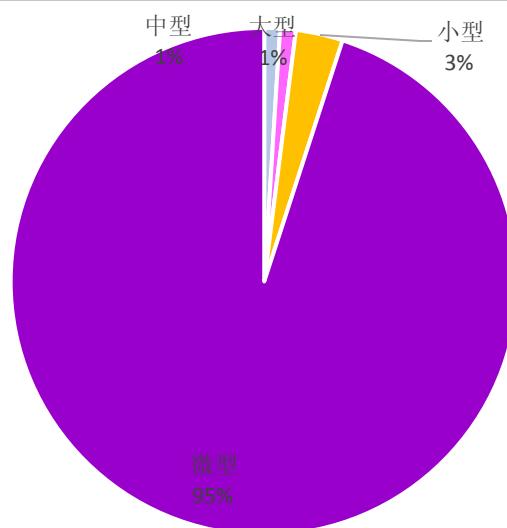
文件	出台时间	主要内容	影响
《国土资源部关于严格控制和规范矿业权协议出让管理有关问题的通知》	2015年8月	对于新审批矿产开采权的，要严格勘探，并按照规定处置开采权转让款。对于老矿山寻找接替资源的找矿项目和异地实施危急矿山接替资源找矿项目，需由采矿权人向登记管理机关提供有关批准文件或项目计划通知	限制了大量新老矿山开采权的出售转让。让原本比较模糊的规定清晰化，从而减少轻易获得采矿权的现象。根本上减少了新矿山增加，老矿山续采。
《生态文明体制改革总体方案》	2015年9月	到2020年，构筑起由8项制度构成的产权清晰、多元参与、激励约束并重、系统完整的生态文明制度体系	更加严格地明确了矿产开采的环保准则，严厉打击环保问题
《建设用砂石开采准入条件》修订稿	2016年	截至2020年，矿山企业需要严格按照《采矿技术管理标准》进行技术升级	不符合标准的企业，将面临严格的关停措施

资料来源：《中国砂石骨料行业发展报告》联讯证券

从结构上来看，我国砂石矿山中大中型矿山数量占比极低，仅占矿山总数的2%，而小微型矿山数量巨大，占矿山总数的98%。而根据《建设用砂石开采准入条件》，到2020年，要求有资源条件的地级以上城市均应建立本地区砂石生产基地；全国创建行业10个产业示范基地，建设国家级绿色矿山试点单位10家；年产300万吨以上的机制砂石企业产量占国内总产量的50%以上。

显然目前的砂石矿山结构距离2020年的目标还非常遥远，但是小微型矿山大量淘汰的趋势非常确定而且在未来一定时间内延续，对于以海螺水泥为代表的龙头企业来说，骨料业务将迎来黄金发展期。

图表46：我国砂石矿山主要是小微型矿山



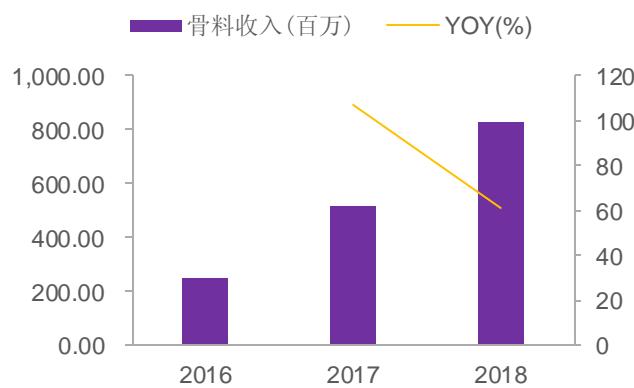
资料来源：智研咨询，联讯证券

华新水泥骨料业务处于快速发展期

根据公司的公告，公司目前拥有骨料产能2500万吨，目前在建产能1300万吨。2018年公司骨料业务收入8.3亿元，同比增长61%，销量1450万吨，同比增长26%。

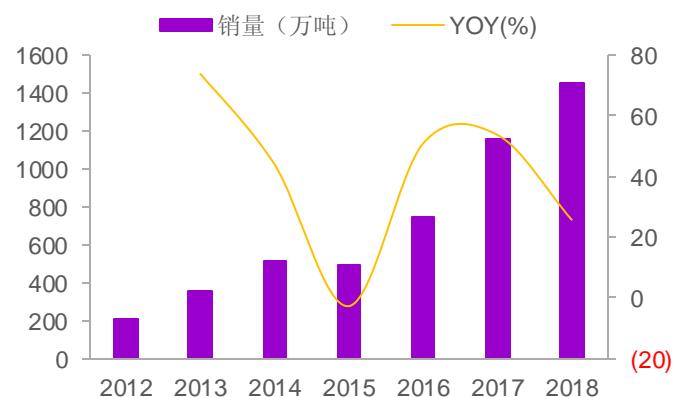


图表47: 骨料业务较快增长



资料来源: wind, 联讯证券

图表48: 骨料业务销量及增长



资料来源: wind, 联讯证券

水泥业务成本费用有提升空间

华新水泥吨水泥成本在同行业中偏高

华新水泥无论是吨水泥成本还是吨三费在同行中均处于偏高水平, 吨水泥成本及熟料成本较海螺水泥高接近 18 元/吨, 从构成来看, 公司在燃料、折旧及人工成本上均显著高于海螺水泥, 我们除折旧外, 燃料和动力、人力成本未来有改善空间。

图表49: 2018 年华新水泥和海螺水泥吨水泥及熟料成本构成

	华新水泥	海螺水泥
原材料	27.92437	36.52
燃料和动力	110.7791	98.97
折摊	16.48605	12.07
人力及其他	45.88703	25.58
合计	201.0766	173.14

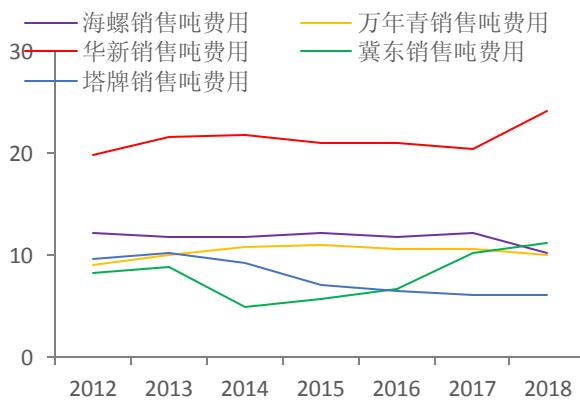
资料来源: 联讯证券

公司吨三费在同行业中亦偏高

从公司的吨三费对比来看, 公司亦是处于偏高, 2018 年, 公司吨三费约 49.7 元, 仅次于冀东水泥的 61 元, 远高于海螺水泥的 20 元/吨, 未来有改善空间;

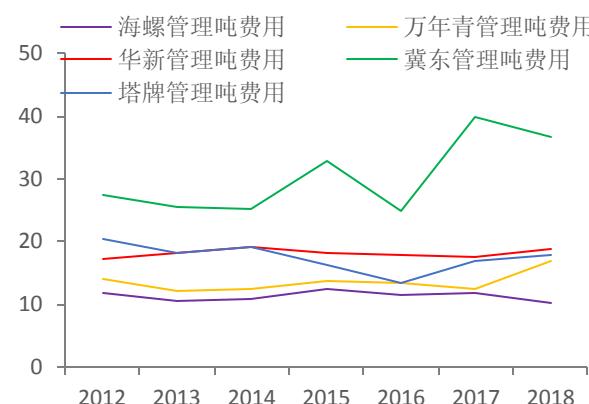


图表50：五家水泥公司吨销售费对比



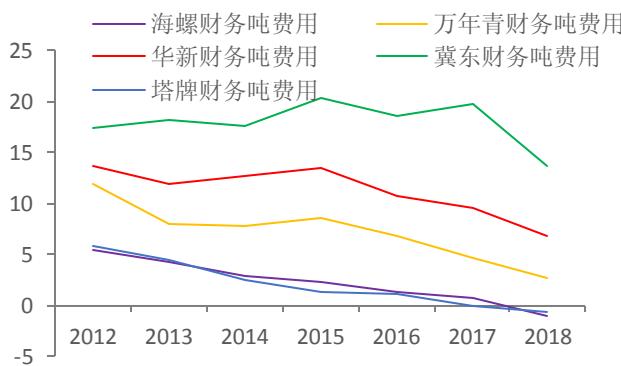
资料来源: wind, 联讯证券

图表51：五家水泥公司吨管理费对比



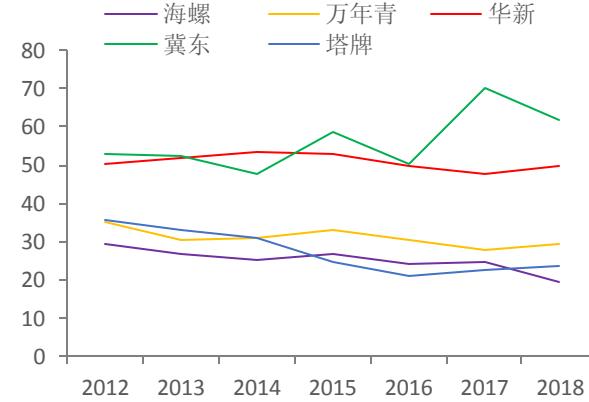
资料来源: wind, 联讯证券

图表52：五家水泥公司吨财务费对比



资料来源: wind, 联讯证券

图表53：五家水泥公司吨三费对比



资料来源: wind, 联讯证券

盈利预测与投资评级

假设一: 2019、2020 和 2021 年公司水泥及熟料产品销量分别增长 10%、3%、2%;

假设二: 2019、2020 和 2021 年公司水泥及熟料产品价格分别增长 6.5%、0%、0%;

假设三: 2019、2020 和 2021 年公司水泥及熟料产品吨成本与 2018 年持平;

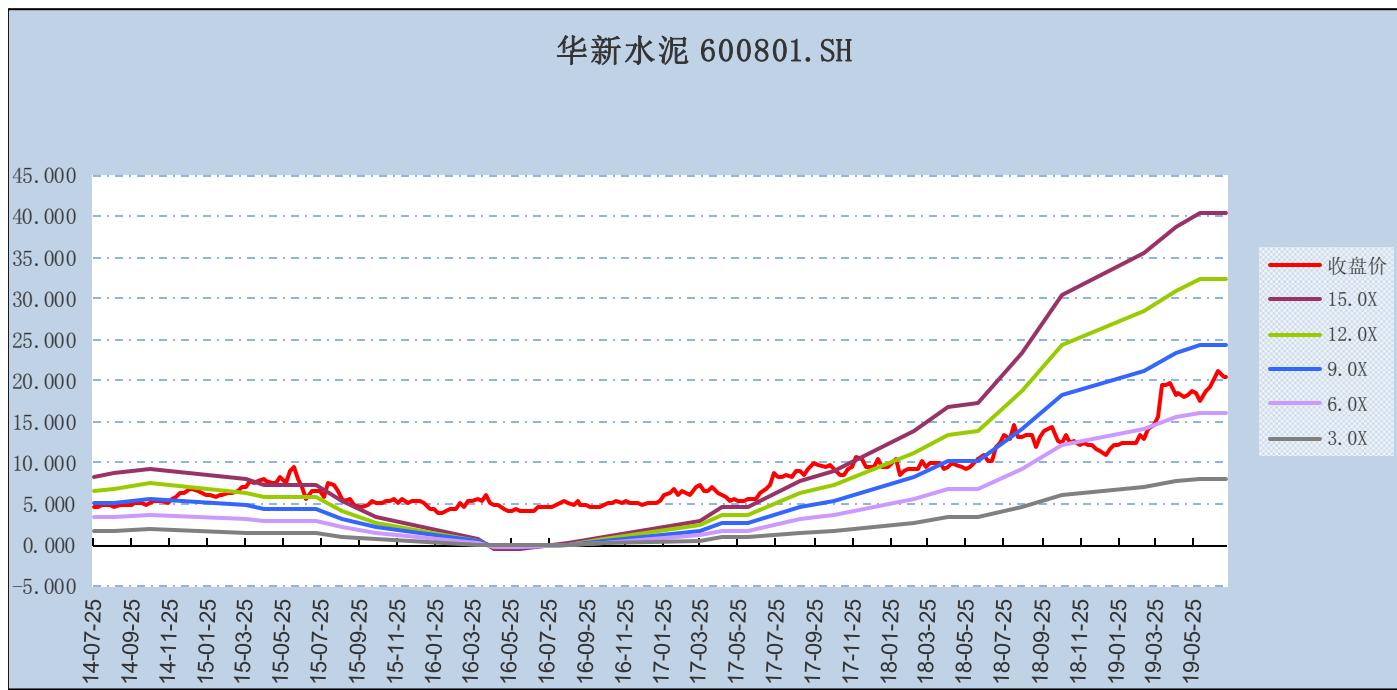
基于以上假设, 我们预计公司 2019-2020 年, 营业收入分别为 323 亿元、338 亿元、352 亿元, 同比分别增长 17.5%、4.8%、4%; 归母净利润分别为 70.0 亿元、71.1 亿元、73.4 亿元, 同比分别增加 35.1%、1.6%、3.2%。预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 3.34 元/股、3.39 元/股和 3.50 元/股, 对应的 PE 分别为 6/6/6x。按照 19 年 7-9 倍 PE, 合理估值 23.38-30.06 元, 给予“买入”评级。

风险提示

需求大幅下滑, 产品价格大幅下滑; 生产安全风险; 汇率风险;



图表54: PE Bands



资料来源: WIND, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5327	11987	17213	22590	营业收入	27466	32274	33835	35193
应收款项	2449	2918	3059	3182	营业成本	16575	18005	19504	20345
存货净额	2079	2158	2330	2424	营业税金及附加	500	581	609	633
其他流动资产	489	581	609	633	销售费用	1702	2001	2064	2147
流动资产合计	10550	17852	23418	29037	管理费用	1337	1695	1670	1732
固定资产	17442	16615	15698	14640	财务费用	466	510	354	400
无形资产及其他	3404	3290	3177	3063	投资收益	84	60	60	60
投资性房地产	1253	1253	1253	1253	资产减值及公允价值变动	(64)	(70)	(70)	(70)
长期股权投资	512	512	512	512	其他收入	264	0	0	0
资产总计	33162	39522	44059	48506	营业利润	7170	9472	9625	9925
短期借款及交易性金融负债	3498	3500	3500	3500	营业外净收支	(39)	0	0	0
应付款项	3789	3957	4271	4444	利润总额	7131	9472	9625	9925
其他流动负债	2864	2999	3200	3330	所得税费用	1426	1894	1925	1985
流动负债合计	10152	10456	10971	11274	少数股东损益	524	576	588	600
长期借款及应付债券	3641	3641	3641	3641	归属于母公司净利润	5181	7001	7112	7340
其他长期负债	1049	1049	1049	1049					
长期负债合计	4690	4690	4690	4690	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	14842	15146	15662	15964	净利润	5181	7001	7112	7340
少数股东权益	1646	2102	2567	3041	资产减值准备	(202)	781	(51)	(57)
股东权益	16673	22274	25830	29500	折旧摊销	1529	2287	2511	2658
负债和股东权益总计	33162	39522	44059	48506	公允价值变动损失	64	70	70	70
					财务费用	466	510	354	400
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	(23)	445	124	5
每股收益	2.47	3.34	3.39	3.50	其它	617	(325)	516	531
每股红利	0.52	0.67	1.70	1.75	经营活动现金流	7166	10259	10282	10547
每股净资产	7.95	10.62	12.32	14.07	资本开支	(1530)	(2200)	(1500)	(1500)
ROIC	26%	33%	33%	36%	其它投资现金流	250	0	0	0
ROE	31%	31%	28%	25%	投资活动现金流	(1357)	(2200)	(1500)	(1500)
毛利率	40%	44%	42%	42%	权益性融资	11	0	0	0
EBIT Margin	27%	31%	30%	29%	负债净变化	(1615)	0	0	0
EBITDA Margin	32%	38%	37%	37%	支付股利、利息	(1085)	(1400)	(3556)	(3670)
收入增长	31%	18%	5%	4%	其它融资现金流	1300	2	0	0
净利润增长率	149%	35%	2%	3%	融资活动现金流	(4089)	(1398)	(3556)	(3670)
资产负债率	50%	44%	41%	39%	现金净变动	1721	6661	5226	5377
息率	2.5%	3.3%	8.3%	8.5%	货币资金的期初余额	3606	5327	11987	17213
P/E	8.3	6.1	6.0	5.9	货币资金的期末余额	5327	11987	17213	22590
P/B	2.6	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	5859	8526	9126	9431
EV/EBITDA	6.5	4.7	4.7	4.5	权益自由现金流	5544	8120	8843	9111

资料来源：WIND，联讯证券



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@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关服务。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