



2019-10-24

公司点评报告

买入/维持

华新水泥(600801)

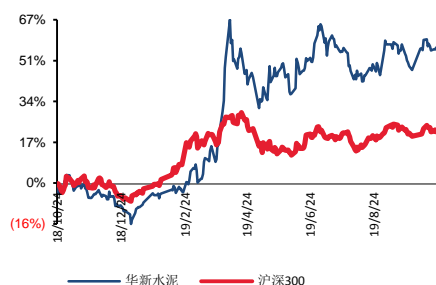
目标价: 25.44

昨收盘: 20.04

材料 材料 II

华新水泥：业绩符合预期，Q4 将延续高景气度

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,887/1,887 |
| 总市值/流通(百万元) | 37,809/37,809 |
| 12 个月最高/最低(元) | 31.43/15.73 |

相关研究报告：

华新水泥（600801）《华新水泥：量价齐升助力高增长，下半年业绩将更进一步》——2019/08/23

华新水泥（600801）《华新水泥：量价齐升助力业绩高增长，2019H2 将延续高景气》——2019/07/10

华新水泥（600801）《华新水泥：一季度业绩大幅增长，全年有望维持高景气度》——2019/04/25

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 2019 年三季报，前三季度实现营收 224.72 亿元（+18.02%），归母净利润 48.44 亿元（+41.99%），扣非后归母净利润约 48 亿元（+42.18%），其中 Q3 实现营收 80.85 亿元（+12.96%），归母净利润 16.81 亿元（+25.15%），扣非后归母净利润 16.69 亿元（+25.87%）。

点评：

维持“买入”评级，目标价 25.44 元：在供给侧改革大背景下，公司水泥产能逆势扩张，充分受益于水泥行业景气度提升，弹性超出市场预期；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。预计公司 19-20 年归母净利润为 66.63 亿元，67.64 亿元，对应 EPS 分别为 3.18、3.23 元；对应 19-20 年 PE 估值 6.3 和 6.2 倍，维持目标价 25.44 元，维持“买入”评级。

Q3 量价齐升，业绩表现亮眼。我们测算公司前三季度销量约 5550 万吨，同比增长约 10%，其中 Q3 销量约 2000 万吨，同比增长约 8%，在水泥企业中销量增速位居前列，我们认为，公司销量高增长的背后一是今年以来湖北、云南地区需求强劲，1-9 月份两地水泥产量累计增长 7.7%和 9.21%，领先全国平均增速；二是由于武汉地区 10 月份要举办军运会，前期各项工程都在加紧赶工，提振需求；从价格来看，我们测算公司 Q3 吨出厂均价约 350 元左右，同比提升约 15 元/吨，环比下降约 12 元/吨，环比下降主要原因为 6-8 月份进入传统淡季，湖北、云南等地价格均回落 20-30 元/吨不等，从而拉低三季度整体均价；同时公司 Q3 吨成本约 212 元/吨，同比提升 8 元/吨，环比提升 16 元/吨左右，主要原因为公司在 7、8 月份淡季对部分生产线进行检修，维修成本及耐火材料价格有所增加所致；我们测算 Q3 吨毛利约为 142 元，同比提升约 10 元，盈利能力进一步提升；

现金流充沛，资产负债率进一步降低。前三季度公司现金收入约 259 亿元，明显高于营收，先款后货的交易模式体现了水泥企业超强的议价能力，也反映了水泥行业极佳的供求状况；前三季度公司经营性净现金流为 70.51 亿元，同比增长 36.88%，期末公司在手现金 58.59 亿元，同比增长 33%，充足的现金流一方面保障各项业务的有序进行，另一方面偿还本息负债，优化债务结构，其中 Q3 吨财务费用仅为 1.72 元，同比下降 3.3 元/吨；报告期末公司资产负债率为 38.7%，同比下降约 10 个百分点，资产负债表强劲。

骨料业务增长稳健，有望成为新的业绩增长点。我们测算公司 Q3 骨料销量约 460 万吨，同比增长约 19%，假设按照去年骨料毛利率约 65%的水平

计算，骨料业务盈利能力十分突出。公司依托丰富的矿山资源加速拓展骨料业务，目前公司骨料产能为 2500 万吨/年，计划到 2020 年力争实现 1 亿吨/年的骨料产能，随着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，加速拓展骨料业务将打造新的业绩增长点。

Q4 区域有望延续高景气度。进入“金九银十”旺季，各地价格快速回升，8 月中下旬以来，两湖地区价格上涨 50-100 元/吨不等，区域供需格局稳中向好，其中湖北地区逆势提升 19 年 GDP 增速目标彰显经济发展信心，基建及地产投资韧性十足，近期武汉军运会召开对武汉及周边地区供需产生一定的影响，但军运会结束后需求有望集中释放；而西南地区受益精准扶贫的推动，需求仍有支撑，除贵州外，前三季度其他省份需求均平稳增长，短期区域产能冲击无忧，Q4 行业高景气有望延续。我们认为，公司主要产能覆盖长江经济带，依托便利的水运将充分受益长江经济带协同发展带来的新契机。

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：

| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 27466 | 31289 | 31341 | 31620 |
| (+/-%) | 31.49 | 13.92 | 0.17 | 0.89 |
| 净利润(百万元) | 5181 | 6663 | 6764 | 6819 |
| (+/-%) | 149.38 | 28.60 | 1.52 | 0.80 |
| 摊薄每股收益(元) | 3.46 | 3.18 | 3.23 | 3.25 |
| 市盈率(PE) | 4.83 | 6.31 | 6.21 | 6.17 |

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) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 3606 | 5327 | 8051 | 10649 | 14190 | 营业收入 | 20889 | 27466 | 31289 | 31341 | 31620 |
| 应收和预付款项 | 868 | 848 | 1013 | 1015 | 1027 | 营业成本 | 14716 | 16575 | 17858 | 17908 | 18181 |
| 存货 | 1621 | 2079 | 2006 | 2006 | 2032 | 营业税金及附加 | 332 | 500 | 570 | 571 | 576 |
| 其他流动资产 | 2671 | 2297 | 2567 | 2571 | 2590 | 销售费用 | 1402 | 1702 | 1939 | 1942 | 1959 |
| 流动资产合计 | 8767 | 10550 | 13638 | 16241 | 19839 | 管理费用 | 1204 | 1337 | 1523 | 1525 | 1539 |
| 长期股权投资 | 435 | 512 | 552 | 552 | 552 | 财务费用 | 661 | 466 | 160 | 5 | -113 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 269 | 67 | 25 | 20 | 18 |
| 固定资产 | 15757 | 16117 | 16902 | 17031 | 16806 | 投资收益 | 108 | 84 | 105 | 98 | 90 |
| 在建工程 | 1248 | 1194 | 2314 | 2814 | 3214 | 公允价值变动 | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产开发支出 | 3027 | 3404 | 3654 | 3897 | 4131 | 营业利润 | 2580 | 7170 | 9308 | 9456 | 9538 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | | | | 其他非经营损益 | 233 | -39 | 100 | 95 | 90 |
| 其他非流动资产 | 21732 | 22611 | 24758 | 25654 | 26051 | 利润总额 | 2812 | 7131 | 9408 | 9551 | 9628 |
| 资产总计 | 30499 | 33162 | 38396 | 41895 | 45890 | 所得税 | 600 | 1426 | 1881 | 1909 | 1925 |
| 短期借款 | 1142 | 621 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 2212 | 5705 | 7527 | 7642 | 7703 |
| 应付和预收款项 | 4702 | 4428 | 4999 | 5012 | 5084 | 少数股东损益 | 134 | 524 | 864 | 877 | 884 |
| 长期借款 | 4059 | 2444 | 1644 | 894 | 294 | 归母股东净利润 | 2078 | 5181 | 6663 | 6764 | 6819 |
| 其他负债 | 7441 | 7349 | 8318 | 7323 | 6554 | 预测指标 | | | | | |
| 负债合计 | 17344 | 14842 | 14961 | 13229 | 11932 | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 股本 | 1498 | 1498 | 2097 | 2097 | 2097 | 毛利率 | 29.55% | 39.65% | 42.93% | 42.86% | 42.50% |
| 资本公积 | 2510 | 2510 | 2510 | 2510 | 2510 | 销售净利率 | 9.95% | 18.86% | 21.29% | 21.58% | 21.56% |
| 留存收益 | 7912 | 12674 | 16327 | 20680 | 25088 | 销售收入增长率 | 54.44% | 31.48% | 13.92% | 0.17% | 0.89% |
| 归母公司股东权益 | 11900 | 16673 | 20925 | 25278 | 29686 | EBIT 增长率 | 152.30% | 118.75% | 25.95% | -0.13% | -0.43% |
| 少数股东权益 | 1256 | 1646 | 2511 | 3388 | 4272 | 净利润增长率 | 359.72% | 149.38% | 28.60% | 1.52% | 0.80% |
| 股东权益合计 | 13156 | 18319 | 23435 | 28666 | 33958 | ROE | 17.46% | 31.08% | 31.84% | 26.76% | 22.97% |
| 负债和股东权益 | 30499 | 33162 | 38396 | 41895 | 45890 | ROA | 6.81% | 15.62% | 17.35% | 16.15% | 14.86% |
| 现金流量表(百万) | | | | | | ROIC | 14.47% | 31.19% | 40.47% | 38.61% | 37.77% |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | EPS (X) | 1.39 | 3.46 | 3.18 | 3.23 | 3.25 |
| 经营性现金流 | 3904 | 7900 | 9676 | 9463 | 9648 | PE (X) | 10.17 | 4.83 | 6.31 | 6.21 | 6.17 |
| 投资性现金流 | -1634 | -1829 | -3628 | -2578 | -2253 | PB (X) | 1.78 | 1.50 | 2.01 | 1.66 | 1.42 |
| 融资性现金流 | -2359 | -4384 | -3323 | -4288 | -3854 | PS (X) | 1.01 | 0.91 | 1.34 | 1.34 | 1.33 |
| 现金增加额 | -20 | 17 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA (X) | 5.45 | 2.92 | 3.40 | 2.97 | 2.51 |

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 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@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 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@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 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@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 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@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。