

## 华新水泥 (600801.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 27.20 元

目标价格 (人民币): 37.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 20.97

已上市流通 A股(亿股) 13.62

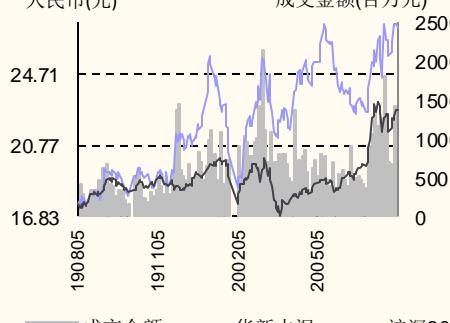
总市值(亿元) 570.28

年内股价最高最低(元) 27.56/24.46

沪深 300 指数 4776

上证指数 3372

人民币(元) 成交金额(百万元)



## 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2018    | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 27,466  | 31,439 | 33,505 | 37,522 | 39,682 |
| 营业收入增长率        | 31.48%  | 14.47% | 6.57%  | 11.99% | 5.76%  |
| 归母净利润(百万元)     | 5,181   | 6,342  | 6,801  | 7,755  | 8,201  |
| 归母净利润增长率       | 149.39% | 22.40% | 7.23%  | 14.03% | 5.75%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 3.460   | 3.025  | 3.244  | 3.699  | 3.912  |
| 每股经营性现金流净额     | 5.27    | 4.62   | 4.66   | 5.45   | 5.71   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 31.08%  | 29.76% | 27.33% | 28.31% | 27.98% |
| P/E            | 4.83    | 8.74   | 8.39   | 7.35   | 6.95   |
| P/B            | 1.50    | 2.60   | 2.29   | 2.08   | 1.95   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **国内水泥龙头, 发展“水泥+”业务。**公司熟料和水泥年产能 6330 万吨和 9740 万吨, 产量 5889 万吨和 7499 万吨, 是中国第四大水泥企业。公司产能主要分布在两湖和西南地区, 湖北、云南、湖南产能占比 39%、20%、12%。在发展水泥业务的同时, 发展骨料和固废业务, 骨料年产能 3950 万吨, 毛利率 65%, 远高于水泥主业, 固废处置年产能 570 万吨。
- **两湖地区: 需求回补, 向上拐点临近。**两湖地区水泥行业集中度较高, CR5 均为 77%, 龙头企业对市场的掌控力强。在政府严控新增产能的背景下, 两湖地区水泥熟料产能增加十分有限。2020 年湖北省计划投资 2263 亿元、同比增长 9.5%, 在基建托底和天气好转的情况下, 上半年压制的水泥需求将在下半年加速释放。2020 年湖南省计划投资 3050 亿元、同比增长 18.5%, 当地受疫情影响小, 上半年水泥需求实现正增长, 下半年有望延续。
- **滇藏地区: 政策推动, 行情延续。**云南市场集中度低, 竞争激烈, 供给端存在压力。由于区域需求旺盛, 2020 年固定资产投资增速超过 10%、交通领域投资增速超过 15%, 旺盛的需求可以化解供给压力。若未来出台错峰生产政策, 整体供给还有较大调整空间。西藏基建需求旺盛, 固定资产投资复合增速 20%, 供需紧张格局短期不会改变。2020 年西藏水泥均价 661 元, 同比涨幅 5.9%, 为全国最高价格, 未来区域产能仍将保持较好的盈利水平。
- **产能有望继续增长, 成本存在下降空间。**2020 年下半年, 境内随着湖北黄石产线的点火投产, 境外随着乌兹别克斯坦、坦桑尼亚、尼泊尔产线的点火投产, 公司产能将增长 8.5%, 对 2021 年产量带来贡献。燃料和动力是最大的成本构成, 受益于煤炭价格下跌, 2020 年公司水泥生产成本有望下降 1.63 元。由于公司石灰石自给率 93%, 未来石灰石采购成本相对固定。

## 投资建议与估值

- 预计公司 2020-2022 年 EPS 3.24 元 /3.7 元/3.91 元。鉴于区域市场需求确定且公司盈利能力强, 给予公司 2021 年 10 倍估值。按照 2021 年 EPS 3.7 元计算, 给予未来 6-12 个月 37 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险

- 经济下行; 价格上涨不及预期; 项目建设进度低于预期; 环保、安全等不确定因素影响; 疫情反复; 汇率波动。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002

dingshitao@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

- 1) 水泥和熟料销量：预计 2020-2022 年公司水泥销量增速 3%/9%/2%，预计 2020-2022 年公司熟料销量增速 0%/0%/0%。
- 2) 水泥和熟料价格：预计 2020-2022 年公司水泥和熟料销售价格涨幅 2%/2%/1%。
- 3) 水泥和熟料成本：预计 2020-2022 年公司水泥单位生产成本 206.71 元 /209.96 元 /211.25 元，熟料单位生产成本 197.98 元 /200.27 元 /202.59 元。
- 4) 骨料业务：预计 2020-2022 年公司骨料业务销量增速 20%/20%/20%，产品售价涨幅 1%/1%/1%，单位成本 20.8 元 /20.9 元 /21 元。
- 5) 混凝土业务：预计 2020-2022 年公司混凝土业务销量增速 20%/20%/20%，产品售价涨幅 2%/2%/1%，毛利率与 2019 年持平。
- 6) 其他业务：受水泥窑协同处置业务的拉动，预计 2020-2022 年固废处理量增速 20%/20%/20%，毛利率与 2019 年持平。

### ■ 我们区别于市场的观点

市场认为，公司业绩受疫情影响严重。

我们认为，公司是湖北最大的水泥企业，第一大市场也是湖北市场，疫情对公司一季度业绩影响明显。二季度疫情缓解后，湖北水泥需求快速回升，5 月单月需求量与 2019 年 5 月持平。除了湖北市场外，云南、湖南、西藏等市场需求旺盛。根据业绩快报，2020 年上半年公司净利润区间为 22.13-23.73 亿元，扣除一季度 3.54 亿元净利润，公司二季度利润区间为 18.59-20.19 亿元，中值 19.39 亿元，远超 2019 年 Q3 单季 16.7 亿元和 Q4 单季 14.98 亿元利润水平，与 2019 年 Q2 差距仅为 2.13 亿元。

水泥的下游需求以基建为主，政策对需求影响大。未来湖北有望受益于疫后重建，云南受益于脱贫攻坚和一带一路，西藏受益于大规模建设，湖南市场需求一直旺盛，我们认为公司下游市场需求确定性强。作为中国第四大水泥企业，公司的盈利能力远超中国建材和海螺水泥，在疫情中表现出了较强的业绩韧性。未来随着南方梅雨季的结束和下游复工的推进，耽误的水泥需求有望集中释放，新增产能陆续投产也将助力公司业绩回升。

### ■ 股价上涨的催化因素

- 1) 疫情好转后各地基建项目开始赶工期
- 2) 政策支持下各地新增基建项目陆续落地

### ■ 估值和目标价格

预计公司 2020-2022 年 EPS 3.24 元 /3.7 元 /3.91 元。2021 年海螺水泥估值 9.1 倍，考虑疫情过后，湖北基建活动旺盛，水泥需求确定性高，且公司盈利能力优于海螺水泥，因此我们给予公司 2021 年 10 倍估值。按照 2021 年 EPS 3.7 元计算，给予公司未来 6-12 个月 37 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

### ■ 投资风险

水泥出货量与下游施工进展相关。如果后期天气持续恶劣，将影响基建施工进度，进而对水泥出货量产生影响，并对价格产生负面影响。

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 投资要件 .....                        | 2  |
| 1. 公司推荐逻辑：旺季提价在即，期待疫后需求回补 .....   | 6  |
| 2. 国内水泥龙头，业绩不断向上突破 .....          | 7  |
| 2.1“百年老店”，历久弥新 .....              | 7  |
| 2.2 水泥业务为支柱，经营情况逐年向好 .....        | 7  |
| 2.3 水泥产能继续扩张，发展“水泥+”业务 .....      | 9  |
| 3. 期待两湖地区需求回补，市场向上拐点临近 .....      | 9  |
| 3.1 需求：当前尚处恢复期，基建发力支撑后期需求 .....   | 9  |
| 3.2 供给：产能增量有限叠加高集中度，供给端压力较小 ..... | 12 |
| 3.3 价格：当前价格表现平淡，旺季价格有望持续提升 .....  | 13 |
| 4. 云南、西藏市场行情将继续延续 .....           | 14 |
| 4.1 云南省需求具备保障，供需失衡尚未显现 .....      | 14 |
| 4.2 难改供需紧张格局，西藏水泥价格将继续保持高位 .....  | 17 |
| 5. 各业务板块经营向好，业绩具备向上弹性 .....       | 18 |
| 5.1 水泥业务：产能扩张，内、外双丰收 .....        | 18 |
| 5.2 骨料业务：抓住行业机遇，迎来快速发展 .....      | 19 |
| 5.3 固废业务：行业前景广阔，享受隐形福利 .....      | 20 |
| 5.4 生产成本：燃料和动力成本下降 .....          | 21 |
| 5.5 盈利能力：中国水泥行业翘楚 .....           | 22 |
| 6. 盈利预测与投资建议 .....                | 23 |
| 6.1 盈利预测 .....                    | 23 |
| 6.2 投资建议与估值 .....                 | 24 |
| 7. 风险提示 .....                     | 25 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图表 1：2020年上半年地产投资增速转正 .....   | 6 |
| 图表 2：2020年上半年基建投资增速逐月回升 ..... | 6 |
| 图表 3：2020年二季度水泥需求创近五年新高 ..... | 6 |
| 图表 4：受降水天气影响水泥价格淡季持续回落 .....  | 6 |
| 图表 5：2019年华新拉豪产能位列国内第四名 ..... | 7 |
| 图表 6：拉法基豪瑞为公司实际控制人 .....      | 7 |
| 图表 7：水泥是公司主要的收入来源 .....       | 8 |
| 图表 8：水泥是公司主要的利润来源 .....       | 8 |
| 图表 9：2016年以来公司收入持续增长 .....    | 8 |
| 图表 10：2016年以来公司利润持续增长 .....   | 8 |
| 图表 11：公司水泥和熟料售价逐年上涨 .....     | 8 |
| 图表 12：公司毛利率和净利润率持续提升 .....    | 8 |

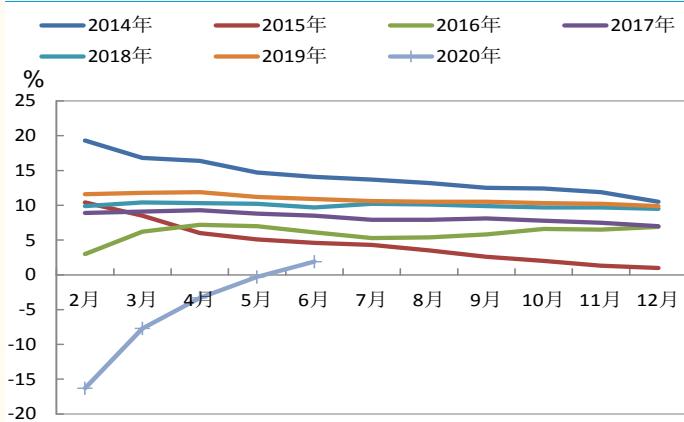
|  |    |
|--|----|
| 图表 13: 公司水泥熟料产能逐年增加 .....              | 9  |
| 图表 14: 公司在两湖和西南地区产能较多 .....            | 9  |
| 图表 15: 2013-2019 年湖北固投增速均在 10%以上 ..... | 10 |
| 图表 16: 2020 年上半年湖北地产投资增速大幅下滑 .....     | 10 |
| 图表 17: 2020 年以来湖北省出台政策推动基建项目提速 .....   | 11 |
| 图表 18: 湖北水泥需求增速与全国持平 .....             | 11 |
| 图表 19: 2020 年 1-4 月需求下滑是主要原因 .....     | 11 |
| 图表 20: 2020 年上半年湖南固投增速转正 .....         | 12 |
| 图表 21: 2020 年湖南房地产投资增速高位运行 .....       | 12 |
| 图表 22: 2020 年湖南省水泥需求增速远超全国平均 .....     | 12 |
| 图表 23: 2020 年以来湖南月度水泥需求保持高增速 .....     | 12 |
| 图表 24: 湖北省水泥行业 CR5 达到 77.41% .....     | 13 |
| 图表 25: 湖南省水泥行业 CR5 达到 76.57% .....     | 13 |
| 图表 26: 季节因素导致两湖地区出货率回落 .....           | 13 |
| 图表 27: 季节因素导致两湖地区库容比处于高位 .....         | 13 |
| 图表 28: 2020 年湖北水泥价格略低于 2019 年 .....    | 14 |
| 图表 29: 2020 年湖南水泥价格同比上涨 .....          | 14 |
| 图表 30: 2020 年云南省固定资产投资增速出现回落 .....     | 14 |
| 图表 31: 云南省水泥需求增速一直高于全国 .....           | 14 |
| 图表 32: 我国贫困地区主要分布在中西部地区 .....          | 15 |
| 图表 33: 云南省地产投资保持高增速 .....              | 15 |
| 图表 34: 云南省新开工面积高位运行 .....              | 15 |
| 图表 35: 云南省水泥集中度偏低 .....                | 16 |
| 图表 36: 2020 年上半年云南省已有 4 条熟料产线投产 .....  | 16 |
| 图表 37: 昆明地区水泥出货率从 7 月回升 .....          | 17 |
| 图表 38: 云南水泥均价高于 2019 年同期价格 .....       | 17 |
| 图表 39: 西藏水泥需求保持快速增长 .....              | 17 |
| 图表 40: 西藏水泥价格远高于全国平均水平 .....           | 17 |
| 图表 41: 熟料产量和产能利用率创近年新高 .....           | 18 |
| 图表 42: 水泥产量合产能利用率创近年新高 .....           | 18 |
| 图表 43: 西南地区营收贡献已接近 40% .....           | 18 |
| 图表 44: 公司在海外有 7 条熟料生产线 .....           | 19 |
| 图表 45: 公司境外业务盈利能力不逊于国内业务 .....         | 19 |
| 图表 46: 机制砂代替河砂大势所趋 .....               | 20 |
| 图表 47: 公司骨料产能快速增长 .....                | 20 |
| 图表 48: 公司骨料业务毛利率高达 65% .....           | 20 |
| 图表 49: 从垃圾如何变成水泥成品 .....               | 21 |
| 图表 50: 正在处置城市垃圾的水泥熟料生产线 .....          | 21 |
| 图表 51: 能源和动力是公司主要的成本构成 .....           | 22 |

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 52: 煤炭价格下跌导致公司能源成本下降 .....     | 22 |
| 图表 53: 公司毛利率位列行业第二名 .....         | 22 |
| 图表 54: 公司 ROE 为水泥行业最高 .....       | 22 |
| 图表 55: 公司应收账款周转率位于行业第二 .....      | 22 |
| 图表 56: 公司总资产周转率位于行业第三 .....       | 22 |
| 图表 57: 2018 年起华新毛利率超过海螺 .....     | 23 |
| 图表 58: 2018 年起华新 ROE 超过海螺 .....   | 23 |
| 图表 59: 2020-2022 年水泥和熟料成本预测 ..... | 23 |
| 图表 60: 未来三年公司主要假设参数 .....         | 24 |
| 图表 61: 公司估值水平低于行业均值 .....         | 25 |

## 1. 公司推荐逻辑：旺季提价在即，期待疫后需求回补

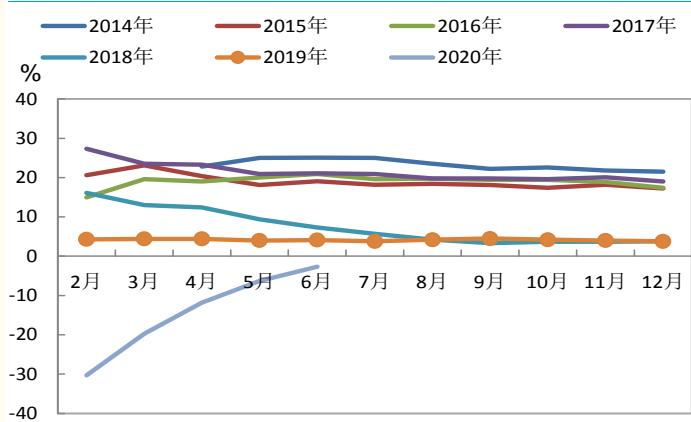
水泥的下游需求主要包括房地产、基建和农村市场。2020年一季度受疫情影响，中国的地产投资和基建投资增速大幅下滑，水泥价格在一季度出现回落。二季度开始，随着下游复工启动，地产投资增速在上半年由负转正，基建投资增速逐月回升。受固定资产投资回暖带动，水泥需求量在2020年4月和6月创下同期（2016-2019年）单月最高值，2020年5月水泥需求量为同期（2016-2019年）单月最高值，水泥价格从4月份开始回升。2020年6月起，受降水天气影响，水泥的需求和价格均出现回落，华东超长梅雨季导致水泥价格大幅下跌。我们认为，水泥行业的基本面并未发生变化，价格的持续下跌主要与天气因素有关。随着华东梅雨季结束，在赶工期和新增基建项目的带动下，水泥需求和价格将从8月开始回升，我们看好8月起水泥价格和板块走势。

图表 1：2020年上半年地产投资增速转正



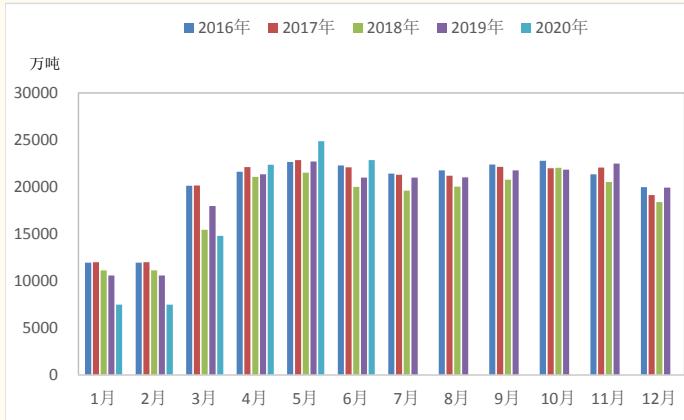
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：2020年上半年基建投资增速逐月回升



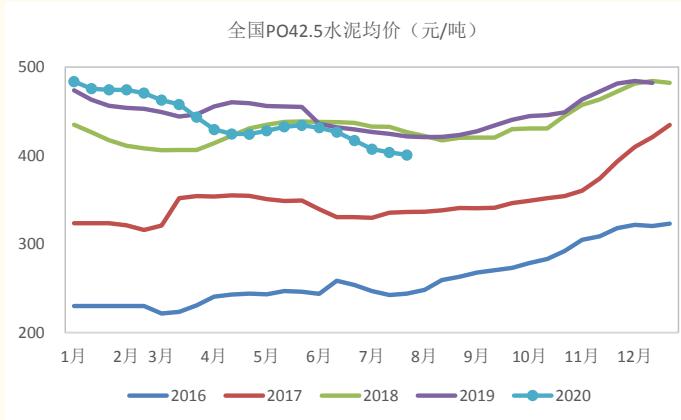
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2020年二季度水泥需求创近五年新高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：受降水天气影响水泥价格淡季持续回落



来源：Wind，国金证券研究所

由于北方将从10-11月进入采暖季，空气质量的变动也对北方水泥企业发展产生影响，区域选择上建议关注长江以南的水泥企业。水泥的下游需求以基建为主，政策对需求影响大。我们选择企业盈利突出、政策确定性强、具有量价齐升逻辑的企业作为重点推荐标的。

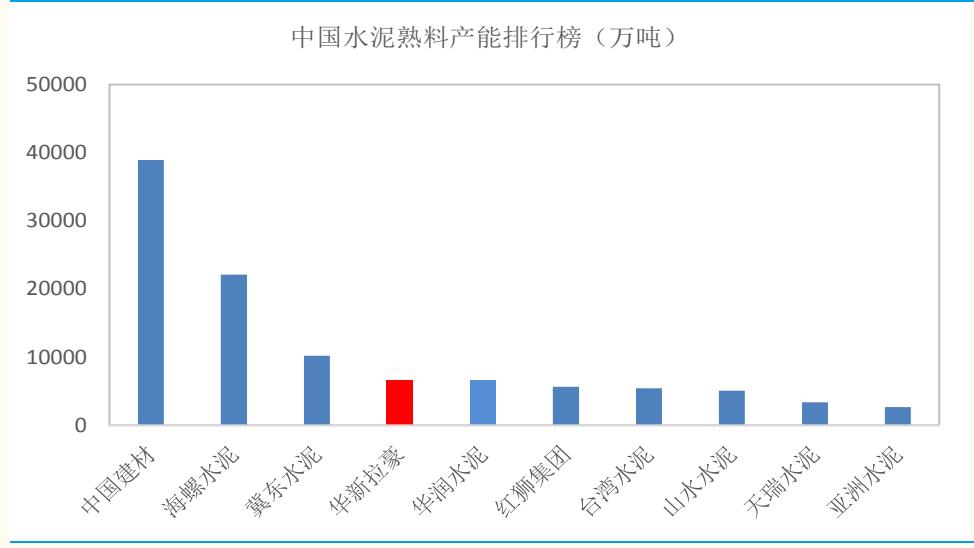
华新水泥是中国第四大水泥企业，公司的盈利能力远超中国建材和海螺水泥，在疫情中表现出了较强的业绩韧性。未来湖北有望受益于疫后重建，云南受益于脱贫攻坚和一带一路，西藏受益于大规模建设，湖南市场需求一直旺盛，我们认为公司下游市场需求确定性强。未来随着湖北黄石产能和海外产能的陆续投产，公司产量有望进一步增长。

## 2. 国内水泥龙头，业绩不断向上突破

### 2.1 “百年老店”，历久弥新

公司的前身为湖北水泥厂，1907年在湖北黄石成立，距今已有113年历史。2008年，国际水泥巨头瑞士豪瑞集团成为公司实控人。随着豪瑞集团与拉法基合并，拉豪中国与华新水泥实施全面整合，公司先后控制拉豪位于西南地区的多家水泥公司。2019年，华新拉豪的水泥熟料产能6668.1万吨（其中：华新水泥6330万吨），位列中国水泥行业第四名。

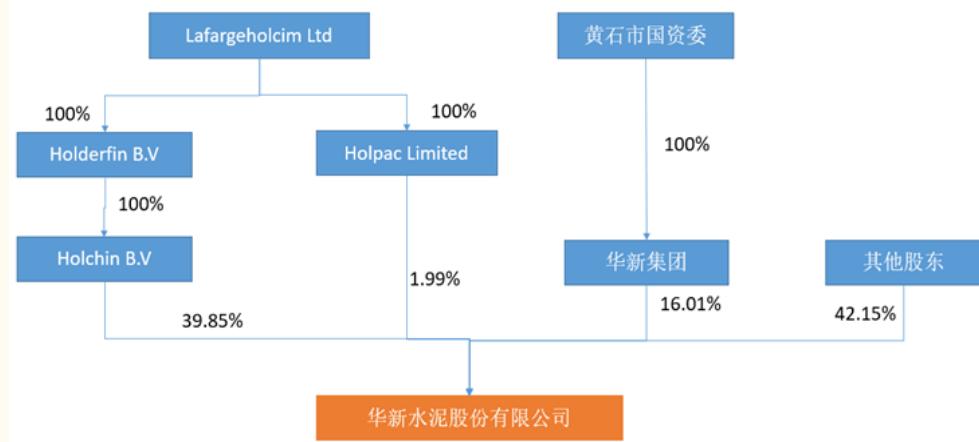
图表 5：2019年华新拉豪产能位列国内第四名



来源：数字水泥网，国金证券研究所

截至2020年3月31日，公司总股本20.97亿股，全部为流通股，其中：A股13.62亿股、B股7.35亿股。拉法基豪瑞集团旗下全资子公司Holchin.B.V.持有公司39.85%的股份，为公司控股股东，其与一致行动人合计持股41.84%，因此拉法基豪瑞为公司实际控制人。黄石市国资委下属的华新集团（含代管国家股）持股比例为16.01%，为公司第二大股东。

图表 6：拉法基豪瑞为公司实际控制人

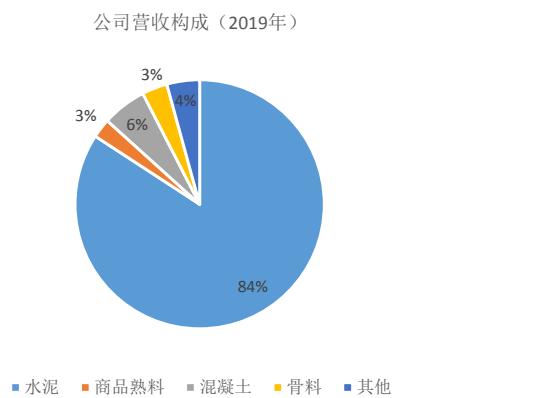


来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.2 水泥业务为支柱，经营情况逐年向好

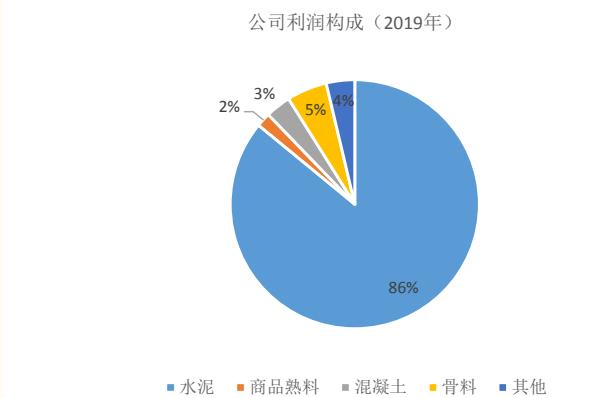
公司是集水泥、混凝土、骨料、环保处置、装备制造及EPC工程、高建材等业务于一身的全球化建材集团，水泥生产销售是公司主要的收入和利润来源。2019年公司水泥业务营收264.72亿元，占比84.2%；水泥业务毛利110.13亿元，占比85.9%。

图表 7: 水泥是公司主要的收入来源



来源: 公司公告, 国金证券研究所

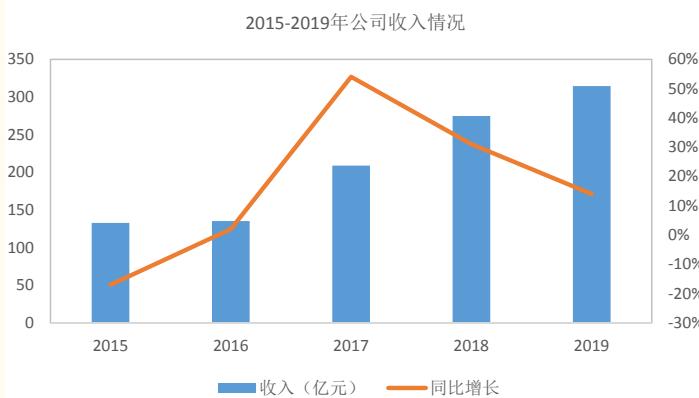
图表 8: 水泥是公司主要的利润来源



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2016 年以来, 伴随本轮水泥行业上行周期, 公司经营业绩逐年改善, 2019 年再创历史新高。2019 年, 公司实现营业收入 314.39 亿元, 同比增长 14.47%; 实现归母净利润 63.42 亿元, 同比增长 22.4%。

图表 9: 2016 年以来公司收入持续增长

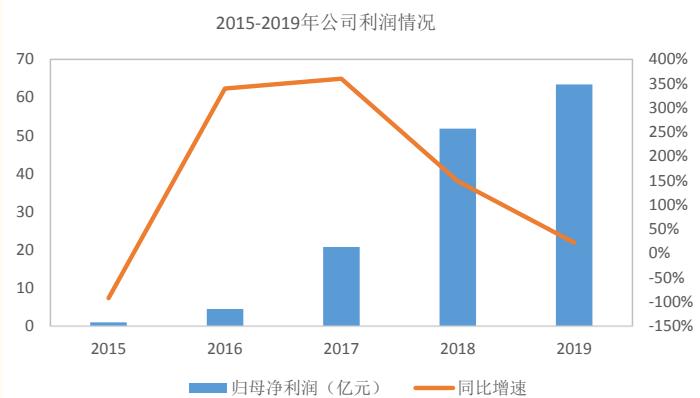


来源: 公司公告, 国金证券研究所

受益水泥价格上涨和销量增加, 公司盈利能力持续增强。2019 年, 公司水泥销量 7420 万吨、同比增长 9.17%, 水泥售价 (不含税) 357 元/吨、同比上涨 5%。量价齐升的带动下, 公司销售毛利率 40.76%、同比增加 1.11 个百分点, 销售净利率 22.33%、同比增加 1.56 个百分点。

图表 10: 2016 年以来公司利润持续增长

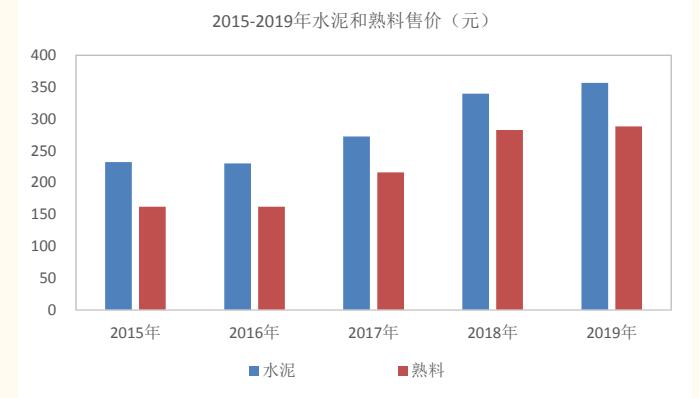
图表 10: 2016 年以来公司利润持续增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

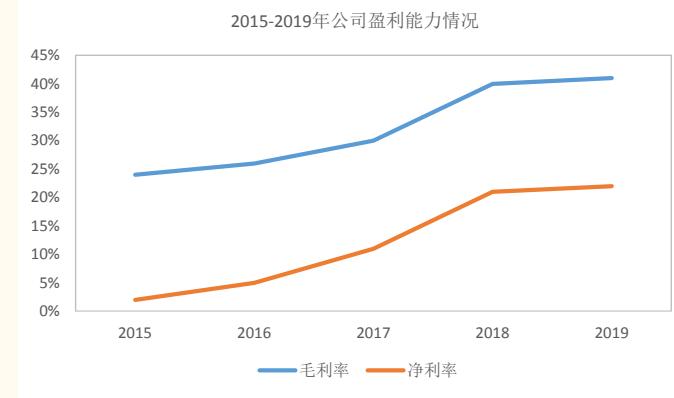
图表 11: 公司水泥和熟料售价逐年上涨

图表 12: 公司毛利率和净利润率持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 公司毛利率和净利润率持续提升



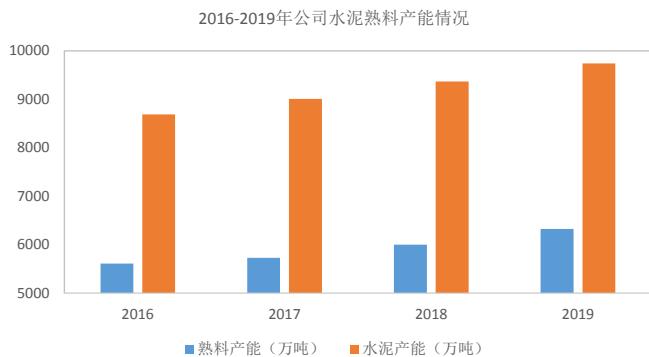
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 2.3 水泥产能继续扩张，发展“水泥+”业务

2019 年，公司完成了对云维保山水泥有限公司 4000 t/d 水泥熟料生产线 85% 股权、吉尔吉斯南方水泥有限公司 100% 股权的收购，云南禄劝 4000 t/d 水泥熟料生产线项目建成投产。截至 2019 年底，公司水泥熟料和水泥产能分别为 6330 万吨/年和 9740 万吨/年。

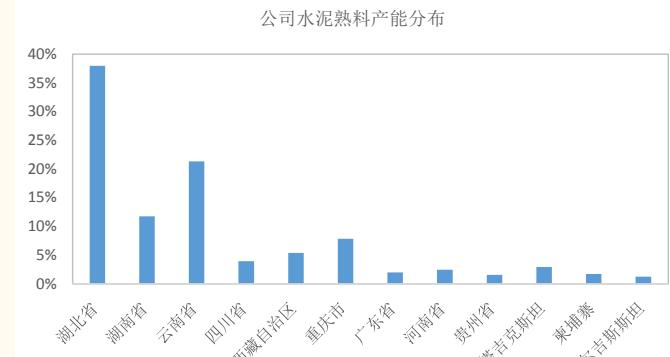
公司水泥熟料产能主要集中在两湖和西南地区。截至 2019 年底，传统核心区域湖北和湖南的产能占比为 39% 和 12%。公司在西南地区的业务占比近年来不断提升，其中：云南地区产能占比 20%，西藏地区产能占比 6%。

图表 13：公司水泥熟料产能逐年增加



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：公司在两湖和西南地区产能较多



来源：公司公告，国金证券研究所

从未来投资规划来看，公司国内水泥产能仍将扩张。2020 年 4 月 15 日，公司将在昆明市嵩明县搬迁还建一条 4000t/d 水泥熟料生产线。2020 年 7 月 15 日，公司与重庆永川区签约，拟投资 33 亿元，建设 6 条熟料生产线及水泥窑协同处置废弃物项目、配套物流公司等 8 个项目。

除了水泥业务外，公司大力发展“水泥+”业务。截至 2019 年底，公司在湖北、湖南、江西、四川、河南、重庆和西藏等地建立了 58 家搅拌站，共拥有混凝土生产线 89 条，产能为 2235 万 m<sup>3</sup>。截至 2019 年底，公司骨料产能增长至 3950 万吨/年。此外，公司其他业务产能分别为：水泥设备制造 5 万吨/年、综合环保墙材 1.2 亿块/年、砂浆生产能力 30 万吨/年、水泥包装袋 6 亿只/年及废弃物处置 570 万吨/年（含在建）。

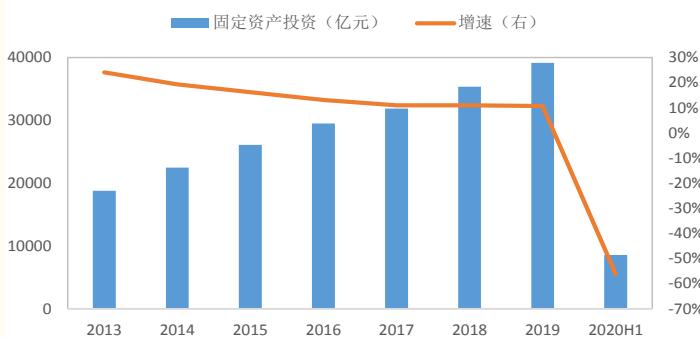
### 3. 期待两湖地区需求回补，市场向上拐点临近

#### 3.1 需求：当前尚处恢复期，基建发力支撑后期需求

##### ■ 湖北省：上半年需求受制，下半年有望加速释放

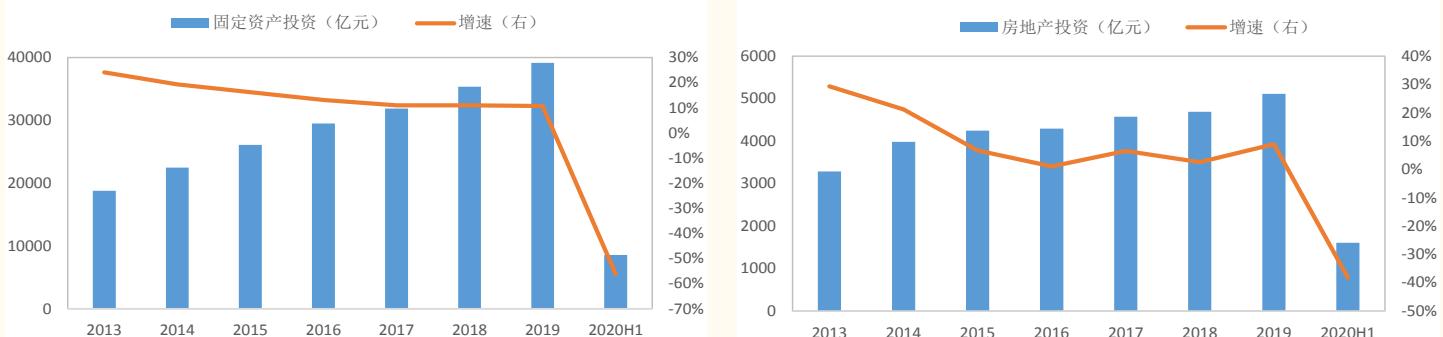
2020 年之前，湖北省固定资产投资增速一直保持在 10% 以上。2019 年，湖北省固定资产投资完成额 39128.68 亿元（根据增速预测），同比增长 10.6%，增速保持高位。湖北省作为受疫情影响最严重的地区，2020 年上半年固定资产投资完成额 8567.34 亿元（根据增速预测）、同比减少 56.2%，房地产投资完成额 1604.51 亿元、同比减少 38.3%。我们认为，由于投资惯性的存在，随着下半年区域建设不断恢复，固定资产投资有望迎来恢复性增长。

图表 15: 2013-2019 年湖北固投增速均在 10% 以上



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 2020 年上半年湖北地产投资增速大幅下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

为对冲疫情影响、稳定经济发展，**2020 年湖北省基建投资有望发力**。2020 年 5 月 20 日，湖北省发改委印发《湖北省 2020 年省级重点建设计划》，共安排项目 410 个、总投资 13291 亿元、年度计划投资 2263 亿元，较上年同期分别增加 38.5%、3.4%、9.5%。其中，公路路网类 41 项，本年计划投资 395.17 亿元；铁路类 7 项，本年计划投资 155.65 亿元；水运航电类 6 项，本年计划投资 26.85 亿元；航空类 3 项，本年计划投资 51.10 亿元；水利类 5 项，本年计划投资 27.50 亿元；市政设施类 36 项，本年计划投资 285.55 亿元。

**2020 年上半年，湖北省政府陆续出台相关政策，全力推动项目建设提速。**3 月，湖北省疫情防控指挥部办公室印发《关于积极有序推进全省投资项目开工复工建设的通知》，将补短板基础设施项目的最低资本金的比例由 20% 调整到 15%。4 月，湖北省政府出台《关于加快推进重大项目建设着力扩大有效投资的若干意见》，要求推动项目提速提效，力争前 100 天补缺口、后 100 天冲刺赶上去年进度；湖北省政府开展投资项目“百日攻坚”专项行动，推进各类政府投资项目加快开工建设，形成全省项目开工建设接续有力的良好态势。

**当前湖北省项目建设已取得重大进展，政策逐渐显效。**2020 年 7 月 13 日，湖北省新冠肺炎疫情防控指挥部举行的第 121 场新闻发布会上，相关负责人表示，全省 5874 个亿元以上项目实现应复尽复，春节以来新开工亿元以上项目 1554 个，基本达到去年同期水平。2020 年 1-6 月份，湖北 410 个省级重点项目开工 294 个，开工率达 71.7%；完成投资 868.6 亿元，占年度计划的 38.4%。

图表 17: 2020 年以来湖北省出台政策推动基建项目提速

| 时间    | 政策                          | 内容   |
|-------|-----------------------------|--|
| 3月13日 | 联合国开行和农业发展银行设立支持复工复产融资专项资金  | 湖北省发改委联合国家开发银行湖北省分行和中国农业发展银行湖北省分行，设立融资总额2000亿元的补短板稳投资支持复工复产融资专项资金，该批融资专项资金将全力保障2020年底前湖北省内可开工的重大基础设施、重点领域补短板项目，优先投向重大基础设施、长江大保护、社会公共服务、产业新旧动能转换等领域。  |
| 3月17日 | 《关于积极有序推进全省投资项目开工复工建设的通知》   | 调整基础设施项目的资本及比例，对公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，最低资本金的比例由20%调整到15%。   |
| 4月15日 | 《关于加快推进重大项目建设着力扩大有效投资的若干意见》 | 开展政府投资项目“百日攻坚”专项行动。125个2019年以来中央预算内投资未开工项目，2020年6月底前必须全部开工。2020年中央预算内投资和中央特别国债、政府专项债券项目，2020年8月15日前必须全部开工，尽快形成实物工作量。   |
|       |                             | 开展省级重点项目提速提效专项行动。对各市（州）省级重点项目个数占比、投资总量占比、每月投资量环比等情况进行排名，推动项目提速提效，力争前100天补缺口、后100天冲刺赶上去年进度。   |
| 4月21日 | 政府投资项目“百日攻坚”专项行动            | 推进各类政府投资项目加快开工建设，形成全省项目开工建设接续有力的良好态势。对125个2019年中央预算内投资未开工项目，梳理未开工原因，加快解决影响项目开工建设的堵点和难点问题，确保6月底前全部“应开尽开”；对2020年中央预算内投资和中央特别国债、地方政府专项债券项目，各地正抓紧开展项目前期工作，加强用地、资金等要素保障，做到“项目等钱”，确保投资计划一经下达即可投入项目建设，尽快落地见效。 |
| 6月26日 | 《关于进一步加强省级重点项目保障服务的通知》      | 从要素保障、审批服务、融资支持、考核奖励等方面出台了支持性政策。   |

来源：政府网站，国金证券研究所

受下游需求启动延迟影响，2020年上半年湖北省水泥需求量大幅下滑。2019年，湖北省水泥需求量1.16亿吨，同比增长6%，增速为近年最高；2020年上半年湖北省水泥需求量3554.64万吨，同比减少31.6%，同期全国水泥需求量同比减少4.8%。2020年5月2日，湖北省应急响应下调至二级，2020年6月13日，湖北省应急响应下调至三级。2020年1-4月是湖北疫情最严重的时间段，而上半年湖北水泥需求下滑也主要发生在此时间。2020年1-4月湖北省水泥需求量同比减少1524万吨，2020年1-6月湖北省水泥需求量同比减少1645万吨。剔除疫情影响最严重的1-4月后，上半年湖北省水泥需求同比减少仅121万吨。虽然5月份湖北省仍然处于二级应急响应中，但是在旺盛的需求带动下，单月水泥需求量已经追平2019年5月水平。

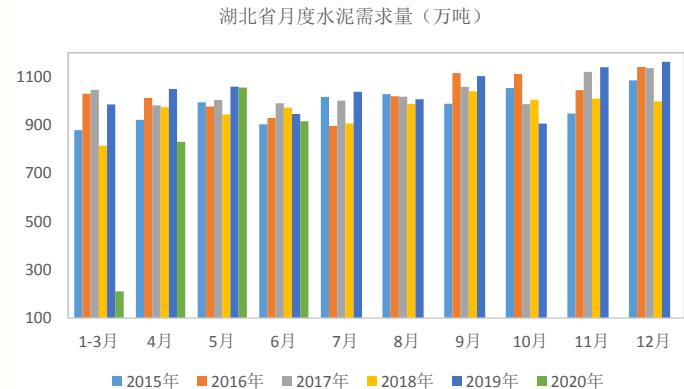
2020年下半年，在政策的指引下，湖北省项目建设有望不断提速提效，同时由于本省在6-7月遭受暴雨洪涝灾害，因此灾后建设以及相关水利建设后续也将启动。从例年湖北水泥需求看，一季度受到春节因素影响，6-8月受到雨季和高温影响，湖北水泥需求是全年相对低点，9月份将是水泥全年需求最旺的月份。我们预计，在基础设施建设托底和天气好转的情况下，上半年压制的水泥需求将在下半年加速释放，全年水泥需求量有望由负转正。

图表 18: 湖北水泥需求增速与全国持平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19: 2020 年 1-4 月需求下滑是主要原因

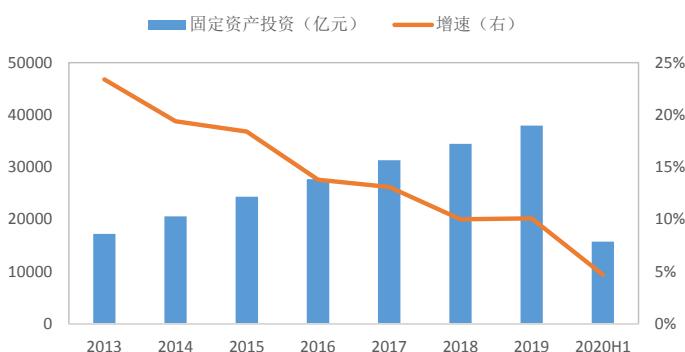


来源：Wind，国金证券研究所

### ■ 湖南省：需求恢复较快，全年有望实现高增长

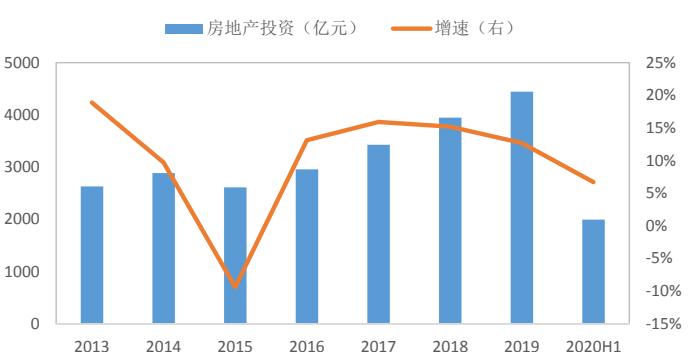
湖南省受新冠疫情影响小于湖北省，2020年上半年固定资产投资增速由负转正，但仍低于往年同期水平，下半年有较大提升空间。2019年，湖南省固定资产投资完成额为37941.44亿元（根据增速预测）、同比增长10.1%，房地产投资完成额4445.47亿元、同比增长12.7%，分别高于全国增速4.7和2.8个百分点。2020年上半年湖南省固定资产投资完成额15733.12亿元（根据增速预测）、同比增长4.7%，房地产投资完成额1992.39亿元、同比增长6.7%，分别高于全国增速7.8和4.8个百分点。

图表 20：2020年上半年湖南固投增速转正



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：2020年上半年湖南房地产投资增速高位运行

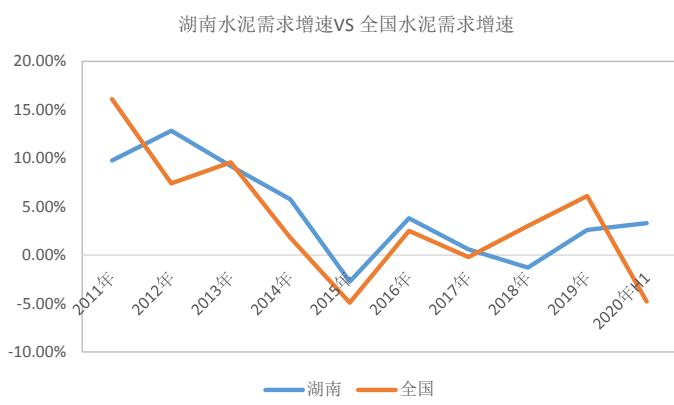


来源：Wind，国金证券研究所

由于需求恢复相对顺利，当前湖南省水泥产量已同比出现增长。2019年，湖南省水泥需求量1.12亿吨，同比增长2.6%；2020年上半年需求量4610.44万吨，同比增长3.3%，增速高于全国平均8.1个百分点。

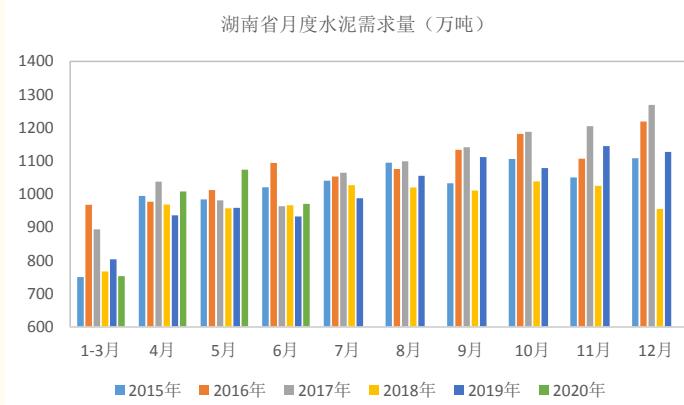
在房地产投资和基建投资均向好的背景下，湖南省水泥需求有望继续增长。2020年，湖南省明确160个省重点建设项目，计划年度投资3050亿元，同比增长18.5%，2019年计划投资额为2573.4亿元。根据湖南省发布的2020年首批省重点建设项目名单，其中基础设施项目共75个，包含51个交通网项目（铁路12个、高速公路23个、机场7个、水运1个、普通公路3个、城市建设5个），5个水利网项目。

图表 22：2020年上半年湖南水泥需求增速远超全国平均



来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：2020年以来湖南月度水泥需求保持高增速



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2 供给：产能增量有限叠加高集中度，供给端压力较小

在政府严控新增产能的政策指导下，两湖地区水泥熟料产能增加十分有限。当前新建熟料产线，必须实施减量或等量置换。根据2018年1月，工信部印发的《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，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。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，两湖地区无新增产

能投放；2019年，湖北省京兰水泥一条5000t/d产线投产，湖南省桃江南方水泥一条5000t/d产线投产；2020年，仅有华新水泥位于黄石的年产285万吨熟料产线在下半年投产。

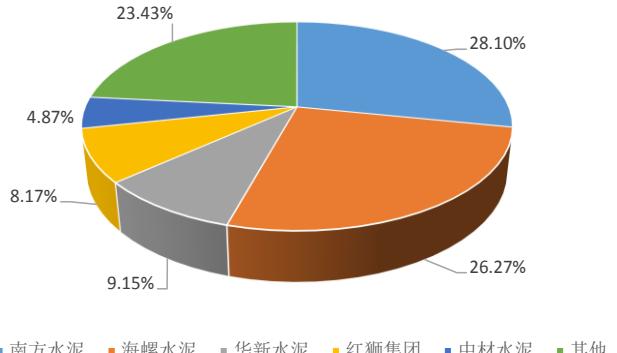
两湖地区水泥行业集中度较高，可有效推动错峰生产切实执行，同时也能增强区域内头部企业对市场的掌控力，加强供给端的控制。根据中国水泥网数据，截至2019年底，湖北省熟料产能为6683万吨，行业CR5达到77.41%，华新水泥和葛洲坝两大龙头熟料产能合计占比59%；湖南省熟料产能为7964万吨，行业CR5达到76.57%，南方水泥、海螺水泥和华新水泥产能合计占比达到63.52%。

图表 24：湖北省水泥行业CR5达到77.41%



来源：数字水泥网，国金证券研究所

图表 25：湖南省水泥行业CR5达到76.57%



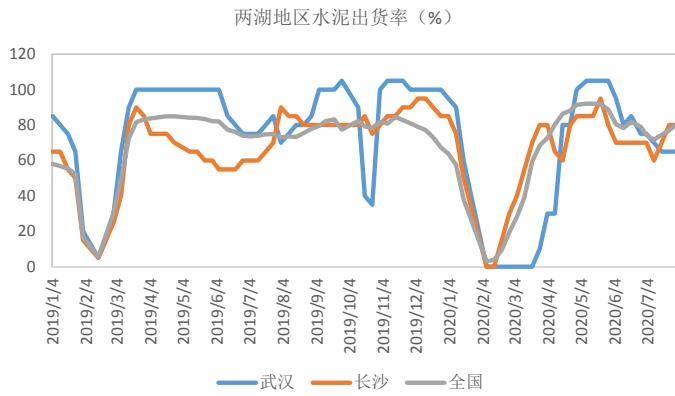
来源：数字水泥网，国金证券研究所

根据湖北省和湖南省相关部门出台的水泥企业错峰生产计划，两省在2020年仍将继续执行错峰生产政策。此外受新冠疫情影响，上半年企业停产时间有所延长。2020年1月，湖北省经信厅发布2020年全省水泥生产企业错峰生产计划，全省共有57条产线参与错峰，时间节点分别为1-2月、3-10月和11-12月。2019年11月，湖南省工信厅和生态环境厅联合下达《大气污染防治特护期（2019年第四季度及2020年第一季度）全省新型干法水泥熟料生产企业错峰生产计划的通知》，要求在大气污染防治特护期，各新型干法水泥熟料生产企业按照错峰停窑不少于40天。

### 3.3 价格：当前价格表现平淡，旺季价格有望持续提升

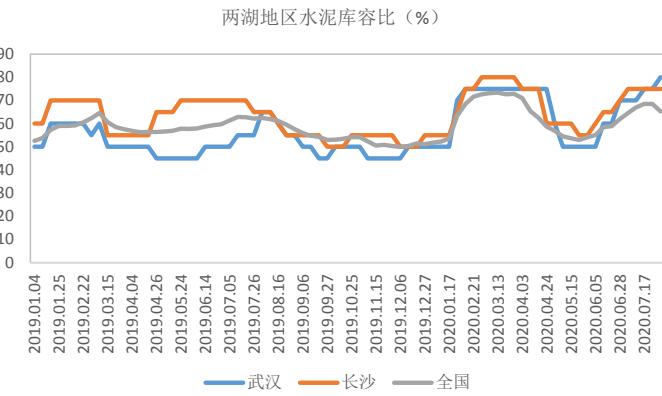
受南方雨季影响，下游需求难以放量，两湖地区水泥库容比持续攀升，目前处于高位，短期水泥价格仍有压力。根据数字水泥网数据，截至2020年7月31日，湖北、湖南两省水泥库容比均在75%左右，较5月份低点上涨25个百分点，比去年同期增加15个百分点。

图表 26：季节因素导致两湖地区出货率回落



来源：数字水泥网，国金证券研究所

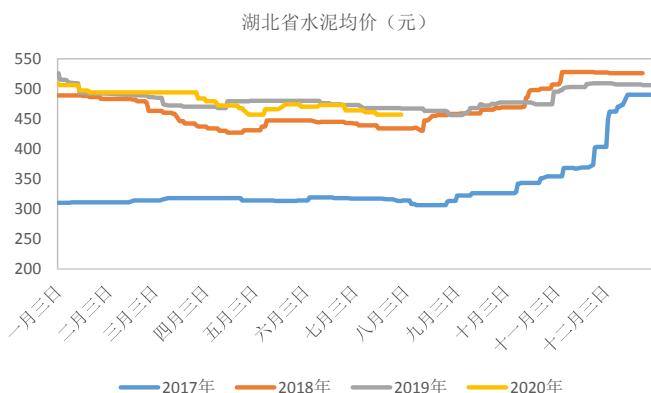
图表 27：季节因素导致两湖地区库容比处于高位



来源：数字水泥网，国金证券研究所

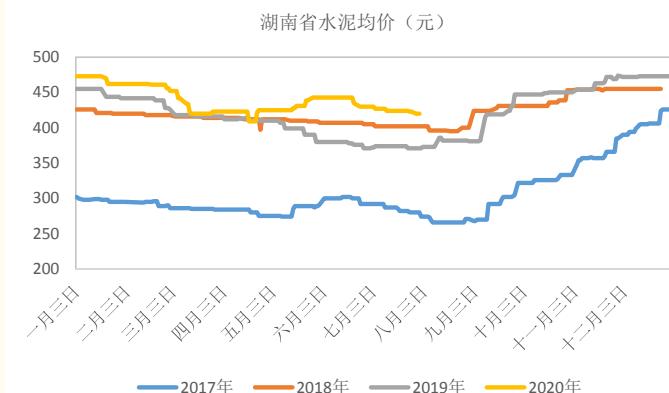
淡季水泥价格暂受压制，旺季价格存较大上涨空间。2019年至今，湖北省水泥价格在500元/吨左右波动，2019年四季度一度上涨到510元/吨，仅低于西藏地区。截至2020年7月31日，湖北省水泥均价479元/吨，较2019年全年均价下跌0.6%。在疫情和雨季双重影响下，湖北水泥价格表现出很强的韧性。湖南省受益于需求恢复较快，水泥均价438元/吨，同比上涨4.5%。未来随着湖北省项目建设加快，水泥需求在旺季将加速释放，水泥价格上涨确定性高，看好两湖地区四季度水泥价格表现，全年均价有望出现正增长。我们预计，2020年湖北地区水泥均价涨幅1%，湖南地区水泥均价涨幅5%。

图表 28: 2020 年湖北水泥价格略低于 2019 年



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 2020 年湖南水泥价格同比上涨



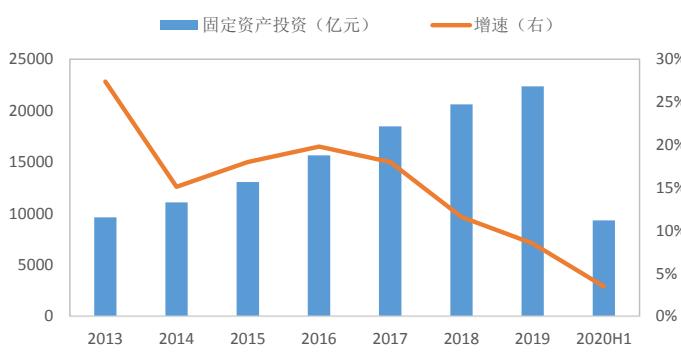
来源: Wind, 国金证券研究所

## 4. 云南、西藏市场行情将继续延续

### 4.1 云南省需求具备保障，供需失衡尚未显现

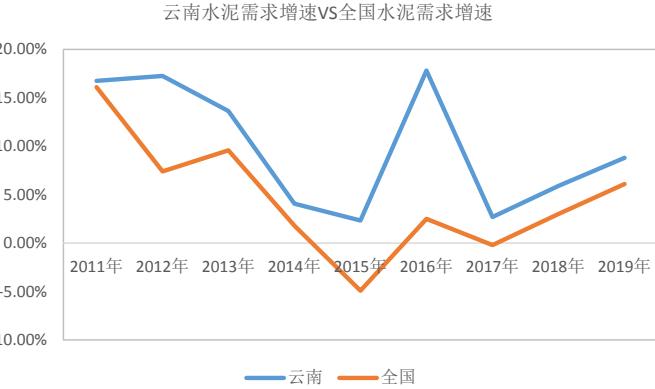
云南省固定资产投资保持逐年增长态势，水泥产量也在不断增加，2020年上半年受疫情影响同比小幅回落。2019年云南省固定资产投资完成额2.24万亿元，同比增长8.5%，增速高于全国平均值3.1个百分点；2020年上半年云南省固定资产投资完成额9331亿元，同比增长3.5%，增速高于全国平均值6.6个百分点。自2011年起，云南省水泥需求增速一直高于全国平均水平，2019年云南省水泥需求量1.28亿吨，同比增长8.8%，高于全国2.7个百分点。

图表 30: 2020 年云南省固定资产投资增速出现回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 云南省水泥需求增速一直高于全国



来源: Wind, 国金证券研究所

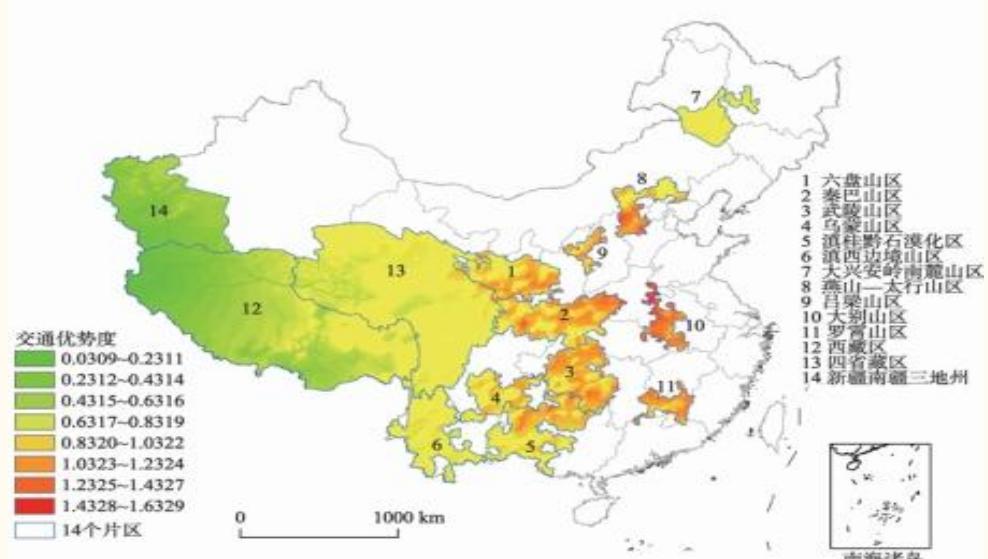
### ■ 基建投资与房地产投资有望双双高增长

云南省地处西南，经济发展整体水平不高，是国家重点扶贫地区。在十九大“打赢脱贫攻坚战”以及“基建补短板”的引领下，2020年作为脱贫攻坚的收官之年，云南省基建投资仍将继续增长。

2019 年云南省政府工作报告中披露，当年要力争全年基础设施投资增长 20%以上，最终完成综合交通固定资产投资 2668.28 亿元（2018 年为 2196 亿元），顺利实现既定目标。2020 年云南省政府工作报告中要求，固定资产投资增长 10%以上，确保综合交通投资增长 15%以上，则投资总额将达到 3068.52 亿元（根据 2019 年投资额测算）。2020 年 3 月，云南省发改委启动实施云南省 2020 年“四个一百”重点建设项目计划，计划安排项目 525 项，总投资超 5 万亿元，年度计划完成投资 4400 多亿元。

此外，云南省在实施“四个一百”重点项目和“补短板、增动力”省级重点项目前期项目计划的基础上，将投资约 3.6 万亿元，全面推进实施基础设施“双十”重大工程。包括 10 个在建项目和 10 个新开工项目，主要聚焦基础设施领域。其中在建项目总投资约 1.6 万亿元，新开工项目总投资约 2 万亿元。

图表 32：我国贫困地区主要分布在中西部地区



来源：新浪《“互联网+农业”实现产业扶贫的精准之道》，国金证券研究所

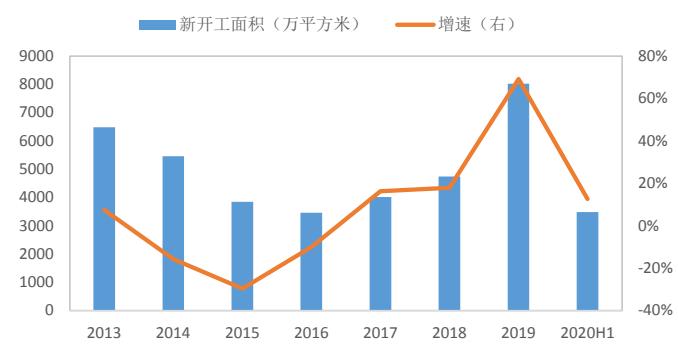
2017 年以来，云南省房地产开发投资总额逐年提升，且涨幅呈不断放大趋势。2019 年，全省房地产开发投资额达到 4151 亿元，同比增加 27.8%；2020 年上半年虽受新冠疫情影响，但仍达到 1956 亿元，同比增加 13.1%，全年有望继续实现高速增长。

2019 年房屋新开工面积大幅上涨，将有力支撑 2020 年施工需求。伴随房地产开发投资的增长，云南省房屋新开工面积也在不断增长，2019 年为 8019 万平方米，同比增加 69.23%；2020 年上半年为 2417 万平方米，同比增加 6.7%。云南省房地产领域对水泥需求拉动有望超预期。

图表 33：云南省地产投资保持高增速



图表 34：云南省新开工面积高位运行



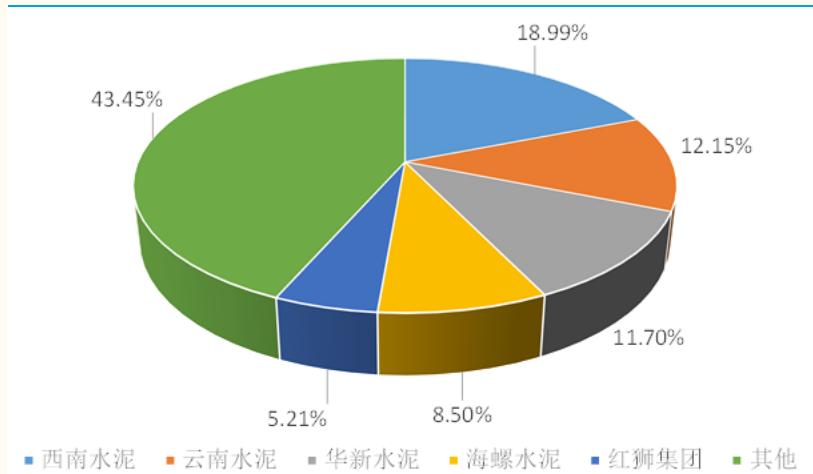
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### ■ 新增产能较多，供给端存有一定压力

云南省水泥熟料产能居全国前列，但行业集中度相对较低，区域市场竞争较为激烈。根据中国水泥网数据，截至 2019 年底，云南省熟料产能已达 8931 万吨，但行业 CR5 仅为 56.55%，身为市场领头羊的西南水泥产能占比仅为 18.99%，云南水泥、华新水泥、海螺水泥和红狮集团占比分别为 12.15%、11.7%、8.5% 和 5.21%。

图表 35：云南省水泥集中度偏低



来源：中国水泥网，国金证券研究所

由于地区市场需求较好，同时地方政府持积极态度，云南省已建成、在建以及拟建熟料产线数量较多。2019 年全国共新增产能 2216.5 万吨，其中云南省新增 542.5 万吨，占比接近 25%，是产能增加最多的省份。截止 2019 年底，云南省水泥熟料产能共计 9836 万吨。根据中国水泥网信息，如在建置换产能全部投产、并剔除少部分被置换的在产能后，云南省熟料设计总产能将达 1.1 亿吨，实际产能 1.2 亿吨左右。

2020 年上半年，云南省已有 4 条熟料产线点火投产，合计产能 573.5 万吨/年。随着在建产线的陆续投产，全年供给端仍然面临一定压力。

图表 36：2020 年上半年云南省已有 4 条熟料产线投产

| 序号 | 项目           | 规模 (t/d) | 年产能 (万吨) | 备注   |
|----|--------------|----------|----------|------|
| 1  | 云南红塔滇西宾川分公司  | 6000     | 186      | 置换项目 |
| 2  | 云南绿春县共达水泥    | 2500     | 77.5     | 置换项目 |
| 3  | 祥云建云水泥（红狮收购） | 5000     | 155      | 置换项目 |
| 4  | 云南景谷红狮水泥     | 5000     | 155      | 置换项目 |
| 合计 |              | 18500    | 573.5    |      |

来源：数字水泥网，国金证券研究所

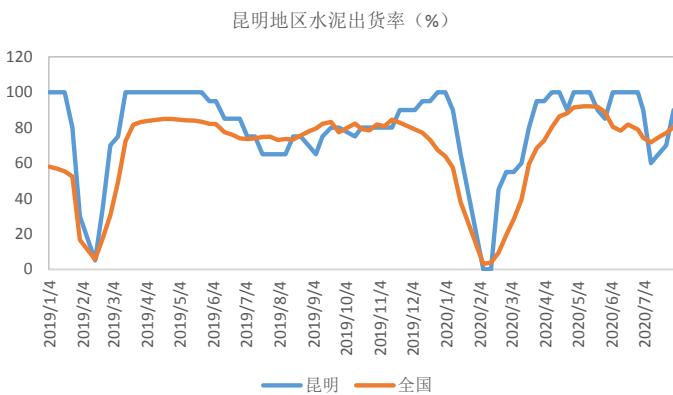
需要特别指出，当前云南省并未全面出台错峰生产政策，整体供给还有较大调整空间。不过出于大气污染防治的角度，环保限产措施已有落实。2020 年 2 月，云南省生态环境厅召开全省 2020 年春夏季大气污染防治攻坚行动动员视频会，要求在 2020 年 3-5 月，对重点行业实施差异化管控，对 11 家水泥企业实施严格限产 50%。

### ■ 供需平衡仍有望维持，价格存有超预期可能

虽然 2019 年以及 2020 年上半年有较多产线投产，供给增长明显，但由于需求也在不断增长，使得供需基本面并未出现显著变化，水泥价格整体较为稳定。截至 2020 年 7 月 31 日，云南省水泥均价 364 元/吨，同比下跌 1.9%。云南水泥价格从 5 月份企稳以来，价格不断上涨，目前的价格已经高于 2019 年同期价格。我们预计，2020 年云南省水泥均价涨幅 1%。

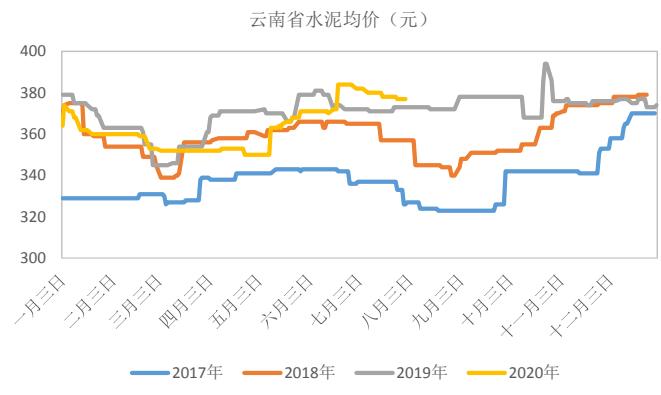
根据云南省投资规划，我们假设 2020 年水泥需求同比增长 12.5%（折中考虑固定资产投资增速 10%与交通投资增速 15%）；充分考虑 2019 年投产产能的充分释放以及 2020 年新增产能的爬坡，则供给同比增加 11%（2020 年有效产能增加值为 2019 年的 542.5 万吨+2020 年上半年的 573.5 万吨），当前供需平衡有望继续保持。

图表 37：昆明地区水泥出货率从 7 月回升



来源：数字水泥网，国金证券研究所

图表 38：云南水泥均价高于 2019 年同期价格



来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2 难改供需紧张格局，西藏水泥价格将继续保持高位

**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，西藏地区固定资产复合增速约 20%。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，总投资 2700 亿元的川藏铁路已经开工建设，其余三条也在筹划中，交通投资的高景气将极大利好地区水泥需求。

**供不应求推动产能提升，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，2018 和 2019 年均有产线投产。根据测算，若目前规划产能全部投产后，水泥供给仍有缺口。目前西藏地区共用 9 条熟料产线，合计产能 635.5 万吨/年，其中华新水泥拥有 5 条产线，高争建材拥有 4 条产线，二者平分秋色。

由于西藏本地水泥产能难以满足需求，同时受地理位置等因素影响，外地水泥进入成本较高，导致水泥价格始终在高位运行。截至 2020 年 7 月 31 日，西藏地区 P.O42.5 水泥价格为 661 元/吨，同比涨幅 5.9%。我们认为，西藏地区水泥供需紧张格局在短期不会变化，区域内水泥产能仍将保持较好的盈利水平，预计 2020 年西藏地区水泥均价涨幅 6%。

图表 39：西藏水泥需求保持快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：西藏水泥价格远高于全国平均水平



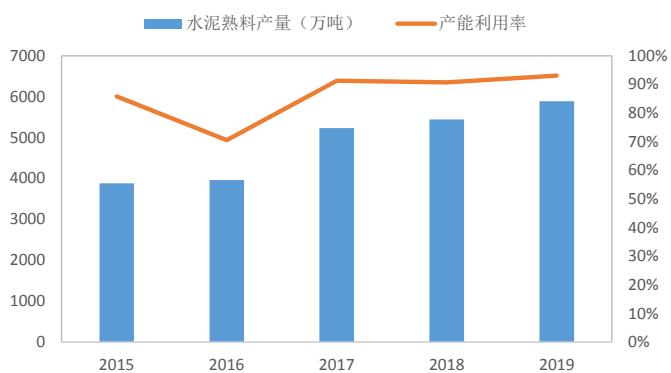
来源：Wind，国金证券研究所

## 5. 各业务板块经营向好，业绩具备向上弹性

### 5.1 水泥业务：产能扩张，内、外双丰收

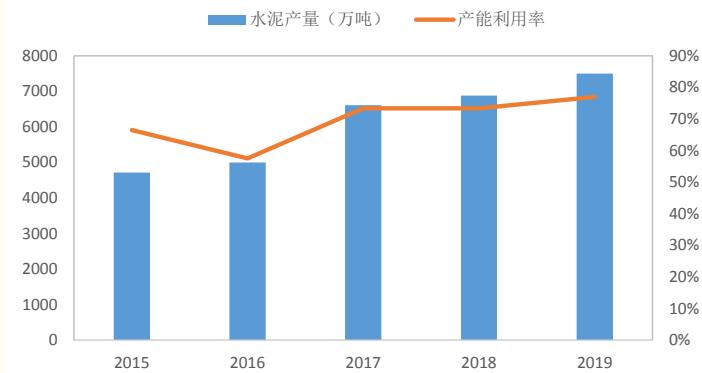
受益自身产能扩张以及所在市场需求的不断提升，公司水泥产量和产能利用率双双创近年新高。2019年公司熟料产量5889万吨，同比增长8.17%；产能利用率高达93.03%，同比提升2.38个百分点。公司水泥产量为7499万吨，同比增长9.06%；产能利用率为76.99%，同比提升3.61个百分点。

图表 41：熟料产量和产能利用率创近年新高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：水泥产量和产能利用率创近年新高

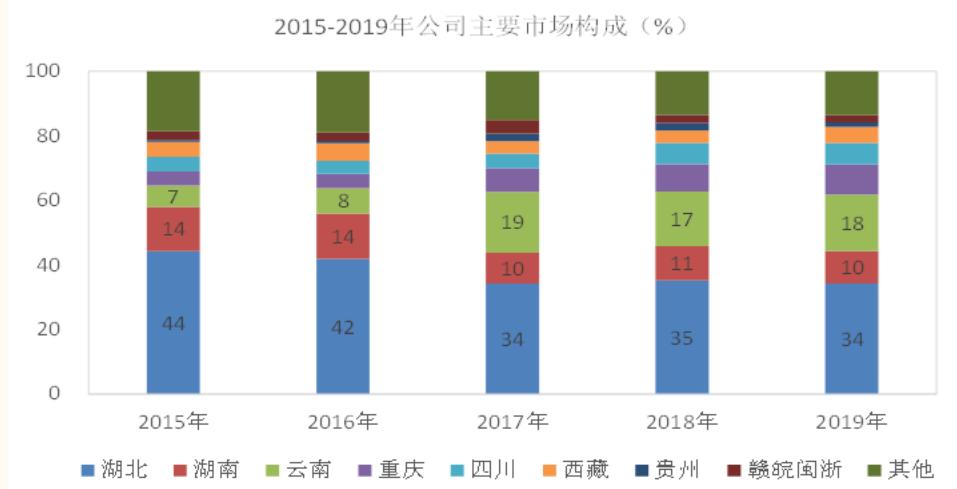


来源：Wind，国金证券研究所

#### ■ 西南占比增大，湖北产能有望投产

公司是湖北第一大、云南第三大、湖南第三大的水泥厂商，以上三个区域市场也是公司最主要的收入来源。2019年，湖北市场实现营业收入107.8亿元，占比34%，是公司第一大市场。随着公司完成对拉法基在西南地区的产能整合以及自身新建产能的投产，公司在西南地区的营收规模不断增长，占营业收入的比重已达到40%。2019年，公司在云南、重庆、四川、西藏、贵州分别实现营业收入55.1亿元、29亿元、21.2亿元、15.8亿元、4.3亿元，收入占比18%、9%、7%、5%、1%。2020年下半年，随着湖北黄石年产285万吨水泥熟料产线（365万吨水泥，产能占比3.74%）投产，公司国内产能依然有增长空间。

图表 43：西南地区营收贡献已接近40%



来源：公司公告，国金证券研究所

### ■ 海外业务拓展顺利，增厚公司业绩

公司是最早向海外市场进军的水泥企业之一。公司在塔吉克斯坦有 2 条熟料生产线、柬埔寨有 1 条熟料生产线、吉尔吉斯斯坦有 1 条熟料生产线，合计水泥熟料年产能 372 万吨，位居国内第二，仅次于海螺水泥。2019 年，公司海外业务营业收入为 15.53 亿元，同比增长 18.04%。

未来随着乌兹别克斯坦 1 条熟料生产线、坦桑尼亚 1 条熟料生产线、尼泊尔 1 条熟料生产线的点火投产，公司海外产能依然有增长空间。由于这三条产线（合计水泥产能 463 万吨，产能占比 4.75%）于 2020 年下半年点火，将对 2021 年产量产生贡献。

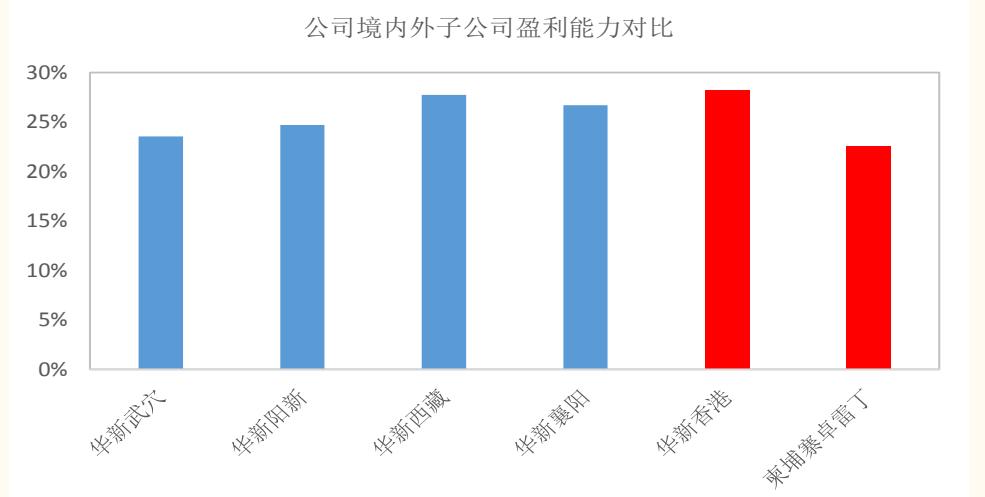
**图表 44：公司在海外有 7 条熟料生产线**

| 国家     | 项目        | 熟料产能（万吨） | 水泥产能（万吨） | 备注           |
|--------|-----------|----------|----------|--------------|
| 塔吉克斯坦  | 华新亚湾水泥    | 92.5     | 120      | 2013年投产      |
|        | 华新索格特水泥   | 92.5     | 120      | 2016年投产      |
| 柬埔寨    | 柬埔寨卓雷丁水泥  | 109      | 142      | 2014年投产      |
| 吉尔吉斯斯坦 | 吉尔吉斯南方水泥  | 78       | 101      | 2019年并购      |
| 乌兹别克斯坦 | 华新吉扎克水泥   | 132      | 172      | 2020年6月18日点火 |
| 坦桑尼亚   | 坦桑尼亚马文尼水泥 | 132      | 172      | 2020年6月18日点火 |
| 尼泊尔    | 华新纳拉亚尼水泥  | 92       | 120      | 预计2020年下半年投产 |

来源：公司公告，国金证券研究所

公司海外产线具有较强的盈利能力，有利于业绩增长。2019 年，华新香港（中亚）投资有限公司（华新亚湾和华新索格特的控股股东），实现营业收入 8.49 亿元、净利润 2.40 亿元，净利率 28%；柬埔寨卓雷丁水泥实现营业收入 5.50 亿元、净利润 1.24 亿元，净利率 23%。海外业务的盈利能力并不逊色于国内。

**图表 45：公司境外业务盈利能力不逊于国内业务**



来源：公司公告，国金证券研究所

### 5.2 骨料业务：抓住行业机遇，迎来快速发展

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。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，骨料消费市场也在稳步扩张。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，对机制砂的需求则随之增加。根据《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》要求，至 2025 年，形成较为完善合理的机制砂石供应保障体系，年产 1000 万吨及以上的超大型机制砂石企业产能占比达到 40%。

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，2020 年 5 月涨至 120 元/吨。

图表 46：机制砂代替河砂大势所趋

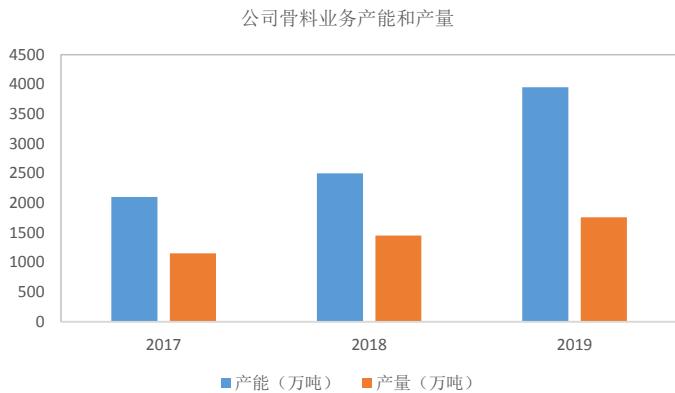
| 时间       | 政策                     | 内容  |
|----------|------------------------|---|
| 2016. 09 | 《江西省河道采砂管理条例》          | 规定河砂开采实行总量控制制度，逐步减少年度河道砂石开采总量                             |
| 2017. 09 | 《水利部关于开展长江非法采砂专项整治行动的通 | 加强日常执法巡查、严厉打击非法采砂、加强禁采期采砂船舶集中停靠监管                         |
| 2017. 11 | 《全面推行河长制意见》            | 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. 06 | 《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                       |
| 2019. 11 | 《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》 | 到2025年，形成较为完善合理的机制砂石供应保障体系，年产1000万吨及以上的超大型机制砂石企业产能占比达到40% |
| 2020. 04 | 《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》  | 推动机制砂石产业高质量发展；加强河道采砂综合整治和利用；逐步有序推进海砂开采利用；积极推进砂源替代利用       |

来源：政府网站，国金证券研究所

**公司骨料业务具备天然优势，纵向一体化潜力强。**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。

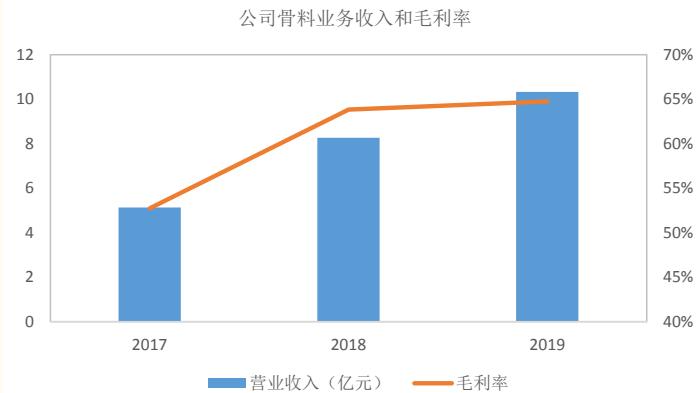
**骨料业绩大幅提升，产能增长带来想象空间。**2017年以来，受益骨料价格上涨，公司骨料业务盈利能力大幅提高。2019年，公司骨料销量1759万吨，同比增加21.23%；实现营业收入10.33亿元，同比增长24.91%；毛利率高达64.76%，远超其他业务。2019年公司投产富民、禄劝、景洪等8条骨料生产线，新增骨料产能1450万吨。截至2019年末，骨料年产能增长至3950万吨。根据公司公告，目前公司在建骨料生产线4条，年产能1150万吨，建成后骨料产能将增至5100万吨，未来公司骨料业务可以保持年化20%以上增速。

图表 47：公司骨料产能快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：公司骨料业务毛利率高达 65%



来源：公司公告，国金证券研究所

### 5.3 固废业务：行业前景广阔，享受隐形福利

**水泥窑协同处置**是指将符合条件的固体废物投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时利用高温环境，实现对固体废物的无害化处置过程。2013年1月，国务院印发了《循环经济发展战略及近期行动计划》，明确提出鼓励水泥窑协同资源化处理固体废弃物。2016年10月，在工信部发布的《建材工业发展规划（2016-2020年）》中，明确提出支持利用现有新型干法水泥窑协同处置生活垃圾、城市污泥、污染土壤和危险废物，并将其列入重点推广工程。

**固废处置项目**具有建设时间短、回收期短、利润率高的特点。对水泥企业而言，与传统焚烧处置、填埋处置相比，水泥窑协同处置的改造成本低。对于参与协同处置的水泥企业而言，后期仅为运行和维护费用。2019年，公司水泥窑固废处置业务毛利率为30.31%。

经历了新冠疫情之后，对于医疗垃圾如何快速处置，国家重视程度提高。本次疫情中，华新水泥在湖北做医疗垃圾处置，获得了高度的认可。从 2020 年 3 月份开始，专项债申请的范围新增应急医疗救治设施、公共卫生设施，未来每个省都要做水泥窑协同处置医疗垃圾。对于水泥企业来说，这将是新的利润增长点。

图表 49：从垃圾如何变成水泥成品



来源：北极星环保网《水泥窑协同处置固废技术备受青睐 都有哪些政策做支撑？》，国金证券研究所

图表 50：正在处置城市垃圾的水泥熟料生产线



来源：中国葛洲坝集团网站《探寻绿色低碳循环发展模式》，国金证券研究所

公司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 2019 年末，公司已投入运行的环保项目共计 32 个，在建项目 10 个，废弃物处置能力达 570 万吨/年。2019 年，公司处置各类固体废弃物 302.94 万吨。未来随着在建项目的陆续投产，固废处置业务可以保持年化 20% 以上增速。

一旦水泥企业参与处置固废，水泥窑需要全年正常生产，不能停产，对于参与错峰生产的水泥企业可以“保护”自己的产量。因此，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“隐性福利”。公司主要产能所在地湖北和湖南在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。

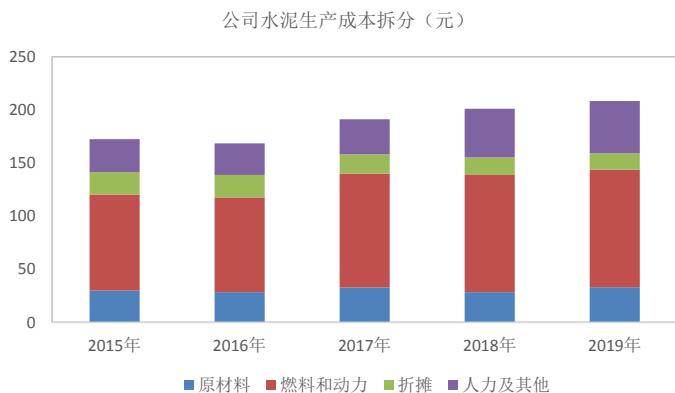
#### 5.4 生产成本：燃料和动力成本下降

根据公司 2019 年报披露，公司水泥生产成本主要由四大部分构成：原材料、燃料和动力、折摊、人力及其他，占比分别为 16%、53%、8% 和 23%。

燃料和动力成本占比最高，电力价格受到政府管控，变动幅度小，煤炭主要为外购，价格随行就市，因此煤炭价格的变动对成本影响最大。2019 年以来煤炭价格持续走低，公司煤炭采购成本也随之降低。2019 年公司煤炭采购均价为 674 元/吨，同比降低 8%。2020 年 1-7 月，秦皇岛 5500 大卡动力煤均价较 2019 年全年均价下跌 7.6%，我们预计公司煤炭采购均价将进一步下降。

由于公司对煤炭消耗量大，集中采购可以提高公司的议价能力。2018 年国内煤炭价格上涨 4.07%，公司煤炭采购价格上涨 0.84%；2019 年国内煤炭价格下跌 6%，公司煤炭采购价格下跌 8%。我们按照公司采购成本低于市场均价 2 个点计算，预计 2020 年公司采购成本降幅在 10% 左右，采购均价下降 53.5 元/吨。我们按照 1 吨水泥消耗 0.726 吨熟料、1 吨熟料消耗 0.128 吨煤炭计算，生产 1 吨水泥需要消耗 0.09 吨煤炭，公司燃料和动力成本将下降 4.82 元/吨。

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。公司自身石灰石矿产资源储备丰富，截至 2019 年末，公司已获得采矿许可证的石灰石总储量约 21.40 亿吨，石灰石自供比例约为 93%，预计未来公司石灰石采购成本相对固定。

**图表 51：能源和动力是公司主要的成本构成**


来源：公司年报，国金证券研究所

**图表 52：煤炭价格下跌导致公司能源成本下降**

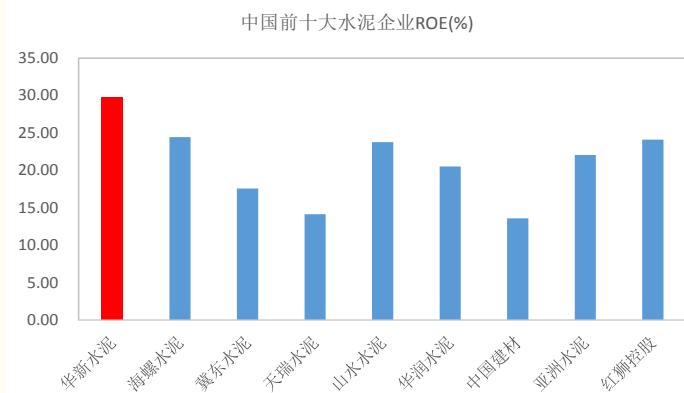

来源：Wind，国金证券研究所

## 5.5 盈利能力：中国水泥行业翘楚

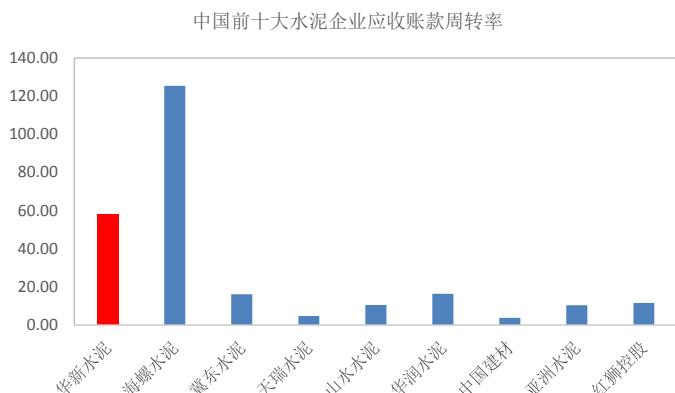
经过对国内前十大水泥企业进行对比，我们发现华新水泥盈利能力居行业前列。2019年公司毛利率达到40.76%，低于亚洲水泥1.43个百分点，高于海螺水泥7.47个百分点、高于中国建材10.53个百分点；2019年公司ROE居可比公司首位，高达29.76%，高于海螺水泥5.3个百分点，高于中国建材16.15个百分点。虽然公司周转率指标略低于海螺水泥，但是我们认为凭借公司突出的盈利能力以及后续确定性强的需求弹性，理应享受估值溢价。

**图表 53：公司毛利率位列行业第二名**

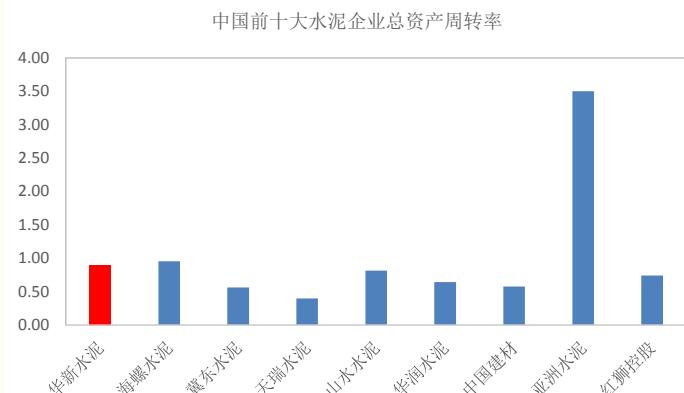

来源：Wind，国金证券研究所

**图表 54：公司ROE为水泥行业最高**


来源：Wind，国金证券研究所

**图表 55：公司应收账款周转率位于行业第二**


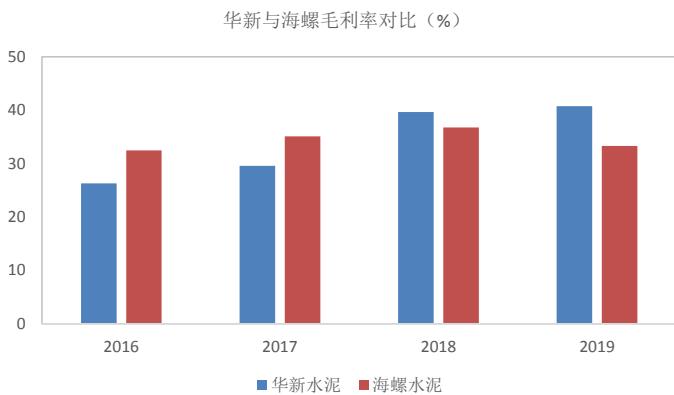
来源：Wind，国金证券研究所

**图表 56：公司总资产周转率位于行业第三**


来源：Wind，国金证券研究所

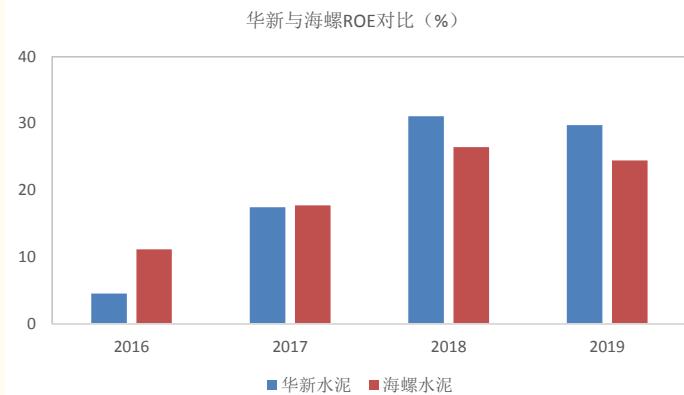
2018 年之前，华新水泥的盈利能力弱于海螺水泥。2018 年开始，海螺水泥主营业务中新增建材贸易业务，拖累了自身的盈利能力。2018 年海螺水泥建材贸易收入占比 20%、毛利率 0.17%，2019 年海螺水泥建材贸易收入占比 24%、毛利率 0.16%。

图表 57：2018 年起华新毛利率超过海螺



来源：Wind，国金证券研究所

图表 58：2018 年起华新 ROE 超过海螺



来源：Wind，国金证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

#### ■ 核心假设

- 1) 水泥和熟料销量：预计 2020-2022 年公司水泥销量增速 3%/9%/2%，预计 2020-2022 年公司熟料销量增速 0%/0%/0%。
- 2) 水泥和熟料价格：影响水泥价格的供给逻辑依然存在，错峰生产和环保限产将继续执行。未来随着基建领域对水泥需求的带动，看好水泥价格走势，预计 2020-2022 年公司水泥和熟料销售价格涨幅 2%/2%/1%。
- 3) 水泥和熟料成本：预计 2020-2022 年公司水泥单位生产成本 206.71 元/209.96 元/211.25 元，熟料单位生产成本 197.98 元/200.27 元/202.59 元。

图表 59：2020-2022 年水泥和熟料成本预测

| 单位成本 (元) | 2015年  | 2016年  | 2017年  | 2018年  | 2019年  | 2020年  | 2021年  | 2022年  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 水泥       | 172.51 | 168.66 | 191.33 | 201.23 | 208.34 | 206.71 | 209.96 | 211.25 |
| 原材料      | 30.14  | 28.45  | 32.86  | 28.50  | 33.02  | 34.00  | 35.00  | 36.00  |
| 燃料和动力    | 90.15  | 89.14  | 107.27 | 110.28 | 110.56 | 105.74 | 105.74 | 105.74 |
| 折摊       | 21.13  | 21.25  | 18.04  | 16.53  | 15.76  | 14.98  | 14.23  | 13.52  |
| 人力及其他    | 31.09  | 29.82  | 33.16  | 45.92  | 49.00  | 52.00  | 55.00  | 56.00  |
| 熟料       | 162.59 | 154.93 | 179.99 | 197.41 | 201.90 | 197.98 | 200.27 | 202.59 |
| 原材料      | 18.96  | 17.07  | 16.51  | 13.77  | 16.76  | 17.00  | 18.00  | 19.00  |
| 燃料和动力    | 93.16  | 90.03  | 115.91 | 123.10 | 122.55 | 117.73 | 117.73 | 117.73 |
| 折摊       | 20.31  | 19.45  | 16.19  | 15.36  | 15.00  | 14.25  | 13.54  | 12.86  |
| 人力及其他    | 30.17  | 28.39  | 31.38  | 45.18  | 47.59  | 49.00  | 51.00  | 53.00  |

来源：公司年报，国金证券研究所

- 4) 骨料业务：预计 2020-2022 年公司骨料业务销量增速 20%/20%/20%，产品售价涨幅 1%/1%/1%，单位成本 20.8 元/20.9 元/21 元。
- 5) 混凝土业务：预计 2020-2022 年公司混凝土业务销量增速 20%/20%/20%，产品售价涨幅 2%/2%/1%，毛利率与 2019 年持平。
- 6) 其他业务：受水泥窑协同处置业务的拉动，预计 2020-2022 年，固废处理量增速 20%/20%/20%，毛利率与 2019 年持平。

图表 60：未来三年公司主要假设参数

|                | 2015年  | 2016年  | 2017年  | 2018年  | 2019年  | 2020年  | 2021年  | 2022年  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销量 (万吨)        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 水泥             | 4649   | 4928   | 6531   | 6797   | 7420   | 7621   | 8272   | 8438   |
| 销量倍数           |        | 1.06   | 1.33   | 1.04   | 1.09   | 1.03   | 1.09   | 1.02   |
| 混凝土            | 307    | 287    | 319    | 356    | 423    | 508    | 609    | 731    |
| 销量倍数           |        | 0.93   | 1.11   | 1.11   | 1.19   | 1.20   | 1.20   | 1.20   |
| 骨料             | 497    | 750    | 1153   | 1450   | 1759   | 2111   | 2533   | 3040   |
| 销量倍数           |        | 1.51   | 1.54   | 1.26   | 1.21   | 1.20   | 1.20   | 1.20   |
| 商品熟料           | 373    | 342    | 341    | 275    | 273    | 273    | 273    | 273    |
| 销量倍数           |        | 0.92   | 1.00   | 0.81   | 0.99   | 1.00   | 1.00   | 1.00   |
| 环保处理量          | 94     | 150    | 182    | 214    | 303    | 364    | 436    | 524    |
| 处理量倍数          |        | 1.60   | 1.21   | 1.18   | 1.42   | 1.20   | 1.20   | 1.20   |
| 价格 (元/吨, 元/立方) |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 水泥             | 232    | 230    | 272    | 340    | 357    | 363    | 370    | 374    |
| 价格倍数           |        | 0.99   | 1.18   | 1.25   | 1.05   | 1.02   | 1.02   | 1.01   |
| 混凝土            | 262    | 247    | 295    | 381    | 428    | 436    | 444    | 449    |
| 价格倍数           |        | 0.94   | 1.19   | 1.29   | 1.12   | 1.02   | 1.02   | 1.01   |
| 骨料             | 0      | 33     | 45     | 57     | 59     | 59     | 60     | 61     |
| 价格倍数           |        |        | 1.35   | 1.28   | 1.03   | 1.01   | 1.01   | 1.01   |
| 商品熟料           | 162    | 162    | 216    | 283    | 288    | 293    | 299    | 302    |
| 价格倍数           |        | 1.00   | 1.33   | 1.31   | 1.02   | 1.02   | 1.02   | 1.01   |
| 毛利率            |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 综合毛利率          | 23.66% | 26.28% | 29.55% | 39.65% | 40.76% | 41.94% | 42.07% | 42.10% |
| 水泥             | 25.79% | 26.82% | 29.76% | 40.81% | 41.60% | 43.07% | 43.31% | 43.53% |
| 混凝土            | 23.60% | 25.34% | 21.50% | 23.54% | 23.32% | 23.32% | 23.32% | 23.32% |
| 骨料             |        | 37.47% | 52.73% | 63.84% | 64.76% | 64.94% | 65.12% | 65.30% |
| 商品熟料           | -0.19% | 4.55%  | 16.80% | 30.18% | 29.98% | 32.54% | 33.10% | 32.99% |
| 工程建造           | 5.63%  |        |        |        |        |        |        |        |
| 其他主营业务         | 21.17% | 32.19% | 30.90% | 24.51% | 30.31% | 30.31% | 30.31% | 30.31% |
| 其他业务           |        |        | 31.45% | 50.21% | 67.25% | 67.25% | 67.25% | 67.25% |

来源：公司年报，国金证券研究所

### ■ 营收与利润

- 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 335 亿元/375 亿元/397 亿元，同比增长 7%/12%/6%。
- 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 68.01 亿元/77.55 亿元/82.01 亿元，同比增长 7%/14%/6%；对应 EPS 分别为 3.24 元/3.7 元/3.91 元。

### 6.2 投资建议与估值

我们选取海螺水泥等国内 A 股上市的水泥企业作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2020 年估值中位数为 9.1 倍、2021 年平均估值中位数为 8.2 倍。海螺水泥是中国第二大水泥熟料企业，是华东区域水泥龙头。考虑华新水泥是中国第四大水泥熟料企业，是华中区域水泥龙头，ROE 水平在中国前十大水泥企业中位列首位，盈利能力优于中国建材和海螺水泥。无论是产能规模、行业地位，还是盈利能力，都具备给予高估值的潜力。

预计公司 2020-2022 年 EPS 3.24 元/3.7 元/3.91 元。2021 年海螺水泥估值水平为 9.1 倍，考虑疫情过后，湖北地区基建活动旺盛，水泥需求确定性高，且华新水泥的盈利能力优于海螺水泥，因此我们给予华新水泥 2021 年 10 倍估值。按照 2021 年 EPS 3.7 元计算，给予公司未来 6-12 个月 37 元 (10X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 61：公司估值水平低于行业均值

| 证券简称 | 收盘价   | 每股收益  |       |       | 市盈率   |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |       | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 冀东水泥 | 18.88 | 2.49  | 2.82  | 3.06  | 7.6   | 6.7   | 6.2   |
| 金圆股份 | 9.15  | 1.19  | 1.39  | 1.63  | 7.7   | 6.6   | 5.6   |
| 上峰水泥 | 30.25 | 3.32  | 3.76  | 4.18  | 9.1   | 8.1   | 7.2   |
| 万年青  | 19.28 | 2.05  | 2.26  | 2.42  | 9.4   | 8.5   | 8.0   |
| 天山股份 | 18.02 | 1.85  | 2.08  | 2.26  | 9.7   | 8.7   | 8.0   |
| 塔牌集团 | 15.83 | 1.76  | 1.92  | 2.02  | 9.0   | 8.3   | 7.8   |
| 宁夏建材 | 18.27 | 2.26  | 2.55  | 2.72  | 8.1   | 7.2   | 6.7   |
| 海螺水泥 | 62.69 | 6.68  | 6.90  | 7.04  | 9.4   | 9.1   | 8.9   |
| 祁连山  | 20.45 | 2.13  | 2.33  | 2.51  | 9.6   | 8.8   | 8.1   |
| 福建水泥 | 11.46 | 1.57  | 1.83  | 2.08  | 7.3   | 6.3   | 5.5   |
| 中位数  |       |       |       |       | 9.1   | 8.2   | 7.5   |
| 华新水泥 | 27.20 | 3.24  | 3.70  | 3.91  | 8.4   | 7.4   | 7.0   |

来源：Wind，国金证券研究所

## 7. 风险提示

- 宏观经济下行风险：水泥行业属于典型的周期性行业，行业波动与经济周期密切相关。中国经济增速下滑和固定资产投资增速放缓会对行业产生负面影响。
- 水泥价格上涨不及预期风险：如果区域内需求并未如期释放，将导致水泥价格上涨动力不足，对公司利润产生不利影响。
- 项目建设进度低于预期风险：基建项目的建设进度受政策、资金、天气等因素影响，可能存在影响项目建设进度的事件发生，进而影响公司出货量。
- 环保、安全等不确定因素影响：水泥生产过程中涉及环保、安全等因素，这些因素可能会对公司的正常生产经营产生较大影响。
- 疫情反复风险：如果 2020 年秋冬季疫情反复，将对下游施工和水泥需求产生负面影响。
- 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。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                    | 2017           | 2018           | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>主营业务收入</b>      | <b>20,889</b>  | <b>27,466</b>  | <b>31,439</b>  | <b>33,505</b>  | <b>37,522</b>  | <b>39,682</b>  |
| 增长率                | 31.5%          | 14.5%          | 6.6%           | 12.0%          | 5.8%           |                |
| <b>主营业务成本</b>      | <b>-14,716</b> | <b>-16,575</b> | <b>-18,625</b> | <b>-19,452</b> | <b>-21,735</b> | <b>-22,978</b> |
| %销售收入              | 70.4%          | 60.3%          | 59.2%          | 58.1%          | 57.9%          | 57.9%          |
| <b>毛利</b>          | <b>6,173</b>   | <b>10,891</b>  | <b>12,814</b>  | <b>14,053</b>  | <b>15,787</b>  | <b>16,705</b>  |
| %销售收入              | 29.6%          | 39.7%          | 40.8%          | 41.9%          | 42.1%          | 42.1%          |
| <b>营业税金及附加</b>     | <b>-332</b>    | <b>-500</b>    | <b>-530</b>    | <b>-565</b>    | <b>-633</b>    | <b>-669</b>    |
| %销售收入              | 1.6%           | 1.8%           | 1.7%           | 1.7%           | 1.7%           | 1.7%           |
| <b>销售费用</b>        | <b>-1,402</b>  | <b>-1,702</b>  | <b>-2,048</b>  | <b>-2,245</b>  | <b>-2,514</b>  | <b>-2,659</b>  |
| %销售收入              | 6.7%           | 6.2%           | 6.5%           | 6.7%           | 6.7%           | 6.7%           |
| <b>管理费用</b>        | <b>-1,204</b>  | <b>-1,337</b>  | <b>-1,558</b>  | <b>-1,742</b>  | <b>-1,951</b>  | <b>-2,063</b>  |
| %销售收入              | 5.8%           | 4.9%           | 5.0%           | 5.2%           | 5.2%           | 5.2%           |
| <b>研发费用</b>        | <b>0</b>       | <b>-11</b>     | <b>-37</b>     | <b>-40</b>     | <b>-45</b>     | <b>-47</b>     |
| %销售收入              | 0.0%           | 0.0%           | 0.1%           | 0.1%           | 0.1%           | 0.1%           |
| <b>息税前利润(EBIT)</b> | <b>3,235</b>   | <b>7,341</b>   | <b>8,640</b>   | <b>9,461</b>   | <b>10,645</b>  | <b>11,267</b>  |
| %销售收入              | 15.5%          | 26.7%          | 27.5%          | 28.2%          | 28.4%          | 28.4%          |
| <b>财务费用</b>        | <b>-661</b>    | <b>-466</b>    | <b>-208</b>    | <b>-192</b>    | <b>-186</b>    | <b>-158</b>    |
| %销售收入              | 3.2%           | 1.7%           | 0.7%           | 0.6%           | 0.5%           | 0.4%           |
| <b>资产减值损失</b>      | <b>-269</b>    | <b>-67</b>     | <b>-210</b>    | <b>-102</b>    | <b>-56</b>     | <b>-53</b>     |
| <b>公允价值变动收益</b>    | <b>3</b>       | <b>4</b>       | <b>5</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>投资收益</b>        | <b>108</b>     | <b>84</b>      | <b>109</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| %销售收入              | 3.9%           | 1.2%           | 1.2%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           |
| <b>净利润</b>         | <b>3,099</b>   | <b>33,162</b>  | <b>36,645</b>  | <b>41,108</b>  | <b>45,309</b>  | <b>48,566</b>  |
| <b>营业利润</b>        | <b>2,580</b>   | <b>7,170</b>   | <b>8,744</b>   | <b>9,387</b>   | <b>10,621</b>  | <b>11,274</b>  |
| <b>营业利润率</b>       | <b>12.3%</b>   | <b>26.1%</b>   | <b>27.8%</b>   | <b>28.0%</b>   | <b>28.3%</b>   | <b>28.4%</b>   |
| <b>营业外收支</b>       | <b>233</b>     | <b>-39</b>     | <b>-28</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>税前利润</b>        | <b>2,812</b>   | <b>7,131</b>   | <b>8,716</b>   | <b>9,387</b>   | <b>10,621</b>  | <b>11,274</b>  |
| <b>利润率</b>         | <b>13.5%</b>   | <b>26.0%</b>   | <b>27.7%</b>   | <b>28.0%</b>   | <b>28.3%</b>   | <b>28.4%</b>   |
| <b>所得税</b>         | <b>-600</b>    | <b>-1,426</b>  | <b>-1,695</b>  | <b>-1,826</b>  | <b>-2,066</b>  | <b>-2,193</b>  |
| <b>所得税率</b>        | <b>21.3%</b>   | <b>20.0%</b>   | <b>19.5%</b>   | <b>19.5%</b>   | <b>19.5%</b>   | <b>19.5%</b>   |
| <b>净利润</b>         | <b>2,212</b>   | <b>5,705</b>   | <b>7,021</b>   | <b>7,561</b>   | <b>8,555</b>   | <b>9,081</b>   |
| <b>少数股东损益</b>      | <b>134</b>     | <b>524</b>     | <b>678</b>     | <b>760</b>     | <b>800</b>     | <b>880</b>     |
| <b>经营活动现金净流</b>    | <b>1,882</b>   | <b>1,672</b>   | <b>1,994</b>   | <b>1,983</b>   | <b>2,271</b>   | <b>2,506</b>   |
| <b>非经营收益</b>       | <b>638</b>     | <b>493</b>     | <b>-83</b>     | <b>127</b>     | <b>164</b>     | <b>156</b>     |
| <b>营运资金变动</b>      | <b>-538</b>    | <b>29</b>      | <b>748</b>     | <b>104</b>     | <b>439</b>     | <b>238</b>     |
| <b>经营活动现金净流</b>    | <b>4,194</b>   | <b>7,900</b>   | <b>9,679</b>   | <b>9,774</b>   | <b>11,429</b>  | <b>11,981</b>  |
| <b>资本开支</b>        | <b>-1,093</b>  | <b>-1,916</b>  | <b>-4,021</b>  | <b>-6,390</b>  | <b>-5,288</b>  | <b>-3,188</b>  |
| <b>投资</b>          | <b>-687</b>    | <b>78</b>      | <b>-647</b>    | <b>8</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>其他</b>          | <b>146</b>     | <b>9</b>       | <b>181</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>投资活动现金净流</b>    | <b>-1,634</b>  | <b>-1,829</b>  | <b>-4,487</b>  | <b>-6,382</b>  | <b>-5,288</b>  | <b>-3,188</b>  |
| <b>股权募资</b>        | <b>6</b>       | <b>11</b>      | <b>36</b>      | <b>-83</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>债权募资</b>        | <b>-1,267</b>  | <b>-3,146</b>  | <b>-2,997</b>  | <b>-264</b>    | <b>-145</b>    | <b>-93</b>     |
| <b>其他</b>          | <b>-1,119</b>  | <b>-1,231</b>  | <b>-2,550</b>  | <b>-3,354</b>  | <b>-5,448</b>  | <b>-6,488</b>  |
| <b>筹资活动现金净流</b>    | <b>-904</b>    | <b>-1,180</b>  | <b>-1,021</b>  | <b>-777</b>    | <b>-1,245</b>  | <b>-710</b>    |
| <b>现金净流量</b>       | <b>290</b>     | <b>-287</b>    | <b>-107</b>    | <b>427</b>     | <b>399</b>     | <b>976</b>     |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2017          | 2018          | 2019          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>3,606</b>  | <b>5,327</b>  | <b>5,108</b>  | <b>4,798</b>  | <b>5,346</b>  | <b>7,558</b>  |
| <b>应收账款</b>     | <b>2,742</b>  | <b>2,449</b>  | <b>2,454</b>  | <b>2,559</b>  | <b>2,866</b>  | <b>3,031</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>1,621</b>  | <b>2,079</b>  | <b>1,997</b>  | <b>2,086</b>  | <b>2,330</b>  | <b>2,464</b>  |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>806</b>    | <b>696</b>    | <b>590</b>    | <b>635</b>    | <b>671</b>    | <b>690</b>    |
| <b>流动资产</b>     | <b>8,776</b>  | <b>10,550</b> | <b>10,148</b> | <b>10,077</b> | <b>11,213</b> | <b>13,743</b> |
| <b>%总资产</b>     | <b>28.8%</b>  | <b>31.8%</b>  | <b>27.7%</b>  | <b>24.5%</b>  | <b>24.7%</b>  | <b>28.3%</b>  |
| <b>长期投资</b>     | <b>537</b>    | <b>602</b>    | <b>524</b>    | <b>466</b>    | <b>416</b>    | <b>366</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>17,052</b> | <b>17,442</b> | <b>20,831</b> | <b>25,075</b> | <b>27,990</b> | <b>28,671</b> |
| <b>%总资产</b>     | <b>55.9%</b>  | <b>52.6%</b>  | <b>56.8%</b>  | <b>61.0%</b>  | <b>61.8%</b>  | <b>59.0%</b>  |
| <b>无形资产</b>     | <b>3,755</b>  | <b>4,227</b>  | <b>4,675</b>  | <b>4,980</b>  | <b>5,180</b>  | <b>5,277</b>  |
| <b>非流动资产</b>    | <b>21,723</b> | <b>22,611</b> | <b>26,497</b> | <b>31,031</b> | <b>34,096</b> | <b>34,823</b> |
| <b>%总资产</b>     | <b>71.2%</b>  | <b>68.2%</b>  | <b>72.3%</b>  | <b>75.5%</b>  | <b>75.3%</b>  | <b>71.7%</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>30,499</b> | <b>33,162</b> | <b>36,645</b> | <b>41,108</b> | <b>45,309</b> | <b>48,566</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>2,824</b>  | <b>3,498</b>  | <b>967</b>    | <b>1,102</b>  | <b>957</b>    | <b>864</b>    |
| <b>应付款项</b>     | <b>5,627</b>  | <b>5,326</b>  | <b>6,608</b>  | <b>6,929</b>  | <b>7,745</b>  | <b>8,188</b>  |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>789</b>    | <b>1,328</b>  | <b>1,450</b>  | <b>1,486</b>  | <b>1,675</b>  | <b>1,776</b>  |
| <b>流动负债</b>     | <b>9,240</b>  | <b>10,152</b> | <b>9,025</b>  | <b>9,517</b>  | <b>10,376</b> | <b>10,827</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>4,059</b>  | <b>2,444</b>  | <b>2,040</b>  | <b>2,040</b>  | <b>2,040</b>  | <b>2,040</b>  |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>4,044</b>  | <b>2,246</b>  | <b>2,213</b>  | <b>1,852</b>  | <b>1,879</b>  | <b>1,894</b>  |
| <b>负债</b>       | <b>17,344</b> | <b>14,842</b> | <b>13,278</b> | <b>13,408</b> | <b>14,295</b> | <b>14,761</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>11,900</b> | <b>16,673</b> | <b>21,309</b> | <b>24,882</b> | <b>27,395</b> | <b>29,307</b> |
| 其中：股本           | 1,498         | 1,498         | 2,097         | 2,097         | 2,097         | 2,097         |
| 未分配利润           | 7,151         | 11,721        | 16,205        | 19,860        | 22,374        | 24,286        |
| 少数股东权益          | 1,256         | 1,646         | 2,059         | 2,819         | 3,619         | 4,499         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>30,499</b> | <b>33,162</b> | <b>36,645</b> | <b>41,108</b> | <b>45,309</b> | <b>48,566</b> |

**比率分析**

|               | 2017    | 2018    | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |        |        |        |         |
| 每股收益          | 1.387   | 3.460   | 3.025  | 3.244  | 3.699  | 3.912   |
| 每股净资产         | 7.946   | 11.133  | 10.164 | 11.868 | 13.066 | 13.978  |
| 每股经营现金净流      | 2.801   | 5.275   | 4.617  | 4.662  | 5.451  | 5.715   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000  | 1.500  | 2.500  | 3.000   |
| <b>回报率</b>    |         |         |        |        |        |         |
| 净资产收益率        | 17.46%  | 31.08%  | 29.76% | 27.33% | 28.31% | 27.98%  |
| 总资产收益率        | 6.81%   | 15.62%  | 17.31% | 16.54% | 17.12% | 16.89%  |
| 投入资本收益率       | 10.84%  | 22.93%  | 24.97% | 23.57% | 24.15% | 23.75%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |        |        |        |         |
| 主营业务收入增长率     | 54.44%  | 31.48%  | 14.47% | 6.57%  | 11.99% | 5.76%   |
| EBIT增长率       | 148.38% | 126.94% | 17.69% | 9.51%  | 12.51% | 5.84%   |
| 净利润增长率        | 359.72% | 149.39% | 22.40% | 7.23%  | 14.03% | 5.75%   |
| 总资产增长率        | 11.20%  | 8.73%   | 10.51% | 12.18% | 10.22% | 7.19%   |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |        |        |        |         |
| 应收账款周转天数      | 10.0    | 7.8     | 6.3    | 10.0   | 10.0   | 10.0    |
| 存货周转天数        | 34.7    | 40.7    | 39.9   | 39.9   | 39.9   | 39.9    |
| 应付账款周转天数      | 90.2    | 87.3    | 87.3   | 100.0  | 100.0  | 100.0   |
| 固定资产周转天数      | 275.3   | 214.2   | 194.1  | 206.6  | 193.4  | 179.9   |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |        |        |        |         |
| 净负债/股东权益      | 46.51%  | 8.76%   | -3.87% | -1.65% | -3.71% | -10.23% |
| EBIT利息保障倍数    | 6.2     | 11.1    | 35.2   | 89.5   | 564.6  | -129.6  |
| 资产负债率         | 41.80%  | 34.77%  | 30.08% | 27.30% | 21.92% | 20.23%  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0           | 0           | 0           | 0           | 1           |
| 增持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 1           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>1.50</b> |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道4001号  
时代金融中心7GH