

2020年09月24日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

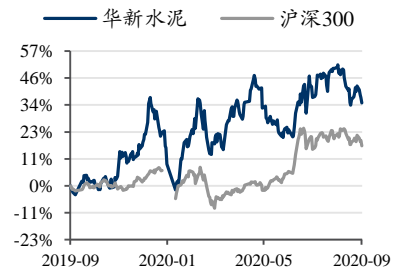
## 百年华新，深蹲起跳 买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	31,439	33,006	36,267	39,878
同比（%）	14.5%	5.0%	9.9%	10.0%
归母净利润（百万元）	6,342	6,923	8,501	8,218
同比（%）	22.4%	9.2%	22.8%	-3.3%
每股收益（元/股）	3.03	3.30	4.05	3.92
P/E（倍）	8.35	7.65	6.23	6.45

### 投资要点

- 百年华新，中国水泥工业引导者：**华新水泥股份有限公司创始于1907年，前身为湖北水泥厂。1994年，公司A、B股在上海证券交易所成功上市；1999年，公司与瑞士Holcim集团（全球最大的水泥制造商之一）结为战略合作伙伴关系。公司目前拥有水泥、混凝土、骨料（混凝土及砂浆中起骨架和填充作用的粒状材料）、环保处置、装备制造及EPC工程、高新建材等业务。截至2020年6月底，公司拥有水泥产能近1亿吨/年、水泥设备制造5万吨/年、商品混凝土2235万立方/年、骨料4900万吨/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7亿只/年及废弃物处置570万吨/年（含在建）。
- 水泥布局战略优势，规模效应与热点地区兼具：**公司工厂大多数位于经济有活力、市场需求量相对有保障的长江经济带、西部开发重点或热点地区；其中核心地区湖北省市场集中度高，供需关系良好，公司的水泥产能份额达36.56%。湖北省错峰生产政策严格执行，省内无新增产能；水泥需求端有韧性，有望迎来增长。
- 骨料业务量价齐升，打造第二增长极：**2019年公司已建设投产10余个骨料项目。另有超过10个骨料项目在建，建成达产后公司合计产能可超过3500万吨/年。由于骨料行业的供需关系仍持续紧张，近年骨料价格出现大幅上涨，公司骨料的毛利率持续快速上升，从2016年的37.47%提升到了2019年的64.76%。
- 水泥产能扩张转向海外，“填空式”布点建设回报率高：**2011年开始，公司逐步加快了在海外产能的扩张速度。公司有很强的专业技术能力，在海外的工厂常选址规划在“一带一路”与中国友好的国家，做“填空式”的布点建设。2019年公司海外项目收益率远高于国内项目，公司的海外扩张动力强，未来海外水泥项目产能将达3000万-5000万吨/年。
- 盈利预测与投资评级：**假设行业的供求关系的维持相对平衡，价格稳定，公司水泥熟料产能利用率的提高，我们预计公司2020-2022年实现营业收入分别为330.06亿元、362.67亿元、398.78亿元，同比增长5.0%、9.9%、10.0%；实现归母净利润分别为69.23亿元、85.01亿元、82.18亿元，同比增长9.2%、22.8%、-3.3%，对应PE分别为7.65倍、6.23倍、6.45倍。PE水平低于行业可比公司均值，作为水泥行业龙头之一，鉴于公司骨料业务增长，及全球布局产能扩张的潜在成长性，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**行业错峰生产不及预期；海外项目推进不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	25.27
一年最低/最高价	17.18/29.10
市净率(倍)	2.49
流通A股市值(百万元)	34414.70

### 基础数据

每股净资产(元)	9.94
资产负债率(%)	42.68
总股本(百万股)	2096.60
流通A股(百万股)	1361.88

### 相关研究

## 内容目录

1. 百年华新 .....	4
1.1. 公司简介.....	4
1.2. 主要产品产线.....	5
1.3. 业绩状况.....	7
2. 区域优势缔造基业长青 .....	9
2.1. 核心地区规模效应——湖北地区市场集中度高，供需关系良好.....	9
2.2. 全国布局的战略优势——工厂多位于开发热点地区.....	11
3. 环保处置技术领先，处置规模保持高增速 .....	12
4. 骨料业务量价齐升，打造第二增长极 .....	14
4.1. 骨料产能持续扩张.....	14
4.2. 毛利仍有提升空间——对标头部企业.....	16
5. 海外扩张占先机，焕发又一春 .....	17
5.1. 全球布局小试牛刀.....	17
5.2. 海外扩张抢占先机——合资公司的优势.....	18
6. 盈利预测与投资建议 .....	19
7. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 公司 110 余年发展历程.....	4
图 2: 公司主要业务.....	5
图 3: 公司股权结构一览 (截至 2020 年 9 月 24 日) .....	5
图 4: 2015-2019 年公司主要产品的销量增速 .....	7
图 5: 2015-2019 年公司营收及增速 (单位: 百万元) .....	8
图 6: 2015-2019 年公司各产品营业收入占比 .....	8
图 7: 2019 年公司分地区营业收入占比.....	8
图 8: 2015-2019 年公司产品毛利构成 .....	8
图 9: 2015-2019 年公司各产品毛利率对比 .....	8
图 10: 2015-2019 年公司归母净利润及增速 (单位: 亿元) .....	9
图 11: 2019 年湖北省企业水泥熟料产能份额对比.....	10
图 12: 2014-2019 年中国水泥产量及增速 .....	11
图 13: 公司水泥产能布局.....	12
图 14: 公司环保业务布局.....	13
图 15: 2015-2019 年公司环保业务量 (万吨) 及增速 .....	13
图 16: 2015-2019 年公司骨料产能及增速 .....	15
图 17: 2015-2019 年公司骨料销量及增速 .....	15
图 18: 公司骨料产能布局.....	15
图 19: 华新与海螺的骨料营收对比图 (单位: 亿元) .....	16
图 20: 华新与海螺的骨料毛利率对比图.....	16
图 21: 公司的大股东拉豪在全球的工厂分布及销售净额-2019 年 (单位: 百万美元) .....	17
图 22: 2019 年水泥企业海外投资排行榜——已投产产能 (单位: 万吨/年) .....	18
图 23: 2019 年国内水泥企业海外投资排行榜——在建产能 (单位: 万吨/年) .....	18
表 1: 公司主要产品及产能 (2020H1) .....	6
表 2: 公司熟料产能分布 (2020H1) .....	6
表 3: 公司环保业务发展历程.....	12
表 4: 公司 2020-2022 年盈利预测简表 .....	19
表 5: 可比公司估值 (截至 2020 年 9 月 24 日) .....	20

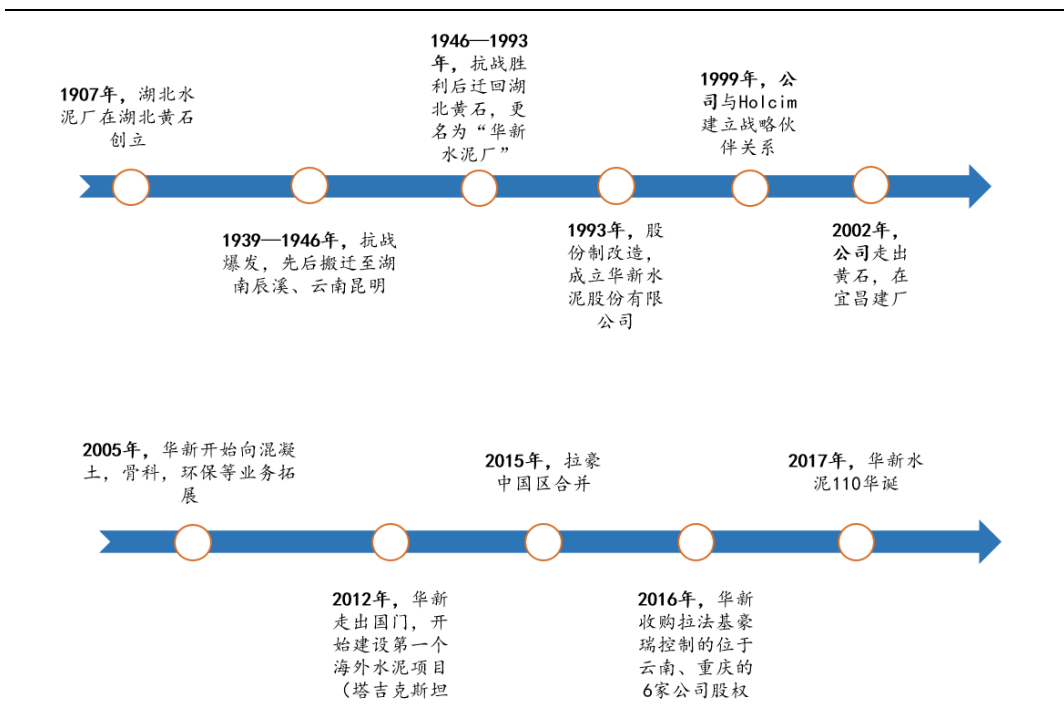
## 1. 百年华新

### 1.1. 公司简介

华新水泥股份有限公司(以下简称“公司”或“华新水泥”)创始于1907年,前身为湖北水泥厂,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”。1993年,华新水泥实行股份制改造;1994年,公司A、B股在上海证券交易所成功上市,也是中国建材行业第一家A、B股上市公司。

1999年,公司与全球最大的水泥制造商之一的瑞士Holcim集团结为战略伙伴关系。2015年,拉豪中国—华新水泥实施全面整合。2016年,公司收购拉法基豪瑞控制的位于云南、重庆的6家公司股权,进一步巩固了在低碳水泥、水泥窑协同处置、节能减排、工业系统生态设计、安全生产及职业健康等多个领域的领导地位。

图 1: 公司 110 余年发展历程

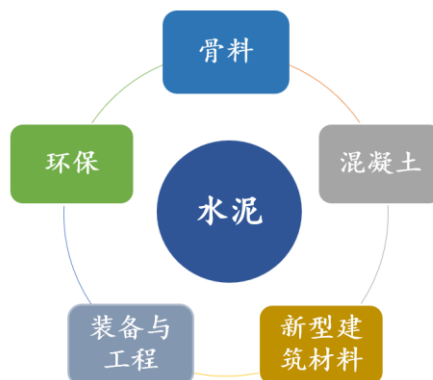


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司上市之初, 是一家专营水泥的专业化公司, 业务包括水泥制造和销售、水泥技术服务、水泥设备的研究、制造、安装及维修和水泥进出口贸易等。近年来, 公司通过纵向一体化发展战略、环保转型发展战略、海外发展战略和高新建筑材料的业务拓展战略的实施, 先后增加了商品混凝土、骨料的生产和销售、水泥窑协同处置废弃物的环保

业务、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、水泥基高新材料等相关业务，公司逐步发展成为拥有完整产业链的国际化建材集团。

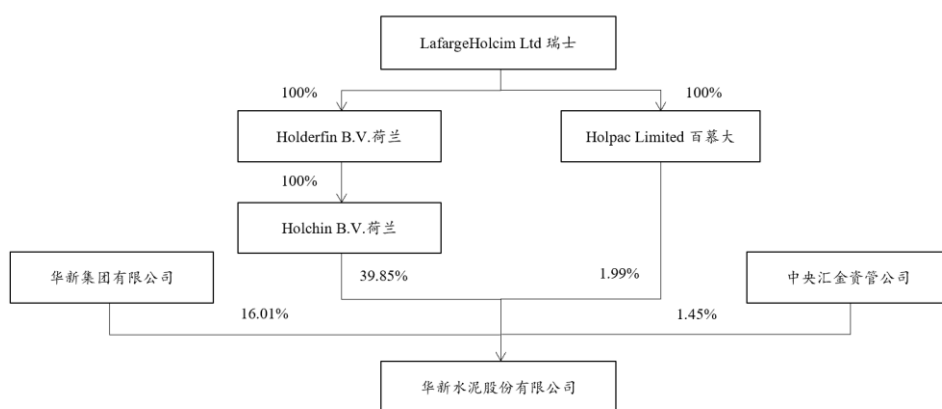
图 2: 公司主要业务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从股权结构上来看，外资企业与国企合资实现了优势互补。公司的实际控制人是境外法人 LafargeHolcim Ltd 瑞士，总持股比例达 41.84%。截至 2020 年半年报，国企华新集团有限公司持股比例达 16.01%。国有资本和外资并存是公司股权结构上的特有优势，百年民族企业与拥有国际先进技术与管理模式的外资企业优势互补，为公司不断提升生产与创新能力创造了良好条件，同时也是公司海外业务发展的强力推动剂。截至 2020 年半年报，公司在国内 10 省市以及海外 6 个国家总计拥有近 230 家分子公司。

图 3: 公司股权结构一览（截至 2020 年 9 月 24 日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 1.2. 主要产品产线

作为一家拥有 110 余年历史的综合建材集团，公司目前拥有水泥、混凝土、骨料（混凝土及砂浆中起骨架和填充作用的粒状材料）、环保处置、装备制造及 EPC 工程、高新建材等业务。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有水泥产能近 1 亿吨/年、水泥设备制造 5 万吨/年、商品混凝土 2235 万立方/年、骨料 4900 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 7 亿只/年及废弃物处置 570 万吨/年（含在建）。

**表 1: 公司主要产品及产能（2020H1）**

产品	产能
水泥	1 亿吨/年
水泥设备制造	5 万吨/年
商品混凝土	2235 万立方/年
骨料	4900 万吨/年
综合环保墙材	1.2 亿块/年
砂浆	30 万吨/年
水泥包装袋	7 亿只/年
废弃物处置（含在建）	570 万吨/年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在包括湖北、湖南、云南等 10 省市，以及海外塔吉克斯坦、柬埔寨总计拥有 50 余条熟料生产线，合计建成产能约为 5715 万吨，其中产能规模最大的省区先后为湖北（2449 万吨）、云南（1008 万吨）、湖南（729 万吨）和重庆（487 万吨）。公司海外年设计熟料产能合计 491 万吨，其中在中亚的塔吉克斯坦拥有 2 条熟料生产线，合计年设计产能约为 186 万吨，在东南亚的柬埔寨拥有 1 条熟料生产线，合计年设计产能约为 105 万吨，在乌兹别克斯坦吉扎克州投产 1 条熟料生产线，年设计产能约为 200 万吨。此外公司目前还有云南崇德禄劝二线、黄石基地搬迁、尼泊尔纳拉亚尼和乌兹别克斯坦吉扎克在建熟料生产线。

**表 2: 公司熟料产能分布（2020H1）**

地区	产能（万吨/年）
湖北	2449
云南	1008
湖南	729
重庆	487
塔吉克斯坦	186

柬埔寨	105
乌兹别克斯坦	200
云南崇德禄劝二线、黄石基地搬迁、尼泊尔纳拉亚尼	在建

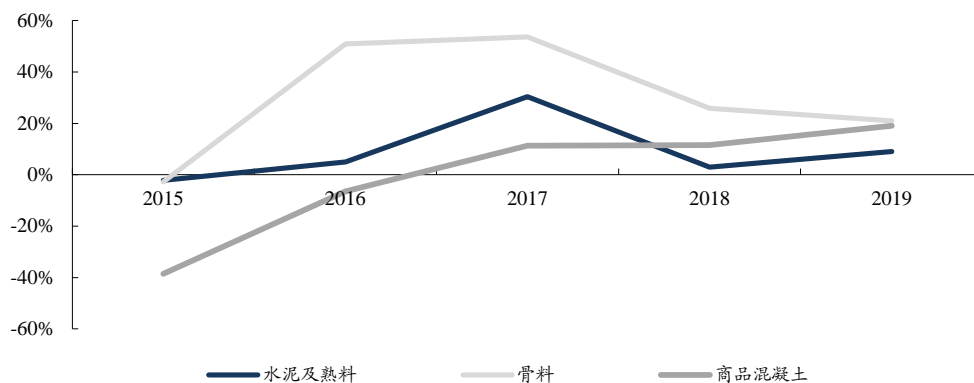
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 业绩状况

上市 20 余年来，公司业绩年均复合增长率达 24%。2019 年，公司实现营业总收入 314.39 亿元，同比增长 14%，实现归母净利润 63.42 亿元，同比增长 22.4%。公司 2019 年业绩增长主要由于公司主导产品的产销规模保持了增势，2019 年内公司骨料销量同比增长 21%，混凝土销量同比增长 19%，水泥和商品熟料销量同比增长 9%。2020 年上半年，由于一季度受疫情影响严重，公司主导产品所在区域市场需求严重不足，导致公司上半年水泥和商品熟料、混凝土销量分别同比下滑 8%和 9.76%，但骨料销售量同比增长 7.73%；随着二季度市场需求恢复，水泥销量创季度历史新高。

2015-2019 年，公司的骨料的销量增速从超高增速回落，但仍在不断扩张中。商品混凝土销量增速由负转正，预计未来仍将保持 10%以上的增速。公司的水泥及熟料销量增速今年略有上升，成为业绩增长的主要贡献点。

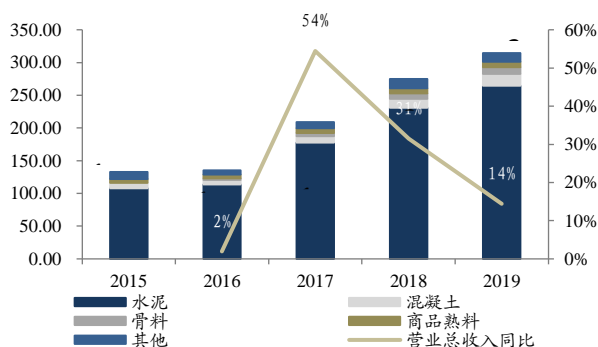
图 4：2015-2019 年公司主要产品的销量增速



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

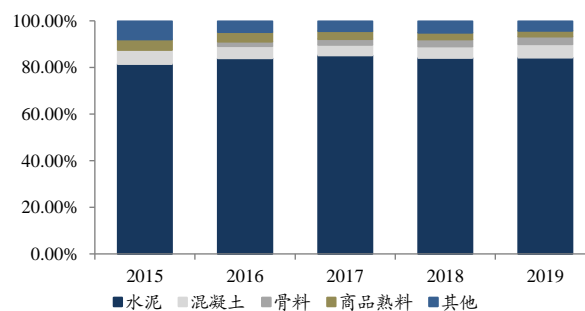
分产品来看，2019 年公司水泥和熟料营收 272.59 亿元，占营收比重的 86.7%，与 2018 年持平；骨料营收 10.33 亿元，占比逐步提升到了 3.29%；混凝土营收 18.11 亿元，占比 5.76%，较 2018 年略有上升。分区域来看，2019 年公司营业收入集中来自华中和西南地区，其中湖北、云南和湖南为营收占比最高的三个省份，分别为 34.29%、17.53% 和 10.03%。

图 5：2015-2019 年公司营收及增速（单位：百万元）



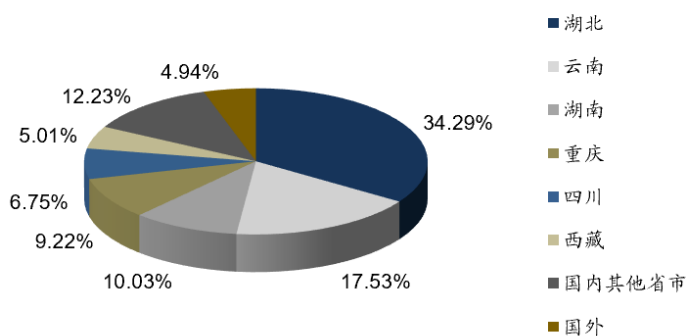
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2015-2019 年公司各产品营业收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：2019 年公司分地区营业收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

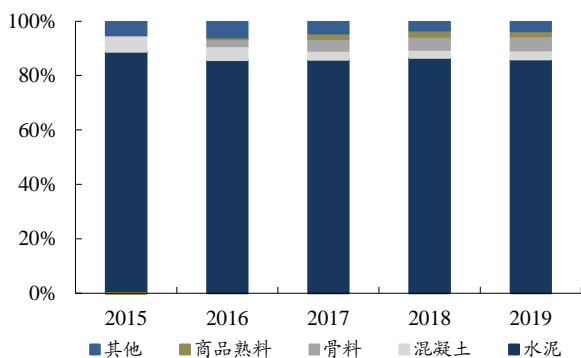
公司主要产品毛利率在 2015-2019 年均大幅提升。从总毛利构成来看，水泥的贡献最大，在 2019 年占总毛利的 85.95%，和 2018 年持平；公司大力发展的骨料业务对毛利的贡献持续上升，在 2019 年占总毛利的 5.22%。

从各产品毛利率方面来看，骨料毛利率最高，且持续上升，2019 年达到 64.76%；水泥的毛利率于 2015 年达到低点后持续缓步上升，2019 年已达到 41.60%；混凝土的毛利率在 2015-2019 年小有波动，但基本持平；商品熟料的毛利率有所上涨，在 2019 年达 29.98%。

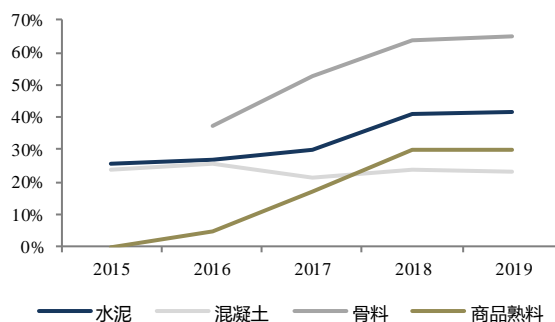
图 8：2015-2019 年公司产品毛利构成

图 9：2015-2019 年公司各产品毛利率对比





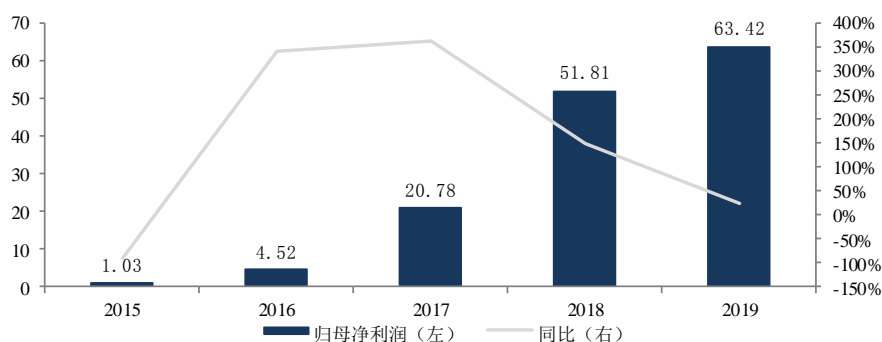
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 2015-2019 年归母净利润保持高速增长。公司的归母净利润于 2015 年达到最低位后，开始强势上升，2016-2018 年三年增速均超 100%。2019 年增速有所放缓，归母净利润达 63.42 亿元。

图 10: 2015-2019 年公司归母净利润及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

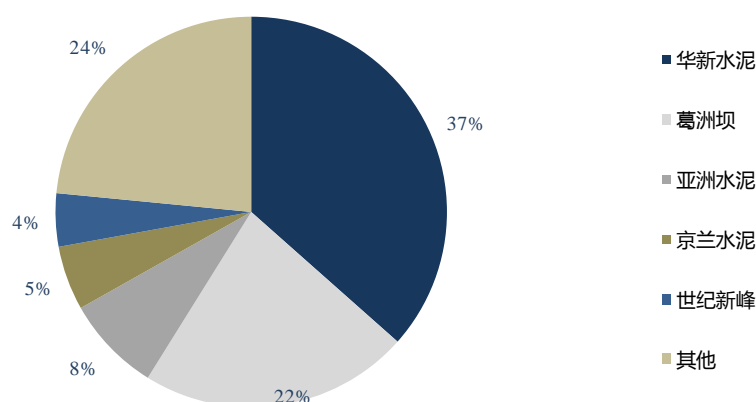
## 2. 区域优势缔造基业长青

### 2.1. 核心地区规模效应——湖北地区市场集中度高，供需关系良好

湖北省位于长江中游，洞庭湖以北，沿长江逆流而上连通重庆地区，顺流而下连通赣皖江浙沪，通过洞庭湖、鄱阳湖可以联通湘北、赣北地区。受地理条件的影响，湖北的水泥熟料产能主要集中于鄂东沿江地区，其余各地亦均有一定的产能布局。依托地理上便利的水运，湖北的水泥市场具有较强的联动开放性特征，鄂东与华东市场具有明显的联动性。

湖北的水泥市场由华新水泥和葛洲坝主导，二者均为湖北本土企业，产能 CR2 达 58.86%，当地没有外来大型水泥集团进入，市场集中度高。其中，公司的产能份额达到 36.56%，占比稳定且份额较大，对地区内水泥价格有较强的话语权，规模效应使公司拥有较强的控制力，布局优势突出。公司在湖北省全境内均有水泥产能布局，其中在鄂东、鄂西北、鄂西南的产能份额较高。公司在省内的多个基地布局在长江沿岸，水运条件的便利使公司获得明显的运输成本优势。产能份额排名第二第三的葛洲坝和亚洲水泥分占全省总产能的 22.30%和 7.96%，其中葛洲坝的产能主要在鄂中，亚洲水泥的产能主要集中在武汉周边，与华新的产能布局均无较大重合。

图 11：2019 年湖北省企业水泥熟料产能份额对比



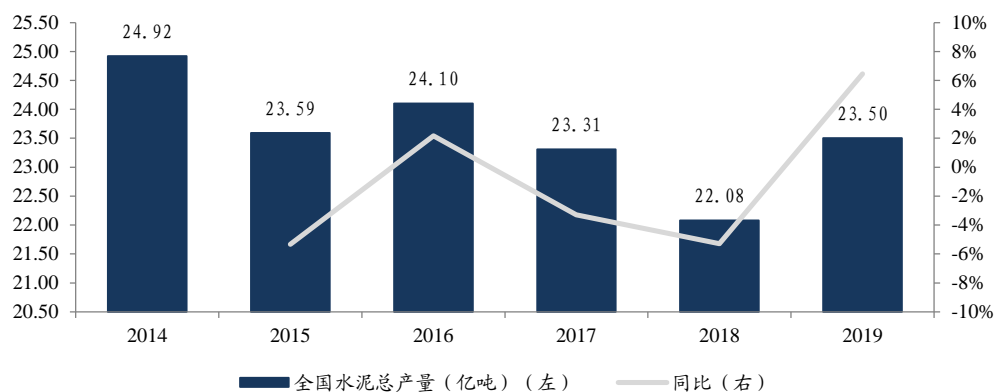
数据来源：中国水泥网，东吴证券研究所

从供给端看，湖北省错峰生产政策严格执行，省内无新增产能。近两年湖北地区错峰生产执行严格，区域内水泥生产线停窑时间均有明确规定，约 80%的生产线停窑需超过 60 天，全年每条窑的停产时间超过 70 天，非冬季错峰的停产天数达到平均 30 天以上。企业之间互派督察员，基本全部按计划足额停窑，停窑成效显著。虽然行政性的错峰生产逐渐从“一刀切”转向“因地制宜”，但是水泥行业自身的供给强韧性将有望使得产能约束维持高位，且 2020 年环保依然趋严，错峰生产将呈常态化，湖北地区错峰生产仍将严格执行。另外，由于环境治理的趋严，2019 年湖北地区无新增产能，少数置换产能也是等量替换，预计 2020 年区域内供给仍将保持稳定，湖北地区高景气度有望持续。

从需求端看，2019 年在区域基建、地产投资回升的带动下湖北省需求出现了明显的提速，房地产新开工及施工面积增速均维持高位；另外 2020 年基建逆周期调控加强，基建投资增速大幅回升。2020 年，湖北省交通要确保完成公路水路固定资产投资 1000 亿元以上；力争建成高速公路和长江公路大桥 12 个项目 370 公里，续建 13 个项目 522 公里，力争新开工 11 个项目 520 公里；建设一级公路 455 公里、二级公路 800 公里；新改建农村公路 1.5 万公里；改造公路危桥 1200 座；新增港口吞吐能力 2000 万吨，

新增千吨级航道里程 100 公里以上。水泥需求端有韧性，有望保持稳定并有一定增长。我们预计湖北地区良好的供求关系有望使后续的水泥价格维持高位。

图 12: 2014-2019 年中国水泥产量及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 全国布局的战略优势——工厂多位于开发热点地区

公司在业务布局、市场布局上的统揽与协同形成了自己的战略布局优势。在国内，公司的制造工厂大多数位于经济有活力、市场需求量相对有保障的长江经济带、西部开发重点或热点地区；在境外，工厂常选址规划在“一带一路”与中国友好的国家，做“填空式”的布点建设。同时，公司在选择工厂建设地时严格遵循“资源有保障、交通较便利、市场增长有潜力”的原则。在水泥基新材料业务的布局、水泥窑协同处置的环保业务布局上，充分地考虑其与水泥主业的关联度、契合度和协同效应。

2000 年-2011 年为公司的异地产能扩张高峰期，公司在湖北和湖南构筑了华中大本营，巩固龙头地位，同时进军西南市场，先后布局西藏、云南和川渝等地区。2015 年，在两大全球水泥巨头拉法基（Lafarge）和豪瑞（Holcim）完成合并的背景下，接下来三年，华新水泥陆续完成了对拉法基中国在云南、贵州和重庆数家水泥企业股权和部分资产的收购，新增熟料设计产能愈 1 千万吨。

中国经济由东向西、从沿海到内地发展，产业转移和经济发展的重心将由东部转移到中部，中部地区是下一个重要风口。中部地区是公司未来的核心支撑点，公司聚焦中部地区，可以形成宽幅影响力。同时，西部地区的基础设施和人居的建设方面投入将加大，这也将给公司带来较大的市场机遇。

图 13: 公司水泥产能布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3. 环保处置技术领先, 处置规模保持高增速

据国家统计局, 2019 年中国的城镇化率已突破 60%。随着城市化率提升, 国内面临的环保压力逐步加大。在环保方面, 公司首先要求自身的排放要达到超低清洁性排放(目前公司的技术装备和水平已处于世界最先进行列), 同时积极发展水泥窑协同处置业务, 开始大量地处置其他工业和生活废弃物。公司于 2007 年起就开始了环保领域的战略布局, 其自主研发的适合处置国内生活垃圾的水泥窑协同处置项目于 2011 年正式投产。2019 年公司的环保业务处置总量达 303 万吨, 同比增长 42%, 各类危废物处置量均占行业领先地位。据公司官网, 截至 2019 年 12 月底, 华新水泥已安全生态化处置市政生活垃圾、市政污泥、危险废弃物、污染土等各类废弃物 1000 余万吨, 还有效处置三峡库区水面漂浮物 75 万立方米, 修复城市毒地数千亩。其中, 华新的生活垃圾处置量占了全国水泥窑垃圾协同处置总量的 50% 以上。根据中国水泥网, 2019 年武汉 90% 城市污泥, 30% 生活垃圾, 鄂州市和武穴市 100% 生活垃圾, 黄石市 100% 城市污泥均由华新处置。

表 3: 公司环保业务发展历程

时间	事件
2007 年	成立了第一家环保公司——华新环境工程(武穴)有限公司, 至今已发展成为国内最大的水泥窑协同处置废弃物处置工厂。
2009 年	开始研发含水率 80% 的市政污泥处置技术, 根据各城市市政污泥产量制定了两套市政污泥处置方案: 一是湿污泥直接入窑高温焚烧; 二是污泥深度脱水与水泥窑焚烧技术结合。

2009年	与武穴市人民政府签订了第一个水泥窑协同处置生活垃圾的合作协议，并于2011年顺利投产运行。
2011年	公司自主研发的适合处置国内生活垃圾的水泥窑协同处置项目正式投产。
2015年	水泥窑无害化和资源化协同处置技术及应用通过省级重大科技成果技术鉴定。
2016年	“水泥窑高效生态化协同处置固体废弃物成套技术与应用”成果荣获2016年国家科学技术进步奖二等奖。
2017年	“百年华新成功转型升级 打造垃圾处理‘湖北样板’”荣列2016年湖北省十大科技事件之首。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前我国水泥窑协同处置生活垃圾的资源化应用，与发达国家相比尚处于起步阶段。一是处置规模小，国内生活垃圾处置方式主要以卫生填埋和焚烧发电为主，水泥窑处置量比例不足总量的3%。二是虽然实现无害化，但资源化程度较低。国际一般用热值替代率TSR，即替代燃料的热值占熟料生产所消耗的全部热值比例，来衡量水泥窑协同处置的资源化应用水平。欧洲发达国家一般可以达到50%以上，部分国家和地区甚至接近100%，而我国目前平均TSR尚不足1%。我国TSR严重偏低的原因主要与国内生活垃圾质量差有直接关系。发达国家TSR普遍较高的原因在于垃圾的源头分类，致使最终送入水泥窑协同处置的衍生燃料热值高、水分低。而我国垃圾分类尚且刚刚起步，垃圾含水量高且无机物含量高。这就要求在将生活垃圾投入回转窑之前进行预处理，降低含水量和无机类杂物，提高热值。

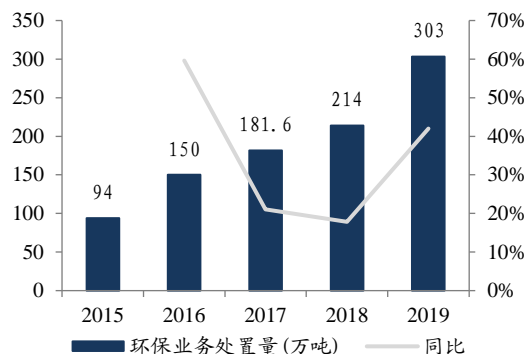
在水泥熟料生产的传统燃料消耗中，约60%发生在分解炉中，华新致力于利用预处理后的生活垃圾可燃物（RDF）替代分解炉用煤的研究和实践。华新已在旗下的信阳、武穴、阳新水泥厂进行生产测试，表明最高可实现分解炉90%的热能替代，且能保证熟料生产运行稳定。2018年全年公司各工厂年度累计TSR为3%—26%，受到垃圾供应量及质量的影响存在高低不等的现象，但已远远高出国内平均水平。目前国内已有许多的水泥窑协同处置生活垃圾技术，从处置规模上来看，华新水泥的预处理+协同处置技术是最具优势的。截至2019年末，公司在湖北、湖南、重庆、四川、云南、广东、河南等省市运行和在建的环保工厂废弃物处置能力达570万吨/年，2019年环保业务处置总量达303万吨，同比增长42%。

图 14：公司环保业务布局

图 15：2015-2019 年公司环保业务量（万吨）及增速



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020年1月初，华新绿色建材生态产业园项目开始进行设备安装调试。华新绿色建材生态产业园项目规划建设年产285万吨熟料水泥生产线及环保协同处置项目，采用全球先进的生产工艺和纯低温余热发电技术，计划2020年初点火投产。项目建成达产后，预计年销售收入将达24亿元。水泥窑协同处置包括医疗垃圾在内的危险废弃物，具有处置效率高、无二次污染、安全性高等特点。作为国内较早引进水泥窑协同处置技术的企业，目前华新水泥窑协同处置危废的资质齐全，且技术较为成熟。新冠疫情期间，公司更是投入战疫，缓解疫情医疗废物应急处置压力。

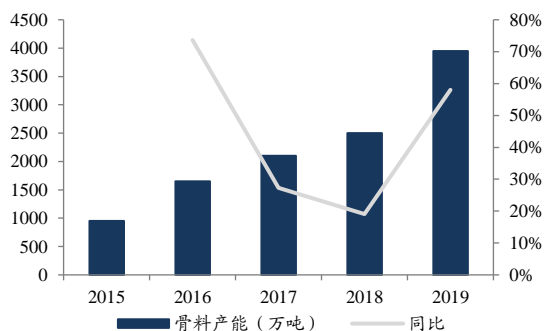
截至2019年，华新已形成涵盖市政生活垃圾、市政污泥、工业危废、污染土、漂浮物等5大处置平台，并通过了国家和湖北省专家评审和鉴定，整体达到国际领先水平。公司在废弃物预处理及水泥窑协同领域拥有较深厚的技术沉淀，处理能力的进一步提升叠加业务的拓展带动公司相应收入显著增长。据前瞻产业研究院预测，2023年我国医疗废物处理市场规模将达到107.37亿元。随着医疗废物市场规模增加，下游水泥窑协同处置的发展也被业内人士看好。医疗废物规模的逐步增加，对于水泥窑协同处置将是很好的机会。尽管目前环保业务整体营收对利润的贡献率较低，但随着公司协同处理能力的增强、危废处理规模的扩大以及补贴的提升，我们判断环保业务将贡献新的利润增长点。

## 4. 骨料业务量价齐升，打造第二增长极

### 4.1. 骨料产能持续扩张

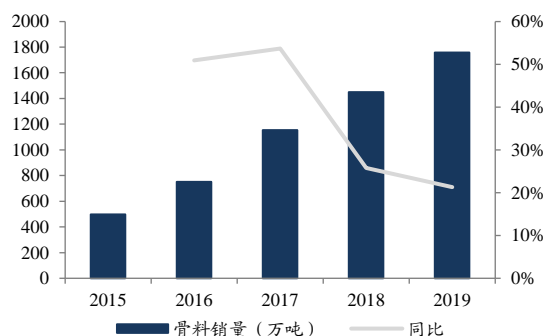
公司从2012年开始对外披露骨料业务情况，2013年骨料产能为950万吨，销售量仅有355万吨；截至2019年末公司骨料产能已达3950万吨，总销量达1759万吨，同比增长21%。2019年公司骨料营业收入为10.33亿元，占公司总营收的3.29%。且公司的骨料产能仍在继续扩张中，2019年底有在建骨料生产线4条，在建产能为1150万吨/年。

图 16: 2015-2019 年公司骨料产能及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 2015-2019 年公司骨料销量及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

目前公司已建设投产超过 10 个骨料项目, 分布于湖北、湖南、重庆、云南等地, 其中公司在湖北阳新、武穴拥有万吨级骨料发运码头。另外, 公司计划于 2020 年完成四川渠县、湖南郴州、湖北长阳合计年产能 1300 万吨的骨料项目建设, 上半年湖北长阳、四川渠县及重庆盐津扩产等骨料项目已建成投产, 新增 950 万吨/年产能, 使得骨料总产能达 4900 万吨/年。

根据华新水泥官网, 公司董事长李叶青表示, 水泥和骨料一脉相承, 一吨水泥大概消耗五吨到六吨骨料。国内仅水泥混凝土的骨料消耗大概一百多亿吨, 若再加上其他方面, 如混凝土沥青的骨料和一些装饰性骨料, 国内大概有 130 亿到 150 亿吨的需求量。按照公司 1 亿多吨的水泥产能计算, 未来骨料的配套在 5 亿-6 亿吨。据公司公告, 公司的骨料业务在远期将占更大比例, 随着骨料的资源价值逐渐增强, 公司 1 亿吨以上骨料产能规划的落地投产, 骨料业务有望成长成为公司重要的盈利增长点。

图 18: 公司骨料产能布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

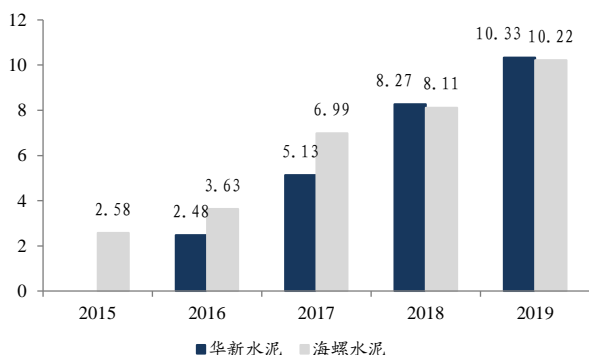
## 4.2. 毛利仍有提升空间——对标头部企业

在过去，国内大部分的骨料企业都有“小、散、乱”的特点，给环境带来了很大的问题。随着砂石资源的过度开采以及国家对保护绿水青山、治理环保、加强生态文明建设的重视，近几年国家加强了对不达标的矿山进行的大规模整治，大量无证非法开采及环保不达标的小矿山相继退出，促进了骨料行业逐步由中低端的乱开乱采转向集约规模化、规范化、精细化、环保化的高端发展，这对华新水泥这类有实力的大型水泥企业是大的机遇。由于砂石资源的过度开采，骨料供应中的天然骨料锐减，机制骨料大量填补缺口，但骨料行业的供需关系仍持续紧张，导致骨料价格出现大幅上涨。

近年来公司骨料的毛利率持续快速上升，从 2016 年的 37.47% 提升到了 2019 年的 64.76%。公司骨料业务毛利率增加的主要原因有两点：1、公司利用自身的矿山资源优势，实行水泥骨料产能一体化，大大降低了成本。到 2019 年，公司的骨料生产成本已基本稳定；2、随着大量规模小且环保不达标的骨料企业退出历史舞台，各地区骨料价格大幅上涨。另外，公司骨料的毛利率在不同地区不同，湖北地区毛利率较高，西部地区相对低一些，这是由于西部地区的骨料价格相对较低，且公司的产能利用率也较低。若西部地区的骨料供需情况进一步改善，价格升高，公司的骨料产能逐步释放，预计毛利率还将提升。

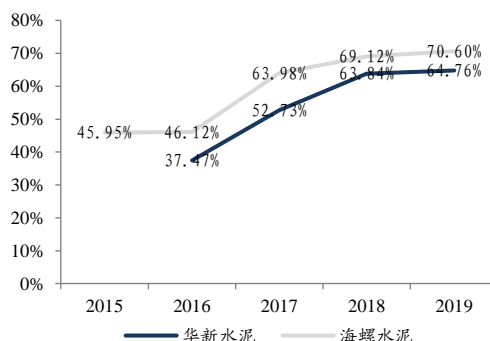
对比最早发展骨料业务的海螺水泥，华新表现出“后来居上”的趋势。华新的骨料扩张速度很快，到 2018 年营收已超过海螺。从骨料毛利率上来看，两者毛利率均有大幅提升，但 2016、2017 年时候华新较海螺低约 10 个百分点，2019 年该差距已缩小至 6 个百分点。水泥骨料产能一体化的推进及规模效应的加强有助于进一步降低公司骨料成本，由此我们判断华新的骨料毛利率还有进一步提升的空间。

图 19: 华新与海螺的骨料营收对比图 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 20: 华新与海螺的骨料毛利率对比图



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



2019年，我国砂石骨料短缺面积进一步扩大，重点经济地区的砂石骨料价格维持在高位震荡。南方部分地区受干旱影响，部分河道浅滩裸露，对砂石运输产生了较大的影响。尽管近年来多家大型水泥企业纷纷投资建设骨料项目，行业供给将迎来一定增长，但由于机制砂石相应的矿山具有较复杂的建设开采流程，加之行业环保约束愈加严格，我们判断近年行业供给的扩张无法迅速填补天然砂石锐减的缺口，因此砂石骨料行业持续紧张的供求关系将使得骨料价格维持在高位，公司骨料项目的高盈利有望持续。

## 5. 海外扩张占先机，焕发又一春

### 5.1. 全球布局小试牛刀

基于强大的海外股东背景，华新水泥是国内最早走出去的水泥企业之一。自2011年开始，公司进入了海外扩张+多元业务战略发展期，受大环境的影响和政策的制约，公司放缓了国内扩张的节奏，逐渐将焦点转向海外布局以及骨料、环保等多元业务的拓展，逐步加快公司在海外产能的扩张速度。截至2020年H1，公司在海外在建和运行工厂共有7家，分布于塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚、吉尔吉斯斯坦等国，拥有共计486.7万吨的水泥熟料设计产能。2020年6月，公司在乌兹别克斯坦吉扎克的4000吨/日水泥熟料生产线项目点火投产，新增200万吨水泥产能。公司海外在建的生产线有尼泊尔的纳拉亚尼熟料生产线，设计熟料产能约2800吨/日，水泥产能120万吨，预计于2020年建成投产。

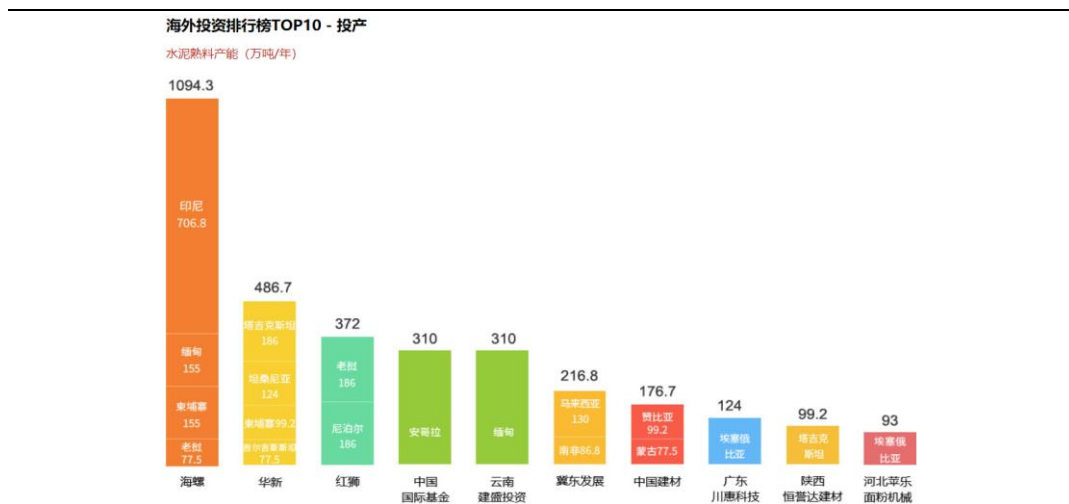
图 21：公司的大股东拉豪在全球的工厂分布及销售净额-2019 年（单位：百万美元）



数据来源：LafargeHolcim 年报，东吴证券研究所

从目前情况看，公司海外项目收益率远高于国内项目，且国内的水泥新增产能存在严格的限制，因此公司的海外扩张动力强，未来公司规划海外产能将达到3000万-5000万吨/年。

图 22：2019 年水泥企业海外投资排行榜——已投产产能（单位：万吨/年）



数据来源：中国水泥网，东吴证券研究所

## 5.2. 海外扩张抢占先机——合资公司的优势

公司从 2011 年开始实施“走出去”战略，是国内大型水泥企业中第一家在海外投资建厂的企业。随着“一带一路”倡议的推进，公司更是快速拓展海外市场。公司的大股东拉豪作为全球水泥龙头企业之一，除欧洲、北美之外，在中东地区、东南亚地区、南亚地区、拉美和非洲等地均有多家工厂运营，每年的收入有近半来自于欧美之外的地区，这也使得华新在扩张时具有充分的平台优势。在过去多年的合作过程中，公司积累了丰富的海外生产经营管理和投资经验。

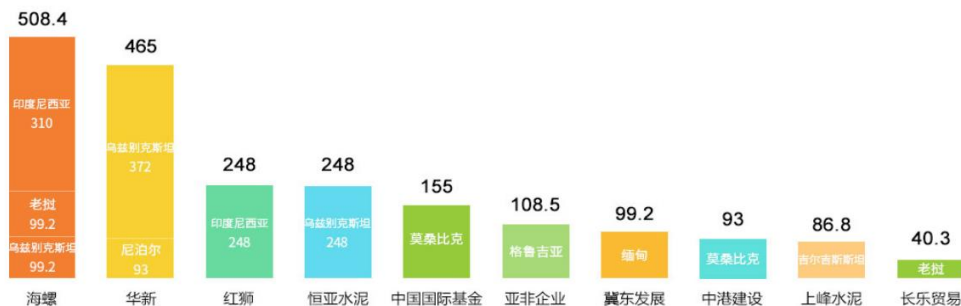
公司有很强的专业技术能力，在海外建工厂、运行工厂以及在拓展产品销售市场等方面都有一套独立的系统。相比于其他企业而言，公司海外扩张速度要快近一倍的时间，同时投资花费大概只有其他企业的一半。公司派出去的运营人员可以确保提升生产效率。这些都构成了公司在海外扩张方面的核心竞争力。

抓住“走出去”和“一带一路”的政策机会，公司将继续执行海外发展战略。除已经进入的中亚、东南亚外，公司将继续追随国家“一带一路”的战略。另外，公司还会增加对非洲等发展中国家的关注。通过抓住中国“走出去”的政策机会和海外水泥欠发达地区的“填空式”市场机会，发挥公司水泥工程的建设能力和运行能力，公司将通过新建为主和自主运行，开发“投资成本低”、“竞争强度合理”、“运行效率高”的海外项目机会，从而为公司提供稳定的、高于国内的投资回报。

图 23：2019 年国内水泥企业海外投资排行榜——在建产能（单位：万吨/年）

海外投资排行榜 - 在建

年产能 (万吨/年)



数据来源：中国水泥网，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

根据公司产能扩张计划及宏观经济情况，我们做出如下假设：

1、由于行业良好的供求关系的良好叠加公司水泥熟料产能利用率的提高，给予水泥熟料销量每年 8%增速的假设。由于骨料是公司目前的发展重点之一，公司预计在未来三年内实现 1 亿吨产能，故给予骨料销量每年 30%增速假设。公司混凝土销量近几年增速持续提升，给予混凝土销量每年 17%增速假设。

2、虽然新增产能投放使各产品价格承压，但基建需求的拉动将对产品价格形成支撑，故预计各产品价格基本维持原水平。另外，受到公司的规模效应及产能一体化的影响，各产品成本稳步下降，促使产品毛利率上升。

表 4: 公司 2020-2022 年盈利预测简表

公司业务		2020E	2021E	2022E
水泥及熟料	销量 (万吨)	8325.16	8991.17	9710.46
	销量同比增速	8%	8%	8%
	营业收入 (亿元)	281.17	303.67	327.96
	毛利率	40%	41%	42%
	毛利 (亿元)	112.47	124.50	137.74
骨料	销量 (万吨)	2280.85	2965.11	3854.64
	销量同比增速	30%	30%	30%
	营业收入 (亿元)	13.01	16.91	21.98
	毛利率	66%	68%	70%
	毛利 (亿元)	8.59	11.50	15.39
混凝土	销量 (万吨)	495.66	579.92	678.51

	销量同比增速	17%	17%	17%
	营业收入 (亿元)	18.88	22.09	25.84
	毛利率	24%	24%	24%
	毛利 (亿元)	4.53	5.30	6.20
其他业务	营业收入 (亿元)	17.00	20.00	23.00
	毛利 (亿元)	4.50	5.50	6.50
总计	总营业收入 (亿元)	330.06	362.67	398.78
	总毛利 (亿元)	130.09	146.80	165.83

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

公司作为拥有百年历史的国内水泥龙头企业，积极布局全产业链，在国内水泥新增产能受到严格限制的情况下寻找其他出路，在海外热点地区做“填空式”扩张，以成熟技术和运营模式收获高回报率；同时抓住骨料行情机遇，不断扩张公司骨料产能，高毛利率的特性使得骨料成为公司新的盈利看点；另外，公司掌握着前沿水泥窑协同处置技术，处置规模不断扩大，有望逐渐增厚盈利。

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 330.06 亿元、362.67 亿元、398.78 亿元，同比增长 5.0%、9.9%、10.0%；实现归母净利润分别为 69.23 亿元、85.01 亿元、82.18 亿元，同比增长 9.2%、22.8%、-3.3%，对应 PE 分别为 7.65 倍、6.23 倍、6.45 倍。PE 水平低于行业可比公司均值，作为水泥行业龙头之一，鉴于公司骨料业务增长，及全球布局产能扩张的潜在成长性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 5: 可比公司估值 (截至 2020 年 9 月 24 日)

证券简称	股价 (元)	PE			PB
		2020E	2021E	2022E	
华新水泥	25.27	7.65	6.23	6.45	2.49
上峰水泥	24.04	8.19	6.88	6.13	4.28
海螺水泥	57.22	8.85	8.52	8.25	2.12
天山股份	18.40	10.01	8.79	8.08	1.97
祁连山	15.45	6.89	6.09	5.73	1.69
可比公司均值		8.49	7.57	7.05	2.52

数据来源：wind，东吴证券研究所（非加粗部分来自 wind 一致预期）

## 7. 风险提示

### 1. 行业错峰生产不及预期。

水泥需求具有周期性特征，水泥价格会随着供应和需求的变化而波动。2016 年下半年以来，得益于国家加强环境保护和环保执法力度，在行业错峰生产去产量的情形下，水泥供需实现了动态平衡，价格出现恢复性上涨，但当前水泥行业产能过剩这一根本性矛盾并未得到有效化解。若水泥需求出现下滑、或者局部地区执行错峰生产的政策不到位，都可能导致局部市场水泥价格出现下滑，企业经营风险必然加大。

### 2. 宏观经济大幅波动超预期，海外项目推进不及预期。

2020 年伊始，新冠肺炎席卷全球，部分行业受损严重需求大幅下降，供给端同样受到冲击。实体经济的下滑与不确定性同时影响到金融市场及各国的货币财政政策，金融市场资产价格下跌迫使各国采取宽松的货币政策，而这又带来潜在的通胀压力，这无疑给基建带来了更多的不利因素。疫苗的研究进度及疫情在秋冬季是否会反复都将对宏观经济的平稳运行带来不确定性，从而进一步影响到行业的供需情况及公司在海外生产线的投产进度及运营。

华新水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>10,148</b>	<b>9,502</b>	<b>15,804</b>	<b>22,123</b>	<b>营业收入</b>	<b>31,439</b>	<b>33,006</b>	<b>36,267</b>	<b>39,878</b>
现金	5,108	3,033	10,300	14,686	减:营业成本	18,625	18,200	19,631	23,295
应收账款	660	2,073	660	2,073	营业税金及附加	530	547	612	683
存货	1,997	1,985	2,310	2,787	营业费用	2,048	2,277	2,387	2,611
其他流动资产	2,384	2,411	2,534	2,576	管理费用	1,596	1,872	1,942	2,095
<b>非流动资产</b>	<b>26,497</b>	<b>26,719</b>	<b>28,082</b>	<b>29,245</b>	财务费用	208	403	318	114
长期股权投资	414	405	398	390	资产减值损失	-210	0	0	0
固定资产	16,718	17,453	19,069	20,349	加:投资净收益	109	96	99	97
在建工程	4,113	3,480	3,053	2,731	其他收益	242	166	207	218
无形资产	3,870	4,079	4,336	4,624	<b>营业利润</b>	<b>8,744</b>	<b>10,024</b>	<b>11,751</b>	<b>11,480</b>
其他非流动资产	1,381	1,302	1,226	1,152	加:营业外净收支	-28	47	53	8
<b>资产总计</b>	<b>36,645</b>	<b>36,222</b>	<b>43,887</b>	<b>51,368</b>	<b>利润总额</b>	<b>8,716</b>	<b>10,071</b>	<b>11,804</b>	<b>11,488</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,025</b>	<b>3,778</b>	<b>3,885</b>	<b>4,454</b>	减:所得税费用	1,695	2,111	2,413	2,322
短期借款	197	197	197	197	少数股东损益	678	1,037	891	948
应付账款	5,312	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,342</b>	<b>6,923</b>	<b>8,501</b>	<b>8,218</b>
其他流动负债	3,515	3,581	3,688	4,257	EBIT	8,789	10,058	11,697	11,191
<b>非流动负债</b>	<b>4,253</b>	<b>3,653</b>	<b>3,255</b>	<b>2,744</b>	EBITDA	10,572	11,710	13,582	13,351
长期借款	3,238	2,637	2,240	1,729					
其他非流动负债	1,015	1,015	1,015	1,015	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,278</b>	<b>7,431</b>	<b>7,141</b>	<b>7,199</b>	每股收益(元)	3.03	3.30	4.05	3.92
少数股东权益	2,059	3,096	3,987	4,934	每股净资产(元)	10.16	12.26	15.63	18.71
归属母公司股东权益	21,309	25,695	32,760	39,235	发行在外股份(百万股)	2097	2097	2097	2097
<b>负债和股东权益</b>	<b>36,645</b>	<b>36,222</b>	<b>43,887</b>	<b>51,368</b>	ROIC(%)	34.9%	30.5%	36.4%	32.9%
					ROE(%)	30.0%	27.6%	25.6%	20.8%
					毛利率(%)	40.8%	44.9%	45.9%	41.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	20.2%	21.0%	23.4%	20.6%
经营活动现金流	9,679	3,299	12,435	9,842	资产负债率(%)	36.2%	20.5%	16.3%	14.0%
投资活动现金流	-4,487	-1,723	-3,081	-3,142	收入增长率(%)	14.5%	5.0%	9.9%	10.0%
筹资活动现金流	-5,507	-3,650	-2,086	-2,314	净利润增长率(%)	22.4%	9.2%	22.8%	-3.3%
现金净增加额	-318	-2,075	7,267	4,385	P/E	8.35	7.65	6.23	6.45
折旧和摊销	1,783	1,652	1,885	2,161	P/B	2.49	2.06	1.62	1.35
资本开支	4,122	231	1,370	1,171	EV/EBITDA	5.17	4.87	3.71	3.48
营运资本变动	762	-6,565	1,007	-1,418					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>