

华新水泥 (600801.SH)

弹性依旧，现金充沛，加快扩张

核心观点:

高基数下仍具业绩弹性。公司 2019 年前三季度营收 224.7 亿元，同比+18%；归属净利润 48.4 亿元，同比+42%；扣非净利润 48 亿元，同比+42.2%。单三季度营收 80.8 亿元，同比+13%；归属净利润 16.8 亿元，同比 25.2%；扣非净利润 16.7 亿元，同比+26%。

量价齐升，同比改善明显。我们测算公司前三季度水泥及熟料综合销量约 0.56 亿吨，同比增长近 10%，高于全国水泥产量增速 6.9%。其中单三季度销量同比增长约 8%。主要受益于公司核心市场湖北、云南区域需求实现快速增长(根据统计局, 1-9 月湖北省水泥产量同比+7.7%，云南省+9.2%)。我们测算公司前三季度吨收入超 400 元，同比+7%，吨毛利接近 170 元，同比+14%。从单三季度情况来看，吨收入超 400 元，同比+5%，环比-1%，吨毛利超 160 元，同比+7%，环比-14%。整体来看，三季度经营数据同比显著改善，环比下滑，我们认为主要还是季节性因素影响。

资本支出加速，积极拓展海外和沿产业链布局。截止 2019 年三季度末，公司在建工程 35.9 亿元，较 2018 年末增长 171%，占固定资产比重达到 23.2%，主要在于水泥、骨料及环保项目的投入增加。前三季度公司资本开支 26.8 亿元，同比增长 89%，单三季度资本开支 10.6 亿元(去年三季度仅 4.7 亿元)。据公司 19 年中报，上半年公司已新增 450 万吨骨料产能、134 万吨环保处置能力及 5 万吨特种砂浆项目。根据公司中报，2019 年下半年公司有望继续推进湖北黄石万吨线和云南禄劝的产能置换项目及尼泊尔、乌兹别克斯坦的新建项目，并积极扩张骨料产能及新材料(公司中报在建工程中还有 1200 万吨骨料产能规划)。

负债率进一步下降，已成“现金奶牛”。2019 前三季度公司财务费用 1.9 亿元，同比下滑 46%，其中 Q3 短期借款较 Q2 减少 1.9 亿元至 2.5 亿元，一年内到期的非流动负债较 Q2 减少 2 亿元至 18 亿元。Q3 末公司资产负债率 38.7%，较二季末下滑 1.1pct，较去年末下降了 6.1pct。前三季度经营性现金流净额 70.5 亿元，同比增长 37%，而资本开支只有 26.8 亿元。

投资建议：维持“买入”评级。预计国内水泥行业仍将保持高位运行，公司是两湖、西南市场(云南、西藏、四川)水泥龙头，主市场需求仍将保持旺盛态势；骨料和海外业务仍将是盈利增长点。预计 2019-2021 年公司 EPS 至 3.26/2.84/2.50 元，按最新收盘价对应 PE 分别为 6.2/7.1/8.0 倍，PB 为 2.0/1.7/1.5 倍，我们维持合理价值为 23.98 元/股的判断不变，对应 2019 年 PE 7.4x，PB 2.4x；维持“买入”评级。

风险提示：需求大幅恶化、行业新增供给超预期、协同停产破裂。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,889	27,466	31,532	31,032	30,248
增长率(%)	54.4	31.5	14.8	-1.6	-2.5
EBITDA(百万元)	4,847	8,946	10,913	9,986	9,188
净利润(百万元)	2,078	5,181	6,842	5,954	5,243
增长率(%)	359.7	149.4	32.0	-13.0	-11.9
EPS(元/股)	1.39	3.46	3.26	2.84	2.50
市盈率(P/E)	10.18	4.83	6.15	7.06	8.02
市净率(P/B)	1.78	1.50	1.99	1.71	1.53
EV/EBITDA	5.72	3.00	3.89	4.03	4.31

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

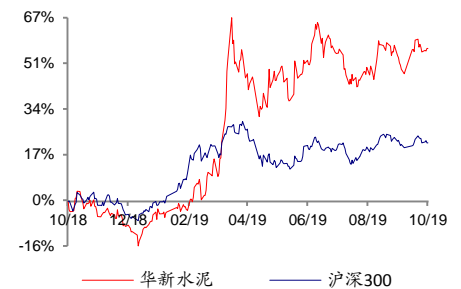
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	20.05 元
合理价值	23.98 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-28

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



021-60750630



xielu@gf.com.cn

分析师:

赵勇臻



SAC 执证号: S0260519040002



021-60750614



zhaoyongzhen@gf.com.cn

请注意，邹戈、赵勇臻并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

华新水泥(600801.SH):高基数下仍具弹性，产业链和海外业务有亮点 2019-08-25

联系人: 李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,767	10,550	14,635	18,872	20,535
货币资金	3,606	5,327	8,819	13,020	14,702
应收及预付	2,579	2,397	2,962	2,931	2,872
存货	1,621	2,079	2,030	2,084	2,114
其他流动资产	960	748	824	838	847
非流动资产	21,732	22,611	26,920	29,007	31,772
长期股权投资	435	512	562	612	662
固定资产	15,759	16,119	17,378	17,415	18,630
在建工程	1,303	1,323	4,323	6,323	7,823
无形资产	3,027	3,404	3,404	3,404	3,404
其他长期资产	1,209	1,253	1,253	1,253	1,253
资产总计	30,499	33,162	41,556	47,880	52,307
流动负债	9,240	10,152	11,404	11,586	11,682
短期借款	1,142	621	650	700	750
应付及预收	4,717	4,428	5,292	5,402	5,453
其他流动负债	3,382	5,103	5,462	5,484	5,479
非流动负债	8,103	4,690	6,693	8,693	9,693
长期借款	4,059	2,444	3,444	4,444	5,444
应付债券	3,296	1,197	2,200	3,200	3,200
其他非流动负债	749	1,049	1,049	1,049	1,049
负债合计	17,344	14,842	18,098	20,279	21,375
股本	1,498	1,498	2,097	2,097	2,097
资本公积	2,510	2,510	1,911	1,911	1,911
留存收益	7,912	12,674	17,104	20,647	23,478
归属母公司股东权益	11,900	16,673	21,113	24,655	27,486
少数股东权益	1,256	1,646	2,345	2,945	3,445
负债和股东权益	30,499	33,162	41,556	47,880	52,307

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,889	27,466	31,532	31,032	30,248
营业成本	14,716	16,575	18,519	19,012	19,292
营业税金及附加	332	500	514	506	493
销售费用	1,402	1,702	1,906	2,001	2,041
管理费用	1,196	1,337	1,388	1,457	1,487
研发费用	7.84	10.77	12.61	12.41	12.10
财务费用	660.63	465.62	236.26	190.67	86.73
资产减值损失	269.47	67.10	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	2.70	3.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	108.41	83.51	150.00	80.00	80.00
营业利润	2579.50	7170.20	9353.53	8198.56	7184.30
营业外收支	232.53	-39.13	-9.39	-6.13	-5.65
利润总额	2,812	7,131	9,344	8,192	7,179
所得税	600	1,426	1,803	1,638	1,436
净利润	2,212	5,705	7,541	6,554	5,743
少数股东损益	134	524	699	600	500
归属母公司净利润	2,078	5,181	6,842	5,954	5,243
EBITDA	4847.13	8946.33	10912.6	9985.68	9187.81
EPS (元)	1.39	3.46	3.26	2.84	2.50

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,904	7,900	10,185	9,087	8,685
净利润	2,212	5,705	7,541	6,554	5,743
折旧摊销	1,612	1,605	1,721	1,943	2,265
营运资金变动	-712	29	631	96	65
其它	792	560	293	495	612
投资活动现金流	-1,634	-1,829	-5,909	-3,976	-4,976
资本支出	-1,093	-1,916	-6,009	-4,006	-5,006
投资变动	-687	78	-50	-50	-50
其他	146	9	150	80	80
筹资活动现金流	-2,359	-4,384	-784	-910	-2,028
银行借款	-1,267	-3,146	1,029	1,050	1,050
股权融资	6	11	0	0	0
其他	-1,098	-1,248	-1,813	-1,960	-3,078
现金净增加额	-90	1,687	3,492	4,201	1,681
期初现金余额	3,642	3,532	5,327	8,819	13,020
期末现金余额	3,532	5,236	8,819	13,020	14,702

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	54.4%	31.5%	14.8%	-1.6%	-2.5%
营业利润增长	276.6%	178.0%	30.5%	-12.3%	-12.4%
归母净利润增长	359.7%	149.4%	32.0%	-13.0%	-11.9%
获利能力					
毛利率	29.6%	39.7%	41.3%	38.7%	36.2%
净利率	10.6%	20.8%	23.9%	21.1%	19.0%
ROE	17.5%	31.1%	32.4%	24.1%	19.1%
ROIC	13.2%	29.6%	31.5%	25.2%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	44.8%	43.6%	42.4%	40.9%
净负债比率	33.4%	21.5%	22.1%	23.4%	23.5%
流动比率	0.95	1.04	1.28	1.63	1.76
速动比率	0.75	0.80	1.07	1.42	1.54
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.86	0.84	0.69	0.60
应收账款周转率	11.34	12.41	12.17	12.17	12.17
存货周转率	10.53	8.96	9.13	9.13	9.13
每股指标 (元)					
每股收益	1.39	3.46	3.26	2.84	2.50
每股经营现金流	2.61	5.27	4.86	4.33	4.14
每股净资产	7.95	11.13	10.07	11.76	13.11
估值比率					
P/E	10.18	4.83	6.15	7.06	8.02
P/B	1.78	1.50	1.99	1.71	1.53
EV/EBITDA	5.72	3.00	3.89	4.03	4.31

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。