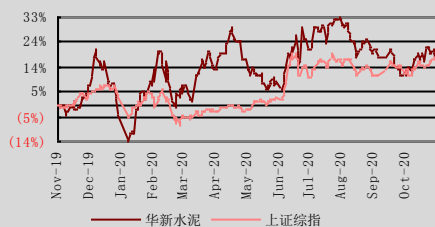


**600801.SH**
**买入**

市场价格：人民币 24.64

板块评级：中性

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.1)	4.3	(12.9)	15.1
相对上证指数	(13.1)	1.7	(12.6)	(0.6)

发行股数(百万)	2,097
流通股(%)	65
总市值(人民币 百万)	51,660
3个月日均交易额(人民币 百万)	290
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
HOLCHIN B.V.	40

资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
以2020年11月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**建筑材料**
**证券分析师：余斯杰**

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

**证券分析师：陈浩武**

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

# 华新水泥

## 华中地区水泥龙头，深蹲起跳复苏可期

公司作为华中与西南地区龙头，2020年受到疫情与长江流域雨水天气冲击较大。随着疫情与雨水天气影响渐行渐远，公司未来仍有产能投放，基本面有望迎来明显改善，深蹲起跳复苏可期。

### 支撑评级的要点

- **历史悠久的水泥龙头，坐拥亿吨水泥产能**：公司创始于1907年湖北水泥厂，1994年在上交所上市，1999年与瑞士Holcim集团合作。根据中国水泥网数据，2019年底公司有熟料产能6,181.4万吨，主要集中在湖北、湖南、云南三省；水泥产能近1亿吨，砼产能2,235万立，骨料产能4,900万吨。2019年公司营收314.4亿，同增14.8%；归母净利63.4亿，同增22.4%；水泥熟料销量合计7693万吨，单价354.3元，吨毛利146.2元。2020年一至三季度公司营收204.1亿，同减9.2%；归母净利40.2亿，同减16.9%；水泥熟料销量5,275万吨，单价331元，吨毛利69.5元，同比均有下滑。
- **深耕华中西南，骨料业务强势崛起**：2019年公司水泥、混凝土、熟料、骨料收入分别为264.7、18.1、7.9、10.3亿元；收入占比分别为84.2%、5.8%、2.5%、3.3%；近年公司发力骨料业务，营收占比逐步崛起。湖北、湖南、云南三省营收分别为107.8、31.6、55.1亿元；营收占比分别为34.3%、10.0%、17.5%，业务集中在华中和西南地区。
- **深蹲起跳复苏可期**：2020年以来，在疫情和长江流域雨水天气影响下，公司产能布局较多的区域均受到较大冲击，基本面数据明显回落。我们认为，随着疫情和雨水天气影响渐行渐远，2020年上半年公司业绩基数较低，以及后续公司持续投放海外熟料和骨料产能，2021年公司营收与利润有望迎来快速增长。

### 估值

- 看好湖北地区景气度复苏以及未来公司产能投放，预计2020-2022年，公司营收为297.2、348.0、372.1亿元；净利润59.5、73.4、76.3亿元；EPS2.84、3.50、3.64元。首次覆盖给予公司**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期，区域景气度恢复不及预期，原材料价格波动。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	27,466	31,439	29,715	34,797	37,201
变动(%)	31	14	(5)	17	7
净利润(人民币 百万)	5,181	6,342	5,949	7,347	7,625
全面摊薄每股收益(人民币)	2.471	3.025	2.837	3.504	3.637
变动(%)	148.9	22.4	(6.2)	23.5	3.8
全面摊薄市盈率(倍)	9.9	8.1	8.7	7.0	6.8
价格/每股现金流量(倍)	8.5	6.1	8.7	6.6	5.6
每股现金流量(人民币)	2.90	4.04	2.81	3.72	4.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	5.1	7.5	6.1	5.7
每股股息(人民币)	0.20	0.82	0.71	0.88	0.91
股息率(%)	0.8	3.3	2.9	3.6	3.7

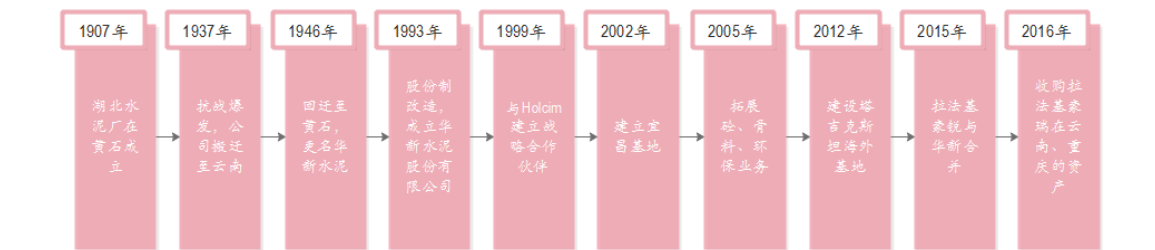
资料来源：公司公告，中银证券预测

## 一、公司概况：百年名企，中外合资龙头

### 1. 百年名企，深耕水泥行业多年

百年名企，深耕水泥行业多年：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“中国水泥工业摇篮”1993年，公司实行股份制改造；1994年公司登陆上交所A、B交易。1999年，公司与全球最大水泥制造商之一瑞士Holcim集团结为战略伙伴关系。2015年，拉法基豪瑞中国和华新水泥实行整合。2016年，公司收购拉法基豪瑞位于云南、重庆6家公司的股权，进一步巩固在低碳水泥、水泥窑协同处置，节能减排，工业系统生态设计、安全生产、职业健康等多个领域的领导地位。

图表 51. 公司历史发展沿革

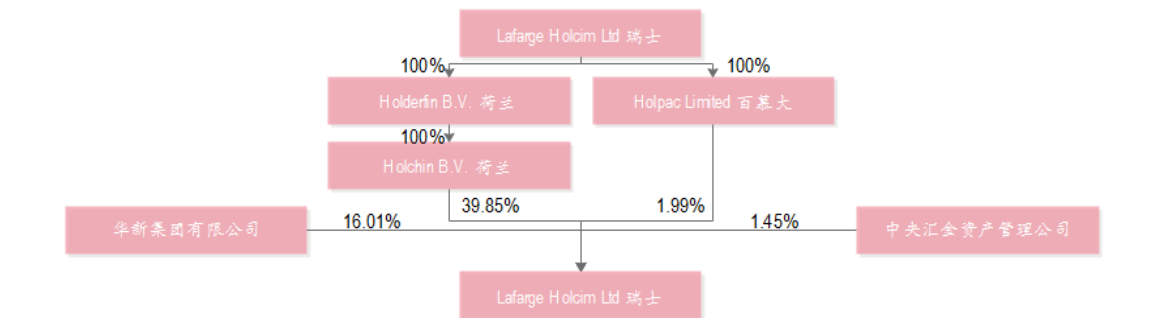


资料来源：万得，中银证券

### 2. 外资 Lafarge Holcim Ltd 为实际控制人

外资 Lafarge Holcim Ltd 为实际控制人：公司实际控制人为 Lafarge Holcim Ltd，通过旗下子公司合计持有华新水泥 41.8% 股份。国企华新集团和中央汇金资管分别持有公司股份 16.0% 和 1.5%。百年民族企业引入外资，为公司不断提升生产能力和创新能力创造了良好条件，也使得公司带有海外基因，进行海外业务发展有较大的动力。

图表 52. 公司股权结构图

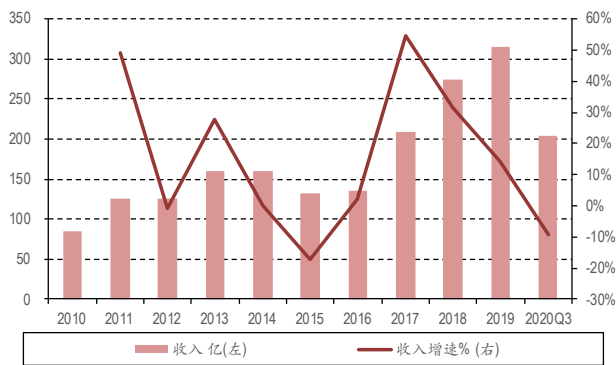


资料来源：万得，中银证券

## 二、业务概况：深耕华中西北，专注水泥主业

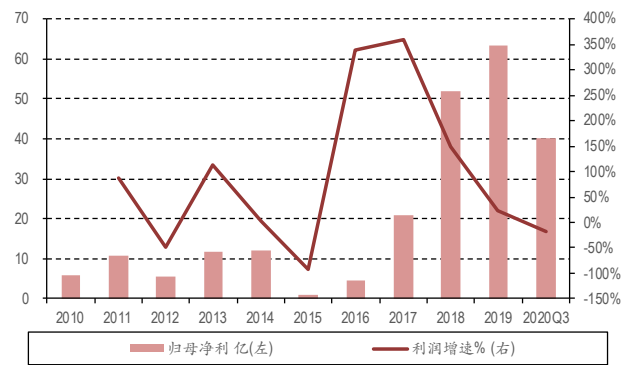
疫情和雨水天气冲击下，2020年营收与盈利同比均有下滑：2019年公司营收314.4亿，同增14.8%；归母净利润63.4亿，同增22.4%；水泥熟料销量合计7693万吨，单价354.3元，吨毛利146.2元。2020年一至三季度公司营收204.1亿，同减9.2%；归母净利润40.2亿，同减16.9%；水泥熟料销量5,275万吨，单价331元，吨毛利69.5元，同比均有下滑。疫情和雨水天气冲击下，公司2020年营收与盈利同比均有所下滑。

图表 53. 公司近年来营业收入变动情况



资料来源：万得，中银证券

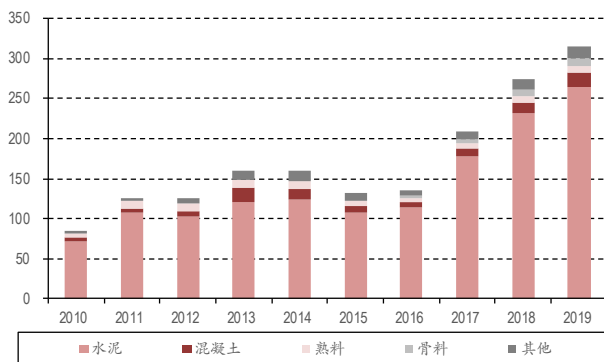
图表 54. 公司近年来归母净利润变动情况



资料来源：万得，中银证券

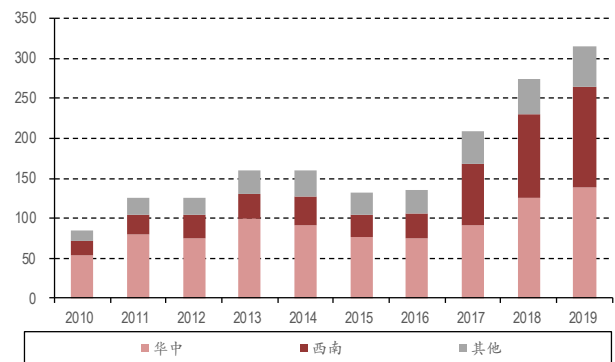
**深耕华中西南，骨料业务强势崛起：**2019 年公司水泥、混凝土、熟料、骨料收入分别为 264.7、18.1、7.9、10.3 亿元；收入占比分别为 84.2%、5.8%、2.5%、3.3%；近年公司发力骨料业务，营收占比逐步崛起。湖北、湖南、云南三省营收分别为 107.8、31.6、55.1 亿元；营收占比分别为 34.3%、10.0%、17.5%，业务集中在华中和西南地区。

图表 55. 水泥占收入大头，骨料业务占比提升



资料来源：万得，中银证券

图表 56. 华中西南公司收入主要来源区域

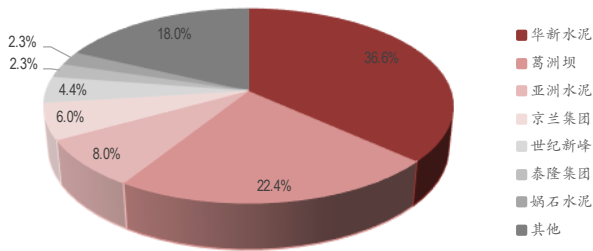


资料来源：万得，中银证券

### 三、区域分析：重点省份区域景气度有望回升

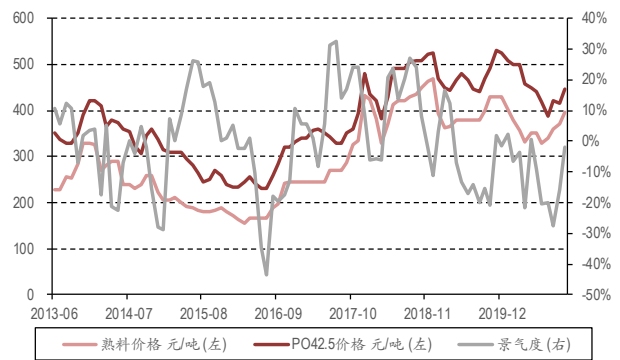
**湖北省内第一龙头地位不可撼动，省内水泥景气度有望回升：**湖北省是公司产能投放最为集中的省份。根据中国水泥网数据，2019 年底，公司在湖北省内熟料产能 2,449 万吨，省内占有率达到 36.6%，排名第一。省内主要竞争对手为葛洲坝、亚洲水泥、京兰集团、世纪新峰，熟料产能分别为 1,494.2、533.2、403.0、294.5 万吨；省内占比分别为 22.4%、8.0%、6.0%、4.4%。除了葛洲坝，其他竞争对手和华新水泥熟料产能有较大差距。2020 年以来，湖北省最为疫情中心以及长江流域雨水天气影响的重灾区，全年区域内水泥行业景气度持续下滑，水泥价格同比下降。我们认为随着疫情和雨水天气影响渐行渐远，湖北省内水泥行业景气度将有所回升。

图表 57. 公司是湖北省内第一龙头



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

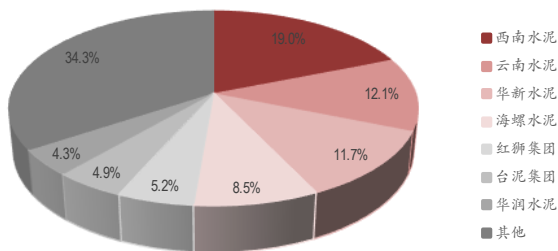
图表 58. 湖北省内水泥景气度持续下降



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

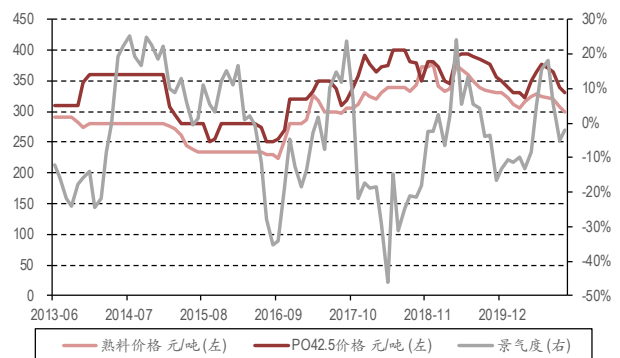
公司是云南省内第三龙头，随着区域内产能投放进入尾声，省内水泥景气度有望提升：云南省是公司产能投放第二集中的省份。根据中国水泥网数据，2019 年底公司在云南省内建设产能 1,044.7 万吨，省内占比 11.7%，排名第三。其他主要竞争对手是西南水泥、云南水泥、海螺水泥、红狮集团；熟料产能分别为 1,695.7、1,085.0、759.5、465.0 万吨；省内占比分别为 19.0%、12.1%、8.5%、5.2%。云南省内前五龙头熟料产能规模较为接近。2018 年以来，因云南省内有较多产能投放，省内行业景气度一直处于低位，随着产能投放逐步进入尾声，行业供需格局改善，省内景气度有望提升。

图表 59. 公司是云南省内第三龙头



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

图表 60. 云南省内水泥景气度低位回升

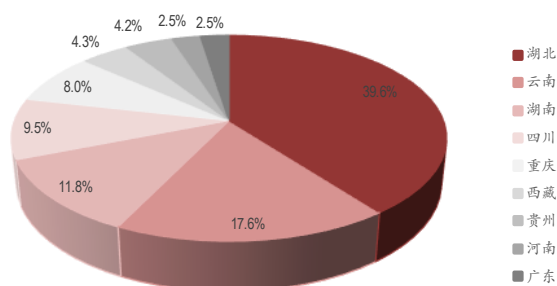


资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

#### 四、公司基本面：领先同行，基本面有望改善

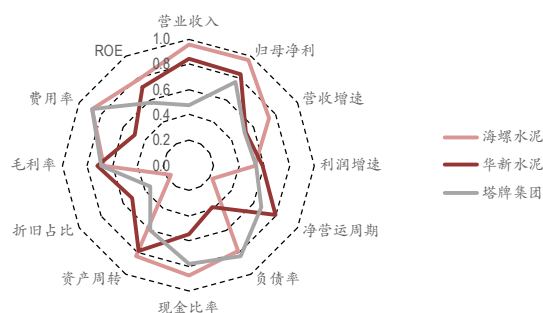
产能主要布局在鄂、湘、川、滇四省，各项财务指标与同行相比处于中上水平：公司产能主要集中在湖北、云南、湖南、四川四省份，熟料产能分别为 2,449.0、1,088.1、728.5、589.0 万吨，占公司熟料产能占比分别为 39.6%、17.6%、11.8%、9.5%。和其他主要上市水泥龙头相比，公司各项财务指标表现较为均衡，处于行业中上水平。其中最近五年来，公司毛利率水平略高于同行。

图表 61. 公司产能主要布局在鄂、湘、川、滇四省



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

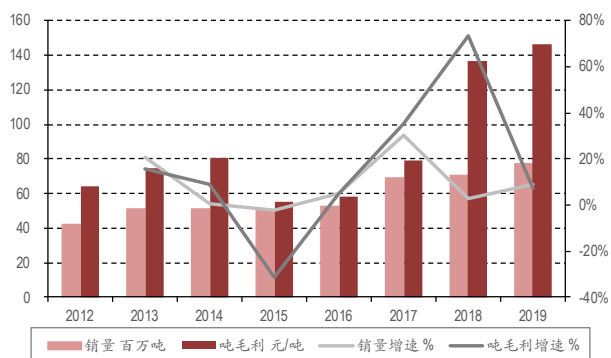
图表 62. 公司各项财务指标与同行相比处于中上水平



资料来源：万得，中银证券

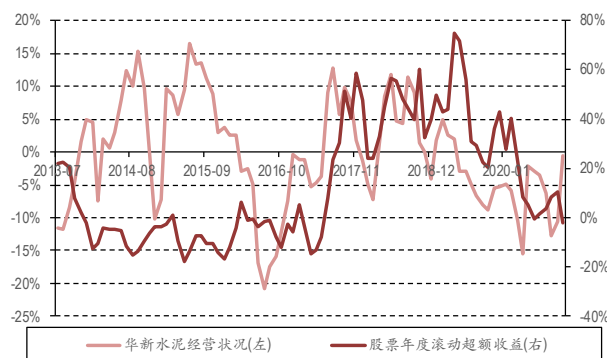
2020 年水泥销售量价同比均有下滑，公司基本面处于低位，未来有望改善：2019 年水泥熟料销量合计 7693 万吨，单价 354.3 元，吨毛利 146.2 元。2020 年一至三季度公司水泥熟料销量 5,275 万吨，单价 331 元，吨毛利 69.5 元，量价同比均有下滑。通过加权计算公司所在不同区域市场景气度，可以发现当前公司基本面整体处于低位，公司股票相对水泥指数年度滚动超额收益也在下跌，目前公司估值水平整体合理，随着华中西南等区域景气度改善，公司基本面提升，股价有提升空间。

图表 63. 近年来公司水泥销售量价本情况



资料来源：万得，中银证券

图表 64. 近年来公司股价表现和基本面基本一致



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	27,466	31,439	29,715	34,797	37,201
销售成本	16,575	18,625	17,619	20,433	21,818
经营费用	3,539	4,137	4,181	4,558	4,873
息税折旧前利润	8,678	10,029	9,602	11,787	12,739
折旧及摊销	1,605	1,783	1,897	2,196	2,446
经营利润(息税前利润)	7,073	8,246	7,705	9,591	10,293
净利息收入/(费用)	(466)	(208)	(201)	(327)	(682)
其他收益/(损失)	48	86	79	119	119
税前利润	6,607	8,038	7,504	9,264	9,611
所得税	1,426	1,695	1,556	1,916	1,986
少数股东权益	524	678	274	318	317
净利润	5,181	6,342	5,949	7,347	7,625
核心净利润	5,133	6,256	5,869	7,228	7,506
每股收益(人民币)	2.471	3.025	2.837	3.504	3.637
核心每股收益(人民币)	2.448	2.984	2.799	3.447	3.580
每股股息(人民币)	0.200	0.821	0.710	0.880	0.910
收入增长(%)	31	14	(5)	17	7
息税前利润增长(%)	104	17	(7)	24	7
息税折旧前利润增长(%)	71	16	(4)	23	8
每股收益增长(%)	149	22	(6)	24	4
核心每股收益增长(%)	185	22	(6)	23	4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	6,607	8,038	7,504	9,264	9,611
折旧与摊销	1,605	1,783	1,897	2,196	2,446
净利息费用	466	208	201	327	682
运营资本变动	(602)	(157)	439	(286)	(1,781)
税金	3,390	3,898	2,074	2,038	2,077
其他经营现金流	(4,770)	(4,405)	(3,081)	(3,305)	(3,931)
经营活动产生的现金流	7,900	9,679	8,156	10,806	12,666
购买固定资产净值	1,916	4,021	2,559	2,332	17
投资减少/增加	(93)	466	(99)	(99)	13,401
其他投资现金流	(6)	6,672	2,559	2,332	13,517
投资活动产生的现金流	(1,829)	2,185	99	99	99
净增权益	(171)	(167)	0	0	0
净增债务	(3,146)	(2,997)	1,000	1,000	5,000
支付股息	419	2,411	2,084	2,583	2,671
其他融资现金流	(647)	69	399	(321)	(669)
融资活动产生的现金流	(4,384)	(5,507)	(685)	(1,904)	1,660
现金变动	1,704	(318)	5,011	6,670	909
期初现金	3,606	5,327	6,497	11,508	18,178
公司自由现金流	6,071	11,864	8,256	10,906	12,765
权益自由现金流	2,277	8,936	9,654	11,585	17,096

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5,327	6,497	11,508	18,178	19,087
应收帐款	2,449	1,146	1,069	1,272	1,763
库存	2,079	1,997	1,869	2,207	2,480
其他流动资产	806	696	590	590	590
流动资产总计	10,550	10,229	15,036	22,247	23,920
固定资产	16,117	16,715	19,500	20,431	21,330
无形资产	3,404	3,870	3,741	3,612	3,709
其他长期资产	3,091	5,832	3,838	3,172	13,807
长期资产总计	22,611	26,416	27,078	27,215	38,847
总资产	33,162	36,645	42,115	49,462	62,766
应付帐款	3,789	5,312	5,037	5,808	6,687
短期债务	621	197	197	197	1,777
其他流动负债	5,742	3,515	3,148	3,204	3,290
流动负债总计	10,152	9,025	8,382	9,208	11,754
长期借款	2,444	2,040	3,040	4,040	9,040
其他长期负债	2,246	2,213	2,592	3,030	3,517
股本	1,498	2,097	2,935	2,935	2,935
储备	16,822	21,271	25,167	30,249	35,520
股东权益	18,319	23,368	28,102	33,184	38,455
少数股东权益	1,646	2,059	2,333	2,651	2,968
总负债及权益	33,162	36,645	42,115	49,462	62,766
每股帐面价值(人民币)	7.95	10.16	8.78	10.40	12.09
每股有形资产(人民币)	13.84	10.89	12.80	15.34	15.91
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.01)	(0.70)	(1.94)	(3.72)	(1.62)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	31.6	31.9	32.3	33.9	34.2
息税前利润率(%)	25.8	26.2	25.9	27.6	27.7
税前利润率(%)	24.1	25.6	25.3	26.6	25.8
净利率(%)	20.8	22.3	20.9	22.0	21.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.8	2.4	2.0
利息覆盖率(倍)	18.6	48.2	47.8	36.0	18.7
净权益负债率(%)	(0.1)	(8.8)	(20.2)	(32.9)	(12.4)
速动比率(倍)	0.8	0.9	1.6	2.2	1.8
估值					
市盈率(倍)	9.9	8.1	8.7	7.0	6.8
核心业务市盈率(倍)	10.0	8.2	8.8	7.1	6.9
市净率(倍)	3.1	2.4	2.8	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	8.5	6.1	8.7	6.6	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	5.1	7.5	6.1	5.7
周转率					
存货周转天数	27.6	23.2	23.0	23.2	24.3
应收帐款周转天数	32.5	13.3	13.1	13.3	17.3
应付帐款周转天数	83.4	104.1	104.3	103.7	111.9
回报率					
股息支付率(%)	8.1	27.2	25.0	25.1	25.0
净资产收益率(%)	31.1	30.0	22.1	23.1	20.7
资产收益率(%)	17.2	19.2	14.8	15.5	12.7
已运用资本收益率(%)	23.5	23.4	18.0	18.8	15.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测