

华新水泥 (600801)

证券研究报告

2018年06月26日

百年华新，景气长虹

1. 华新水泥是一家优秀的百年水泥企业，已在湖北、湖南、云南、重庆、四川、西藏等 10 个省市及塔吉克斯坦、柬埔寨 2 个国家拥有各类工厂 146 家，形成多点布局。其中，华中、西南是公司重点、优势区域，继收购拉法基中国在云南、贵州、重庆工厂后，公司西南地区竞争力显著增强。公司当前具备水泥年产能 9000 万吨，2017 年水泥及商品熟料销售 6871.6 万吨，同比增长 30.4%。

2. 公司在各个重点市场区域的供需以及价格情况向好：

(1) 湖北需求：地产与基建红利可持续，中性预期下 2018 年湖北水泥需求量约 1.1 亿吨。1-5 月，湖北固定资产投资同比增长 10.3%，全国增速为 6.1%。湖北房地产开发投资在固定资产投资中占比大约为 15%，比全国平均低 4-5 个百分点，我们认为地产端无需悲观。需要强调的是，武汉作为中部经济最强的二线城市，人才流入带来的人口红利值得期待。

(2) 湖南需求：中性预期下 2018 年湖南水泥需求量约 1.12 亿吨。中部各省中，2017 年湖南固定资产投资增速排名第一，1-5 月处于居间位置；去年房地产开发投资增速仅次于安徽。至少在中部省份里，湖南的发展潜力在平均水平以上，保持较高的人口吸引力，未来地产与基建空间可期。

(3) 两湖供给：停产、限产增强供给弹性。湖北水泥熟料新增产能受限，存量博弈中凸显龙头集聚。我们强调，正确认识今年的限产、停产，划重点——行政推动与环保常态化。限产、停产离不开行政强制力，覆盖华北、安徽等区域的“环保回头看”行动全面展开，以及各地区因环保指标与政绩挂钩，促使当地政府成为污染行业停产、限产的主要推动方、监督方，这些才是本轮淡季限产得以贯彻执行的保证。

(4) 两湖价格：供需平衡可控，有望高位企稳。与去年相比，40%价格涨幅（根据中国水泥网数据），站在行业角度，弥补产量减少后仍增厚利润，站在大企业角度，产量未必下滑，同时受益价格提升，量价齐升全面提升盈利。

(5) 其他区域方面，我们继续看好云南基建、扶贫，以及未来地产可能上行的空间，公司内部结构中，云南产能占比大约 18%，排位第二，重要性突出。贵州、重庆等西南地区发展潜力大，西藏供需缺口下公司可发挥先发优势。海外布点体现全球视野，同时也是未来增量发力点。

3. 其他业务方面，高盈利品种骨料的加快布局，协同处置加密布点有望为公司赢得先发优势，看好对未来业绩的贡献能力。

4. 公司整体业绩方面，今年以来行业常有超预期情况发生，因此对于上半年量价水平需要作出相应调整，将 2018-2020 年归母净利润预测由 28.12、30.91、33.18 亿元上调为 38.42、40.51、42.49 亿元，EPS 分别为 2.57、2.71、2.84 元，对应 PE 分别为 6.2X、5.8X、5.6X。

5. 公司估值方面，我们给予公司 2018 年 8X 估值，上调目标价至 20.56 元，维持“买入”评级。

风险提示：各地区水泥需求不及预期，两湖竞争格局不及预期，公司量价可能受影响；新业务推广不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,525.76	20,889.29	24,858.26	25,852.59	26,886.69
增长率(%)	1.92	54.44	19.00	4.00	4.00
EBITDA(百万元)	2,861.80	4,603.81	6,591.71	6,884.57	7,186.14
净利润(百万元)	451.94	2,077.64	3,841.68	4,051.20	4,248.64
增长率(%)	339.82	359.72	84.91	5.45	4.87
EPS(元/股)	0.30	1.39	2.57	2.71	2.84
市盈率(P/E)	52.32	11.38	6.16	5.84	5.57
市净率(P/B)	2.37	1.99	1.62	1.36	1.16
市销率(P/S)	1.75	1.13	0.95	0.91	0.88
EV/EBITDA	6.47	6.03	4.25	3.72	3.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 建筑材料/水泥制造

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 15.79 元

目标价格 20.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 972.77

流通 A 股股本(百万股) 972.77

A 股总市值(百万元) 15,360.06

流通 A 股市值(百万元) 15,360.06

每股净资产(元) 8.29

资产负债率(%) 53.87

一年内最高/最低(元) 16.64/8.15

作者

盛昌盛 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120002

shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔 分析师

SAC 执业证书编号：S1110518010003

wuhaoxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《华新水泥-季报点评:价格弹性释放,增厚一季度业绩》 2018-04-27
- 2 《华新水泥-年报点评报告:弹性龙头,营利双增》 2018-03-26
- 3 《华新水泥-季报点评:业绩符合预期,乐观看待四季度表现》 2017-10-27

内容目录

1. 百年风范积淀，新时代步伐矫健.....	5
2. 立足两湖，龙头稳固.....	6
2.1. 湖北需求.....	6
2.1.1. 需求端：地产与基建红利可持续.....	6
2.1.2. 预计：全年 1.1 亿吨，同比微降 1.7%（中性）.....	9
2.2. 湖南需求.....	9
2.3. 两湖供给：停产、限产增强供给弹性.....	11
2.4. 两湖价格：供需平衡可控，有望高位企稳.....	13
3. 西南明珠绽放光彩，“走出去”海外淘金.....	14
3.1. 云南：量价弹性并存.....	14
3.1.1. 云南需求.....	15
3.1.2. 云南供给.....	16
3.1.3. 云南价格.....	17
3.2. 西藏：供需缺口大，先发优势可发挥.....	18
3.3. 海外：放眼全球，“走出去”淘金.....	18
4. 多点开花，协同处理业务密集布点.....	19
5. 盈利预测.....	20
5.1. 盈利预测.....	21

图表目录

图 1：公司各项业务收入占比情况（%）.....	5
图 2：公司各区域水泥熟料产能分布情况.....	5
图 3：公司股权结构图（仅含部分子公司）.....	5
图 4：历年湖北水泥累计产量（万吨）.....	6
图 5：历年全国水泥累计产量（万吨）.....	6
图 6：湖北当月水泥产量及同比增速（万吨）（右轴：%）.....	6
图 7：全国当月水泥产量及同比增速（万吨）（右轴：%）.....	6
图 8：湖北房地产开发投资累计值及增速（亿元）.....	7
图 9：湖北房屋新开工面积累计值及增速（万平方米）.....	7
图 10：湖北商品房销售面积累计值及增速（万平方米）.....	7
图 11：湖北房屋施工面积累计值及增速（万平方米）.....	7
图 12：近年来武汉户籍人口变动幅度较小（万人）.....	8
图 13：2017 年湖北固定资产投资项目开工数增速保持稳定（个）.....	8
图 14：2017 年湖北固定资产投资项目施工数增速保持稳定（个）.....	8
图 15：湖南固定资产投资累计值及增速（亿元）.....	9
图 16：湖南房地产开发投资累计值及同比增速（亿元）.....	9
图 17：湖南房屋新开工面积累计值及增速（万平方米）.....	10
图 18：湖南商品房销售面积累计值及增速（万平方米）.....	10

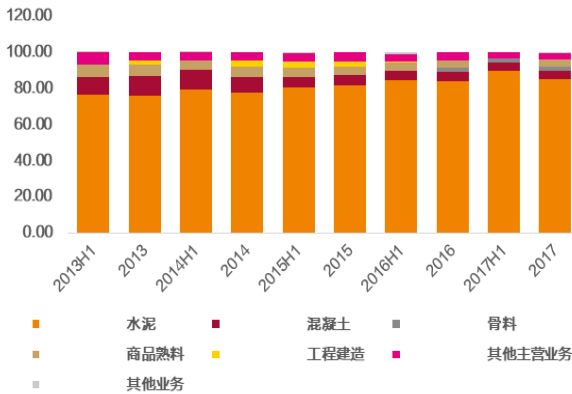
图 19: 历年湖南水泥累计产量 (百万吨)	11
图 20: 湖南当月水泥产量及同比增速 (万吨) (%)	11
图 21: 鄂东地区水泥销售易受海螺等异地水泥影响	12
图 22: 华新、葛洲坝、京兰熟料产能占比约 65%	12
图 23: 华新、葛洲坝、京兰熟料产能占比约 65%	12
图 24: 湖北高标号水泥价格走势 (元/吨)	13
图 25: 湖南高标号水泥价格走势 (元/吨)	13
图 26: 安徽高标号水泥价格走势 (元/吨)	14
图 27: 浙江高标号水泥价格走势 (元/吨)	14
图 28: 湖北武汉水泥库存情况 (%)	14
图 29: 湖南长沙水泥库存情况 (%)	14
图 30: 历年云南水泥产量 (百万吨) 及同比增速	15
图 31: 云南单月水泥产量 (万吨) 及同比增速 (%)	15
图 32: 云南固定资产投资累计值及增速 (亿元)	15
图 33: 云南房地产开发投资累计值及增速 (亿元)	15
图 34: 云南房屋新开工面积累计值及增速 (万平方米)	16
图 35: 云南商品房销售面积累计值及增速 (万平方米)	16
图 36: 云南交通固定资产投资累计值及增速 (万元)	16
图 37: 华新、葛洲坝、京兰熟料产能占比约 65%	17
图 38: 云南高标水泥价格变动情况 (元/吨)	17
图 39: 云南昆明水泥库容比约 55% (单位: %)	17
图 40: 西藏固定资产投资及增速 (亿元)	18
图 41: 西藏房地产开发投资累计增速偏低	18
图 42: 2017 年位于塔吉克斯坦境内的华新亚湾营收 6.42 亿元, 净利润 0.13 亿元	18
图 43: 公司 2015Q1-2018Q1 营收变动情况	20
图 44: 公司 2015Q1-2018Q1 归母净利变动情况	20
图 45: 华新水泥 2013-17 年营收及同比情况	21
图 46: 华新水泥 2013-17 年归母净利及同比情况	21
图 47: 公司 2015Q1-2018Q1 三费变动情况	21
图 48: 公司 2015Q1-2018Q1 毛利率、净利率、ROE 变动情况	21
表 1: 湖北交通基础设施项目 (部分)	8
表 2: 近年来, 单位固定资产投资水泥消耗系数呈现下滑	9
表 3: 中性预期下 2018 年湖北水泥需求量约 1.1 亿吨, 同比下降 1.7%	9
表 4: 湖南与中部其他省份固投增速、房地产开发投资增速对比	10
表 5: 湖南部分交通基础设施项目	10
表 6: 近年来, 单位固定资产投资水泥消耗系数呈现下滑	11
表 7: 中性预期下 2018 年湖南水泥需求量约 1.12 亿吨, 同比下降 6.23%	11
表 8: 公司 2016 年收购拉法基中国直接或间接持有的 6 家公司股权	14
表 9: 云南交通基础设施项目 (部分)	16
表 10: 公司处置废弃物产能约 555 万吨/年 (含在建)	19

表 11：板块主要水泥公司财务数据对比	22
表 12：板块主要水泥公司估值对比对比（截止 2018 年 6 月 25 日）	22

1. 百年风范积淀，新时代步伐矫健

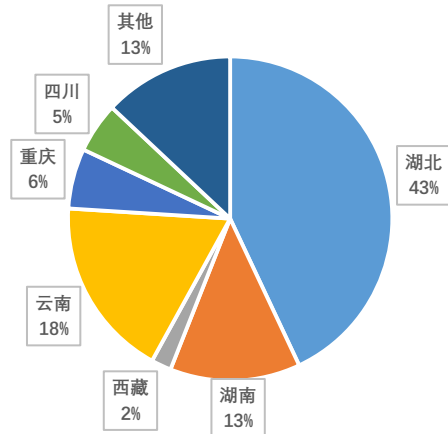
公司总部武汉，1907 年成立，1994 年在上交所上市，实际控制人为外资企业 LafargeHolcim Ltd (瑞士)。历经百年经营沉淀，公司 2017 年水泥业务占比近 90% (营收口径)，混凝土 (占比 4.51%)、骨料 (2.46%) 及环保产业稳步推进。公司经营范围较广，已在湖北、湖南、云南、重庆、四川、西藏等 10 个省市及塔吉克斯坦、柬埔寨 2 个国家拥有 190 余家分子公司，形成多点布局。其中，华中、西南是公司重点、优势区域，继收购拉法基中国在云南、贵州、重庆工厂后，公司西南地区竞争力显著增强。公司当前具备水泥年产能 9000 万吨，2017 年水泥及商品熟料销售 6871.6 万吨，同比增长 30.4%。(以上数据来自公司公告)

图 1: 公司各项业务收入占比情况 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 公司各区域水泥熟料产能分布情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司骨料业务发展空间大，盈利能力强。目前具备年产能 2100 万吨，2017 年赤壁 100 万吨/年、富民 100 万吨/年骨料项目投产运行，并获得长阳、西藏、渠县、开远等 200-600 万吨/年骨料项目建设许可。2017 年骨料销售 1152.6 万吨，同比增长 53.8%，营收实现 5.13 亿元，占公司占比 2.46%，但毛利率在公司所有业务中最高，达到 52.73%，比上年增长 15.26 个百分点，公司整体毛利率为 29.55%。(以上数据来自公司 2017 年报)

公司股权结构较为特殊，“外资身影”在水泥 A 股中并不多见。第一大股东为荷兰 HOLCHIN B.V.公司，持股比例 39.85%。HOLCHIN B.V.公司与持股 1.99%的 HOLSAC LIMITED 百慕大公司均为瑞士拉法基集团全资子公司。拉法基集团 1833 年在法国成立，2016 年水泥销量 2.33 亿吨。此外，国家股 (华新集团代持) 持股 16.01%。

图 3: 公司股权结构图 (仅含部分子公司)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

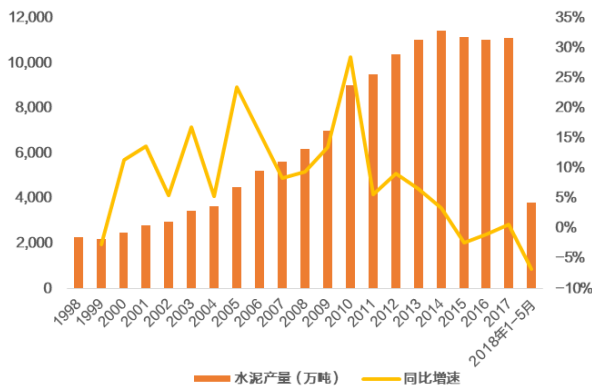
2. 立足两湖，龙头稳固

2.1. 湖北需求

2.1.1. 需求端：地产与基建红利可持续

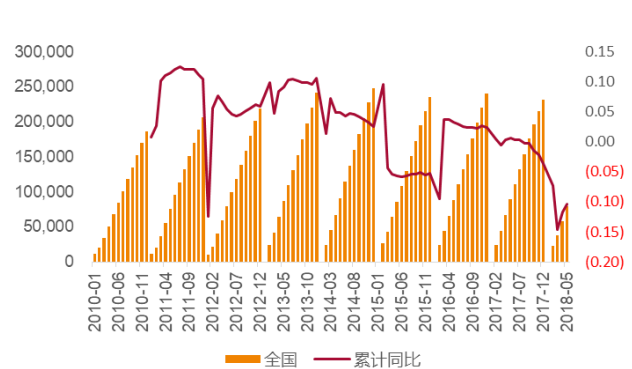
2017 年湖北全省累计水泥产量 1.11 亿吨，同比微增 0.68%，总产量全国占比 4.8%。2017 年是湖北水泥行业第一次施行错峰生产政策。我们观察到 2017 年单月熟料产量增速普遍高于水泥增速，且全年内熟料仅在 10 月出现下滑 4.21%，其余月份同比基本为接近或超过 10 个点增速（以上数据来自数字水泥网）。逻辑上判断原因主要来自两点，一是外围水泥熟料价格急涨，省内价格不及周边，存在熟料外输的可能。二是价格上涨过快，为谋求合理进价，下游粉磨站对熟料进货速度要快于水泥生产速度。

图 4：历年湖北水泥累计产量（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：历年全国水泥累计产量（万吨）

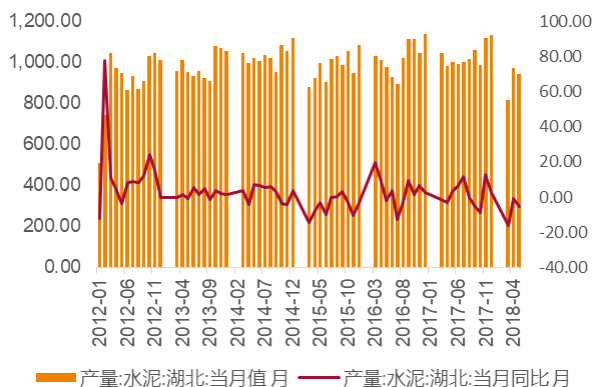


资料来源：wind，天风证券研究所

进入 2018 年，湖北固定资产投资增速回落至 10%+，符合湖北全省 10.5% 左右的目标，而且大概率高于全国平均，例如 1-5 月，湖北固定资产投资同比增长 10.3%，全国增速为 6.1%。同期水泥累计产量 3797 万吨，同比下降 6.84%，湖北水泥产量占全国比重与 2017 年全年相比基本没有变化（2018 年 1-5 月占比 4.75%，2017 年为 4.8%），可以判定产量下滑的系统性原因更为主导。熟料产量累计 2021 万吨，同比下降 8.88%，今年需求启动缓慢，华东 4 月开始复苏其他地区更加滞后，4、5 月湖北的单月产量明显较 3 月回升，3 月同比下降 36% 对整体累计产量产生较大影响。预计需求正常月份，水泥单月产量基本同比持平或略有下滑。

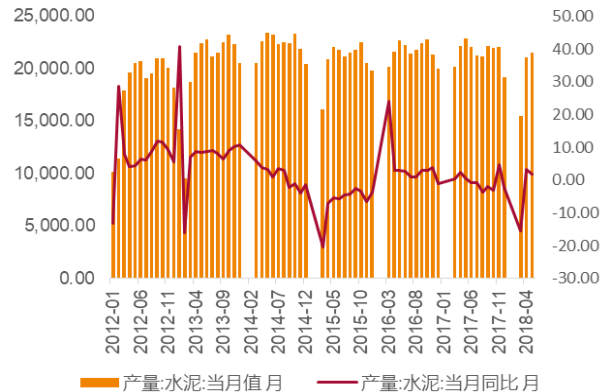
我们判断接下来单月同比增速，整体跟随固定资产投资下调而减缓，不排除个别月份出现异常，需要结合月份之间的协调、库存变化等因素来理解。

图 6：湖北当月水泥产量及同比增速（万吨）（右轴：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：全国当月水泥产量及同比增速（万吨）（右轴：%）

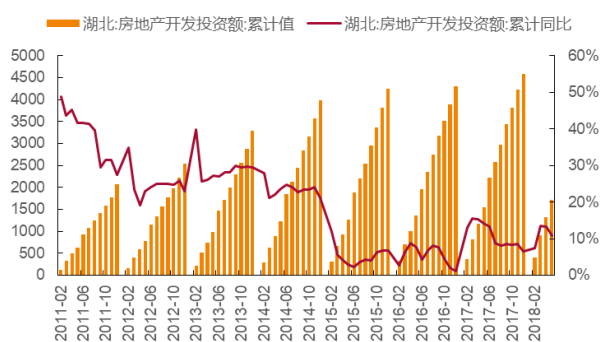


资料来源：wind，天风证券研究所

湖北房地产开发投资在固定资产投资中占比大约为 15%，比全国平均低 4-5 个百分点，江苏约为 19%，浙江约 26%，而湖南也低于全国平均，为 12%。比例差异主要与经济发达地区更吸引人口地产预期更高以及地价更高有关，也与次发达地区基建空间更大有关。（以上数据来自 wind）

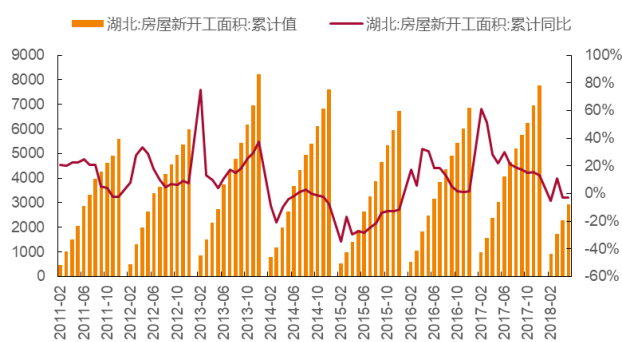
地产方面，考虑到水泥属于前周期品种，我们重点观察房地产新开工面积。2017 年湖北房地产新开工累计面积增速同比下降 3%，住宅类微降 2.4%，商业营业用房类大幅下降 36.2%，但是办公楼类增长 28.2%，但住宅类占比超过 70%，决定整体新开工面积增速仍为住宅。湖北住宅类新开工面积呈现一定波动性，2010 年高增长，2011 年增速回落但仍有增长，2013 年继续高增长，随后进入 2014-16 年的萧条周期，2017 年呈现高速回升，全年平均增速 20.5%。今年 1-5 月体现为负增长 2.4%，再次呈现周期向下的趋势。另一更系统性指标房地产开发投资完成额，累计增速为 10.8%，虽不及去年同期，但领先于去年下半年约 2 个百分点，这个角度看并不至于悲观。

图 8：湖北房地产开发投资累计值及增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

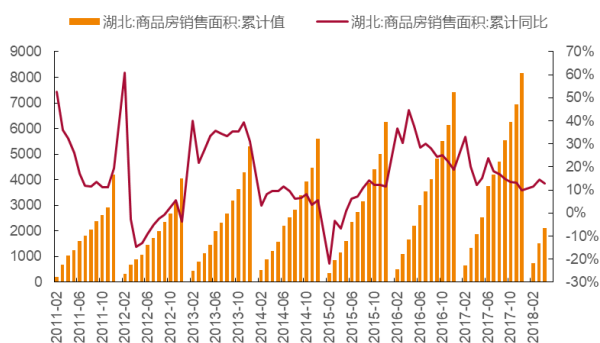
图 9：湖北房屋新开工面积累计值及增速（万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

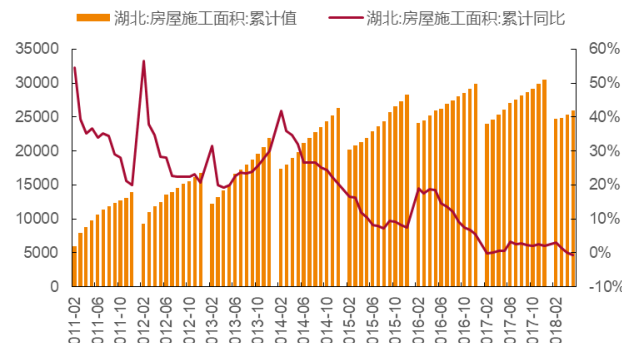
销售数据可以反映未来拿地开发动力，考虑到住宅类商品房销售面积占总体约 90%，因此住宅仍是最主要的观察对象。湖北 1-4 月商品房销售面积累计增速为 12.9%，全国仅 0.4%，浙江为 1%，江苏为 -13%，广东为 -14.6%，而次发达地区湖南为 9.5%，广西为 24.8%，长三角、珠三角地区高基数、限购限贷等因素导致当前增速回落，对比后当前湖北、湖南等地地产销售更为可观，限购力度小，且侧重开放吸引人才，地产继续开发的动力存续。（以上数据来自统计局）

图 10：湖北商品房销售面积累计值及增速（万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：湖北房屋施工面积累计值及增速（万平方米）



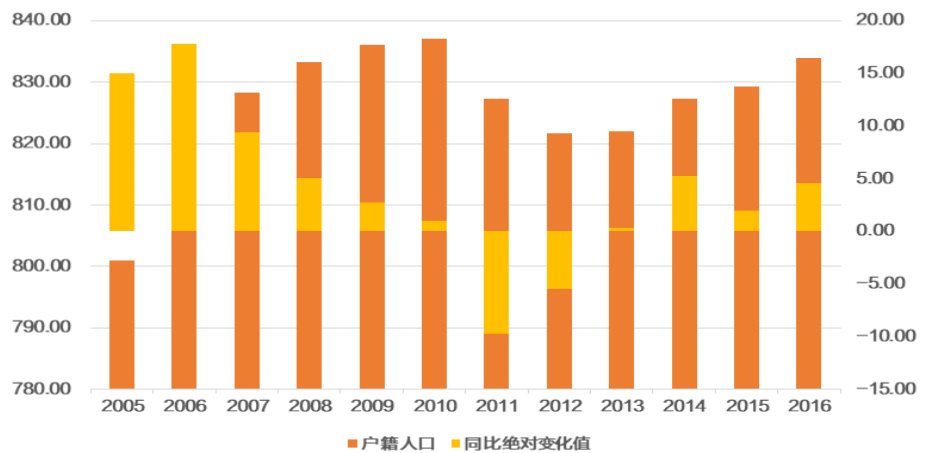
资料来源：wind，天风证券研究所

需要强调的是，武汉作为中部经济最强的二线城市，人才流入带来的人口红利值得期待，尤其体现在住房、交通等基础设施需求上。

武汉从 2017 年初启动“百万大学生留汉工程”，通过大学生零门槛落户、落实最低年薪标准、人才住房券、创业销售 1 年免费工位等方式吸引留住人才。武汉在就业、安居、落户等人才最关心、最迫切的问题上提出相比一线城市以及同级二线城市更加优惠的政策，目前看来效果显著，截止 2017 年 12 月中旬，2017 年留汉生已破 28 万，近 2 倍于 2016 年（来源：央广网）。同时，户籍人口变动幅度较小，2014-16 年平均每年新增 4 万人，新增

占比仅 0.5%，看好未来扩容空间。

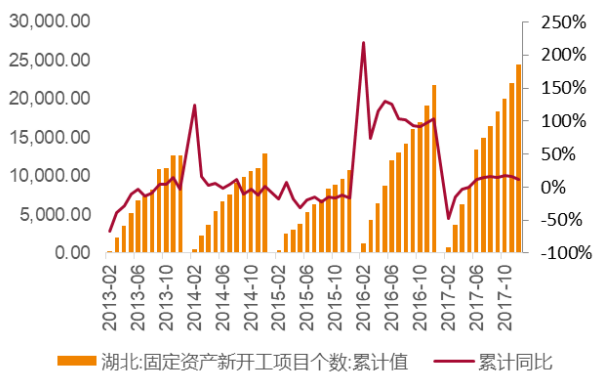
图 12：近年来武汉户籍人口变动幅度较小（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

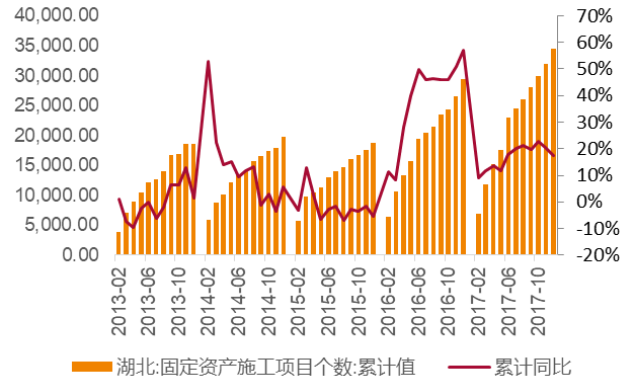
最近两年固定资产投资项目开工数与施工数保持稳中有升，虽然增速较 2016 年显著放缓，但开工数增速在 2017 年 6 月到年底基本稳定在 15% 左右，施工数目累计同比稳定在 20% 左右。

图 13：2017 年湖北固定资产投资项目开工数增速保持稳定（个）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2017 年湖北固定资产投资项目施工数增速保持稳定（个）



资料来源：wind，天风证券研究所

交通方面，2016-17 年大部分时间交通固定资产投资呈现负增长，而 2018 年 1-5 月同比增速为 +2%。根据 2018 年省交通运输工作会，湖北交通运输计划完成 850 亿元投资，力争完成 900 亿元。力争年内已建在建高速公路突破 7800 公里，建设一级公路 560 公里、二级公路 830 公里，新改建农村公路 1 万公里。（来源：湖北省交通厅）

此外，今年重点基建工程项目中，公路方面包括武汉城市圈环线高速公路、枣阳至潜江高速公路、十堰至巫溪高速公路鲍峡至溢水段等，铁路方面包括武汉至十堰铁路孝感至十堰段、郑州至万州铁路湖北段、安庆至九江铁路湖北段、武汉轨道交通 7 号线一期等，此外机场、大桥相应项目也在正常推进。

表 1：湖北交通基础设施项目（部分）

	起始时间	具体规划	投资金额（预算）
黄冈至黄梅高铁	2017 年 10 月	预计 2020 年完工	176.6 亿元
武汉轨道交通 8 号线二期	2016 年 10 月	预计 2019 年完工	146.7 亿元
襄阳绕城高速公路南段	2017 年 10 月	预计 2020 年完工	26.63 亿元
湖北鄂州民用机场	2018 年 2 月过审	预计 2020 年完工	372.60 亿元
嘉鱼长江公路大桥	2015 年 12 月	预计 2019 年完工	30.40 亿元

资料来源: wind, 天风证券研究所

2.1.2. 预计: 全年 1.1 亿吨, 同比微降 1.7% (中性)

经我们测算, 中性预期下 2018 年湖北水泥需求量约 1.1 亿吨, 同比微幅下滑 1.7%。近年来, 单位固定资产投资水泥消耗系数呈现下滑, 2012 年 0.68 到 2017 年 0.35, 并在 2018 年前 5 个月内进一步缩小至 0.31。

表 2: 近年来, 单位固定资产投资水泥消耗系数呈现下滑

年份	水泥产量 (万吨)	增速	固定资产投资 (万亿)	增速	系数
2012	10375.28		1.52		0.68
2013	11049.36	6.5%	1.88	24.0%	0.59
2014	11423.74	3.4%	2.25	19.7%	0.51
2015	11145.46	-2.4%	2.61	16.0%	0.43
2016	11600.53	4.1%	2.95	13.1%	0.39
2017	11106.96	-4.25%	3.19	11%	0.35
2018 年 1-2 月	1070.98	-8.60%	0.20	10.80%	0.54
2018 年 1-3 月	1879.01	-11.95%	0.59	10.80%	0.32
2018 年 1-4 月	2853.15	-7.32%	0.89	10.50%	0.32
2018 年 1-5 月	3797.02	-6.84%	1.21	10.30%	0.31

资料来源: wind, 天风证券研究所

假设 2018 年湖北固定资产投资实现年初目标增速 10.5%, 即实现 3.52 万亿投资额。假设乐观、中性、悲观分别对应系数 0.33、0.31、0.29, 则对应水泥需求量 1.16 亿吨、1.1 亿吨、1.02 亿吨, 同比增速分别为 4.64%、-1.70%、-8.04%。

表 3: 中性预期下 2018 年湖北水泥需求量约 1.1 亿吨, 同比下降 1.7%

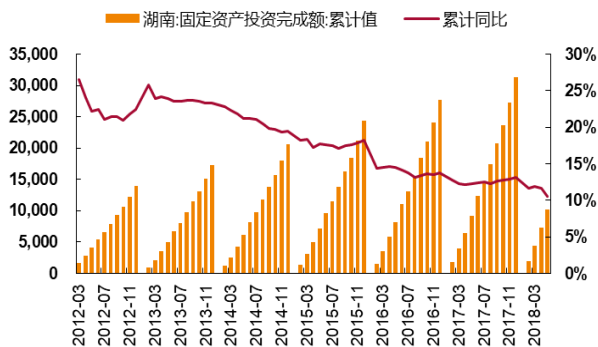
2018 年	乐观	中性	悲观
系数	0.33	0.31	0.29
水泥需求量 (万吨)	11622.33	10917.95	10213.57
同比增速	4.64%	-1.70%	-8.04%

资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 湖南需求

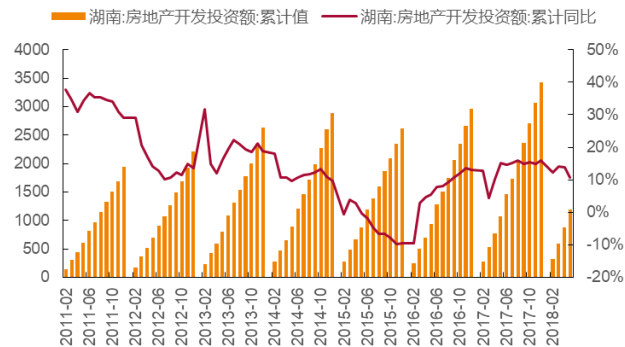
2018 年 1-5 月, 湖南固定资产投资累计增速 10.5%, 不及年初设定目标值 11.5%, 但领先全国平均增速 (6.1%), 也领先周边湖北省 0.2 个百分点。

图 15: 湖南固定资产投资累计值及增速 (亿元)



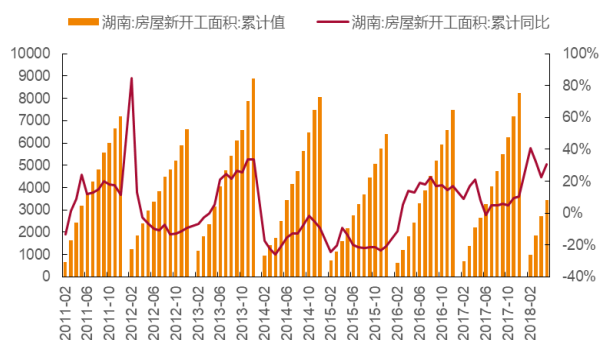
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 湖南房地产开发投资累计值及同比增速 (亿元)



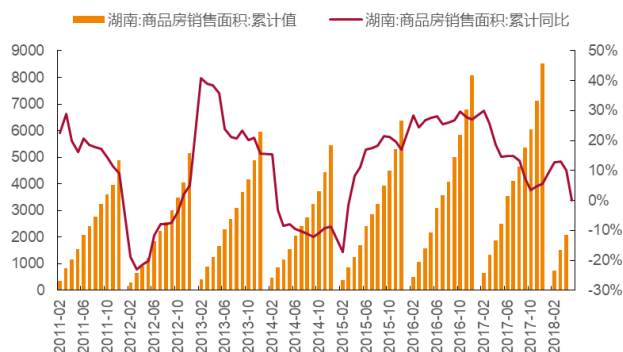
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 17：湖南房屋新开工面积累计值及增速（万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：湖南商品房销售面积累计值及增速（万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

中部各省中，2017 年湖南固定资产投资增速排名第一，今年 1-5 月处于居间位置；去年房地产开发投资增速仅次于安徽，今年处于中部的平均水平。至少在中部省份里中，湖南的发展潜力在平均水平以上，保持较高的人口吸引力，未来地产与基建空间可期。

表 4：湖南与中部其他省份固投增速、房地产开发投资增速对比

	2018 年 1-5 月：固定资产投资速度（%）	2017 年：固定资产投资速度（%）
湖南	10.50	13.10
湖北	10.30	11.00
山东	6.20	7.30
山西	-15.00	6.30
安徽	11.80	11.00
江西	11.50	12.30
河南	9.30	10.40
2018 年 1-5 月	2018 年 1-5 月：房地产开发投资增速（%）	2017 年：房地产开发投资增速（%）
湖南	10.70	15.90
湖北	10.80	6.50
山东	10.70	5.00
山西	10.80	-27.00
安徽	22.30	21.90
江西	11.50	13.70
河南	10.90	14.70

资料来源：wind，天风证券研究所

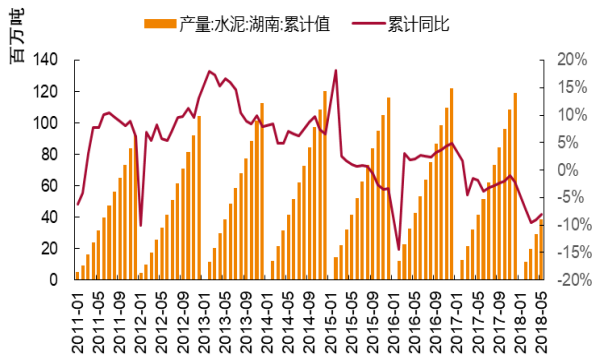
表 5：湖南部分交通基础设施项目

	起始时间	具体规划	投资金额
张家界至怀化铁路	2016.12	建设期 5 年	356.07 亿
祁东归阳到常宁蓬塘公路	2017.1	2018 年建成	30 亿
张新高速公路	2017	2019 建成	177 亿
怀邵衡铁路	2014	2018.6 建成	324.3 亿
黔张常铁路	2014	2020 建成	362 亿

资料来源：wind，天风证券研究所

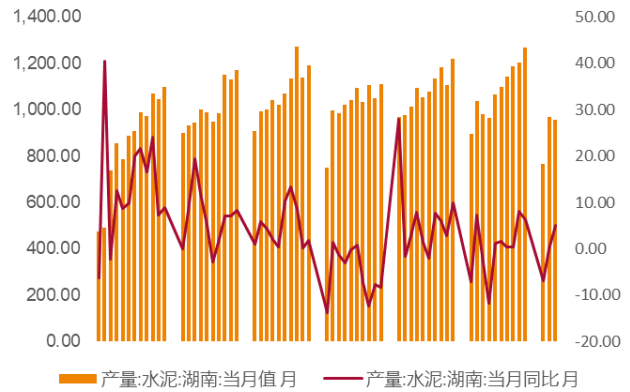
2018 年 1-5 月湖南全省水泥累计产量 3847 万吨，同比下降 8%，湖南水泥产量占全国比重从 2017 年底 5.15% 逐步下降为 4.82%（来源：数字水泥网）。

图 19：历年湖南水泥累计产量（百万吨）



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 20：湖南当月水泥产量及同比增速（万吨）（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

经我们测算，中性预期下 2018 年湖南水泥需求量约 1.12 亿吨，同比下滑 6.23%。近年来，单位固定资产投资水泥消耗系数呈现下滑，2012 年 0.76 到 2017 年 0.38，2018 年前 5 个月保持在 0.38 位置。

表 6：近年来，单位固定资产投资水泥消耗系数呈现下滑

年份	水泥产量（万吨）	增速	固定资产投资（万亿）	增速	系数
2012	10,573.71	12.9%	1.40		0.76
2013	11,314.14	7.0%	1.72	23.4%	0.66
2014	12,186.83	7.7%	2.06	19.4%	0.59
2015	11,680.08	-4.2%	2.43	18.2%	0.48
2016	12,177.65	4.3%	2.77	13.8%	0.44
2017	11,920.40	-2.11%	3.13	13.1%	0.38
2018 年 1-2 月	1180.28	-7.0%	0.20	11.6%	0.59
2018 年 1-3 月	1955.14	-9.6%	0.44	11.9%	0.44
2018 年 1-4 月	2914.01	-9.0%	0.73	11.6%	0.40
2018 年 1-5 月	3847.46	-8.0%	1.02	10.5%	0.38

资料来源：wind，天风证券研究所

假设 2018 年湖北固定资产投资实现年初目标增速 11.50%，即实现约 3.5 万亿投资额。假设乐观、中性、悲观分别对应系数 0.36、0.32、0.30，则对应水泥需求量 1.26 亿吨、1.12 亿吨、1.05 亿吨，同比分别为 5.49%、-6.23%、-12.09%。

表 7：中性预期下 2018 年湖南水泥需求量约 1.12 亿吨，同比下降 6.23%

2018 年	乐观	中性	悲观
系数	0.36	0.32	0.3
水泥需求量（万吨）	12,575.10	11,177.87	10,479.25
同比增速	5.49%	-6.23%	-12.09%

资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 两湖供给：停产、限产增强供给弹性

湖北水泥熟料新增产能受限，存量博弈中凸显龙头集聚，但不排除外来水泥加剧竞争抑制本土企业价、量。根据卓创资讯数据，湖北全省水泥熟料产能 5629 万吨，其中中华新熟料产能约 2281 万吨，熟料市占率约 35%。其他供应方如葛洲坝、京兰熟料产能分别为 1494 万吨、419 万吨，占比分别为 23%、7%，熟料 CR3 约 65%，集中度较高，且一线企业如海螺、中建材等跨区域龙头市占率偏小，本地龙头更具优势。

2017 年湖北无新增熟料产能，预计新增产能冲击在未来较长时间内都将受到行政抑制。严控新增产能是供给侧改革重要举措。近期工信部出台《水泥玻璃行业产能置换实施办法》再次强化过剩产能行业控制供给的发展思路。“新办法”更严格制定置换退出比例，例如将环境敏感区原 1.25 提高至 1.5，且“减量置换”是全国除西藏外、其他区域新增产能唯一途径。在置换方式下，2018 年湖北省内将有新线投产，例如 1 月初京兰水泥投资 8.2 亿元产能置换项目开工，产线设计年产能 120 万吨熟料，预计年底达产。

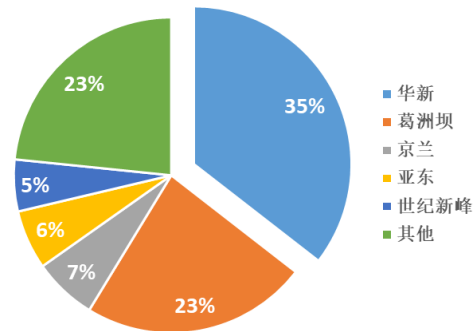
但需要关注到，湖北一方面受益长江，可通过江运向上游、下游运输，享受开放市场红利、降低运输成本，另一方面，面临外来水泥的竞争，尤其是长江沿岸优势显著的海螺水泥，因此靠近安徽的鄂东地区竞争相对激烈，价格与销量受到一定影响。

图 21：鄂东地区水泥销售易受海螺等异地水泥影响



资料来源：东湖社区，天风证券研究所

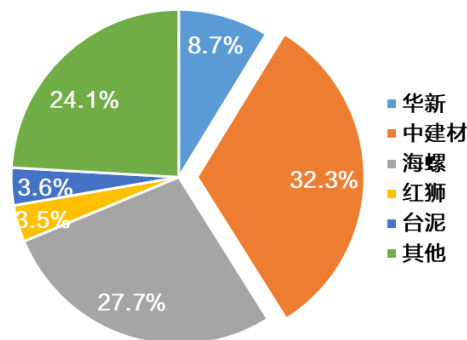
图 22：华新、葛洲坝、京兰熟料产能占比约 65%



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

相对湖北供给格局，湖南供应端竞争相对激烈，2017 年新增产能冲击率约 3.54%。根据卓创资讯数据，湖南全省熟料产能约 7449 万吨，其中华新熟料产能约 651 万吨，市占率约 8.7%。其他供应方如中建材、海螺、台泥、红狮熟料产能分别为 2409 万吨、2062 万吨、270 万吨、264 万吨，占比分别为 32%、28%、3.6%、3.5%，熟料 CR3 约 68.7%。虽然前三集中度高于湖北，但竞争格局更为激烈，中建材与海螺产能相当、实力相当。此外，湖南仍面临新增产能冲击。2017 年湖南新投产 2 条产线，合计年产能 264 万吨，新增产能冲击率约为 3.54%。根据数字水泥统计，2017 年 6 月，为百新能源科技在湖南洞口县投产日产 4000 吨的熟料产线，同年 7 月永州红狮水泥投产日产 4500 吨的熟料产线。

图 23：华新、葛洲坝、京兰熟料产能占比约 65%



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

正确认识今年的限产、停产，划重点——行政推动与环保常态化。今年全国夏季水泥错峰限产在时间宽度和地域广度上均创历史新高，去量保价的确被更多企业认可，但是我们认为限产、停产离不开行政强制力，覆盖华北、安徽等区域的“环保回头看”行动全面展开，以及各地区因环保指标与政绩挂钩，促使当地政府成为污染行业停产、限产的主要推动方、监督方，这些才是本轮淡季限产得以贯彻执行的保证。环保的出发点很多，例如今年国家非常重视的长江水质与生态保护，保卫蓝天，保护臭氧层，PM2.5 指标达标，上合组织青岛峰会等，同时“碧水蓝天”轻易可逆，因此从以上两个角度看，环保绝不是当期任务，

而将成为常态化，随着“环保”体系不断成熟，预计未来将有更多考核细节得到纳入。

湖北省第一次正式发文是在 2016 年，《关于在全省水泥行业推行错峰生产的通知》要求 2017-2020 年全省水泥行业推行错峰生产，每家企业全年停窑错峰时间不少于 90 天，其中，一季度不少于 50 天，三季度 8-9 月不少于 20 天，四季度不少于 20 天。2018 年省经信委、环保厅再次发文，《关于进一步规范全市水泥行业错峰生产工作的通知》与《关于全省水泥行业错峰生产工作的补充通知》，合计 59 条产线上报 2018 年 1-2 月、3-10 月、11-12 月三个阶段的停窑计划。湖南同样早在 2016 年由省经信委等部门联合下发《关于在水泥行业推行错峰生产的通知》，指出全省新型干法水泥生产线全年停窑错峰生产及检修时间原则上不少于 100 天。

今年是湖北、湖南错峰方案执行的第二年，既有前期经验，同时具备“全国错峰氛围”，预计今年方案执行力度更大，看好湖北、湖南供给端的继续控量。根据湖北水泥工业协会数据，2017 年湖北减少熟料产量 1221 万吨，在全省总产量占比约 11%，根据 2018 年停窑计划，涉及产线从去年的 53 条扩大至 59 条，停窑天数由 3500 天扩大至 4685.5 天。

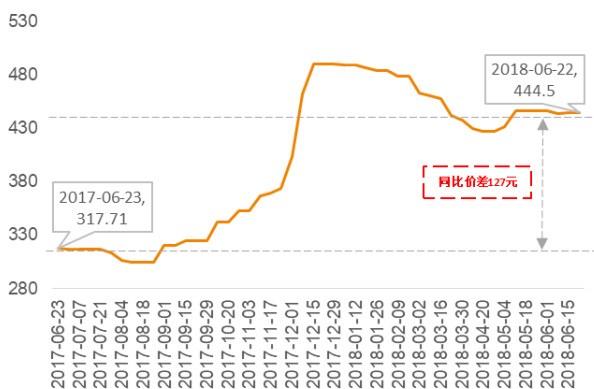
2.4. 两湖价格：供需平衡可控，有望高位企稳

回顾二季度淡季不淡同样发生在华中地区，虽然相比华东，涨幅时间有延迟、幅度也有不及，但与去年相比，根据中国水泥网数据，40%价格涨幅，站在行业角度，弥补产量减少后仍增厚利润，站在大企业角度，产量未必下滑，因为大企业可能获取部分小企业份额，同时受益于价格提升，量价齐升带来全面盈利提升。

截止 2018 年 6 月 22 日，根据中国水泥网数据，湖北高标水泥平均价格 444.50 元/吨，同比提高约 127 元，涨幅 40%，同期湖南水泥价格 407.07 元/吨，同比提高约 115 元，涨幅 39%。今年 3 月需求延迟，从数据上看，湖北、湖南价格上涨正式启动应该在 4 月末，因此今年价格到目前为止，湖北已经上涨 3 轮，累计 17.61 元，湖南在 4 月末调整 15 元后开始稳中有降。对比安徽、浙江两省，涨价启动时间大致在 3 月下旬，安徽上涨 2 轮，浙江上涨 5 轮，分别累计上涨 35、102 元。

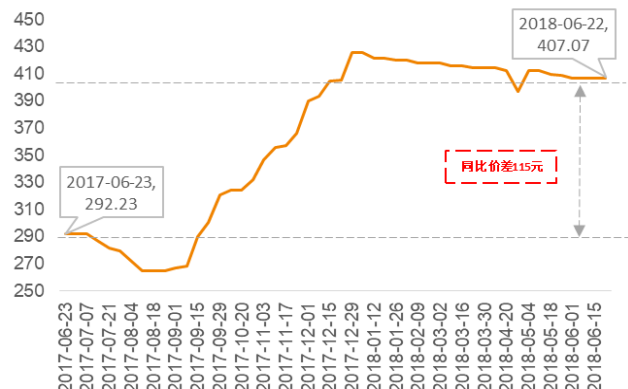
强调地区表现差异，一是提示临近地区价格差异促进熟料流动从而影响价格，例如安徽当前均价低于湖北地区，鄂东与安徽临近，过往一直存在安徽熟料流入湖北的情况，今年随着长江水质治理海螺铜陵码头关停、以及上峰部分产线阶段性关停，华东熟料相比往年偏紧，库位较低，因此对鄂东影响减小，高价位维持更有信心。二是华中旺季涨价表现虽然不及华东，但是关注点应该放在纵向对比，100 元以上价格涨幅，在今年煤炭价格走低，成本小幅变动的情况下，将直接贡献吨毛利、吨净利大幅提高。

图 24：湖北高标号水泥价格走势（元/吨）



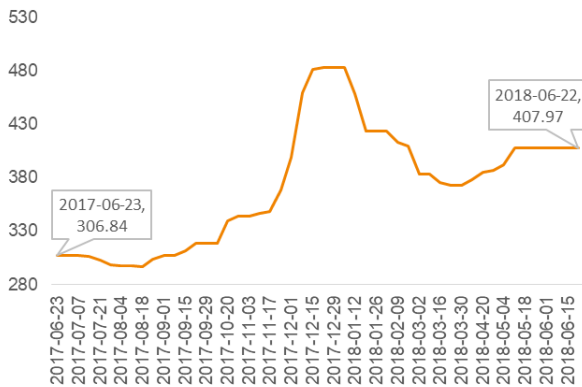
资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 25：湖南高标号水泥价格走势（元/吨）



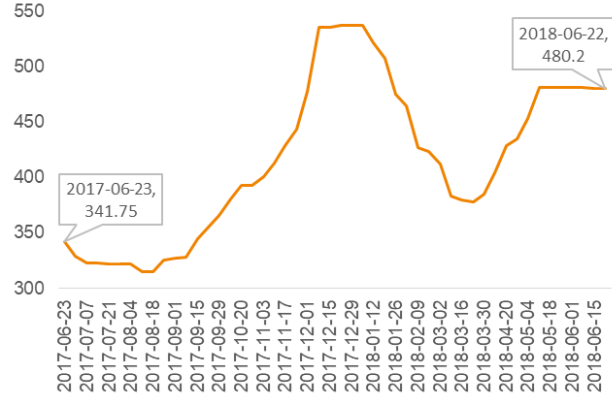
资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 26：安徽高标号水泥价格走势（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 27：浙江高标号水泥价格走势（元/吨）

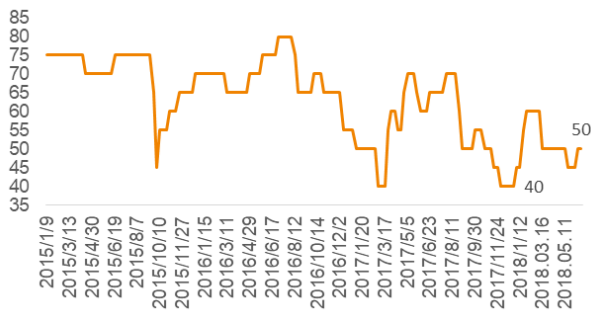


资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

一般情况下，7-8 月酷暑影响下游工地施工，水泥价格随着需求回落而下降。今年与往年最大不同在于库存，可能成为价格变动的直接影响因素。两湖地区库存处于正常水平，6 月以来因雨水、中高考影响库位开始增加，但同比去年仍然偏低。目前武汉库容比在 50% 左右，去年同期为 60%，长沙库容比 65%，去年同期 70%（数据来源：数字水泥网）。因此，库位比常态偏低，同时结合本轮价格上涨幅度不大，以及淡季错峰执行，预计三季度价格下降幅度同样有限。

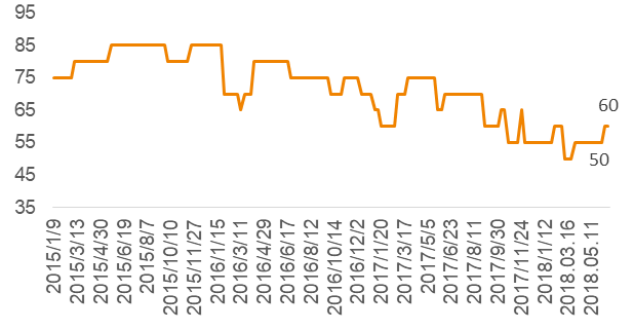
9 月左右需求启动，价格开始回升，焦点可能在于四季度旺季价格是否会出现 2017 年的拉涨，基于去年南方冬季大气污染现状以及北方错峰后环境明显改善，错峰的效果被认可，南方冬季错峰的诉求在增强，我们判断今年南方大气治理力度不会减弱，决定价格斜率的关键因素是行业预期、事件接受度，考虑到今年不再是首次面对环保严控，以往也积累节能限电经验，因此涨价斜率可能同比趋缓。

图 28：湖北武汉水泥库存情况（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 29：湖南长沙水泥库存情况（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

3. 西南明珠绽放光彩，“走出去”海外淘金

3.1. 云南：量价弹性并存

公司 2016 年 13.75 亿收购拉法基中国直接或间接持有的云南拉法基建材投资等 6 家公司股权，2017 年 1 月起并表，收购水泥权益产能合计约 1500 万吨。其中，云南投资产能占比约 73%，因此，云南区域是本次交易最大亮点。目前云南产能占比约 18%，在公司内部区域排名中处于第二。

表 8：公司 2016 年收购拉法基中国直接或间接持有的 6 家公司股权

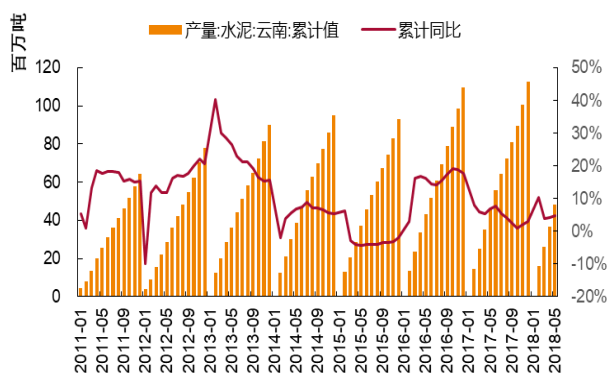
公司	华新持股比例	水泥权益产能（含子公司）(万吨/年)	股权成交价（万元）
重庆特水	80%	120	400

重庆凤凰湖	100%	40	4000
重庆混凝土	100%	0	2900
重庆地维	97.27%	116.72	7300
云南投资	100%	1090	97700
Sommerset	100%	127	25200
合计		1493.72	137500

资料来源：公司公告，天风证券研究所

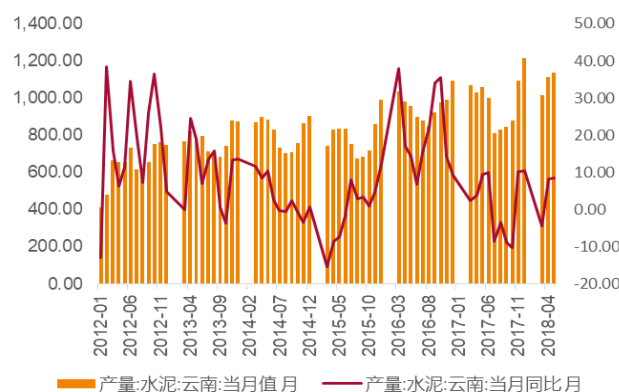
云南水泥产量仍保持增长，仍处于行业蛋糕做大阶段。根据 wind 数据，2016 年云南水泥产量增幅 17.8%，回到 2011-2013 年水平，抬高基数后 2017 年增速明显回落，但仍保持正增长，2017 年产量 1.13 亿吨，同比增长 3%，全国占比 4.88%，1-5 月同比增长 4.64%，全国占比提至 6.03%，主因云南产量一直保持正增长，而全国 30 个省、直辖市、自治区中一半出现产量下降，1-3 月下降区域达到 18 个，一季度北方错峰大幅减少产量影响所致。

图 30：历年云南水泥产量（百万吨）及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：云南单月水泥产量（万吨）及同比增速（%）

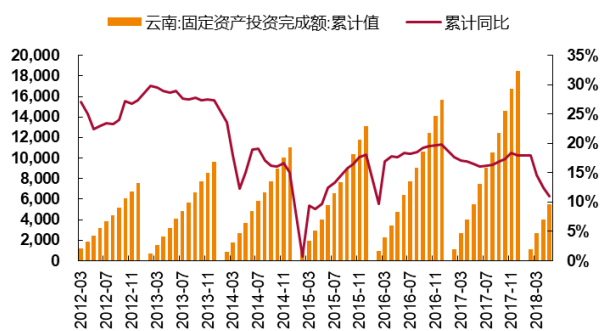


资料来源：wind，天风证券研究所

3.1.1. 云南需求

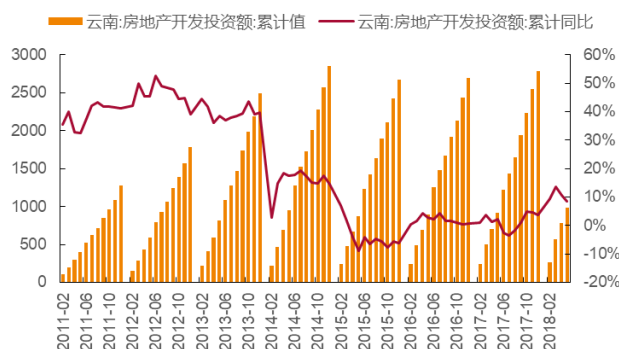
产量增加背后主导因素是需求增长，需求主力不在地产端。2017 年固定资产投资增速实现 18%，今年目标 16%，1-5 月增速为 11%。解构固定资产投资发现，房地产开发投资占比一直稳定下降，最近两年维持在 15-16%左右，2012 年接近 30%，且今年 1-5 月房地产开发投资增速仅 8.5%，低于全国平均。今年以来房屋新开工面积一直处于大幅下滑状态，到 5 月累计降幅收窄为 -15.2%，销售面积同样不乐观，1-4 月仅为 3.5%，而同期周边地区广西、贵州分别为 26.3%、10.9%。**我们判断 1-5 月固投增速回落与地产不景气有一定关联，在此背景下水泥产量依然保持良性增长，推断基建与农村才是需求主力。同时，我们强调地产发展有其周期性，以及云南房价在全国处于较低位置，地产投资的区域间相对价值出现，可继续关注未来地产端上行空间。**

图 32：云南固定资产投资累计值及增速（亿元）



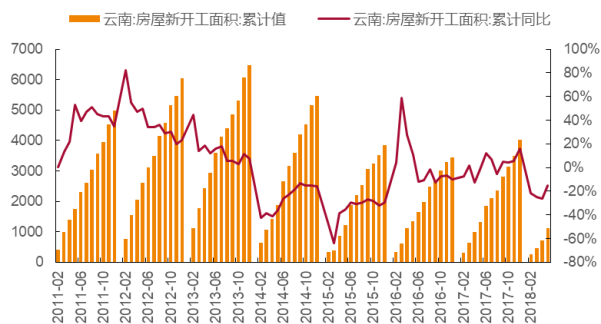
资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：云南房地产开发投资累计值及增速（亿元）



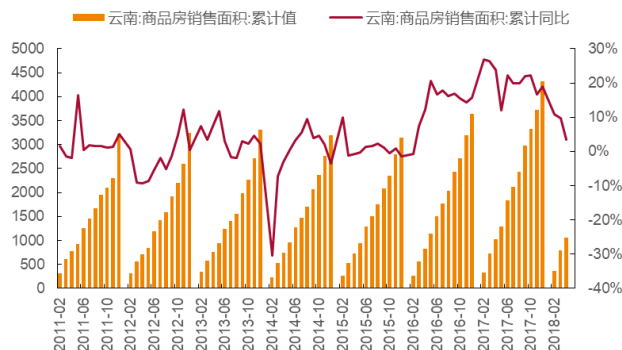
资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：云南房屋新开工面积累计值及增速（万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

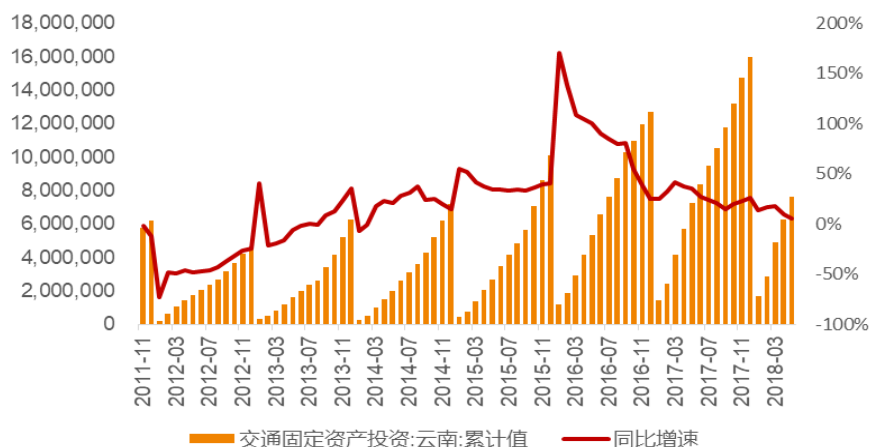
图 35：云南商品房销售面积累计值及增速（万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

交通固定资产投资方面，2014 年开始增速转正并加快，处于 20-40% 区间，2016 年最为乐观，增速常表现为 80-100% 及以上，2017 年仍然保持 20-30%+ 增速，2018 年以来开始回落，1-5 月同比仅增长 5%，但一季度仍有 18% 增速。

图 36：云南交通固定资产投资累计值及增速（万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：云南交通基础设施项目（部分）

	起始时间	具体规划	投资金额
南昆铁路昆明至百色段扩施工程	2016.5	2019 建成	240 亿
重庆至昆明高铁	2017	2021 建成	950 亿
攀枝花至大理铁路	2016	2020 建成	300 亿
南昆铁路扩能改造	2016.3	2018 建成	189.1 亿
丽香铁路	2014	2020 建成	105.62 亿

资料来源：wind，天风证券研究所

此外，还需关注扶贫工作带动基础设施建设、新农村建设，释放水泥需求。云南脱贫攻坚工作取得有效进展，但到 2020 年前仍要目标解决 574 万人口贫困问题。“十二五”期间，云南贫困人口数居全国第二，片区县和重点县数量全国第一，2011 年以来累计投入扶贫资金超过 183 亿元，农村贫困人口减少 440 万人（数据来源：云南省扶贫开发工作新闻发布会）。考虑到扶贫、脱贫是云南甚至国家层面的重点工作任务，因此我们乐观看待扶贫进程、经费拨付的持续性。

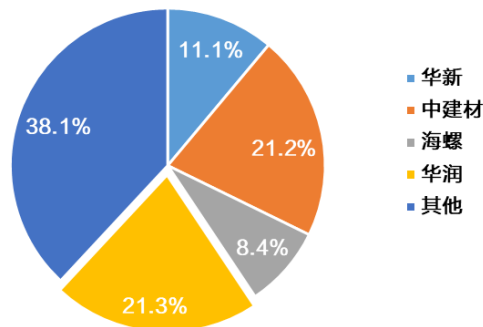
3.1.2. 云南供给

从供给格局角度看，云南受益环境相对封闭，区域面积较大，异地水泥熟料影响有限，考虑到华润、中建材、海螺等主要企业已经布局，在基建红利结束后，可能会面临本地竞争

加剧以及后续新增产能冲击。根据卓创资讯数据，云南全省熟料产能约 9230 万吨，其中华新市占率约 11%。其他供应方如华润、中建材、海螺熟料产能分别为 1965 万吨、1953 万吨、775 万吨，占比分别为 21.3%、21.2%、8.4%，熟料 CR3 约 53.5%，CR4 超过 60%。**云南同时面临新增产能冲击**，2017 年 3 月云南新增 1 条日产 2500 吨熟料产线（卓越资讯），年产能约 77.5 万吨，冲击率约 0.84%。2018 年可能存在新增产能冲击，去年 9、10、11 月云南经信委网站公布 3 条等量置换线节能审批获通过，分别为活发集团日产 5000 吨产线、华宁玉珠日产 5000 吨产线、威信得云建材的日产 2500 吨产线，累计产能 387.5 万吨。

此外，云南水泥协会曾发布《2017 年错峰限产指导性意见》，建议全省一季度平均停窑天数为 35 天，其中春节至少停窑 15 天，二季度适量减少为 14 天。错峰生产模式在北方 15 省较为成熟，目前结合环保要求正在更多南方地区执行，预计云南地区需求企稳后，错峰效力将逐步释放。

图 37：华新、葛洲坝、京兰熟料产能占比约 65%

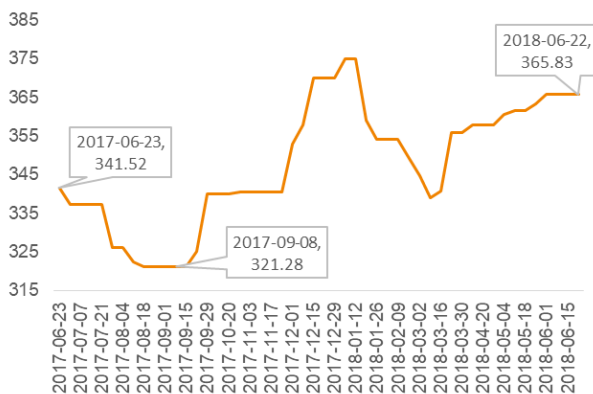


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

3.1.3. 云南价格

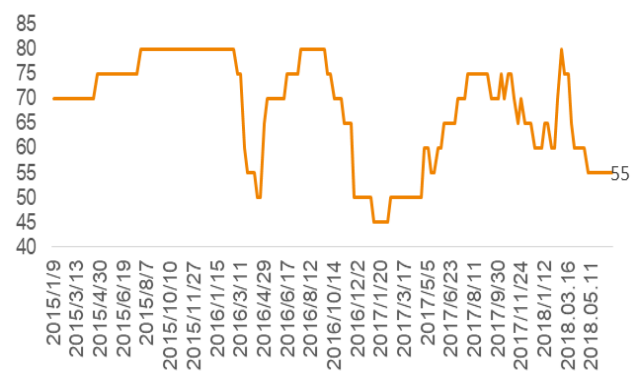
根据中国水泥网数据，当前云南水泥均价约 365.83 元/吨，同比上涨 24 元/吨。云南本土错峰限产较为少见，价格波动呈现自然属性。通常 5-9 月是云南雨季，2017 年价格确实在 9 月见底，第二次见底发生在 3 月中旬，受到春节节能因素影响。云南本轮旺季反弹幅度有限，也不及周边广西、贵州的价格涨幅（同比分别提高 86.25、85.45 元/吨）。2016-2017 年同期云南上涨 82.91 元/吨，广西、贵州分别上涨 64.3、44 元/吨，近两年与周边省份累计涨幅差距 20-40 元，我们判断与云南土地面积最大、各地市差异较大，以及集中度较低有一定关联，根据卓创数据统计，按照熟料产能口径，云南 CR5 为 70%，而广西达到 80%。此外，根据数字水泥网，当前昆明水泥库容比约 55%，去年同期为 65%，预计较低库位可以一定程度支撑雨季价格。

图 38：云南高标水泥价格变动情况（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 39：云南昆明水泥库容比约 55%（单位：%）

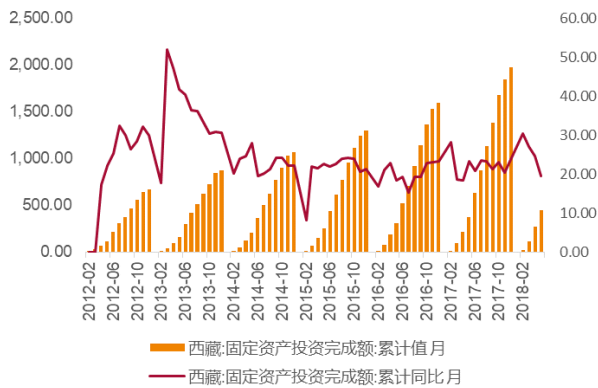


资料来源：数字水泥，天风证券研究所

3.2. 西藏：供需缺口大，先发优势可发挥

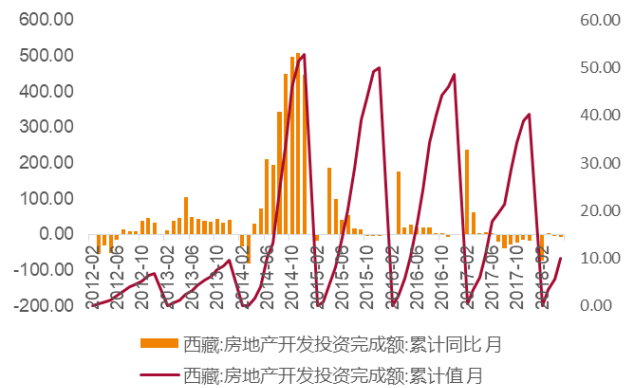
2018年1-5月，自治区固定资产投资累计同比19.5%，全国排名前列。其中，房地产开发投资完成额占比非常低，仅为2%，1-5月累计同比下降7.7%。同期水泥累计产量285.37万吨，同比增长1.92%，而全国整体下降0.76%，临近的西北地区例如新疆、宁夏、甘肃、青海同样存在错峰延长及天气寒冷导致一季度产量大幅下挫，**不同点在于截止5月，西藏累计产量增速已经转正，而其他地方继续下降，分别为-21.19%、-16.39%、-8.99%、-19.61%（数字水泥数据）。**西藏水泥业独立表现的背后是基建支撑，基建发展的持续性与空间、国家政策支持力度均优于西北其他区域。

图 40：西藏固定资产投资及增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 41：西藏房地产开发投资累计增速偏低



资料来源：wind，天风证券研究所

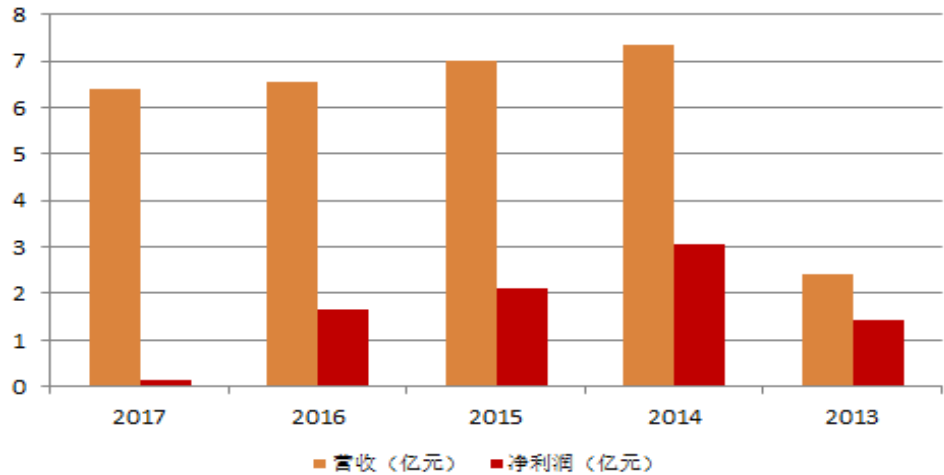
西藏自治区发改委曾指出西藏水泥产能严重不足，**预计“十三五”末水泥年需求达1700万吨，缺口800万吨**，供不应求叠加高原设备出力不足、外购水泥运费较高等因素，西藏水泥价格常年处于全国最高水平，例如PO42.5标号2017年大部分时间处于740元/吨高位。因此自治区发文支持“十三五”期间新增布局600万吨熟料生产，是全国唯一可新建产线的区域（不考虑置换与前期批复产线），同时，根据工信部近日产能置换文件，西藏是全国唯一可“等量置换”区域。西藏地区目前仅建成高速公路2条，铁路1条，交通等基础设施建设落后，中央政府对藏区建设支持力度大，后续投资资金落地保障性高。

西藏供需缺口在川藏铁路全线动工情况下将进一步拉大，供需缺口与高价背景下，区域内吨毛利可观，拥有产线布局企业受益更大。西藏地区，天路、华新、金圆、中材祁连山等企业均有生产（产线）或经营布局（运输），合计熟料产能约480.5万吨，华新在西藏已布局93万吨熟料产能，2017年投资2亿扩建西藏三期项目，未来将新增120万吨熟料产能，具备一定先发优势。同时也需关注到，**西藏是全国唯一可以“等量置换”的区域，且当前区域需求可观，不排除未来新增产能集中释放影响行业供给与竞争格局**，例如高争新建产线、华新三期在建、拉萨城投祁连山120万吨产线已批准建设。

3.3. 海外：放眼全球，“走出去”淘金

中东、中亚、东南亚等地区基建需求较大，目前吨毛利多数高于国内，叠加一带一路走出去战略鼓励支持，海螺、红狮、华新、上峰等优质企业积极布局海外。华新在塔吉克斯坦布局2条日产3000吨熟料产线，对应年产能186万吨，在柬埔寨布局1条日产3200吨熟料产线，对应年产能99.2万吨。2017年柬埔寨卓雷丁（间接持股68%）实现5.14亿营收，8894万净利，而位于塔吉克斯坦境内的华新亚湾（间接持股38.25%）营收6.42亿，净利润1287万。

图 42：2017年位于塔吉克斯坦境内的华新亚湾营收6.42亿元，净利润0.13亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 多点开花，协同处理业务密集布点

环保转型意义包含多个方面，一是实现产业链延伸，积极环保业务转型；二是湖北、湖南、云南等区域政府曾发布相关文件，组织、推进水泥行业春、夏、冬季错峰生产，**同时也指出协同处置的水泥窑可以不进行错峰生产。如果类似 2017 年四季度华东旺季限产、河南山东多地提前 1 个月错峰、需求未下情况出现，则供不应求大概率引发价格上行，此时承担不停产的协同处置水泥窑将充分受益。**

- 2016 年底湖北发布《关于 2017 年在全省水泥行业推行错峰生产的通知》，文件指出，承担协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线可以不进行错峰生产。
- 2016 年 11 月湖南发布《关于在水泥行业推行错峰生产的通知》，文件指出，承担协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物的干法水泥生产线原则上可以不进行错峰生产。

2016 年公司水泥窑协同处置环保新签约项目 10 个，实现竣工 3 个，在建 6 个，截止 2016 年底，公司运行和在建环保工厂共计 25 家，全部投产后总产能将达 555 万吨/年。全年处置各类废弃物 150 万吨，年生活垃圾处置量已占全国水泥窑协同处置总量的 70%以上。截止 2017 上半年，在建 4 个项目，投产 2 个项目，含在建共 29 个工厂，其中 7 个工厂为处置污泥项目，22 个位协同处置生活垃圾。**截止 2017 年，环保业务全年竣工项目 5 个，在建项目 9 个。**(以上数据来源公司 2016、2017 年报)

表 10：公司处置废弃物产能约 555 万吨/年（含在建）

	产能 (t/d)	投资 (亿元)	投产时间	类型
长山口	2000	260,000,000	在建	水泥窑协同处置生活垃圾
昭通		86,930,000	在建	水泥窑协同处置生活垃圾
十堰	1000	160,000,000	在建	水泥窑协同处置生活垃圾
云阳县		72,580,000	在建	水泥窑协同处置生活垃圾
万源		40,000,000	2017	水泥窑协同处置生活垃圾
娄底		89,780,000	2017	水泥窑协同处置生活垃圾
宜昌		33,782,100	2016	水泥窑协同处置污泥项目
南太子湖		39,650,000	2016	污泥项目
房县	250	40,360,000	2015	水泥窑协同处置生活垃圾
陈家冲	500	55,162,800	2015	水泥窑协同处置生活垃圾二期
武穴		22,330,000	2015	水泥窑协同处置生活垃圾二期
秭归		32,040,000	2015	水泥窑协同处置生活垃圾二期
武汉龙王嘴污水厂	400		2015	污泥项目二期

鄂州	500	66,490,000	2014	水泥窑协同处置生活垃圾二期
南漳	800	83,210,000	2014	水泥窑协同处置生活垃圾
信阳	800	80,000,000	2014	水泥窑协同处置生活垃圾
武汉	400	29,970,000	2014	污泥项目二期
应城	250	50,770,000	2014	水泥窑协同处置生活垃圾二期
珠海	1000	132,913,700	2014	水泥窑协同处置生活垃圾
攸县	200	45,000,000	2014	水泥窑协同处置生活垃圾
奉节县	250	60,500,000	2013	水泥窑协同处置生活垃圾
武汉龙王嘴污水厂	200	20,000,000	2013	污泥项目一期
赤壁	500	45,373,600	2013	水泥窑协同处置生活垃圾
株洲	250		2013	水泥窑协同处置生活垃圾
武汉陈家冲	2*500	100,000,000	2013	水泥窑协同处置生活垃圾
黄石			2012	污泥项目二期
武汉		15,000,000	2012	污泥项目一期
黄石			2011	污泥项目
武穴		60,899,546	2011	水泥窑协同处置生活垃圾

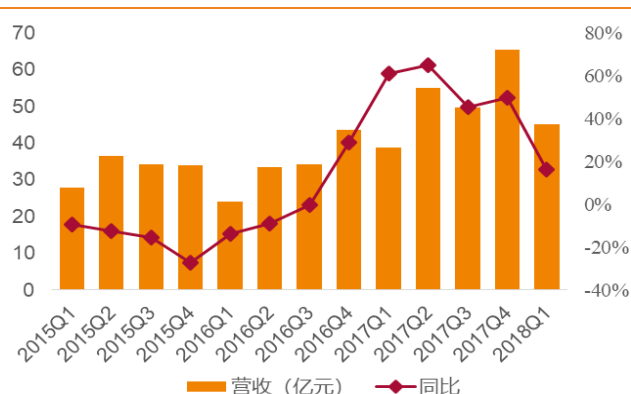
资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测

公司 2018 年一季度实现营收 45.09 亿元，同比增长 16.32%；归母净利 5.3 亿元，同比大幅增长 458.73%；扣非后归母净利 5.12 亿元。同期毛利率 33.15%，同比提高 11.68 个百分点；净利率 12.91%，同比提高 10.92 个百分点。

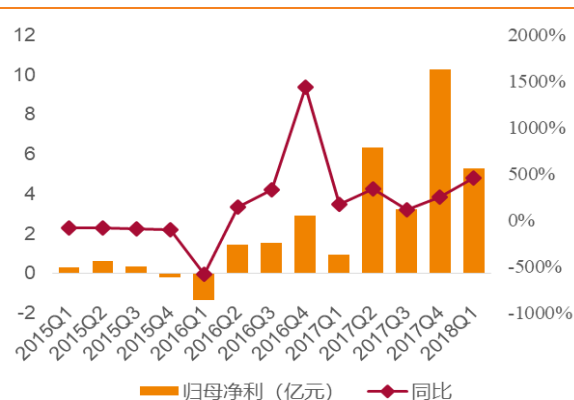
水泥价格贡献领先销量贡献，营收稳定增长。对比近 6 年一季度营收增速发现，2015-16 年行业需求减弱导致公司一季度营收同比均有下滑，17 年一季度因前值基数较低、当期需求恢复而实现大幅上涨（61.17%），其余年份增速基本在 10-20% 区间。2018 年一季度公司营收继续稳定增长，实现增幅 16.32%。其中，价格贡献高于销量贡献，去年四季度华东、华中价格拉涨持续至今年 1 月，且后期回落保持一定节奏，导致一季度均价同比实现可观涨幅。此外，公司产能分布较广，在大部分区域因错峰、春节影响产销量情况下，云南是少量产量累计正增长的省份之一，同比增速 4% 反映较为可观的当地需求（国家统计局数据），公司收购拉法基中国产线后，云南水泥产能扩大，近几年有望持续受益区域需求红利。

图 43：公司 2015Q1-2018Q1 营收变动情况



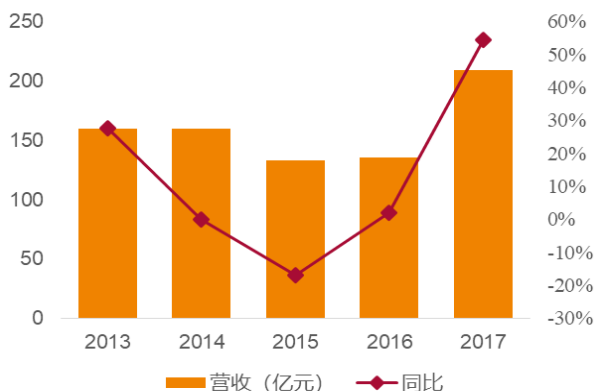
资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：公司 2015Q1-2018Q1 归母净利变动情况



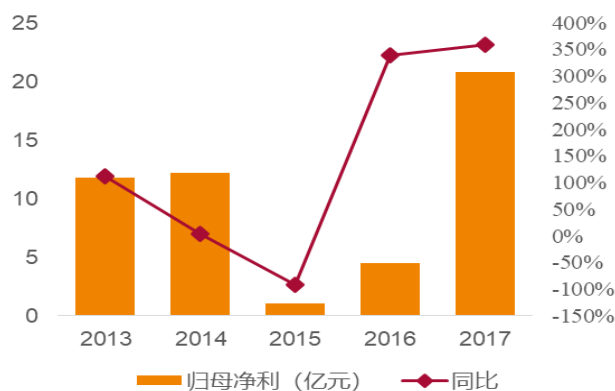
资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：华新水泥 2013-17 年营收及同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

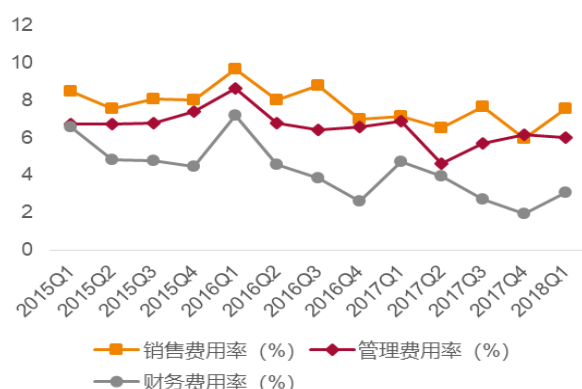
图 46：华新水泥 2013-17 年归母净利润及同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

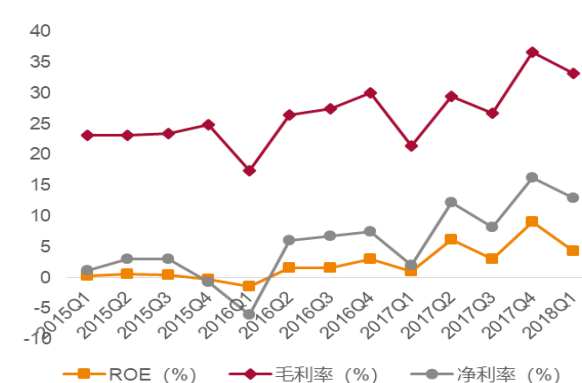
盈利能力显著提升，2018 年一季度归母净利润实现 5.3 亿元，同比大幅增长 458.73%。公司吨毛利同比增长，煤炭成本同比基本维持稳定（可参见秦皇岛动力煤价格），但因环保等原因停窑时间同比增加（详见湖北 2017-2020 年水泥行业错峰生产计划，2017 年四季度错峰不少于 20 天，来源：湖北经信委和环保厅），生产折旧等相应增多。一季度吨毛利也超过 2017 年整体水平，约 78.86 元。公司销售费用率为 7.54%，同比微增 0.41 个百分点，而管理、财务费用率分别为 5.98%、3.07%，同比下降 0.88、1.65 个百分点。投资收益变动幅度较大，主因出售货币基金及确认联营公司投资收益。公司一季度净利率 12.91%，同比提高 10.92 个百分点，吨净利约 40 元+。ROE 为 4.36%，同比提高 3.41 个百分点。此外，业绩改善经营现金流同比增长 85%。

图 47：公司 2015Q1-2018Q1 三费变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 48：公司 2015Q1-2018Q1 毛利率、净利率、ROE 变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

5.1. 盈利预测

业绩方面，今年以来行业常有超预期情况发生，尤其二季度变化较大，例如 3 月对需求的悲观在 4 月超预期修复，5 月底至 6 月天气晴好，淡季发货量、价格保持旺季水平，以及环保高于预期的趋严，多地限产、停产计划出台，湖北、湖南、云南等地区价量在上文有所提及。因此对于上半年量价水平需要作出相应调整。

我们预计 2018 年水泥销量近 7000 万吨，不含税单价有望达到 320 元/吨，同比去年提高近 50 元。叠加骨料、混凝土、协同处置等业务，我们将 2018-2020 年归母净利润预测由 28.12、30.91、33.18 亿元上调为 38.42、40.51、42.49 亿元，EPS 分别为 2.57、2.71、2.84 元，对应 PE 分别为 6.2X、5.8X、5.6X。

估值方面，考虑以下几个因素：（1）龙头公司业绩稳定，在波动的市场中更受青睐；（2）公司在资产负债率、现金流等指标方面和可比公司相比，表现正常。（3）与海螺相比，经营性现金流差距 5 倍，而市值差距 8 倍。（4）可比公司 2018、2019 年 PE 的 wind 一致预期均值分别为 7.4X、6.7X。因此，综合以上考量，我们给予公司 2018 年 8X 估值，上调目

标价至 20.56 元，维持“买入”评级。

表 11：板块主要水泥公司财务数据对比

	资产负债率	财务费用率 (%)	经营性现金流/总收 (%)	总市值(亿)	经营活动产生现金流量净额(亿)
华新水泥	53.9	3.07	13.24	242	6
海螺水泥	22.1	0.31	16.27	1,891	31
上峰水泥	60.3	2.75	20.83	80	2
万年青	42.8	1.25	15.39	70	3
祁连山	42.2	5.85	15.38	58	1

资料来源：wind，天风证券研究所（市值为 2018 年 6 月 22 日，其余指标截止 2018 年一季报）

表 12：板块主要水泥公司估值对比对比（截止 2018 年 6 月 25 日）

	总市值	归母净利(亿元)		PE	
		2018E	2019E	2018E	2019E
海螺水泥	1,838	210	226	8.8	8.1
上峰水泥	78	13	15	5.9	5.2
万年青	69	8	9	8.2	7.4
祁连山	57	8	9	6.8	6.1
行业平均				7.4	6.7

资料来源：wind，天风证券研究所（总市值：2018 年 6 月 25 日）

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,719.38	3,606.25	6,310.54	9,060.56	12,531.99
应收账款	714.13	1,022.00	1,132.38	1,165.62	1,224.31
预付账款	66.41	225.64	296.39	246.52	224.00
存货	1,174.26	1,621.48	1,684.67	1,663.24	1,818.58
其他	1,750.62	2,291.68	2,340.84	2,290.38	2,318.13
流动资产合计	7,424.81	8,767.04	11,764.81	14,426.33	18,117.00
长期股权投资	387.51	435.00	495.00	525.00	525.00
固定资产	15,343.95	15,758.66	15,879.61	15,938.17	15,939.86
在建工程	771.07	1,248.08	1,223.66	1,206.56	1,194.59
无形资产	2,295.25	3,026.75	3,398.36	3,655.41	3,897.90
其他	1,204.16	1,263.78	1,006.74	895.56	815.90
非流动资产合计	20,001.94	21,732.28	22,003.38	22,220.71	22,373.25
资产总计	27,426.75	30,499.32	33,768.19	36,647.03	40,490.25
短期借款	904.00	1,141.50	1,200.00	1,200.00	1,200.00
应付账款	3,586.28	4,762.49	5,416.96	5,079.19	5,836.81
其他	5,310.82	3,336.40	3,851.91	4,213.97	3,776.45
流动负债合计	9,801.10	9,240.40	10,468.88	10,493.16	10,813.26
长期借款	3,634.95	4,058.96	3,500.00	3,500.00	3,500.00
应付债券	1,992.65	3,295.61	3,039.93	2,776.06	3,037.20
其他	624.36	748.79	650.57	674.57	691.31
非流动负债合计	6,251.95	8,103.36	7,190.50	6,950.63	7,228.51
负债合计	16,053.05	17,343.75	17,659.37	17,443.79	18,041.77
少数股东权益	1,378.83	1,255.77	1,500.98	1,759.57	2,030.76
股本	1,497.57	1,497.57	1,497.57	1,497.57	1,497.57
资本公积	2,509.75	2,510.25	2,509.05	2,509.05	2,509.05
留存收益	8,494.40	10,422.29	13,110.27	15,946.11	18,920.15
其他	(2,506.86)	(2,530.31)	(2,509.05)	(2,509.05)	(2,509.05)
股东权益合计	11,373.70	13,155.57	16,108.82	19,203.24	22,448.48
负债和股东权益总计	27,426.75	30,499.32	33,768.19	36,647.03	40,490.25

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	620.83	2,211.76	3,841.68	4,051.20	4,248.64
折旧摊销	1,580.24	1,612.28	942.33	1,002.82	1,062.72
财务费用	572.31	641.18	626.09	576.32	552.11
投资损失	(85.51)	(108.41)	(110.00)	(110.00)	(110.00)
营运资金变动	489.01	(157.15)	233.56	(147.13)	648.21
其它	(80.73)	(295.58)	245.21	258.59	271.19
经营活动现金流	3,096.15	3,904.08	5,778.87	5,631.80	6,672.88
资本支出	987.87	3,091.65	1,478.22	1,255.99	1,263.26
长期投资	66.48	47.49	60.00	30.00	0.00
其他	(3,058.88)	(4,773.45)	(2,807.02)	(2,455.99)	(2,433.26)
投资活动现金流	(2,004.54)	(1,634.31)	(1,268.80)	(1,170.00)	(1,170.00)
债权融资	10,774.03	10,178.80	10,222.89	10,278.77	10,060.00
股权融资	(490.66)	(508.77)	(523.05)	(468.12)	(429.88)
其他	(9,603.42)	(12,029.52)	(11,505.61)	(11,522.43)	(11,661.56)
筹资活动现金流	679.95	(2,359.49)	(1,805.78)	(1,711.78)	(2,031.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,771.57	(89.72)	2,704.30	2,750.02	3,471.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,525.76	20,889.29	24,858.26	25,852.59	26,886.69
营业成本	9,971.00	14,716.49	15,660.70	16,287.13	16,938.62
营业税金及附加	207.56	331.81	355.47	369.69	384.48
营业费用	1,105.52	1,402.12	1,665.50	1,732.12	1,801.41
管理费用	939.28	1,204.02	1,367.20	1,421.89	1,478.77
财务费用	569.40	660.63	626.09	576.32	552.11
资产减值损失	35.62	269.47	270.00	270.00	270.00
公允价值变动收益	0.86	2.70	(0.00)	0.00	0.00
投资净收益	85.51	108.41	110.00	110.00	110.00
其他	(172.75)	(385.86)	(220.00)	(220.00)	(220.00)
营业利润	783.75	2,579.50	5,023.29	5,305.43	5,571.31
营业外收入	155.71	272.31	200.00	200.00	200.00
营业外支出	132.46	39.78	50.00	50.00	50.00
利润总额	807.00	2,812.03	5,173.29	5,455.43	5,721.31
所得税	186.16	600.28	1,086.39	1,145.64	1,201.47
净利润	620.83	2,211.76	4,086.90	4,309.79	4,519.83
少数股东损益	168.89	134.12	245.21	258.59	271.19
归属于母公司净利润	451.94	2,077.64	3,841.68	4,051.20	4,248.64
每股收益(元)	0.30	1.39	2.57	2.71	2.84

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1.92%	54.44%	19.00%	4.00%	4.00%
营业利润	313.23%	229.12%	94.74%	5.62%	5.01%
归属于母公司净利润	339.82%	359.72%	84.91%	5.45%	4.87%
获利能力					
毛利率	26.28%	29.55%	37.00%	37.00%	37.00%
净利率	3.34%	9.95%	15.45%	15.67%	15.80%
ROE	4.52%	17.46%	26.30%	23.22%	20.81%
ROIC	5.93%	15.08%	24.11%	24.50%	24.90%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	58.53%	56.87%	52.30%	47.60%	44.56%
净负债率	26.29%	11.86%	22.09%	5.86%	-8.44%
流动比率	0.76	0.95	1.12	1.37	1.68
速动比率	0.64	0.77	0.96	1.22	1.51
营运能力					
应收账款周转率	16.65	24.06	23.08	22.50	22.50
存货周转率	11.65	14.94	15.04	15.44	15.44
总资产周转率	0.51	0.72	0.77	0.73	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.30	1.39	2.57	2.71	2.84
每股经营现金流	2.07	2.61	3.86	3.76	4.46
每股净资产	6.67	7.95	9.75	11.65	13.63
估值比率					
市盈率	52.32	11.38	6.16	5.84	5.57
市净率	2.37	1.99	1.62	1.36	1.16
EV/EBITDA	6.47	6.03	4.25	3.72	3.10
EV/EBIT	13.68	9.03	4.96	4.36	3.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com