



华新水泥

区域供需格局良好, “一带一路” 打开海外市场

公司近况

我们上调华新水泥评级至“推荐”, 上调 A 股目标价 89%至 13.2 元, 上调 B 股目标价 63%至 1.6 美元。

评论

华中地区供需格局良好, 基本面受华东区域影响, 前低后高。公司 75%的产能位于两湖地区, 其中 60%位于湖北; 两湖地区 14 年仅有湖南益阳海螺两条熟料产线投产, 新增水泥产能 500 万吨, 15 年后或将无新增产能, 供给格局和市场秩序良好。14 年两湖地区受房地产投资下滑影响, 水泥需求增速小幅下滑, 其中湖北略有提升, 湖南下滑较多, 供需格局略好于华东, 但受沿江熟料输入影响, 水泥价格走势与华东地区较为一致。对于 15 年, 两湖区域供需格局良好的局面不变, 华东地区房地产的企稳决定了本区域基本面的走势, 预计同样表现为前低后高的特征。

海外项目提升 15 年业绩弹性。公司参股 38%的塔吉克斯坦 3000 吨/天水泥生产线已经投产, 受益海外较高的水泥价格, 吨净利接近 200 元, 每年贡献权益净利润近亿元, 增厚 14 年净利润 7 个百分点。此外, 柬埔寨 3200 吨/天项目预计将于 15 年一季度投产, 吨净利亦可达到 100~200 元/吨。公司海外项目的业绩释放将提升 15 年的业绩弹性。

“一带一路” 打开海外市场广阔空间。“一带一路” 政策作为今年政府工作重点, 鼓励国内过剩产能向国外转移。以塔吉克斯坦为代表的中亚地区和印尼、柬埔寨为代表的东南亚地区是“一带一路” 规划的重要合作国家。公司在塔吉克斯坦未来仍将投资 2、3 线, 目标产能规模达到 300 万吨; 此外, 正在开展对东南亚、中亚、非洲等地的调研, 利用大股东豪瑞的海外网络, 逐步走向海外扩张之路。

估值建议

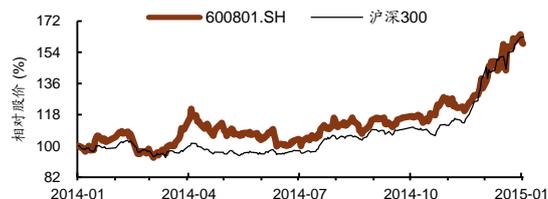
我们上调 15 年盈利预测 6.8%以反映海外项目增加的盈利贡献, 给出 16 年盈利预测, 对应 14/15/16 每股收益分别为 0.84/0.96/1.14 元/股, 同比增长 6%/14.9%/18.4%。当前股价下, 华新 A 股对应 15 年 P/E 为 11.0x, P/B 为 1.4x, 位于过去三年估值区间的中枢水平 (P/B 区间 1x~1.8x), 我们上调目标估值到估值区间的上沿, 对应 14x P/E 和 1.8x P/B, 上调 A 股目标价到 13.2 元; B 股对应 15 年 P/E 为 7.6x, P/B 为 1.0x, 上调 B 股目标估值到 10x P/E, 上调 B 股目标价到 1.6 美元。上调评级至“推荐”。

风险

房地产销售和投资复苏不达预期; 海外项目盈利不达预期。

上调至推荐

股票代码	600801.SH	900933.SH
最新收盘价	人民币 10.53	美元 1.23
目标价	人民币 13.20	美元 1.60
52 周最高价/最低价	人民币 11.11-6.16	美元 1.25-0.79
总市值(亿)	人民币 142	美元 23
30 日日均成交额(百万)	人民币 423.28	美元 1.91
发行股数(百万)	972	525
其中: 自由流通股(%)	48	42
30 日日均成交量(百万股)	42.06	1.59
主营业务		建材



(人民币 mn)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	15,984	16,546	17,852	19,648
增速	27.7%	3.5%	7.9%	10.1%
净利润	1,181	1,252	1,439	1,703
增速	112.5%	6.0%	14.9%	18.4%
每股净利润	0.79	0.84	0.96	1.14
每股净资产	5.84	6.55	7.38	8.37
每股股利	0.20	0.13	0.15	0.18
每股经营现金流	2.01	3.22	3.33	3.45
市盈率	13.3	12.6	11.0	9.3
市净率	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.7	5.9	5.0	4.1
股息收益率	1.9%	1.3%	1.4%	1.7%
平均总资产收益率	4.8%	4.7%	5.0%	5.3%
平均净资产收益率	14.3%	13.5%	13.8%	14.5%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E					
利润表					成长能力									
营业收入	15,984	16,546	17,852	19,648	营业收入	27.7%	3.5%	7.9%	10.1%					
营业成本	11,520	11,739	12,523	13,608	营业利润	115.5%	6.7%	21.6%	23.3%					
营业税金及附加	221	228	246	271	EBITDA	57.4%	8.2%	13.4%	15.1%					
营业费用	1,107	1,162	1,254	1,380	净利润	112.5%	6.0%	14.9%	18.4%					
管理费用	933	1,110	1,160	1,218	盈利能力									
财务费用	603	600	594	612	毛利率	27.9%	29.1%	29.9%	30.7%					
其他	0	0	0	0	营业利润率	10.0%	10.3%	11.6%	13.0%					
营业利润	1,600	1,707	2,075	2,559	EBITDA 利润率	23.5%	24.6%	25.8%	27.0%					
营业外收支	185	295	280	280	净利润率	7.4%	7.6%	8.1%	8.7%					
利润总额	1,785	2,002	2,355	2,839	偿债能力									
所得税	390	420	495	596	流动比率	0.70	0.85	0.93	1.15					
净利润	1,395	1,582	1,861	2,243	速动比率	0.60	0.77	0.87	1.09					
少数股东损益	214	330	422	540	现金比率	0.24	0.40	0.50	0.70					
归属母公司净利润	1,181	1,252	1,439	1,703	资产负债率	61.6%	59.3%	57.1%	55.5%					
EBITDA	3,756	4,063	4,606	5,299	净债务资本比率	1.2%	净现金	净现金	净现金					
资产负债表					回报率分析									
货币资金	2,215	3,518	4,891	7,307	总资产收益率	4.8%	4.7%	5.0%	5.3%					
应收账款及票据	2,618	2,720	3,130	3,445	净资产收益率	14.3%	13.5%	13.8%	14.5%					
预付款项	228	161	137	149	每股指标									
存货	954	643	652	708	每股净利润 (元)	0.79	0.84	0.96	1.14					
其他流动资产	370	375	373	397	每股净资产 (元)	5.84	6.55	7.38	8.37					
流动资产合计	6,384	7,417	9,182	12,006	每股股利 (元)	0.20	0.13	0.15	0.18					
固定资产及在建工程	16,140	16,990	17,665	18,157	每股经营现金流 (元)	2.01	3.22	3.33	3.45					
无形资产及其他长期资产	3,300	3,369	3,430	3,487	估值分析									
非流动资产合计	19,440	20,358	21,096	21,644	市盈率	13.3	12.6	11.0	9.3					
资产合计	25,825	27,775	30,278	33,650	市净率	1.8	1.6	1.4	1.3					
短期借款	2,319	2,319	2,319	2,319	EV/EBITDA	6.7	5.9	5.0	4.1					
应付账款及票据	3,192	3,377	3,774	4,101	股息收益率	1.9%	1.3%	1.4%	1.7%					
其他流动负债	3,545	3,063	3,738	3,977										
流动负债合计	9,056	8,759	9,832	10,398										
应付长期债券	0	0	0	0										
非流动负债合计	6,849	7,703	7,471	8,262										
负债合计	15,906	16,461	17,303	18,660										
股东权益合计	8,740	9,805	11,046	12,521										
少数股东权益	1,179	1,508	1,930	2,469										
负债及股东权益合计	25,825	27,775	30,278	33,650										
现金流量表														
净利润	1,181	1,252	1,439	1,703										
折旧和摊销	1,552	1,756	1,937	2,128										
营运资本变动	22	880	594	181										
其他	252	929	1,016	1,152										
经营活动现金流	3,006	4,818	4,986	5,164										
投资活动现金流入	86	100	100	99										
投资活动现金流出	2,387	2,774	2,774	2,775										
投资活动现金流	-2,300	-2,674	-2,674	-2,676										
股权融资	54	0	0	0										
银行借款	3,901	2,146	1,232	2,209										
其他	-5,289	-2,987	-2,171	-2,280										
筹资活动现金流	-1,334	-840	-939	-72										
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0										
现金净增加额	-628	1,303	1,373	2,416										

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

华新水泥是中外合资水泥生产和销售企业, 由瑞士水泥巨头 Holcim 集团控股, 于 1994 年在上海证券交易所上市。公司主要生产和销售水泥、熟料、商品混凝土、骨料和经营水泥窑协同处置生活垃圾。公司拥有水泥产能 7000 万吨、熟料产能 4200 万吨, 商品混凝土产能 2200 万立方、骨料产能 950 万吨, 环保处置能力 287 万吨。水泥市场主要分布于华中和西南地区, 其中湖北占比 60%, 并已开始海外拓展。

