

均价承压拖累业绩，费用改善有望持续

—公告点评

核心观点

- 受疫情反复影响，业绩略低于预期。1月19日公司公告，预计20年实现归母净利润28.2-29.2亿，YoY+4.42%-8.12%，预计20Q4实现归母净利润7.26-8.26亿，YoY+214%-258%。20Q4业绩增速较快，我们判断一是由于19年同期业绩低基数；二是由于公司加强管控，管理/财务费用率有所下降；三是由于20Q4公司水泥熟料销量大幅增长。业绩略低于我们预期，主要由于受疫情反复影响，公司水泥熟料业务吨均价/吨毛利同比有所下滑。
- 20Q4销量保持较好弹性，费用管控成效初显。报告期内公司水泥/熟料销量约1.07亿吨，YoY+11%，其中20Q4水泥熟料销量3018万吨，YoY+35.6%，我们判断一是由于19Q4受国庆阅兵影响水泥熟料销量基数较低，二是由于为维持20年经济稳定增长，导致20Q4较往年仍保持赶工状态，带动需求向好。我们估算20Q4公司水泥熟料吨均价约340元，同比下降约30元，但公司20Q4吨盈利约24.1-27.4元，同比提升14.1-17.4元，我们判断主要由于公司资产负债率下降/前期环保设备及矿山安全投入增加，带来财务/管理费用率有所下降，我们估算20Q4公司吨期间费用同比下降约53元。
- 21年均价略有承压，费用率有望继续改善。公司受益于京津冀一体化/雄安新区建设（测算21年雄安水泥需求约500万吨，占公司销量约5%），需求有望继续向好。考虑到21年初华北水泥均价低于20年同期，且21年华北地区供需均相对平稳，我们判断21年公司水泥熟料均价略有承压。随着公司继续加大管控力度，降低环保/矿山安全带来的影响，以及公司现金流好转带来的资产负债表持续修复，我们判断公司期间费用率有望继续改善。

财务预测与投资建议

- 下调20-22年EPS 2.13/2.30/2.47元（原2.46/2.74/2.97元），盈利预测调整一是考虑到公司受雄安/京津冀一体化拉动，调增水泥熟料销量假设，二是考虑到受疫情反复影响，调减水泥熟料吨收入假设。公司是华北地区水泥龙头，销量有望持续向好，费用率有望改善，参考水泥行业21年平均PE为7X，认可给予公司21年7XPE，对应目标价16.10元，维持“增持”评级。

风险提示：需求不及预期；产线关停风险；危废固废业务毛利率下滑风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30,849	34,507	37,035	38,021	39,465
同比增长(%)	101.8%	11.9%	7.3%	2.7%	3.8%
营业利润(百万元)	3,436	6,307	6,689	7,232	7,752
同比增长(%)	810.7%	83.6%	6.1%	8.1%	7.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,483	2,701	2,865	3,099	3,323
同比增长(%)	1243.7%	82.1%	6.1%	8.2%	7.2%
每股收益(元)	1.10	2.00	2.13	2.30	2.47
毛利率(%)	30.6%	37.1%	35.2%	34.8%	35.0%
净利率(%)	4.8%	7.8%	7.7%	8.1%	8.4%
净资产收益率(%)	12.0%	18.0%	17.4%	16.6%	15.8%
市盈率	13.0	7.2	6.7	6.2	5.8
市净率	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月20日)	14.41元
目标价格	16.10元
52周最高价/最低价	21.49/12.45元
总股本/流通A股(万股)	134,752/134,721
A股市值(百万元)	19,413
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年01月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.41	-3.67	-10.77	-9.8
相对表现	-4.71	-16.74	-32.72	-13.85
沪深300	6.12	13.07	21.95	4.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

相关报告

Q3销量大幅增长，全年盈利弹性可期	2020-10-21
疫情拖累H1业绩，雄安基建发力可期	2020-08-13
区域需求向好，业绩弹性可期：——首次覆盖报告	2020-05-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们采用**相对估值法进行估值**。水泥行业受供给侧结构性改革影响，16-20年新增产能有限，存量产能执行错峰生产和产能置换，导致水泥周期上行，水泥价格不断提升，行业盈利/现金流状况从16年开始逐年向好，趋势有望延续。公司水泥熟料产能位列水泥行业前三，受益水泥行业供给侧结构性改革，公司盈利从16年开始逐年提升。同时由于公司资产负债率相对较高，截至20Q3仍有50.5%，在盈利情况/现金流逐渐好转的情况下，公司将逐渐降低资产负债率。因此公司自由现金流仍未进入相对平稳区间，采用绝对估值会形成较大误差。考虑到水泥熟料产品同质性较高，可比公司相对较多，我们采用相对估值法进行估值。

可比公司21年平均PE为7X。由于水泥熟料产品同质性较高，公司之间的差异主要体现在产能布局 and 自身经营管理上，因此对于可比公司，我们选取产能布局以华东为主的海螺水泥/上峰水泥，产能布局以华中地区为主的华新水泥，产能布局集中在西北地区的祁连山/天山股份。由于市值较大的公司对行业代表性更强，因此我们使用可比公司市值加权进行估值，2021年可比公司估值均值（市值加权平均）为7XPE。

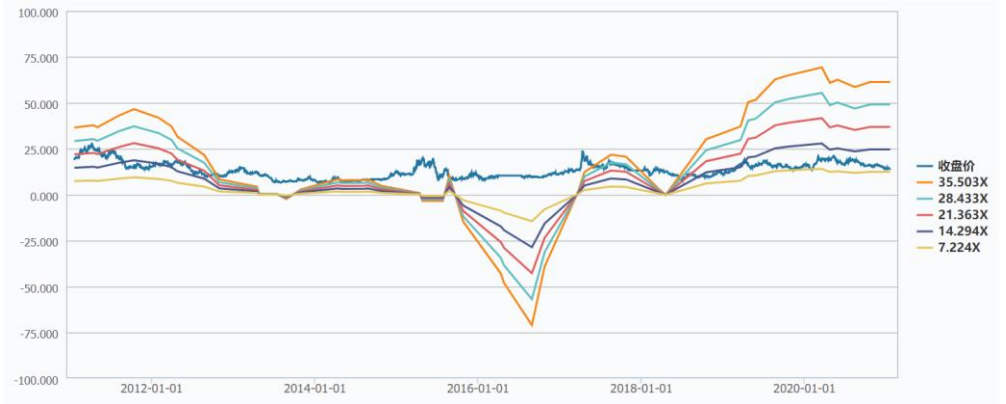
表 1：可比公司估值表（截至 2021 年 1 月 20 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
海螺水泥	600585.SH	54.00	2,718	6.34	6.70	6.95	7.20	8.64	8.06	7.77	7.50
华新水泥	600801.SH	20.39	381	3.02	2.83	3.42	3.66	8.74	7.20	5.96	5.57
上峰水泥	000672.SZ	19.01	155	2.87	3.25	3.87	4.38	6.38	5.85	4.91	4.34
祁连山	600720.SH	13.63	106	1.59	2.36	2.70	2.88	7.89	5.78	5.05	4.73
天山股份	000877.SZ	15.56	163	1.56	1.91	2.19	2.38	7.60	8.15	7.11	6.54
可比公司估值均值（市值加权平均）										7.20	

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 2.13/2.30/2.47 元（原 2.46/2.74/2.97 元）。盈利预测有所调整，主要考虑到公司受雄安新区/京津冀一体化影响拉动，调增 20-22 年水泥熟料销量至 1.07/1.11/1.15 亿吨（原 1.00/1.05/1.09 亿吨）；同时考虑到受疫情反复影响，调减 20-22 年水泥熟料吨均价至 304/298/298 元（原 325/327/327 元）。公司熟料产能位列行业第三，是华北地区行业龙头，受益于京津冀一体化及雄安新区建设，公司需求向好，同时公司在管理费用率和财务费用率上有望改善。我们认可给予公司 2021 年 7XPE，对应目标价为 16.10 元，维持“增持”评级。

图 1：公司过去 10 年（2011/1/20-2021/1/20）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

华北地区需求不及预期：受“房住不炒”政策影响，华北地区地产投资增速或低于预期，导致水泥需求不及预计。同时由于雄安新区刚进入实质性建设阶段，项目开工进度可能不及预期。

环保因素导致产线关停风险：公司主要产能在华北地区，受“蓝天保卫战”影响，若空气质量长期处于红色预警之中，公司产线或有关停风险。

危废固废无害化处置业务毛利率下滑风险：危废处置毛利率较高，但生活垃圾处置毛利率相对较低，若公司未来生活垃圾处置项目占比居多，危废固废无害化处置业务毛利率存在下滑风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,347	5,979	8,590	9,531	11,216	营业收入	30,849	34,507	37,035	38,021	39,465
应收票据及应收账款	11,893	6,669	7,333	8,327	9,432	营业成本	21,398	21,716	23,999	24,798	25,669
预付账款	458	701	741	760	789	营业税金及附加	460	536	575	590	613
存货	2,021	2,872	3,360	3,472	3,594	营业费用	1,082	1,254	1,391	1,431	1,481
其他	1,868	1,186	1,241	1,280	1,329	管理费用及研发费用	3,597	4,228	4,333	4,104	4,248
流动资产合计	25,587	17,407	21,264	23,370	26,361	财务费用	1,270	1,180	981	892	769
长期股权投资	1,342	1,766	1,800	1,900	2,000	资产、信用减值损失	182	340	110	50	53
固定资产	28,016	32,616	32,704	32,862	33,032	公允价值变动收益	41	23	25	26	27
在建工程	412	740	750	764	778	投资净收益	64	346	363	381	401
无形资产	4,020	5,208	5,029	4,849	4,669	其他	471	685	656	669	692
其他	2,616	2,997	2,857	2,707	2,547	营业利润	3,436	6,307	6,689	7,232	7,752
非流动资产合计	36,406	43,327	43,139	43,081	43,027	营业外收入	37	112	78	82	86
资产总计	61,993	60,733	64,403	66,451	69,387	营业外支出	57	165	133	138	144
短期借款	12,653	7,601	6,654	6,023	5,264	利润总额	3,416	6,254	6,634	7,176	7,695
应付票据及应付账款	9,293	5,106	5,654	5,599	5,544	所得税	856	1,349	1,431	1,548	1,660
其他	9,972	9,702	8,172	7,467	6,590	净利润	2,560	4,905	5,203	5,627	6,034
流动负债合计	31,918	22,409	20,480	19,089	17,399	少数股东损益	1,076	2,204	2,338	2,529	2,712
长期借款	1,110	2,375	3,875	4,535	4,535	归属于母公司净利润	1,483	2,701	2,865	3,099	3,323
应付债券	1,713	3,491	3,400	1,700	1,500	每股收益(元)	1.10	2.00	2.13	2.30	2.47
其他	3,421	3,620	3,281	2,992	2,714						
非流动负债合计	6,244	9,487	10,556	9,227	8,749	主要财务比率					
负债合计	38,163	31,896	31,036	28,316	26,148		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	9,251	13,487	15,825	18,354	21,066	成长能力					
股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348	营业收入	101.8%	11.9%	7.3%	2.7%	3.8%
资本公积	4,591	3,329	3,329	3,329	3,329	营业利润	810.7%	83.6%	6.1%	8.1%	7.2%
留存收益	5,704	7,727	9,918	12,158	14,551	归属于母公司净利润	1243.7%	82.1%	6.1%	8.2%	7.2%
其他	2,938	2,947	2,947	2,947	2,947	获利能力					
股东权益合计	23,831	28,838	33,367	38,135	43,240	毛利率	30.6%	37.1%	35.2%	34.8%	35.0%
负债和股东权益总计	61,993	60,733	64,403	66,451	69,387	净利率	4.8%	7.8%	7.7%	8.1%	8.4%
						ROE	12.0%	18.0%	17.4%	16.6%	15.8%
						ROIC	9.5%	13.3%	12.6%	12.5%	12.3%
						偿债能力					
						资产负债率	61.6%	52.5%	48.2%	42.6%	37.7%
						净负债率	42.2%	36.6%	23.6%	12.5%	4.3%
						流动比率	0.80	0.78	1.04	1.22	1.52
						速动比率	0.74	0.65	0.87	1.04	1.30
						营运能力					
						应收账款周转率	14.4	12.6	13.4	13.0	13.0
						存货周转率	12.1	8.6	7.5	7.1	7.1
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	1.10	2.00	2.13	2.30	2.47
						每股经营现金流	4.85	6.10	5.46	6.04	6.07
						每股净资产	10.82	11.39	13.02	14.68	16.46
						估值比率					
						市盈率	13.0	7.2	6.7	6.2	5.8
						市净率	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	2.5	1.9	2.6	2.4	2.3
						EV/EBIT	5.9	3.7	3.6	3.4	3.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn