

# 华新水泥 (600801.SH) 买入 (维持评级)

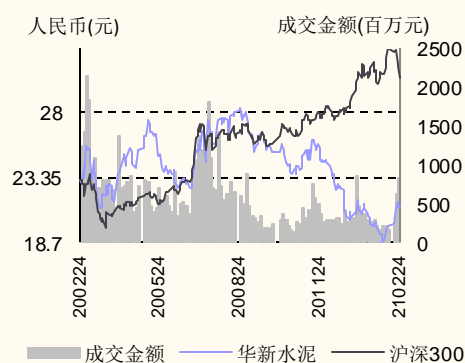
公司点评

市场价格 (人民币): 21.37 元

## 业绩同比下滑, 未来弹性可期

### 市场数据(人民币)

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股)       | 20.97       |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 13.62       |
| 总市值(亿元)       | 448.04      |
| 年内股价最高最低(元)   | 28.29/18.70 |
| 沪深 300 指数     | 5438        |
| 上证指数          | 3564        |



### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 3.460    | 3.025    | 2.686    | 3.184    | 3.366    |
| 每股净资产(元)    | 11.13    | 10.16    | 11.31    | 11.99    | 12.36    |
| 每股经营性现金流(元) | 5.27     | 4.62     | 3.81     | 5.02     | 5.25     |
| 市盈率(倍)      | 4.83     | 8.74     | 7.95     | 6.71     | 6.35     |
| 净利润增长率(%)   | 149.39%  | 22.40%   | -11.19%  | 18.51%   | 5.74%    |
| 净资产收益率(%)   | 31.08%   | 29.76%   | 23.75%   | 26.54%   | 27.23%   |
| 总股本(百万股)    | 1,497.57 | 2,096.60 | 2,096.60 | 2,096.60 | 2,096.60 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 公司发布 20 年业绩快报, 全年共实现营业收入 293.56 亿元, 同比减少 6.62%; 归母净利润 56.32 亿元, 同比减少 11.20%; 基本 EPS2.70 元。

### 点评

- **全年业绩下滑, 但下半年盈利实现增长:** 20 年公司业绩出现同比下滑, 主要受两大突发事件冲击: 1、上半年湖北省是新冠疫情最严重的地区; 2、7 月份的长江流域发生大面积洪涝灾害。以上因素使得公司产品的产销量受到很大影响, 价格也有所滑落, 致使营收和利润整体下降。然而 2020 年 Q3 和 Q4 的公司单季归母净利润分别同比增长 5%、7%, 表明公司在逐渐摆脱新冠疫情以及洪灾的影响, 不断恢复增长动力和盈利能力。
- **需求增加+产能释放, 业绩提升可期:** 根据湖北省的疫后重振三年行动方案, 未来该省在交通和水利领域的投资将大幅增长。公司是湖北第一大水泥企业, 产能占比 37%, 湖北市场是公司主要的收入来源, 收入占比 34%。未来随着区域需求持续增长, 公司产品量价具备支撑。20 年下半年, 公司黄石项目, 坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、尼泊尔项目均顺利点火投产, 21 年产能有望增长 8.5%, 为公司业绩贡献向上弹性。
- **沿江熟料连续提涨, 水泥价格有望超预期:** 根据数字水泥网信息, 2 月 19 日起, 长三角沿江地区熟料价格迎来了节后第一轮上涨, 幅度达 30 元/吨; 2 月 25-27 日, 沿江熟料计划开启第二轮涨价, 幅度同样为 30 元/吨。两轮熟料价格提涨时间节点和间隔均超出市场预期, 原因有两方面: 1、节前熟料价格已下调至低位, 接近进口熟料成本线, 致使外来熟料进入量大幅减少; 2、春节前后, 华东各大企业熟料库存以及粉磨站库存均保持偏低水平, 随着假期结束, 粉磨站开始陆续备货, 主导熟料生产企业积极推动价格恢复性上调。我们认为, 沿江熟料价格提前启动就是对供给偏紧做出的积极反应, 后续水泥价格向上弹性可期。

### 盈利调整与投资建议

- 我们将 20-22 年公司水泥均价变动幅度调整为-3%/5%/1%, 同步下调 20-22 年归母净利润至 56.32/66.75/70.58 亿元 (较上次预测下调 8%/10%/10%), 对应 EPS2.69/3.18/3.37 元, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 经济下行; 价格下跌; 项目进度缓慢; 环保风险; 疫情反复; 汇率波动。

### 相关报告

1. 《单季利润增速转正, 内生外延弹性大-华新水泥三季报点评》, 2020.10.29
2. 《国际化战略启动, 高弹性水泥标的-华新水泥事项点评》, 2020.8.23
3. 《百年华新, 引领“后疫情”新时代-华新水泥首次覆盖报告》, 2020.8.4

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002  
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001  
fengmengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)          |                |                |                |                |                |                | 资产负债表 (人民币百万元)  |               |               |               |               |               |               |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 2017           | 2018           | 2019           | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                 | 2017          | 2018          | 2019          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>20,889</b>  | <b>27,466</b>  | <b>31,439</b>  | <b>29,314</b>  | <b>33,700</b>  | <b>35,661</b>  | 货币资金            | 3,606         | 5,327         | 5,108         | 5,684         | 5,275         | 6,410         |
| 增长率                   |                | 31.5%          | 14.5%          | -6.8%          | 15.0%          | 5.8%           | 应收账款            | 2,742         | 2,449         | 2,454         | 2,239         | 2,574         | 2,724         |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-14,716</b> | <b>-16,575</b> | <b>-18,625</b> | <b>-17,580</b> | <b>-19,630</b> | <b>-20,755</b> | 存货              | 1,621         | 2,079         | 1,997         | 1,882         | 2,105         | 2,225         |
| %销售收入                 | 70.4%          | 60.3%          | 59.2%          | 60.0%          | 58.2%          | 58.2%          | 其他流动资产          | 806           | 696           | 590           | 606           | 638           | 655           |
| 毛利                    | 6,173          | 10,891         | 12,814         | 11,734         | 14,070         | 14,905         | 流动资产            | 8,776         | 10,550        | 10,148        | 10,411        | 10,592        | 12,015        |
| %销售收入                 | 29.6%          | 39.7%          | 40.8%          | 40.0%          | 41.8%          | 41.8%          | %总资产            | 28.8%         | 31.8%         | 27.7%         | 25.1%         | 23.7%         | 25.7%         |
| 营业税金及附加               | -332           | -500           | -530           | -494           | -568           | -601           | 长期投资            | 537           | 602           | 524           | 466           | 416           | 366           |
| %销售收入                 | 1.6%           | 1.8%           | 1.7%           | 1.7%           | 1.7%           | 1.7%           | 固定资产            | 17,052        | 17,442        | 20,831        | 25,075        | 27,990        | 28,671        |
| 销售费用                  | -1,402         | -1,702         | -2,048         | -1,964         | -2,258         | -2,389         | %总资产            | 55.9%         | 52.6%         | 56.8%         | 60.5%         | 62.6%         | 61.2%         |
| %销售收入                 | 6.7%           | 6.2%           | 6.5%           | 6.7%           | 6.7%           | 6.7%           | 无形资产            | 3,755         | 4,227         | 4,675         | 4,980         | 5,180         | 5,277         |
| 管理费用                  | -1,204         | -1,337         | -1,558         | -1,524         | -1,752         | -1,854         | 非流动资产           | 21,723        | 22,611        | 26,497        | 31,031        | 34,096        | 34,823        |
| %销售收入                 | 5.8%           | 4.9%           | 5.0%           | 5.2%           | 5.2%           | 5.2%           | %总资产            | 71.2%         | 68.2%         | 72.3%         | 74.9%         | 76.3%         | 74.3%         |
| 研发费用                  | 0              | -11            | -37            | -35            | -40            | -42            | <b>资产总计</b>     | <b>30,499</b> | <b>33,162</b> | <b>36,645</b> | <b>41,442</b> | <b>44,688</b> | <b>46,838</b> |
| %销售收入                 | 0.0%           | 0.0%           | 0.1%           | 0.1%           | 0.1%           | 0.1%           | 短期借款            | 2,824         | 3,498         | 967           | 864           | 864           | 864           |
| 息税前利润 (EBIT)          | 3,235          | 7,341          | 8,640          | 7,717          | 9,451          | 10,018         | 应付款项            | 5,627         | 5,326         | 6,608         | 6,239         | 6,990         | 7,391         |
| %销售收入                 | 15.5%          | 26.7%          | 27.5%          | 26.3%          | 28.0%          | 28.1%          | 其他流动负债          | 789           | 1,328         | 1,450         | 1,225         | 1,456         | 1,544         |
| 财务费用                  | -661           | -466           | -208           | -281           | -377           | -372           | 流动负债            | 9,240         | 10,152        | 9,025         | 8,328         | 9,310         | 9,799         |
| %销售收入                 | 3.2%           | 1.7%           | 0.7%           | 1.0%           | 1.1%           | 1.0%           | 长期贷款            | 4,059         | 2,444         | 2,040         | 5,040         | 5,040         | 5,040         |
| 资产减值损失                | -269           | -67            | -210           | -99            | -53            | -53            | 其他长期负债          | 4,044         | 2,246         | 2,213         | 1,823         | 1,853         | 1,866         |
| 公允价值变动收益              | 3              | 4              | 5              | 0              | 0              | 0              | <b>负债</b>       | <b>17,344</b> | <b>14,842</b> | <b>13,278</b> | <b>15,190</b> | <b>16,202</b> | <b>16,705</b> |
| 投资收益                  | 108            | 84             | 109            | 0              | 0              | 0              | <b>普通股股东权益</b>  | <b>11,900</b> | <b>16,673</b> | <b>21,309</b> | <b>23,713</b> | <b>25,147</b> | <b>25,915</b> |
| %税前利润                 | 3.9%           | 1.2%           | 1.2%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 其中：股本           | 1,498         | 1,498         | 2,097         | 2,097         | 2,097         | 2,097         |
| 营业利润                  | 2,580          | 7,170          | 8,744          | 7,556          | 9,240          | 9,812          | 未分配利润           | 7,151         | 11,721        | 16,205        | 18,692        | 20,126        | 20,894        |
| 营业利润率                 | 12.3%          | 26.1%          | 27.8%          | 25.8%          | 27.4%          | 27.5%          | 少数股东权益          | 1,256         | 1,646         | 2,059         | 2,539         | 3,339         | 4,219         |
| 营业外收支                 | 233            | -39            | -28            | 0              | 0              | 0              | <b>负债股东权益合计</b> | <b>30,499</b> | <b>33,162</b> | <b>36,645</b> | <b>41,442</b> | <b>44,688</b> | <b>46,838</b> |
| 税前利润                  | 2,812          | 7,131          | 8,716          | 7,556          | 9,240          | 9,812          | <b>比率分析</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 利润率                   | 13.5%          | 26.0%          | 27.7%          | 25.8%          | 27.4%          | 27.5%          |                 | 2017          | 2018          | 2019          | 2020E         | 2021E         | 2022E         |
| 所得税                   | -600           | -1,426         | -1,695         | -1,443         | -1,765         | -1,874         | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 所得税率                  | 21.3%          | 20.0%          | 19.5%          | 19.1%          | 19.1%          | 19.1%          | 每股收益            | 1.387         | 3.460         | 3.025         | 2.686         | 3.184         | 3.366         |
| 净利润                   | 2,212          | 5,705          | 7,021          | 6,112          | 7,475          | 7,938          | 每股净资产           | 7.946         | 11.133        | 10.164        | 11.310        | 11.994        | 12.360        |
| 少数股东损益                | 134            | 524            | 678            | 480            | 800            | 880            | 每股经营现金净流        | 2.801         | 5.275         | 4.617         | 3.813         | 5.019         | 5.254         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>2,078</b>   | <b>5,181</b>   | <b>6,342</b>   | <b>5,632</b>   | <b>6,675</b>   | <b>7,058</b>   | 每股股利            | 0.000         | 0.000         | 0.000         | 1.500         | 2.500         | 3.000         |
| 净利率                   | 9.9%           | 18.9%          | 20.2%          | 19.2%          | 19.8%          | 19.8%          | <b>回报率</b>      |               |               |               |               |               |               |
|                       |                |                |                |                |                |                | 净资产收益率          | 17.46%        | 31.08%        | 29.76%        | 23.75%        | 26.54%        | 27.23%        |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |                |                |                |                |                |                | 总资产收益率          | 6.81%         | 15.62%        | 17.31%        | 13.59%        | 14.94%        | 15.07%        |
|                       |                |                |                |                |                |                | 投入资本收益率         | 10.84%        | 22.93%        | 24.97%        | 18.55%        | 21.31%        | 21.59%        |
| 净利润                   | 2,212          | 5,705          | 7,021          | 6,112          | 7,475          | 7,938          | <b>增长率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| 少数股东损益                | 134            | 524            | 678            | 480            | 800            | 880            | 主营业务收入增长率       | 54.44%        | 31.48%        | 14.47%        | -6.76%        | 14.96%        | 5.82%         |
| 非现金支出                 | 1,882          | 1,672          | 1,994          | 1,980          | 2,268          | 2,506          | EBIT 增长率        | 148.38%       | 126.94%       | 17.69%        | -10.68%       | 22.48%        | 5.99%         |
| 非经营收益                 | 638            | 493            | -83            | 223            | 361            | 361            | 净利润增长率          | 359.72%       | 149.39%       | 22.40%        | -11.19%       | 18.51%        | 5.74%         |
| 营运资金变动                | -538           | 29             | 748            | -321           | 420            | 212            | 总资产增长率          | 11.20%        | 8.73%         | 10.51%        | 13.09%        | 7.83%         | 4.81%         |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>4,194</b>   | <b>7,900</b>   | <b>9,679</b>   | <b>7,994</b>   | <b>10,524</b>  | <b>11,016</b>  | <b>资产管理能力</b>   |               |               |               |               |               |               |
| 资本开支                  | -1,093         | -1,916         | -4,021         | -6,390         | -5,288         | -3,188         | 应收账款周转天数        | 10.0          | 7.8           | 6.3           | 10.0          | 10.0          | 10.0          |
| 投资                    | -687           | 78             | -647           | 8              | 0              | 0              | 存货周转天数          | 34.7          | 40.7          | 39.9          | 39.9          | 39.9          | 39.9          |
| 其他                    | 146            | 9              | 181            | 0              | 0              | 0              | 应付账款周转天数        | 90.2          | 87.3          | 87.3          | 100.0         | 100.0         | 100.0         |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-1,634</b>  | <b>-1,829</b>  | <b>-4,487</b>  | <b>-6,382</b>  | <b>-5,288</b>  | <b>-3,188</b>  | 固定资产周转天数        | 275.3         | 214.2         | 194.1         | 236.1         | 215.3         | 200.2         |
| 股权募资                  | 6              | 11             | 36             | -83            | 0              | 0              | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 债权募资                  | -1,267         | -3,146         | -2,997         | 2,498          | 0              | 0              | 净负债/股东权益        | 46.51%        | 8.76%         | -3.87%        | 5.40%         | 6.41%         | 2.29%         |
| 其他                    | -1,119         | -1,231         | -2,550         | -3,451         | -5,645         | -6,693         | EBIT 利息保障倍数     | 4.9           | 15.8          | 41.5          | 27.5          | 25.1          | 26.9          |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-2,380</b>  | <b>-4,367</b>  | <b>-5,510</b>  | <b>-1,036</b>  | <b>-5,645</b>  | <b>-6,693</b>  | 资产负债率           | 56.87%        | 44.76%        | 36.23%        | 36.65%        | 36.26%        | 35.67%        |
| <b>现金净流量</b>          | <b>180</b>     | <b>1,704</b>   | <b>-318</b>    | <b>576</b>     | <b>-409</b>    | <b>1,135</b>   |                 |               |               |               |               |               |               |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 4    | 15   | 28   | 68   |
| 增持 | 1    | 1    | 2    | 3    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 2.00 | 1.20 | 1.12 | 1.10 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

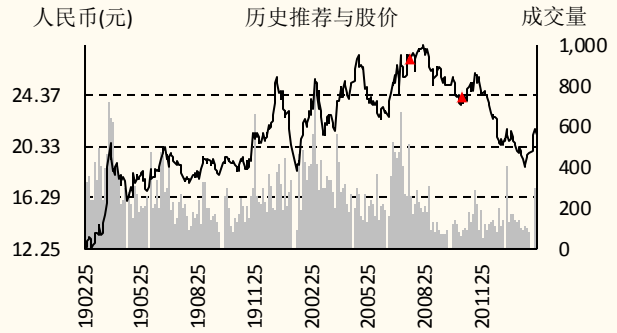
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1  | 2020-08-04 | 买入 | 27.56 | N/A |
| 2  | 2020-08-23 | 买入 | 28.02 | N/A |
| 3  | 2020-10-29 | 买入 | 23.65 | N/A |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402