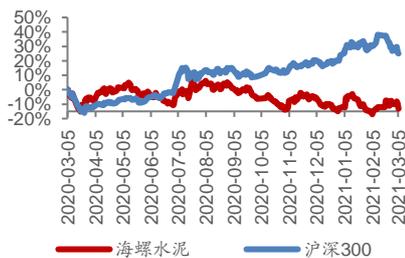


## 业绩符合预期,“十四五”值得期待

投资评级: 买入 (维持)

报告日期:	2021-03-08
收盘价 (元)	51.21
近 12 个月最高/最低 (元)	45.98/63.56
总股本 (百万股)	5299
流通股本 (百万股)	4000
流通股比例 (%)	75.49
总市值 (亿元)	2714
流通市值 (亿元)	2048

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 石林

执业证书号: S0010520060001

电话: 15652540369

邮箱: shilin@hazq.com

### 相关报告

- 《三季报点评: 营收快速增长, 在手现金充足》2020-10-28
- 《半年报深度点评: 盈利水平提升, 下半年业绩弹性可期》2020-08-26
- 《海螺水泥: 拥有坚实壁垒的周期核心资产》2020-07-24

**事件:** 公司发布 2020 年业绩快报, 报告期内实现营收 1762.43 亿元, 同比增长 12.23%; 实现归母净利润 351.30 亿元, 同比增长 4.58%。

### 主要观点:

#### 业绩符合预期, 销量稳健增长

分季度来看, 2020 年 Q1-Q4 公司分别实现营收为 232.07/508.00/499.77/522.59 亿元, 同比 -23.91%/+23.47%/+27.78%/+12.93%; 实现归母净利润 49.13/111.56/86.50/104.11 亿元, 同比-19.21%/+21.55%/+1.10%/+6.48%。报告期内, 公司水泥和熟料净销量同比实现稳定增长, 水泥熟料综合成本也有所下降。

#### 费用率和资本结构持续优化

2020 年前三季度公司毛利率承压, 我们认为主要有三个原因: 1) 2020Q3 雨季期间价格下滑; 2) 煤价波动带来成本提升; 3) 公司非水泥贸易业务 (其他业务) 在 2020 年规模显著扩大, 对整体毛利形成拖累。2020Q4 水泥旺季涨价时点较早, 华东地区实现涨幅 30-40 元/吨, 预计对毛利形成支撑。

费用率方面, 公司 2020 年前三季度销售费用率 2.33%, 同比下降 0.5pct; 管理费用率 2.62%, 同比下降 0.43 pct。此外, 2020Q3 期末公司合同负债余额较年初上升 77.56%, 显示出水泥销售的良好表现。

2020H1 公司资产负债率同比下降 0.19 pct 至 18.81%, 创造历史新低, 2020Q3 资产负债率小幅上升至 19.86%, 但仍比 2019 年同期低 0.67 pct。

#### 2020 年水泥需求表现亮眼, 关注 2021H1 业绩弹性及估值修复

2020 年水泥行业表现出“急下滑、快恢复、趋稳定”的特征, 全年水泥产量达 23.8 亿吨, 同比增长 1.6%, 年总产量位居历史第 4 位, 保持高位平台期。从需求来看, 在特殊大环境下 2020 年水泥总需求的表现已十分亮眼。考虑到新增基建项目仍有相当部分未开工, 地产库存偏低叠加中央对宏观政策连续性、稳定性、可持续性的定调, 预计 2021 年需求端将保持韧性; 价格方面, 2020 年熟料产能净新增较多、疫情及雨季影响、进口熟料显著增加等多重因素驱动下, 熟料价格承压较明显, 影响了 2020Q4 水泥涨价力度及持续性, 也带来 2021 开年时熟料价格低位运行。因此, 我们对于 2021H1 水泥量价弹性保持较好预期。

当前各区域水泥龙头普遍处于估值低位, 股息率达到 3-5% 的较高位置, 安全边际和投资价值凸显。我们认为水泥市场区域分化加大的背景下, 华东、华南龙头估值修复空间将更大。

### 业务扩张有序进行，“十四五”值得期待

2020H1 公司共有西藏、芜湖和缅甸等地的新产能投产及并购项目落地，2020H1 末熟料、水泥、骨料产能相比 2019 年末分别增长 600 万吨/700 万吨/150 万吨。我们认为从业务上，公司积极布局砂石骨料和混凝土，从区域上，围绕“一带一路”规划走向全球，双向扩张的成果在“十四五”将充分释放，打开业绩增量空间。

此外，水泥作为碳排放量占比较大的重点行业之一，预计也将很快迎来针对性的碳达峰行动方案 and 路线图。我们认为“十四五”期间水泥供给端约束的执行标准和执行力度将不断趋严；而水泥企业结合绿色智能化技术进行的产线改造预计也将成为碳达峰、碳中和必不可少的实现路径之一。公司作为水泥行业智能制造布局最早、技术最先进的企业之一，具备较大的先发优势，充分受益绿色环保的时代浪潮。

### 投资建议

公司作为我国水泥行业标杆性企业，行业供给侧改革和矿山资源化趋势将赋予其更大的长期投资价值。同时，公司从业务和区域两个维度进行双向扩张，骨料、混凝土业务和海外市场都拥有巨大的开拓空间，公司规模将远不止于当下，是值得长期配置的周期核心资产。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 351.31/373.46/400.51 亿元，对应 EPS 分别为 6.63/7.05/7.56 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

基建和地产投资不及预期；公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期；相关政策实施力度不及预期。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	157030	176210	186749	196192
收入同比(%)	22.3%	12.2%	6.0%	5.1%
归属母公司净利润	33593	35131	37346	40051
净利润同比(%)	12.7%	4.6%	6.3%	7.2%
毛利率(%)	33.3%	30.2%	31.4%	31.6%
ROE(%)	24.5%	21.9%	20.3%	19.1%
每股收益(元)	6.34	6.63	7.05	7.56
P/E	8.64	7.79	7.32	6.83
P/B	2.11	1.71	1.49	1.31
EV/EBITDA	5.28	3.61	3.38	2.66

资料来源：wind，华安证券研究所

## 附：公司重点数据

图表1 公司分季度营收及增速



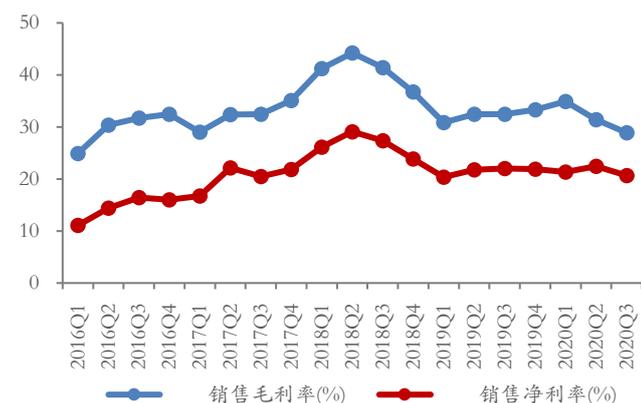
资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 公司分季度归母净利润及增速



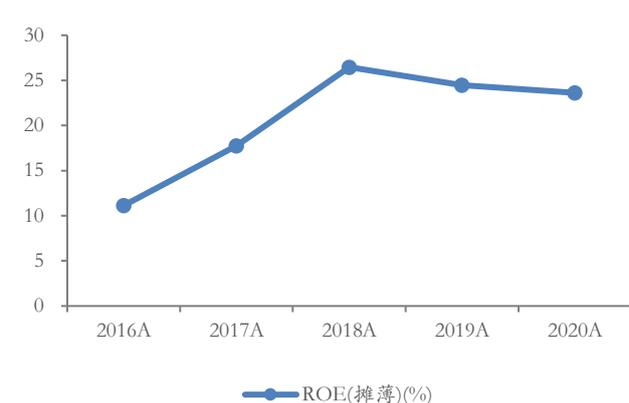
资料来源：wind，华安证券研究所

图表3 公司毛利率和净利率变化情况



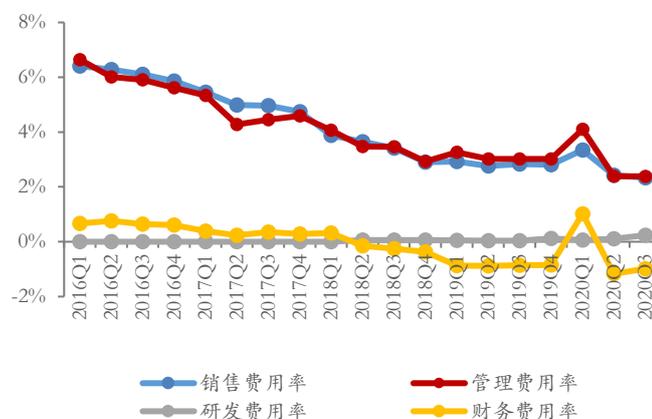
资料来源：wind，华安证券研究所

图表4 公司 ROE 变化情况



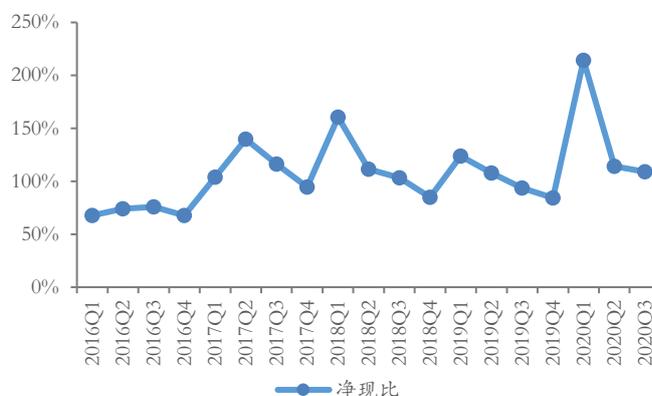
资料来源：wind，华安证券研究所

图表5 公司费用率变化情况



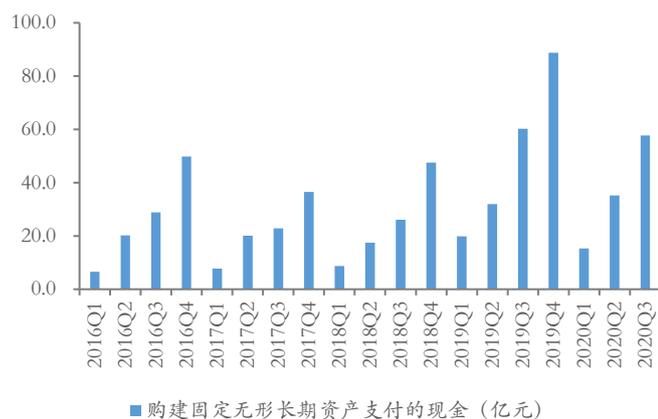
资料来源：wind，华安证券研究所

图表6 公司净现比变化情况



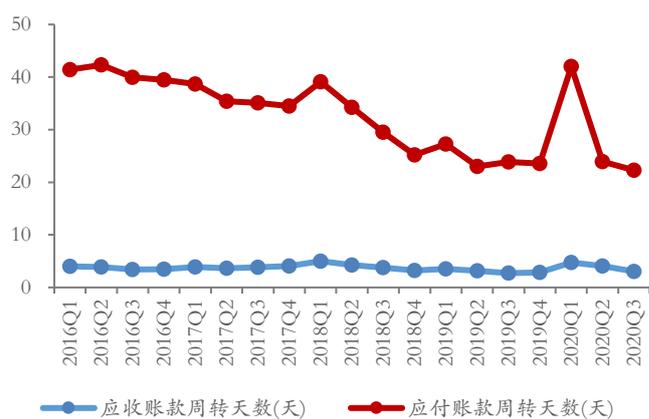
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司分季度资本支出情况



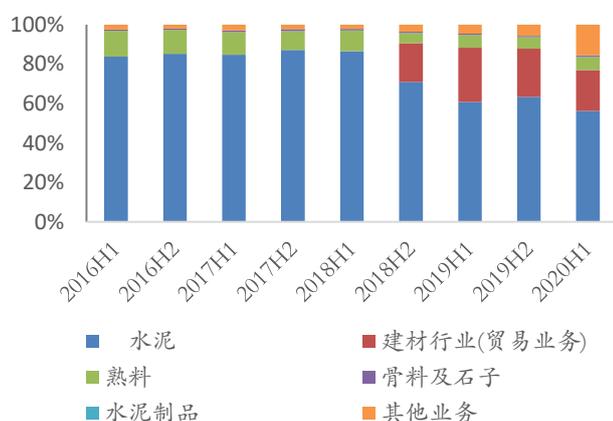
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司应收账款与应付账款变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司主要产品构成比例



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	97110	136785	163006	192209	
现金	54977	76364	103243	132189	
应收账款	1274	1867	1762	1840	
其他应收款	3623	8994	10154	8403	
预付账款	2692	2790	3176	3271	
存货	5572	9165	8621	8717	
其他流动资产	28972	37605	36050	37789	
<b>非流动资产</b>	81668	76403	75575	74676	
长期投资	3821	3821	3821	3821	
固定资产	58858	48195	44053	38789	
无形资产	9979	13305	15081	17318	
其他非流动资产	9010	11083	12620	14749	
<b>资产总计</b>	178777	213189	238581	266885	
<b>流动负债</b>	27421	37299	37564	39255	
短期借款	2942	3530	4236	5083	
应付账款	7304	10267	9906	10305	
其他流动负债	17176	23502	23422	23867	
<b>非流动负债</b>	9036	9460	9610	9837	
长期借款	3871	4646	5110	5621	
其他非流动负	5164	4814	4500	4216	
<b>负债合计</b>	36457	46759	47174	49092	
少数股东权益	4959	6233	7309	8462	
股本	5299	5299	5299	5299	
资本公积	10587	10587	10587	10587	
留存收益	121475	144311	168212	193444	
归属母公司股	137362	160197	184098	209330	
<b>负债和股东权</b>	178777	213189	238581	266885	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金</b>	40738	42407	47310	51905	
净利润	33593	35131	37346	40051	
折旧摊销	5271	15374	8139	9330	
财务费用	-1106	293	398	485	
投资损失	-1185	-1762	-934	-981	
营运资金变动	2312	-7999	1217	1587	
其他经营现金	33134	44501	37271	39897	
<b>投资活动现金</b>	-20689	-9444	-7444	-8730	
资本支出	-8651	-10300	-7439	-8710	
长期投资	-13606	-1000	-1000	-1000	
其他投资现金	1568	1856	995	980	
<b>筹资活动现金</b>	-7912	-11576	-12987	-14229	
短期借款	1565	588	706	847	
长期借款	1265	774	465	511	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	3	0	0	0	
其他筹资现金	-10744	-12939	-14157	-15588	
<b>现金净增加额</b>	12156	21387	26879	28946	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	157030	176210	186749	196192	
营业成本	104760	122978	128135	134114	
营业税金及附加	1403	1762	1885	1899	
销售费用	4417	4053	4992	5092	
管理费用	4741	4405	5255	5450	
财务费用	-1338	-890	-1246	-1771	
资产减值损失	-1164	-583	-647	-798	
公允价值变动收	-258	-94	-61	1	
投资净收益	1209	1762	934	981	
<b>营业利润</b>	44057	46743	49254	52878	
营业外收入	648	475	600	600	
营业外支出	149	100	100	100	
<b>利润总额</b>	44557	47118	49754	53378	
所得税	10205	10713	11333	12173	
<b>净利润</b>	34352	36406	38421	41205	
少数股东损益	759	1274	1076	1154	
<b>归属母公司净利润</b>	33593	35131	37346	40051	
EBITDA	46793	58175	54438	58748	
EPS (元)	6.34	6.63	7.05	7.56	

### 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.3%	12.2%	6.0%	5.1%
营业利润	10.5%	6.1%	5.4%	7.4%
归属于母公司净利	12.7%	4.6%	6.3%	7.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	33.3%	30.2%	31.4%	31.6%
净利率(%)	10.72%	10.72%	21.4%	19.9%
ROE(%)	24.5%	21.9%	20.3%	19.1%
ROIC(%)	20.8%	18.5%	17.4%	16.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	20.4%	21.9%	19.8%	18.4%
净负债比率(%)	25.6%	28.1%	24.6%	22.5%
流动比率	3.54	3.67	4.34	4.90
速动比率	3.24	3.35	4.03	4.59
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.88	0.83	0.78	0.74
应收账款周转率	123.29	94.39	105.99	106.61
应付账款周转率	14.34	11.98	12.93	13.01
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊	6.34	6.63	7.05	7.56
每股经营现金流	7.69	8.00	8.93	9.79
每股净资产(最新	25.92	30.23	34.74	39.50
<b>估值比率</b>				
P/E	8.64	7.79	7.32	6.83
P/B	2.11	1.71	1.49	1.31
EV/EBITDA	5.28	3.61	3.38	2.66

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。