

控本降费显著，业绩稳健增长

华泰研究

2021年3月07日 | 中国内地

公告点评

基础材料/建材

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

67.90

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +86-755-22660892

研究员 龚劼
SAC No. S0570519110002 gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354 +86-21-28972097

研究员 张艺露
SAC No. S0570520070002 zhangyilu@htsc.com

联系人 林晓龙
SAC No. S0570120090022 linxiaolong@htsc.com

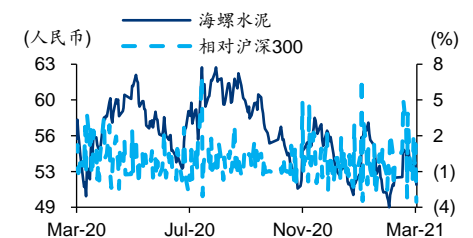
华泰证券 2021 春季线上策略会



基本数据

目标价(人民币)	67.90
收盘价(人民币 截至3月5日)	51.21
市值(人民币百万)	271,377
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,720
52周价格范围(人民币)	49.00-62.69
BVPS(人民币)	28.59

股价走势图



资料来源: Wind

不惧疫情及雨水影响，2020年归母净利创历史新高

公司公告2020年业绩快报，全年实现收入1762亿元，同比+12.2%；实现归母净利351亿元，同比+4.6%；扣非归母净利332亿元，同比+1.4%，归母净利略低于我们预测的355亿元，我们预计与低毛利贸易业务大增有关。尽管2020年有疫情、雨水的影响，但公司全年水泥熟料销量同比稳定增长，成本及期间费用同比均有下降。我们认可公司在水泥行业的龙头地位，且下游需求稳健、新增供给少，根据快报情况，我们小幅下调公司20-22年EPS至6.63/6.79/7.01元（调整前6.70/6.96/7.25元），维持“买入”评级。

Q4归母净利环比增长20%，全年资产结构持续优化

根据业绩快报，我们测算公司20Q4实现收入523亿元，同比+12.9%，环比+4.6%；实现归母净利润104亿元，同比+6.5%，环比+20.4%，公司Q4收入、归母净利润同比环比均实现较好增长，疫情反复影响下彰显龙头典范。公司2020年末资产总额2010亿元，归母净资产1618亿元，同比均实现同比两位数增速，为12.4%、17.8%；公司20Q3末资产负债率19.9%，年末资产负债率下降至19%以下，资产负债结构持续优化。

21年需求展望稳健，碳中和下行业供给有望进一步优化

根据数字水泥网，今年春节后华东熟料已开展两轮提价，累计涨幅60元/吨，显示21Q1下游需求旺盛。2021年政府工作报告确定全年GDP增长目标6%以上，并加大安排中央预算内投资至6100亿元，同比多100亿元，新开工改造城镇老旧小区5.3万个，同比多1.4万个，我们预计21年水泥需求有望稳健增长。此外，碳中和目标下，生态环境部、工信部等部委加快推进电力、钢铁、水泥等行业碳减排和碳排放权交易市场建设。我们认为这将有助于提升行业节能减排标准和准入门槛，优化水泥行业供给格局，有利于海螺水泥等在单耗及节能方面持续领先行业的龙头企业做大做强。

小幅下调20-22年盈利预测，维持“买入”

公司“T”型战略布局完善，拥有丰富的矿山资源和核心城市市场。21年水泥需求有望稳健增长，且碳减排下行业产能有望进一步压减，龙头技术成本优势突出。由于国内疫情可控经济快速恢复、逆周期调节力度略低于预期，我们上调公司贸易业务收入预测，同时小幅下调公司20-22年归母净利润预测至351/360/372亿元（调整前355/369/384亿元）。当前可比公司对应21年Wind一致预期平均6.3xPE，考虑到公司技术、成本和资源优势大，在手现金充裕且分红有望提升，中长期发展可期，我们认可给予公司21年10xPE，目标价67.9元（前值69.6元），维持“买入”评级。

风险提示：地产新开工大幅快速下滑，水泥价格大幅度下行等。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	128,403	157,030	176,238	184,660	193,075
+/-%	70.50	22.30	12.23	4.78	4.56
归属母公司净利润(人民币百万)	29,814	33,593	35,130	36,006	37,170
+/-%	88.05	12.67	4.58	2.49	3.23
EPS(人民币,最新摊薄)	5.63	6.34	6.63	6.79	7.01
ROE(%)	29.51	26.87	23.48	20.62	18.54
PE(倍)	9.10	8.08	7.73	7.54	7.30
PB(倍)	2.41	1.98	1.68	1.45	1.27
EV EBITDA(倍)	7.95	4.48	4.14	4.17	4.05

资料来源:公司公告、华泰研究预测

公司近期经营数据一览

本次业绩调整系根据公司 2020 年业绩快报，我们上调公司贸易业务销量及价格成本预测。

图表1：盈利预测调整表

	原预测(调整前)			现预测(调整后)			变化幅度(%, pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
收入(亿元)	1599.2	1630.7	1663.4	1762.4	1846.6	1930.7	10.2%	13.2%	16.1%
毛利率(%)	33.9%	34.2%	34.6%	30.9%	30.4%	30.0%	-3.0pct	-3.8pct	-4.6pct
期间费用率(%)	4.6%	4.4%	4.1%	4.4%	4.2%	4.1%	-0.2pct	-0.2pct	0.0pct
归母净利润(亿元)	355.1	368.7	384.0	351.3	360.1	371.7	-1.1%	-2.3%	-3.2%

资料来源：公司年报、Wind、华泰研究预测

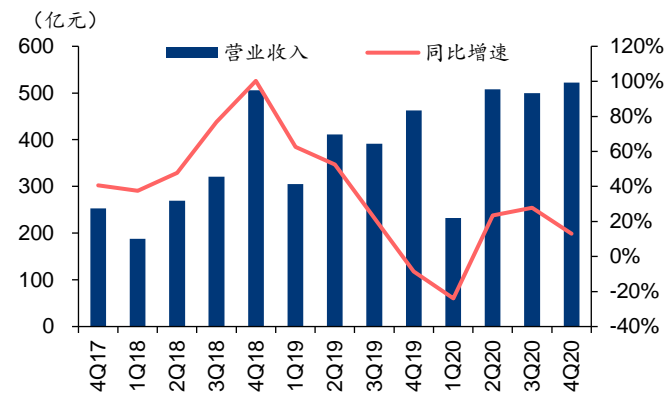
图表2：可比公司估值表(2021/3/7)

公司名称	股票代码	市值(亿元)	每股收益(元/股)			P/E(x)			每股净资产(元/股)			P/B(x)		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
冀东水泥	000401 CH	206	2.13	2.44	2.83	7.18	6.27	5.41	12.40	14.36	16.62	1.23	1.06	0.92
上峰水泥	000672 CH	167	3.03	3.66	4.15	6.78	5.61	4.95	9.08	12.33	15.92	2.26	1.66	1.29
万年青	000789 CH	106	2.02	2.38	2.55	6.55	5.55	5.19	8.03	10.23	12.49	1.65	1.29	1.06
天山股份	000877 CH	186	1.53	1.94	2.14	11.57	9.13	8.29	10.20	11.66	13.24	1.74	1.52	1.34
塔牌集团	002233 CH	147	1.51	1.90	2.05	8.18	6.50	6.01	8.76	10.58	11.98	1.41	1.17	1.03
祁连山	600720 CH	111	2.36	2.71	2.90	6.07	5.27	4.93	10.46	12.36	14.33	1.37	1.16	1.00
宁夏建材	600449 CH	69	2.02	2.66	2.88	7.17	5.45	5.02	13.21	16.74	19.67	1.10	0.86	0.74
华新水泥	600801 CH	461	2.70	3.36	3.62	8.14	6.54	6.07	11.30	14.21	16.72	1.95	1.55	1.31
平均值						7.71	6.29	5.73				1.59	1.28	1.09
海螺水泥	600585 CH	2,714	6.63	6.79	7.01	7.73	7.54	7.30	30.55	35.35	40.33	1.68	1.45	1.27

注：除海螺水泥外，盈利预测均来自 Wind 一致预期。

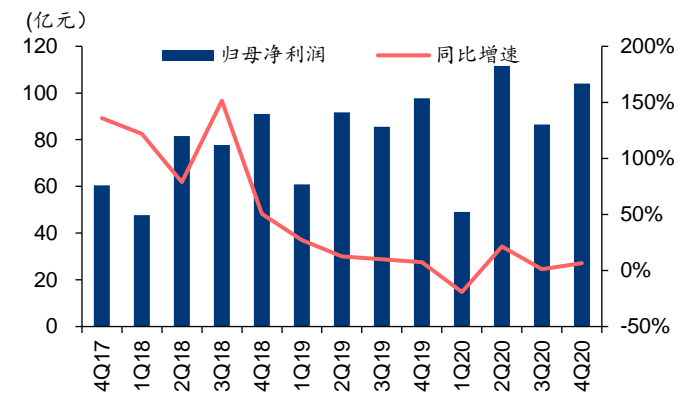
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表3：海螺水泥单季度收入及同比增速



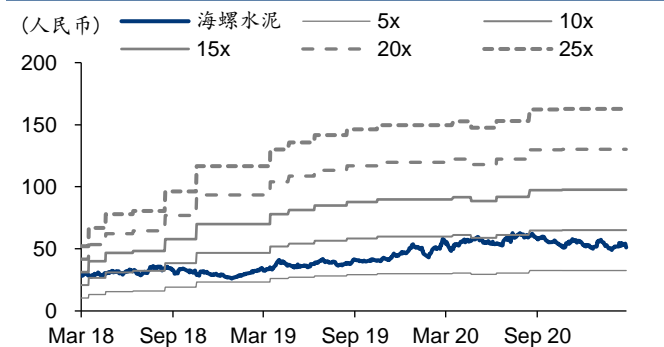
资料来源：Wind、华泰研究

图表4：海螺水泥单季度归母净利润及同比增速



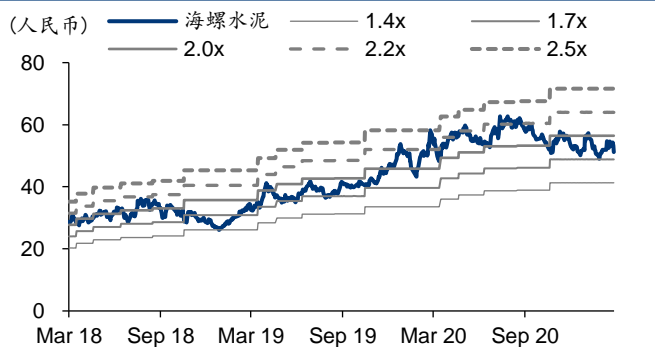
资料来源：Wind、华泰研究

图表5：海螺水泥 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：海螺水泥 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37,619	72,053	113,755	128,981	145,150
现金	24,760	37,619	54,977	68,291	82,280
应收账款	1,233	1,274	1,449	1,518	1,587
其他应收账款	11,134	3,044	3,380	3,541	3,703
预付账款	2,109	2,692	3,130	3,304	3,473
存货	6,023	5,572	6,673	7,044	7,404
其他流动资产	776.23	4,393	4,393	4,393	4,393
非流动资产	111,928	106,724	94,607	107,605	120,635
长期投资	3,182	3,821	4,585	5,502	6,602
固定投资	60,320	58,858	59,788	62,082	64,499
无形资产	8,372	9,979	11,089	12,159	13,190
其他非流动资产	40,054	34,066	19,145	27,862	36,343
资产总计	149,547	178,777	208,362	236,586	265,785
流动负债	26,152	27,421	30,795	32,139	33,518
短期借款	1,377	2,942	3,525	3,693	3,861
应付账款	6,396	7,304	8,341	8,805	9,255
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	6,978	9,036	9,526	9,735	9,943
长期借款	2,607	3,871	4,362	4,570	4,779
其他非流动负债	4,371	5,164	5,164	5,164	5,164
负债合计	33,129	36,457	40,321	41,873	43,461
少数股东权益	3,729	4,959	6,148	7,367	8,625
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,585	10,587	10,587	10,587	10,587
留存公积	96,695	121,332	146,006	171,459	197,813
归属母公司股东权益	112,689	137,362	161,893	187,346	213,700
负债和股东权益	149,547	178,777	208,362	236,586	265,785

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	36,059	40,738	39,974	41,243	42,462
净利润	29,814	33,593	35,130	36,006	37,170
折旧摊销	4,953	5,271	5,589	5,995	6,425
财务费用	(474.09)	(1,338)	(1,319)	(1,878)	(2,345)
投资损失	(634.79)	(1,185)	(1,239)	(1,200)	(1,200)
营运资金变动	1,370	2,425	(540.53)	(62.29)	(9.55)
其他经营现金	1,030	1,973	2,353	2,383	2,422
投资活动现金	(25,670)	(20,689)	(18,454)	(18,956)	(19,419)
资本支出	4,749	8,874	9,693	10,156	10,619
长期投资	21,504	13,500	10,000	10,000	10,000
其他投资现金	(582.42)	(1,685)	(1,239)	(1,200)	(1,200)
筹资活动现金	(10,980)	(7,912)	(8,206)	(8,298)	(8,094)
短期借款	442.12	1,565	583.06	168.43	168.31
长期借款	(2,254)	1,265	490.59	208.44	208.28
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.42	2.57	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(9,177)	(10,744)	(9,280)	(8,675)	(8,471)
现金净增加额	(590.73)	12,137	13,314	13,989	14,949

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	128,403	157,030	176,238	184,660	193,075
营业成本	81,230	104,760	121,777	128,554	135,120
营业税金及附加	1,458	1,403	1,575	1,650	1,725
营业费用	3,733	4,417	4,406	4,709	5,020
管理费用	3,752	4,741	4,670	4,893	5,213
财务费用	(474.09)	(1,338)	(1,319)	(1,878)	(2,345)
资产减值损失	(209.42)	(1,170)	(1,049)	(1,099)	(1,149)
公允价值变动收益	22.83	257.60	50.00	50.00	50.00
投资净收益	658.49	1,209	1,239	1,200	1,200
营业利润	39,882	44,057	46,270	47,783	49,344
营业外收入	590.68	648.13	986.21	648.13	648.13
营业外支出	843.84	148.62	148.62	148.62	148.62
利润总额	39,629	44,557	47,108	48,283	49,843
所得税	8,993	10,205	10,789	11,058	11,416
净利润	30,636	34,352	36,319	37,224	38,428
少数股东损益	821.73	759.25	1,189	1,219	1,258
归属母公司净利润	29,814	33,593	35,130	36,006	37,170
EBITDA	46,056	49,816	49,400	50,848	52,422
EPS (人民币, 基本)	5.63	6.34	6.63	6.79	7.01

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	70.50	22.30	12.23	4.78	4.56
营业利润	91.51	10.47	5.02	3.27	3.27
归属母公司净利润	88.05	12.67	4.58	2.49	3.23
获利能力 (%)					
毛利率	36.74	33.29	30.90	30.38	30.02
净利率	23.22	21.39	19.93	19.50	19.25
ROE	29.51	26.87	23.48	20.62	18.54
ROIC	37.53	35.61	32.73	29.60	27.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.15	20.39	19.35	17.70	16.35
净负债比率 (%)	20.33	22.62	23.12	23.16	23.18
流动比率	2.76	3.54	3.69	4.01	4.33
流动比率	2.52	3.34	3.48	3.79	4.11
营运能力					
总资产周转率	0.95	0.96	0.91	0.83	0.77
应收账款周转率	112.03	131.46	124.51	124.38	122.68
应付账款周转率	14.27	16.53	15.00	14.96	14.72
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	5.63	6.34	6.63	6.79	7.01
每股经营现金流(最新摊薄)	6.80	7.69	7.54	7.78	8.01
每股净资产(最新摊薄)	21.26	25.92	30.55	35.35	40.33
估值比率					
PE (倍)	9.10	8.08	7.73	7.54	7.30
PB (倍)	2.41	1.98	1.68	1.45	1.27
EV EBITDA (倍)	7.95	4.48	4.14	4.17	4.05

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、龚劼、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、龚劼、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司