

## 业绩符合预期，价值属性凸显

## ——业绩快报点评

## 核心观点

- **Q4 经营稳健，业绩符合预期。**3月5日公司发布业绩快报，预计20年实现营收/归母净利润分别为1762.4/351.3亿，YoY+12.2%/4.6%；其中20Q4实现营收/归母净利润分别为522.6/104.1亿，YoY+12.9%/6.5%，业绩基本符合预期。报告期内公司业绩稳健增长，一是由于公司管控加强，水泥及熟料吨成本/三费均有下降带动吨盈利提升，二是销量实现稳定增长。净利润增速低于收入增速，主要由于其他业务增速较快，而其他业务毛利率较低。
- **需求稳定增长，21年有望保持韧性。**受20H1大量基建申报项目在20Q4逐渐开工拉动，估算20Q4公司水泥熟料自产品销量约9500万吨，YoY+4.4%，拉动公司20年自产品销量约3.25亿吨，YoY+0.6%。考虑到20H1申报项目将在21年进入主要建设阶段，基建端仍有拉动，预计水泥需求韧性仍存。
- **涨价旺季有望提前带动吨盈利提升，短期仍略有承压。**我们测算报告期内公司水泥熟料自产品吨扣非盈利提升1元至102元，其中20Q4吨扣非盈利下降2元至103元，主要由于受疫情/较长梅雨季影响，吨均价低于去年同期。考虑到21年初华东水泥均价低于20年同期，且煤炭价格从20年12月开始大幅走高，我们判断短期公司吨盈利仍有承压。但下游需求继续向好，华东熟料已提前涨价，我们判断水泥旺季亦有望提前，带动水泥吨盈利提升。
- **碳中和或为下一个催化剂，价值属性凸显。**水泥属于高碳排放行业，在碳中和趋势下，水泥行业为实现降碳，落后产能有望淘汰/错峰限产有望趋严。公司重点布局华东/中南市场，长期需求有潜力，且积极布局上游骨料，拓展与建材相关的其他业务，打开盈利增长空间。从过去1-5年的维度看，与建材行业其他一线标的相比，公司估值分位仍处于较低水平，价值属性凸显。

## 财务预测与投资建议

- 预测20-22年EPS为6.63/6.82/6.96元（原6.62/6.74/6.83元），盈利预测略微上调主要考虑到公司其他业务增速较快。参考公司2014年至今平均10XPE，公司水泥行业龙头，核心布局区域长期需求有支撑，竞争优势明显。我们认可给予公司21年10XPE，对应目标价68.20元，维持“增持”评级。

**风险提示：**地产需求不及预期；原材料成本大幅上升；海外业务拓展不及预期。

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	128,403	157,030	176,243	183,106	188,290
同比增长(%)	70.5%	22.3%	12.2%	3.9%	2.8%
营业利润(百万元)	39,882	44,057	46,076	47,413	48,363
同比增长(%)	91.5%	10.5%	4.6%	2.9%	2.0%
归属母公司净利润(百万元)	29,814	33,593	35,130	36,142	36,862
同比增长(%)	88.0%	12.7%	4.6%	2.9%	2.0%
每股收益(元)	5.63	6.34	6.63	6.82	6.96
毛利率(%)	36.7%	33.3%	30.8%	30.1%	29.4%
净利率(%)	23.2%	21.4%	19.9%	19.7%	19.6%
净资产收益率(%)	29.5%	26.9%	23.4%	20.6%	18.3%
市盈率	9.1	8.1	7.7	7.5	7.4
市净率	2.4	2.0	1.7	1.4	1.3

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。

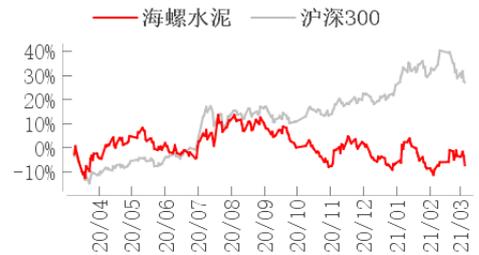


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月05日)	51.21元
目标价格	68.2元
52周最高价/最低价	63.56/45.98元
总股本/流通A股(万股)	529,930/529,930
A股市值(百万元)	271,377
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年03月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.99	2.03	-5.57	-7.16
相对表现	-4.4	2.68	-15.35	-18.45
沪深300	0.41	-0.65	9.78	11.29



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

贸易业务拉低盈利能力，管控能力继续凸显	2020-10-29
业绩韧性突出，即将进入传统旺季	2020-08-22
水泥龙头，价值投资首选：——首次覆盖报告	2020-06-18

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。

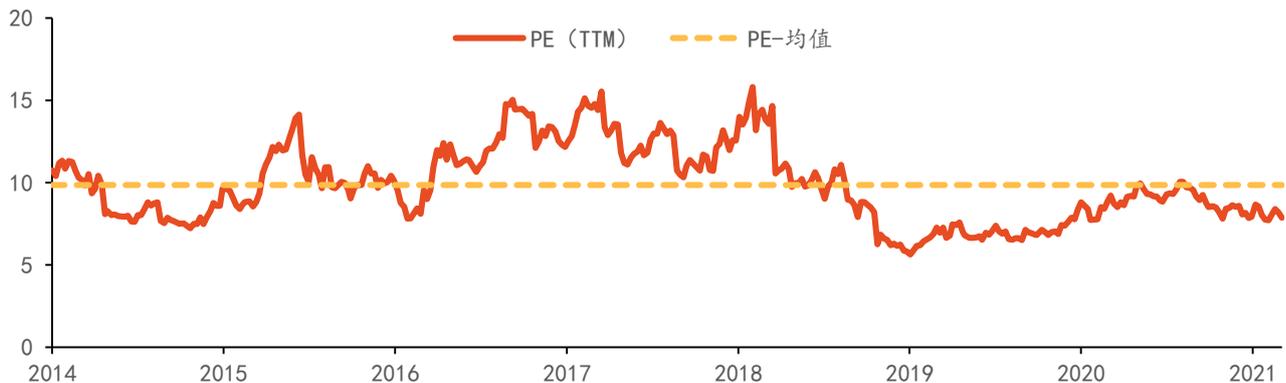
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

**我们选用历史估值法。**水泥行业受供给侧结构性改革影响，16-20 年新增供给有限，而需求相对平稳，行业从 16 年开始进入周期上行期，水泥及熟料价格不断提升，行业盈利逐年向好。而水泥行业是典型的周期行业，目前处于行业景气高点，虽然供给端新增产能受限，但不排除未来需求端下滑导致行业进入下行周期，因此采用绝对估值法会产生较大误差。而公司重点布局华东/华南市场，在人口持续流入华东/华南的趋势下，长期来看公司需求有支撑，此外公司竞争优势明显，且拥有相对充沛的货币资金，其估值水平相对可比公司偏高。考虑到公司主业并无大幅变动，历史上经历过多轮周期，因此我们选用历史估值法。

**公司 2014 年至今平均 PE (TTM) 为 10X。**我们选取 2014 年至今 (2014/1/2-2021/3/6) PE (TTM) 进行估值，一方面考虑到水泥行业 2014 年之后产量与需求均出现下滑，需求进入平台期，在此期间的估值水平有更好的指导意义；另一方面，水泥行业受地产周期的影响在历史上呈现 3-4 年的周期波动，在 2014-2021 年中至少包含一个完整的周期。

图 1: 公司 2014 年至今 (14/01/02-21/3/6) PE (TTM)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 6.63/6.82/6.96 元 (原 6.62/6.74/6.83 元)。盈利预测略有提升，主要考虑到公司加快建材相关产业链布局，与建材相关的其他业务增速较快，带来盈利增长。公司水泥行业龙头，熟料产能位列国内第二，重点布局华东/华南市场，长期需求有支撑。公司竞争优势明显，单吨盈利高出同业约 28 元。此外公司积极拓展骨料业务和国际化布局，打开盈利增长空间。同时考虑到公司资产负债率较低且拥有较为充沛的在手现金，我们认可给予公司 21 年 10XPE，对应目标价 68.20 元，维持“增持”评级。

## 风险提示

**地产需求拉动不及预期。**随着房企融资“三条红线”的实行，房地产有息负债增速可能受到抑制，导致地产端需求拉动可能不及预期。

**原材料成本大幅上升风险。**受环保影响，矿山政策趋严，小厂加速退出，可能导致原材料石灰石价格大幅上涨，对公司原材料成本产生负面影响。

**海外业务拓展不及预期风险。**公司海外市场拓展可能面临获取资源困难，以及当地竞争对手竞争加剧，导致项目拓展不及预期以及盈利不及预期。

**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	37,619	54,977	70,373	88,487	107,556	营业收入	128,403	157,030	176,243	183,106	188,290
应收票据及应收账款	14,367	9,649	11,103	11,536	11,862	营业成本	81,230	104,760	121,986	128,035	132,987
预付账款	2,109	2,692	2,996	3,113	3,201	营业税金及附加	1,458	1,403	1,931	1,907	1,902
存货	6,023	5,572	6,709	7,042	7,314	营业费用	3,733	4,417	4,463	4,474	4,441
其他	11,935	24,220	30,005	33,253	36,466	管理费用及研发费用	3,823	4,928	4,876	5,025	4,991
<b>流动资产合计</b>	<b>72,053</b>	<b>97,110</b>	<b>121,187</b>	<b>143,430</b>	<b>166,400</b>	财务费用	(474)	(1,338)	(1,026)	(1,560)	(2,147)
长期股权投资	3,182	3,821	4,300	4,800	5,200	资产、信用减值损失	209	1,170	170	85	71
固定资产	60,320	58,858	61,902	64,530	66,674	公允价值变动收益	23	258	84	86	90
在建工程	1,909	4,037	4,050	4,060	4,069	投资净收益	658	1,209	1,221	1,233	1,246
无形资产	8,372	9,979	10,454	11,102	11,915	其他	778	901	927	954	981
其他	3,711	4,972	3,195	3,210	3,225	<b>营业利润</b>	<b>39,882</b>	<b>44,057</b>	<b>46,076</b>	<b>47,413</b>	<b>48,363</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>77,494</b>	<b>81,668</b>	<b>83,901</b>	<b>87,703</b>	<b>91,083</b>	营业外收入	591	648	665	671	678
<b>资产总计</b>	<b>149,547</b>	<b>178,777</b>	<b>205,088</b>	<b>231,133</b>	<b>257,483</b>	营业外支出	844	149	150	152	153
短期借款	1,377	2,942	2,500	2,000	1,500	<b>利润总额</b>	<b>39,629</b>	<b>44,557</b>	<b>46,591</b>	<b>47,933</b>	<b>48,888</b>
应付票据及应付账款	6,396	7,304	8,539	8,962	9,309	所得税	8,993	10,205	10,671	10,978	11,197
其他	18,379	17,176	17,300	17,505	17,660	<b>净利润</b>	<b>30,636</b>	<b>34,352</b>	<b>35,920</b>	<b>36,955</b>	<b>37,691</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>26,152</b>	<b>27,421</b>	<b>28,339</b>	<b>28,467</b>	<b>28,469</b>	少数股东损益	822	759	790	813	829
长期借款	2,607	3,871	3,371	2,871	2,371	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>29,814</b>	<b>33,593</b>	<b>35,130</b>	<b>36,142</b>	<b>36,862</b>
应付债券	3,499	3,498	3,498	3,498	3,498	每股收益(元)	5.63	6.34	6.63	6.82	6.96
其他	872	1,666	1,708	1,708	1,708						
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,978</b>	<b>9,036</b>	<b>8,577</b>	<b>8,077</b>	<b>7,577</b>						
<b>负债合计</b>	<b>33,129</b>	<b>36,457</b>	<b>36,916</b>	<b>36,545</b>	<b>36,046</b>						
少数股东权益	3,729	4,959	5,749	6,562	7,391						
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						
留存收益	96,695	121,332	146,393	171,996	198,015						
其他	110	144	144	144	144						
<b>股东权益合计</b>	<b>116,418</b>	<b>142,320</b>	<b>168,172</b>	<b>194,588</b>	<b>221,436</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>149,547</b>	<b>178,777</b>	<b>205,088</b>	<b>231,133</b>	<b>257,483</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	30,636	34,352	35,920	36,955	37,691
折旧摊销	4,568	4,476	4,615	5,143	5,677
财务费用	(474)	(1,338)	(1,026)	(1,560)	(2,147)
投资损失	(658)	(1,209)	(1,221)	(1,233)	(1,246)
营运资金变动	(6,228)	13,739	(1,982)	(360)	(258)
其它	8,216	(9,281)	1,878	(1)	(19)
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,059</b>	<b>40,738</b>	<b>38,183</b>	<b>38,944</b>	<b>39,697</b>
资本支出	(5,269)	(8,225)	(8,312)	(8,511)	(8,709)
长期投资	42	(659)	(494)	(515)	(415)
其他	(20,442)	(11,805)	(4,004)	(1,781)	(1,764)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25,670)</b>	<b>(20,689)</b>	<b>(12,810)</b>	<b>(10,806)</b>	<b>(10,888)</b>
债权融资	(4,519)	411	(493)	(545)	(545)
股权融资	8	3	0	0	0
其他	(6,469)	(8,325)	(9,484)	(9,479)	(9,195)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(10,980)</b>	<b>(7,912)</b>	<b>(9,977)</b>	<b>(10,024)</b>	<b>(9,740)</b>
汇率变动影响	19	19	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(571)</b>	<b>12,156</b>	<b>15,396</b>	<b>18,114</b>	<b>19,069</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	70.5%	22.3%	12.2%	3.9%	2.8%
营业利润	91.5%	10.5%	4.6%	2.9%	2.0%
归属于母公司净利润	88.0%	12.7%	4.6%	2.9%	2.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.7%	33.3%	30.8%	30.1%	29.4%
净利率	23.2%	21.4%	19.9%	19.7%	19.6%
ROE	29.5%	26.9%	23.4%	20.6%	18.3%
ROIC	26.2%	23.5%	20.9%	18.4%	16.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.2%	20.4%	18.0%	15.8%	14.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.76	3.54	4.28	5.04	5.84
速动比率	2.52	3.34	4.04	4.79	5.59
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	112.0	125.3	131.3	127.4	126.7
存货周转率	15.1	18.0	19.8	18.6	18.5
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	5.63	6.34	6.63	6.82	6.96
每股经营现金流	6.80	7.69	7.21	7.35	7.49
每股净资产	21.26	25.92	30.65	35.48	40.39
<b>估值比率</b>					
市盈率	9.1	8.1	7.7	7.5	7.4
市净率	2.4	2.0	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.8	4.5	4.3	4.1	4.1
EV/EBIT	5.4	4.9	4.7	4.6	4.6

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](http://www.dfzq.com.cn)