

证券研究报告—动态报告

建材

水泥 II

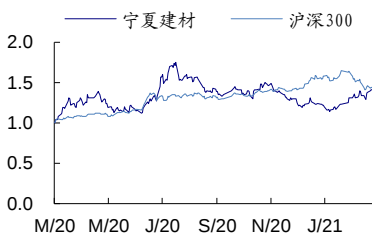
宁夏建材(600449)
买入

2020 年财报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 22 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	478/478
总市值/流通(百万元)	7,001/7,001
上证综指/深圳成指	3,405/13,606
12 个月最高/最低(元)	19.50/10.23

相关研究报告:

《宁夏建材-600449-2020 年中报点评: 供需格局改善明显, 量价齐升业绩大增》——2020-08-21
 《宁夏建材-600449-2019 年财报点评: 费用管控成果显著, 区域格局改善可期》——2020-03-31
 《宁夏建材-600449-2018 年半年报点评: 业绩增长主因价格提升, 关注下半年基建发力》——2018-08-23
 《宁夏建材-600449-2017 年年报点评: 区域供需改善, 价格上涨提升业绩》——2018-03-26
 《宁夏建材-600449-2017 年半年报点评: 区域需求好, 销售量价齐升》——2017-08-18

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

销量带动业绩增长, 经营质量持续优化
● 收入增长 6.66%, 净利润增长 41.61%, 拟 10 派 6.7

2020 年公司实现营收 51.10 亿, 同比增长 6.66%, 归母净利润实现 9.65 亿, 同比增长 25.49%, 扣非后归母净利润 9.23 亿, 同比增长 41.61%, EPS 为 2.02 元/股, 拟 10 派 6.7 元 (含税), 符合此前业绩预告。公司 Q4 单季度营收实现 12.36 亿, 同比增长 6.62%, 归母净利润 1.44 亿, 同比下降 10.04%, 扣非后归母净利润 1.50 亿, 同比增长 47.74%。公司业绩增长主要受益于销量增长以及内部管理加强等。

● 产品销量齐升, 网络物流平台业务发展顺利

公司全年水泥及熟料销量实现 1774.24 万吨, 同比增长 3.3%, 商混销量 190.14 万方, 同比增加 7.1%, 骨料销量 763.91 万吨, 同比增长 14.78%。我们测算水泥熟料吨收入和吨成本分别为 230 元和 154 元, 分别同比提高 0.6 元和 6.5 元, 成本端剔除销售相关的费用后同口径下吨成本同比下降约 6.7 元, 由此测算同口径下吨毛利约 89 元, 同比提高约 7.3 元。此外, 报告期内, 公司全资子公司开发的“我找车”网络货运业务今年首次实现收入 2435.64 万元, 作为公司降本增效的工具, 目前已上线车辆 37 万辆, 后续有望加快发展。

● 费用管控进一步强化, 经营质量持续优化

报告期内, 公司费用管控能力进一步强化, 管理、财务分别实现 5.84% (-0.53pct) 和 0.05% (-0.36pct), 销售费用率从成本端还原后约 7.35% (-1.31pct), 研发费用率小幅提高 0.04pct 至 0.09%, 期间费用率合计 13.33%, 同比减少 2.18pct。公司资产负债率进一步下行 2.27pct 至 19.36%, 实现历史新低水平, 账面净现金实现约 2.9 亿元, 经营性活动现金流净额为 10.9 亿元, 同比增长 10.3%, 经营质量持续优化。

● 区域格局有望持续改善, 维持“买入”评级

公司作为宁夏水泥龙头, 市占率近 50%, 在规模、管理、技术、品牌等方面具备明显优势, 去年以来区域周边开启电石渣水泥熟料企业错峰置换, 区域供给格局保持优化。今年宁夏重大项目拟投资 1540 亿, 较去年实际完成增加 6.6%, 区域需求具备支撑。预计 21-23 年 EPS 为 2.4/2.7/2.9 元/股, 对应 PE 为 6.2/5.5/5.1x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 经济下滑超预期; 区域供给格局恶化; 项目落地不及预期。
盈利预测和财务指标

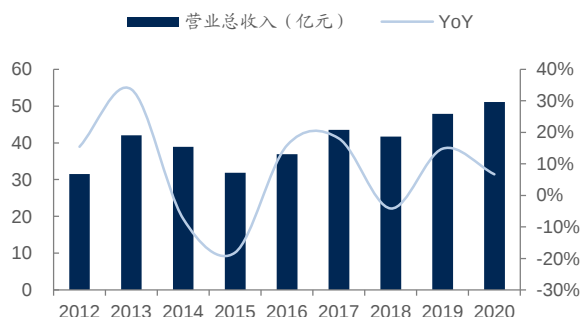
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,790	5,110	5,646	6,183	6,640
(+/-%)	14.8%	6.7%	10.5%	9.5%	7.4%
净利润(百万元)	769	965	1,126	1,270	1,379
(+/-%)	79.5%	25.5%	16.7%	12.7%	8.6%
摊薄每股收益(元)	1.61	2.02	2.36	2.66	2.88
EBIT Margin	19.9%	24.1%	24.4%	25.0%	25.1%
净资产收益率(ROE)	13.8%	15.3%	17.2%	18.8%	19.6%
市盈率(PE)	9.1	7.3	6.2	5.5	5.1
EV/EBITDA	6.7	5.5	5.5	5.1	4.9
市净率(PB)	1.25	1.11	1.07	1.03	1.00

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

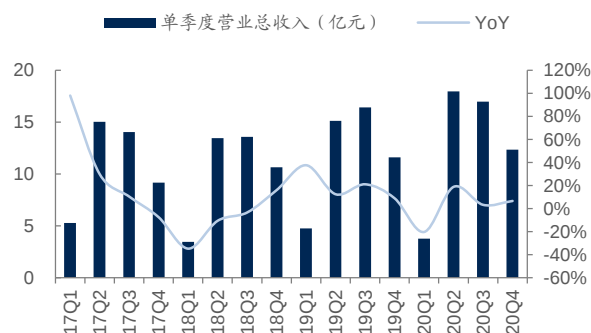
2020 年公司实现营收 51.10 亿，同比增长 6.66%，归母净利润实现 9.65 亿，同比增长 25.49%，扣非后归母净利润 9.23 亿，同比增长 41.61%，EPS 为 2.02 元/股，拟 10 派 6.7 元（含税），符合此前业绩预告。公司 Q4 单季度营收实现 12.36 亿，同比增长 6.62%，归母净利润 1.44 亿，同比下降 10.04%，扣非后归母净利润 1.50 亿，同比增长 47.74%。公司业绩增长主要受益于销量增长以及内部管理加强等。

图 1：公司营业收入及同比增速



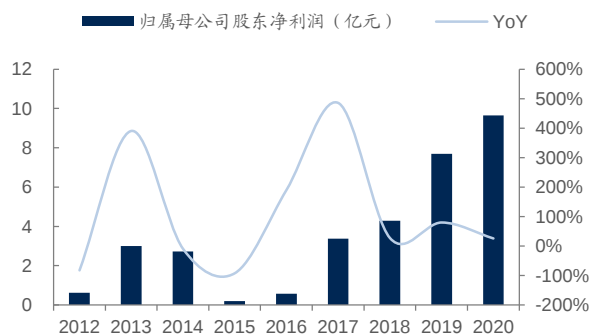
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



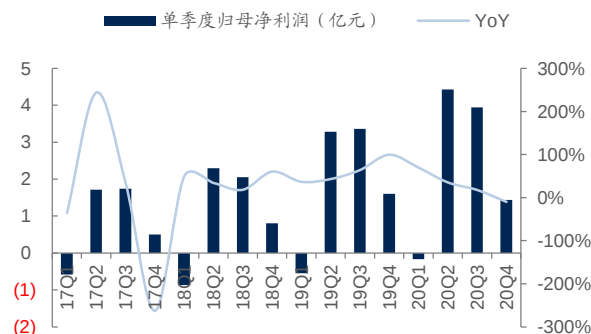
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

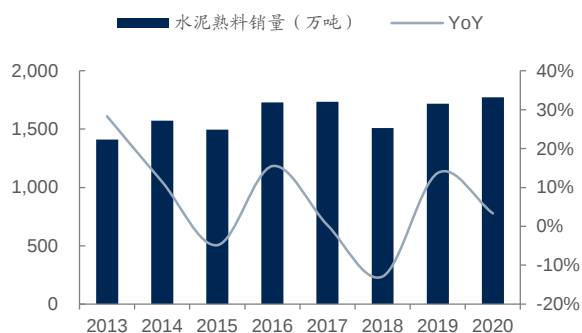
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

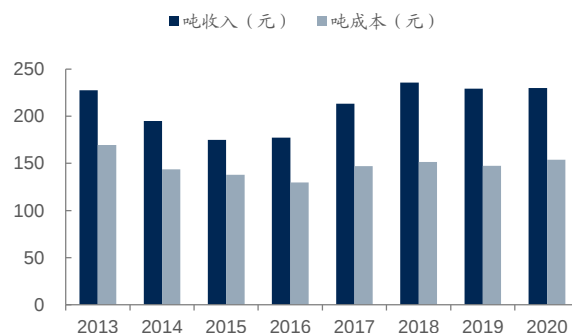
产品销量齐升，网络物流平台业务发展顺利。公司全年水泥及熟料销量实现 1774.24 万吨，同比增长 3.3%，商混销量 190.14 万方，同比增加 7.1%，骨料销量 763.91 万吨，同比增长 14.78%。我们测算水泥熟料吨收入和吨成本分别为 230 元和 154 元，分别同比提高 0.6 元和 6.5 元，成本端剔除销售相关的费用后同口径下吨成本同比下降约 6.7 元，由此测算同口径下吨毛利约 89 元，同比提高约 7.3 元。此外，报告期内，公司全资子公司开发的“我找车”网络货运业务今年首次实现收入 2435.64 万元，作为公司降本增效的工具，目前已上线车辆 37 万辆，后续有望加快发展。

图 5：公司水泥熟料销量



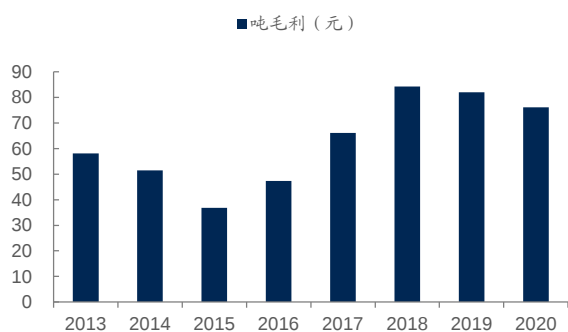
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司水泥熟料吨收入和吨成本



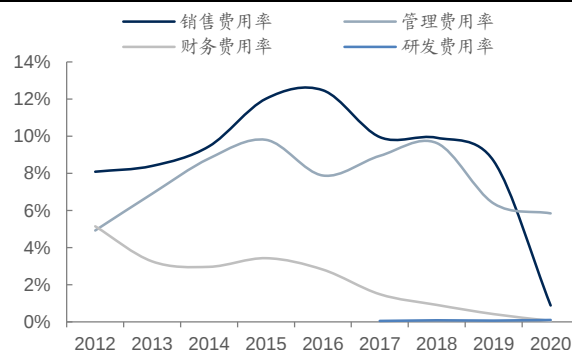
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司水泥熟料吨毛利



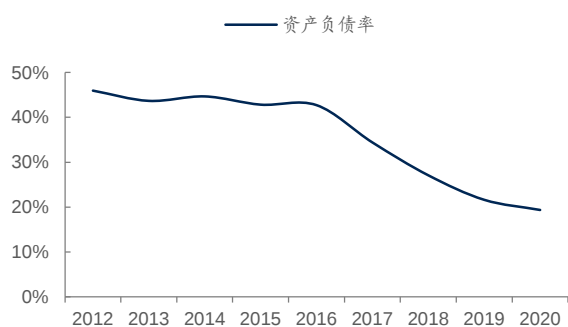
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用率 (%)



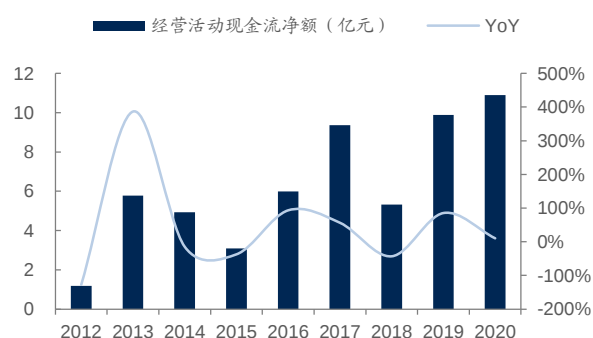
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司资产负债率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司经营活动现金流净额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用管控进一步强化，经营质量持续优化。报告期内，公司费用管控能力进一步强化，管理、财务分别实现 5.84% (-0.53pct) 和 0.05% (-0.36pct)，销售费用率从成本端还原后约 7.35% (-1.31pct)，研发费用率小幅提高 0.04pct 至 0.09%，期间费用率合计 13.33%，同比减少 2.18pct。公司资产负债率进一步下行 2.27pct 至 19.36%，实现历史新低水平，账面净现金实现约 2.9 亿元，经营性活动现金流净额为 10.9 亿元，同比增长 10.3%，经营质量持续优化。

区域格局有望持续改善，维持“买入”评级。公司作为宁夏水泥龙头，市占率近 50%，在规模、管理、技术、品牌等方面具备明显优势，去年以来区域周边开启电石渣水泥熟料企业错峰置换，区域供给格局保持优化。今年宁夏重大项目拟投资 1540 亿，较去年实际完成增加 6.6%，区域需求具备支撑。预计 21-23 年 EPS 为 2.4/2.7/2.9 元/股，对应 PE 为 6.2/5.5/5.1x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	722	2545	3138	3834	营业收入	5110	5646	6183	6640
应收款项	655	759	873	985	营业成本	3430	3783	4138	4461
存货净额	249	272	303	332	营业税金及附加	106	117	128	137
其他流动资产	875	872	1007	1054	销售费用	45	50	46	40
流动资产合计	3101	5050	5921	6804	管理费用	299	317	327	336
固定资产	4176	3778	3383	2991	财务费用	2	(10)	(20)	(31)
无形资产及其他	437	419	402	384	投资收益	9	5	5	5
投资性房地产	550	550	550	550	资产减值及公允价值变动	(126)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	3	2	1	1	其他收入	106	(5)	(5)	(6)
资产总计	8266	9798	10257	10730	营业利润	1217	1360	1534	1666
短期借款及交易性金融负债	430	1650	1733	1819	营业外净收支	24	5	5	5
应付款项	585	645	725	802	利润总额	1241	1365	1539	1671
其他流动负债	419	440	488	523	所得税费用	192	211	238	258
流动负债合计	1435	2735	2946	3144	少数股东损益	84	28	31	34
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	965	1126	1270	1379
其他长期负债	166	179	180	187					
长期负债合计	166	179	180	187	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1600	2914	3125	3331		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	349	354	360	367	净利润	965	1126	1270	1379
股东权益	6317	6530	6771	7032	资产减值准备	61	(5)	(12)	(13)
负债和股东权益总计	8266	9798	10257	10730	折旧摊销	332	431	445	450
					公允价值变动损失	(143)	30	30	30
					财务费用	2	(10)	(20)	(31)
					营运资本变动	(242)	(33)	(161)	(81)
					其它	(3)	10	18	20
					经营活动现金流	970	1560	1589	1784
					资本开支	(409)	(44)	(51)	(58)
					其它投资现金流	(600)	0	0	0
					投资活动现金流	(1008)	(44)	(50)	(58)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(159)	0	0	0
					支付股利、利息	(307)	(913)	(1029)	(1117)
					其它融资现金流	858	1220	83	87
					融资活动现金流	(74)	307	(946)	(1031)
					现金净变动	(111)	1823	593	696
					货币资金的期初余额	833	722	2545	3138
					货币资金的期末余额	722	2545	3138	3834
					企业自由现金流	722	1521	1539	1719
					权益自由现金流	1421	2749	1638	1832

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032