

## 行业景气有望回升，估值有望修复

——2020 年年报点评

## 核心观点

- **水泥业务稳健经营，业绩符合预期。**20 年公司营收 1762.4 亿，YoY+12.8%；归母净利润 351.3 亿，YoY+4.6%。水泥和熟料业务经营稳健，自产品合计销量 3.25 亿吨，YoY+0.7%，预计 21 年水泥熟料销量保持持平略增态势。
- **水泥熟料业务均价有望提升，其他业务表现亮眼。**20 年水泥熟料业务营收 961.3 亿，YoY-3.4%，吨均价/成本/净利分别为 325/171/91 元，同比增加-11/-8/+0.5 元。20H1 申报项目将在 21 年进入主要建设阶段，基建端仍有拉动，水泥景气有望回升，预计 21 年公司水泥熟料业务吨均价提升 7 元至 332 元。20 年其他业务（与水泥无关的建材）营收 282.9 亿，YoY+217%，主要由于公司利用原有水泥销售渠道，积极推动贸易，形成产业链的延伸，有望继续保持较高增长。20 年骨料业务营收 10.3 亿，YoY+0.3%，受疫情影响骨料业务增长较慢，随着在建骨料项目的继续推进，骨料业务落地有望加快。
- **其他业务拉低整体盈利能力，资本开支增加项目落地有望加速。**20 年公司毛利率/净利率 29.2%/20.6%，分别同比下降 4.1/1.2pct，主要由于其他业务收入占比提升 10.4pct，而其他业务毛利率同比下降 3.6pct 至 1.7%。20 年公司经营性现金流净额 348 亿，YoY-14.6%，收现比下降 4pct，主要由于收到票据增多而现金减少。21 年公司计划资本开支 150 亿，较 20 年实际资本支出增长 37.8%，主要用于项目建设/环保技改/并购，项目落地有望加快。
- **水泥景气有望回升，公司估值有修复空间。**下游需求向好，沿江熟料已连续 4 轮提价，为水泥旺季提价奠定基础；在碳中和的背景下，为实现降碳，水泥错峰有望延续常态化，水泥行业景气有望回升。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，存修复空间。

## 财务预测与投资建议

- 预测 21-23 年 EPS 为 6.92/7.06/7.22 元（原 21/22 年 EPS 6.82/6.96 元），盈利预测略微上调主要考虑到水泥行业景气有望回升。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。我们认可给予公司 21 年 10XPE，对应目标价 69.20 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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	157,030	176,243	185,495	191,001	197,261
同比增长(%)	22.3%	12.2%	5.2%	3.0%	3.3%
营业利润(百万元)	44,057	46,271	47,747	48,688	49,767
同比增长(%)	10.5%	5.0%	3.2%	2.0%	2.2%
归属母公司净利润(百万元)	33,593	35,130	36,691	37,415	38,244
同比增长(%)	12.7%	4.6%	4.4%	2.0%	2.2%
每股收益(元)	6.34	6.63	6.92	7.06	7.22
毛利率(%)	33.3%	29.2%	29.0%	28.2%	27.5%
净利率(%)	21.4%	19.9%	19.8%	19.6%	19.4%
净资产收益率(%)	26.9%	23.5%	21.0%	18.6%	16.8%
市盈率	8.0	7.7	7.4	7.2	7.1
市净率	2.0	1.7	1.4	1.3	1.1

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26日)	51.33 元
目标价格	69.2 元
52周最高价/最低价	63.56/48.09 元
总股本/流通A股(万股)	529,930/529,930
A股市值(百万元)	272,013
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年03月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.44	-3.77	0.37	-2.02
相对表现	1.82	-1.55	-7.02	-23.36
沪深300	-2.26	-2.22	7.39	21.34



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

业绩符合预期，价值属性凸显：——业绩快报点评	2021-03-07
贸易业务拉低盈利能力，管控能力继续凸显	2020-10-29
业绩韧性突显，即将进入传统旺季	2020-08-22

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。

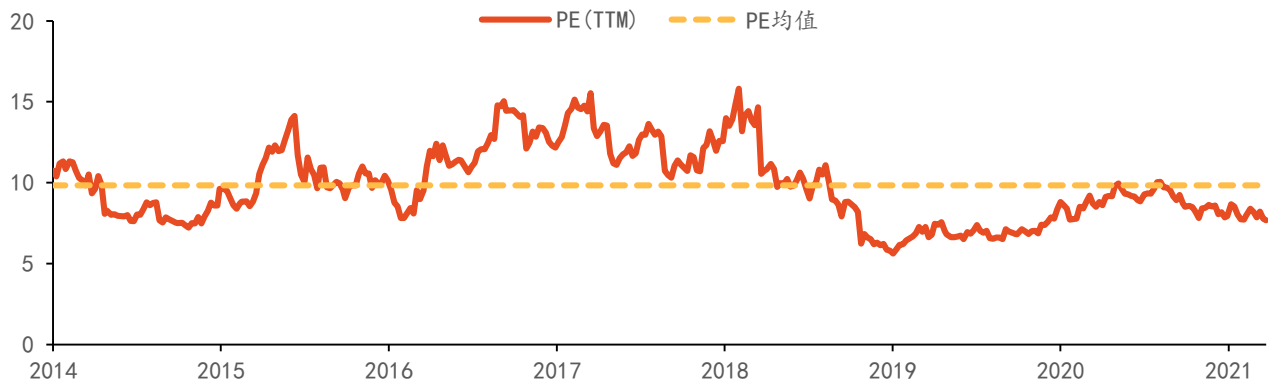
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 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 (2014/1/2-2021/3/26) 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 (14/01/03-21/3/26) PE (TTM)



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计公司 21-23 年 EPS 为 6.92/7.06/7.22 元 (原 21/22 年 EPS 6.82/6.96 元)。盈利预测略有提升，主要考虑到水泥行业景气有望回升，调增公司水泥熟料吨均价假设。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 69.20 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	54,977	62,177	87,768	110,729	134,142	营业收入	157,030	176,243	185,495	191,001	197,261
应收票据及应收账款	13,000	10,891	11,679	12,026	12,420	营业成本	104,760	124,848	131,638	137,123	143,030
预付账款	2,692	3,464	3,153	3,247	3,353	营业税金及附加	1,403	1,289	1,706	1,620	1,643
存货	5,572	7,002	7,240	7,542	7,867	营业费用	4,417	4,123	4,340	4,212	4,225
其他	20,869	29,446	29,569	27,575	27,582	管理费用及研发费用	4,928	4,854	5,109	4,987	4,834
<b>流动资产合计</b>	<b>97,110</b>	<b>112,980</b>	<b>139,409</b>	<b>161,119</b>	<b>185,364</b>	财务费用	(1,338)	(1,515)	(1,437)	(2,148)	(2,845)
长期股权投资	3,821	4,223	4,300	4,800	5,200	资产、信用减值损失	1,170	(5)	64	53	43
固定资产	58,858	62,720	65,634	68,058	69,993	公允价值变动收益	258	101	104	105	106
在建工程	4,037	3,345	3,356	3,364	3,371	投资净收益	1,209	1,550	1,565	1,581	1,597
无形资产	9,979	13,710	14,040	14,540	15,203	其他	901	1,971	2,004	1,849	1,733
其他	4,972	3,994	2,013	2,023	2,023	<b>营业利润</b>	<b>44,057</b>	<b>46,271</b>	<b>47,747</b>	<b>48,688</b>	<b>49,767</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>81,668</b>	<b>87,993</b>	<b>89,342</b>	<b>92,784</b>	<b>95,789</b>	营业外收入	648	959	969	988	1,008
<b>资产总计</b>	<b>178,777</b>	<b>200,973</b>	<b>228,751</b>	<b>253,904</b>	<b>281,154</b>	营业外支出	149	122	123	125	126
短期借款	2,942	1,982	2,000	2,000	1,500	<b>利润总额</b>	<b>44,557</b>	<b>47,108</b>	<b>48,593</b>	<b>49,552</b>	<b>50,650</b>
应付票据及应付账款	7,304	4,786	5,046	5,256	5,483	所得税	10,205	10,738	11,076	11,295	11,545
其他	17,176	17,455	18,454	16,647	16,791	<b>净利润</b>	<b>34,352</b>	<b>36,370</b>	<b>37,517</b>	<b>38,257</b>	<b>39,105</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>27,421</b>	<b>24,223</b>	<b>25,500</b>	<b>23,904</b>	<b>23,773</b>	少数股东损益	759	1,240	825	842	860
长期借款	3,871	3,310	2,810	2,310	1,810	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>33,593</b>	<b>35,130</b>	<b>36,691</b>	<b>37,415</b>	<b>38,244</b>
应付债券	3,498	3,498	3,498	3,498	3,498	每股收益(元)	6.34	6.63	6.92	7.06	7.22
其他	1,666	1,725	1,827	1,827	1,827						
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,036</b>	<b>8,533</b>	<b>8,135</b>	<b>7,635</b>	<b>7,135</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>36,457</b>	<b>32,756</b>	<b>33,636</b>	<b>31,539</b>	<b>30,908</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4,959	6,395	7,220	8,062	8,922	<b>成长能力</b>					
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299	营业收入	22.3%	12.2%	5.2%	3.0%	3.3%
资本公积	10,587	10,584	10,584	10,584	10,584	营业利润	10.5%	5.0%	3.2%	2.0%	2.2%
留存收益	121,332	145,920	172,013	198,420	225,440	归属于母公司净利润	12.7%	4.6%	4.4%	2.0%	2.2%
其他	144	19	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>142,320</b>	<b>168,217</b>	<b>195,116</b>	<b>222,365</b>	<b>250,245</b>	毛利率	33.3%	29.2%	29.0%	28.2%	27.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>178,777</b>	<b>200,973</b>	<b>228,751</b>	<b>253,904</b>	<b>281,154</b>	净利率	21.4%	19.9%	19.8%	19.6%	19.4%
						ROE	26.9%	23.5%	21.0%	18.6%	16.8%
						ROIC	23.5%	20.8%	18.6%	16.4%	14.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	20.4%	16.3%	14.7%	12.4%	11.0%
净利润	34,352	36,370	37,517	38,257	39,105	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	4,476	4,284	4,993	5,523	6,060	流动比率	3.54	4.66	5.47	6.74	7.80
财务费用	(1,338)	(1,515)	(1,437)	(2,148)	(2,845)	速动比率	3.34	4.37	5.18	6.42	7.47
投资损失	(1,209)	(1,550)	(1,565)	(1,581)	(1,597)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	9,419	1,310	384	(346)	(463)	应收账款周转率	125.3	142.2	138.0	126.8	127.0
其它	(4,961)	(4,102)	1,867	(51)	(63)	存货周转率	18.0	19.8	18.5	18.5	18.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>40,738</b>	<b>34,797</b>	<b>41,758</b>	<b>39,655</b>	<b>40,197</b>	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
资本支出	(8,225)	(9,493)	(8,310)	(8,509)	(8,707)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(659)	(401)	(83)	(510)	(400)	每股收益	6.34	6.63	6.92	7.06	7.22
其他	(11,805)	(16,879)	1,731	1,686	1,703	每股经营现金流	7.69	6.57	7.88	7.48	7.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>(20,689)</b>	<b>(26,773)</b>	<b>(6,663)</b>	<b>(7,333)</b>	<b>(7,404)</b>	每股净资产	25.92	30.54	35.46	40.44	45.54
债权融资	360	(392)	(361)	(500)	(500)	<b>估值比率</b>					
股权融资	3	(4)	0	0	0	市盈率	8.0	7.7	7.4	7.2	7.1
其他	(8,274)	(12,866)	(9,144)	(8,860)	(8,880)	市净率	2.0	1.7	1.4	1.3	1.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(7,912)</b>	<b>(13,262)</b>	<b>(9,505)</b>	<b>(9,360)</b>	<b>(9,380)</b>	EV/EBITDA	4.0	3.9	3.7	3.7	3.6
汇率变动影响	19	(100)	-0	-0	-0	EV/EBIT	4.5	4.3	4.1	4.1	4.1
<b>现金净增加额</b>	<b>12,156</b>	<b>(5,338)</b>	<b>25,591</b>	<b>22,962</b>	<b>23,413</b>						

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)