

华新水泥 (600801.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.20 元

下半年同比转正, 期待深蹲后的起跳

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	20.97
已上市流通 A 股(亿股)	13.62
总市值(亿元)	486.41
年内股价最高最低(元)	28.29/18.70
沪深 300 指数	5038
上证指数	3418



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	3.025	2.686	3.455	3.815	4.428
每股净资产(元)	10.16	11.24	13.32	15.60	18.26
每股经营性现金流(元)	4.62	3.93	5.34	5.66	6.45
市盈率(倍)	8.74	7.68	6.72	6.08	5.24
净利润增长率(%)	22.40%	-11.22%	28.64%	10.44%	16.07%
净资产收益率(%)	29.76%	23.89%	25.95%	24.45%	24.25%
总股本(百万股)	2,096.60	2,096.60	2,096.60	2,096.60	2,096.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 20 年年报, 营收 293.57 亿元, 同比减少 6.62%; 归母净利润 56.31 亿元, 同比减少 11.22%; 基本 EPS 2.69 元; 公司拟每 10 股派发现金红利 10.8 元 (含税)。

经营分析

- **量价齐跌拖累业绩, 下半年业绩开始转正:** 受疫情和长江洪水影响, 公司的经营业绩在上半年受到了较大的影响。20 年公司水泥和熟料销量 7601 万吨, 同比减少 1.2%; 水泥和熟料售价 328 元, 同比下跌 7%; 水泥和熟料生产成本 196 元, 同比下跌 6%; 吨毛利 132 元, 同比下跌 10%。销量和价格的下跌是导致公司业绩下滑的主要因素。下半年随着不利因素的消除, 公司业绩开始出现回升, Q3 和 Q4 单季归母净利润同比增长 5% 和 7%, 这说明公司正在从 20 年上半年的低谷期走出。20 年 8 月, 湖北省发布《疫后重振三年计划》, 作为湖北最大的水泥企业, 公司的区域需求有望反弹。根据公司计划, 21 年水泥和熟料销量 8400 万吨, 同比增长 11%。
- **湖北收入下滑最大, 海外成长空间打开:** 从区域市场看, 20 年公司湖北区域收入降幅 18%, 境外收入同比增长 22%。由于国内限制水泥新增产能, 水泥股普遍成长逻辑受限, 公司与国内水泥企业的区别在于成长属性。21 年随着公司在乌兹别克斯坦、坦桑尼亚、尼泊尔项目的陆续投产, 海外收入将继续提升。公司大股东为全球 (非中国) 最大的水泥集团, 20 年公司启动 B 转 H 股工作, 未来将依托大股东资源及 H 股融资提升海外长期成长空间。
- **拓宽赛道, 加速非水泥业务布局:** 20 年公司非水泥业务收入占比 19%、利润占比 23%, 已经形成骨料、混凝土、环保墙材、环保协同处置的产业链。20 年公司新增骨料产能 1550 万吨, 新增混凝土产能 1000 万方, 工业危废处置能力增加 16 万吨。根据公司计划, 21 年骨料销量 4980 万吨、增加 2675 万吨, 混凝土销量 1400 万方、增加 937 万方。

盈利调整与投资建议

- 我们预计 21-23 年公司水泥和熟料均价变动 2/2/0%, 水泥和熟料销量变动 11/2/2%, 预计公司未来三年归母净利润 72.43 (上调 9%) /79.99 (上调 13%) /92.84 亿元, EPS 3.46/3.82/4.43 元, 对应 PE7/6/5X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行; 价格下跌; 项目进度缓慢; 环保风险; 疫情反复。

相关报告

1. 《业绩同比下滑, 未来弹性可期-华新水泥业绩快报点评》, 2021.2.25
2. 《单季利润增速转正, 内生外延弹性大-华新水泥三季报点评》, 2020.10.29
3. 《国际化战略启动, 高弹性水泥标的-华新水泥事项点评》, 2020.8.23
4. 《百年华新, 引领“后疫情”新时代-华新水泥首次覆盖报告》, 2020.8.4

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001
fengmengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	27,466	31,439	29,357	37,713	40,599	43,265
增长率		14.5%	-6.6%	28.5%	7.7%	6.6%
主营业务成本	-16,575	-18,625	-17,440	-22,599	-24,062	-24,666
%销售收入	60.3%	59.2%	59.4%	59.9%	59.3%	57.0%
毛利	10,891	12,814	11,916	15,114	16,537	18,598
%销售收入	39.7%	40.8%	40.6%	40.1%	40.7%	43.0%
营业税金及附加	-500	-530	-510	-656	-706	-752
%销售收入	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-1,702	-2,048	-2,023	-2,598	-2,797	-2,981
%销售收入	6.2%	6.5%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
管理费用	-1,337	-1,558	-1,605	-2,061	-2,219	-2,365
%销售收入	4.9%	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	-11	-37	-56	-72	-77	-83
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	7,341	8,640	7,722	9,726	10,737	12,418
%销售收入	26.7%	27.5%	26.3%	25.8%	26.4%	28.7%
财务费用	-466	-208	-306	-128	-103	-64
%销售收入	1.7%	0.7%	1.0%	0.3%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-67	-210	78	-28	-2	-1
公允价值变动收益	4	5	2	0	0	0
投资收益	84	109	119	100	100	100
%税前利润	1.2%	1.2%	1.5%	1.0%	0.9%	0.8%
营业利润	7,170	8,744	7,699	9,890	10,953	12,673
营业利润率	26.1%	27.8%	26.2%	26.2%	27.0%	29.3%
营业外收支	-39	-28	-35	-30	-30	-30
税前利润	7,131	8,716	7,664	9,860	10,923	12,643
利润率	26.0%	27.7%	26.1%	26.1%	26.9%	29.2%
所得税	-1,426	-1,695	-1,490	-1,917	-2,124	-2,458
所得税率	20.0%	19.5%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
净利润	5,705	7,021	6,174	7,943	8,799	10,184
少数股东损益	524	678	543	700	800	900
归属于母公司的净利润	5,181	6,342	5,631	7,243	7,999	9,284
净利率	18.9%	20.2%	19.2%	19.2%	19.7%	21.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,705	7,021	6,174	7,943	8,799	10,184
少数股东损益	524	678	543	700	800	900
非现金支出	1,672	1,994	1,746	2,023	2,359	2,718
非经营收益	493	-83	171	201	210	235
营运资金变动	29	748	144	1,027	492	392
经营活动现金净流	7,900	9,679	8,235	11,194	11,861	13,529
资本开支	-1,916	-4,021	-3,537	-6,560	-6,560	-6,360
投资	78	-647	-1,513	8	0	0
其他	9	181	42	100	100	100
投资活动现金净流	-1,829	-4,487	-5,008	-6,453	-6,460	-6,260
股权募资	11	36	112	0	0	0
债权募资	-3,146	-2,997	3,758	-617	500	500
其他	-1,231	-2,550	-3,766	-3,188	-3,500	-4,039
筹资活动现金净流	-4,367	-5,510	105	-3,805	-3,000	-3,539
现金净流量	1,704	-318	3,332	936	2,401	3,730

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,327	5,108	8,642	9,578	11,979	15,709
应收账款	2,449	2,454	2,129	2,768	2,980	3,175
存货	2,079	1,997	2,349	2,788	2,968	3,043
其他流动资产	696	590	2,015	1,918	1,844	1,755
流动资产	10,550	10,148	15,135	17,051	19,771	23,683
%总资产	31.8%	27.7%	34.5%	33.8%	34.5%	36.5%
长期投资	602	524	616	608	608	608
固定资产	17,442	20,831	22,290	26,426	30,210	33,643
%总资产	52.6%	56.8%	50.7%	52.4%	52.7%	51.9%
无形资产	4,227	4,675	5,109	5,527	5,936	6,136
非流动资产	22,611	26,497	28,794	33,341	37,534	41,166
%总资产	68.2%	72.3%	65.5%	66.2%	65.5%	63.5%
资产总计	33,162	36,645	43,929	50,392	57,305	64,849
短期借款	3,498	967	2,499	1,874	1,874	1,874
应付款项	5,326	6,608	6,557	8,524	9,083	9,335
其他流动负债	1,328	1,450	2,547	2,574	2,808	3,109
流动负债	10,152	9,025	11,603	12,973	13,765	14,319
长期贷款	2,444	2,040	3,504	4,004	4,504	5,004
其他长期负债	2,246	2,213	3,082	2,629	2,650	2,669
负债	14,842	13,278	18,189	19,606	20,919	21,993
普通股股东权益	16,673	21,309	23,571	27,917	32,717	38,287
其中：股本	1,498	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
未分配利润	11,721	16,205	19,305	23,651	28,450	34,021
少数股东权益	1,646	2,059	2,169	2,869	3,669	4,569
负债股东权益合计	33,162	36,645	43,929	50,392	57,305	64,849

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	3.460	3.025	2.686	3.455	3.815	4.428
每股净资产	11.133	10.164	11.243	13.315	15.605	18.262
每股经营现金净流	5.275	4.617	3.928	5.339	5.657	6.453
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.382	1.526	1.771
回报率						
净资产收益率	31.08%	29.76%	23.89%	25.95%	24.45%	24.25%
总资产收益率	15.62%	17.31%	12.82%	14.37%	13.96%	14.32%
投入资本收益率	22.93%	24.97%	18.31%	20.15%	19.22%	19.25%
增长率						
主营业务收入增长率	31.48%	14.47%	-6.62%	28.46%	7.65%	6.57%
EBIT 增长率	126.94%	17.69%	-10.62%	25.95%	10.39%	15.65%
净利润增长率	149.39%	22.40%	-11.22%	28.64%	10.44%	16.07%
总资产增长率	8.73%	10.51%	19.87%	14.71%	13.72%	13.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.8	6.3	7.6	7.6	7.6	7.6
存货周转天数	40.7	39.9	45.5	45.5	45.5	45.5
应付账款周转天数	87.3	87.3	109.0	109.0	109.0	109.0
固定资产周转天数	214.2	194.1	238.5	206.4	207.7	207.0
偿债能力						
净负债/股东权益	8.76%	-3.87%	-6.60%	-8.96%	-12.81%	-18.41%
EBIT 利息保障倍数	15.8	41.5	25.3	76.1	104.6	193.5
资产负债率	44.76%	36.23%	41.40%	38.91%	36.51%	33.91%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	12	15	30	66
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.08	1.12	1.06	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-04	买入	27.56	N/A
2	2020-08-23	买入	28.02	N/A
3	2020-10-29	买入	23.65	N/A
4	2021-02-25	买入	21.37	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402