

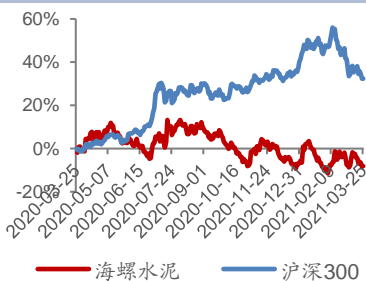
## 业绩稳健增长，节能减排技改加速推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-26

收盘价（元）	51.33
近 12 个月最高/最低（元）	63.56/49.88
总股本（百万股）	5299
流通股本（百万股）	4000
流通股比例（%）	75.49%
总市值（亿元）	2720
流通市值（亿元）	2053

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

### 相关报告

- 1.《业绩快报点评：业绩符合预期，“十四五”值得期待》2021-03-08
- 2.《三季报点评：营收快速增长，在手现金充足》2020-10-28
- 2.《半年报深度点评：盈利水平提升，下半年业绩弹性可期》2020-08-26
- 3.《海螺水泥：拥有坚实壁垒的周期核心资产》2020-07-24

### 主要观点：

**事件：**公司发布 2020 年年度报告，报告期内实现营收 1762.43 亿元，同比增长 12.23%；实现归母净利润 351.30 亿元，同比增长 4.58%。

#### ● 业绩稳健增长，成本控制优秀

分季度来看，2020 年 Q1-Q4 公司分别实现营收为 232.07/508.00/499.77/522.59 亿元，同比变动-23.91%/+23.47%/+27.78%/+12.93%；实现归母净利润 49.13/111.56/86.50/104.11 亿元，同比-19.21%/+21.55%/+1.10%/+6.48%。报告期内，公司水泥和熟料净销量同比实现稳定增长，水泥熟料综合成本也有所下降。水泥和熟料合计净销量 4.53 亿吨，同比增长 4.69%；水泥熟料自产品销量 3.25 亿吨，同比增长 0.70%。公司 2020Q1-Q4 毛利率 34.93%/29.79%/25.17%/ 29.80%，全年实现产品综合毛利率为 34.42%，同比下降 0.55pct，我们认为主要有三个原因：1) 2020Q3 及 Q4 水泥价格表现不及预期；2) 煤价波动带来原材料成本提升；3) 公司非水泥贸易业务（其他业务）在 2020 年规模显著扩大，对整体毛利形成拖累。但 2020 年公司吨成本仍然同比下降 7.72 元/吨至 170.75 元/吨，生产运行指标继续优化。

#### ● 费用率和资本结构持续优化

2020 年公司新增熟料产能 900 万吨，水泥产能 1045 万吨，骨料产能 300 万吨，商品混凝土产能 120 万立方米。截至报告期末，公司熟料产能 2.62 亿吨，水泥产能 3.69 亿吨，骨料产能 5830 万吨，商品混凝土 420 万立方米。

为强化终端销售市场建设，公司实现水泥熟料贸易业务销量 1.28 亿吨，同比增长 16.47%；贸易业务收入 410.68 亿元，同比增长 7.09%。

费用率方面，公司 2020 年销售费用率 2.34%，同比下降 0.47pct；管理费用率 2.75%，同比下降 0.39pct；财务费用率-0.86%，同比下降 0.01pct。报告期内公民研发费用率 0.37%，同比增加 0.25pct，研发费用同比增加 245.40%，主要是下属子公司用于超低排放技术开发及水泥制造绿色能源开发项目费用投入同比增加所致。

公司 2020 年资产负债率同比下降 4.09 pct 至 16.30%，创造历史新低。在手现金继续创新高，2020 年货币资金和交易性金融资产总额同比增长 173 亿元至 890.6 亿元。

#### ● 资本开支预计增加，“碳中和”背景下抢占先机

2021 年公司计划全年水泥和熟料净销量（不含贸易量）3.25 亿吨，同比基本持平，预计吨产品成本小幅上涨，吨产品费用基本稳定。

值得关注的是公司 2021 年计划资本性支出 150 亿元，相比 2020 年资本支出（以“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”计）提升 50%以上。资本开支将主要用于项目建设、节能环保技改及并购项目支出，预计全年新增熟料产能 180 万吨，水泥产能 680 万吨。

水泥作为碳排放量占比较大的重点行业之一，我们认为“十四五”期间

供给端约束的执行标准和执行力度将不断趋严；而水泥企业结合绿色智能化技术进行的产线改造预计也将成为碳达峰、碳中和必不可少的实现路径之一。公司作为水泥行业智能制造布局最早、技术最先进的企业之一，具备较大的先发优势，将充分受益绿色环保的时代浪潮。

#### ● 投资建议

公司作为我国水泥行业标杆性企业，行业供给侧改革和矿山资源化趋势将赋予其更大的长期投资价值。同时，公司从业务和区域两个维度进行双向扩张，骨料、混凝土业务和海外市场都拥有巨大的开拓空间，公司规模将远不止于当下，是值得长期配置的周期核心资产。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为362.32/380.32/396.02亿元，对应EPS分别为6.84/7.18/7.47元，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

基建和地产投资不及预期；公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期；相关政策实施力度不及预期。

#### ● 重要财务指标

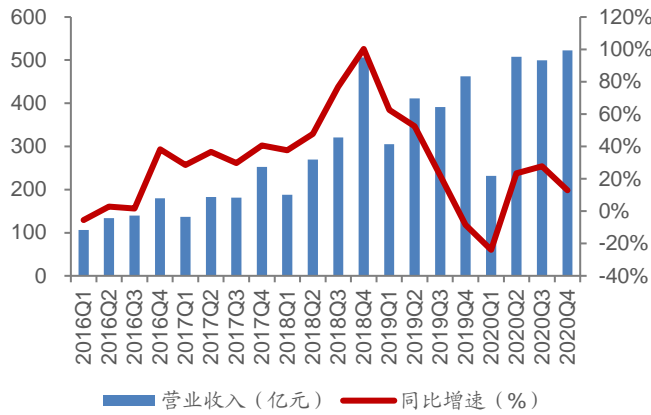
单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	176243	185102	196881	208056
收入同比（%）	12.2%	5.0%	6.4%	5.7%
归属母公司净利润	35130	36232	38032	39602
净利润同比（%）	4.6%	3.1%	5.0%	4.1%
毛利率（%）	29.2%	29.2%	28.9%	27.2%
ROE（%）	21.7%	19.5%	18.1%	16.9%
每股收益（元）	6.63	6.84	7.18	7.47
P/E	7.79	7.51	7.15	6.87
P/B	1.69	1.47	1.30	1.16
EV/EBITDA	4.76	4.90	6.36	7.69

资料来源：wind，华安证券研究所

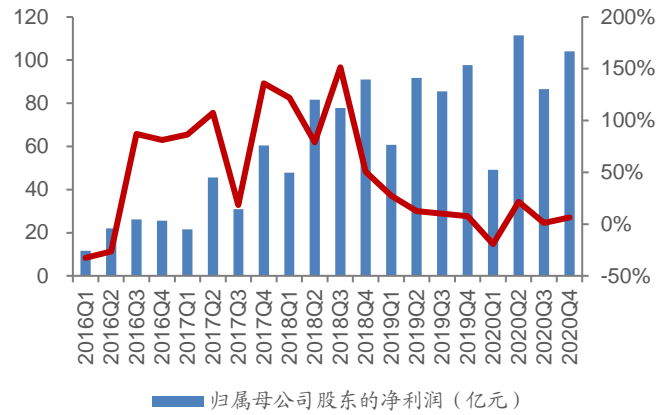
## 附：公司重点数据

图表 1 公司分季度营收及增速



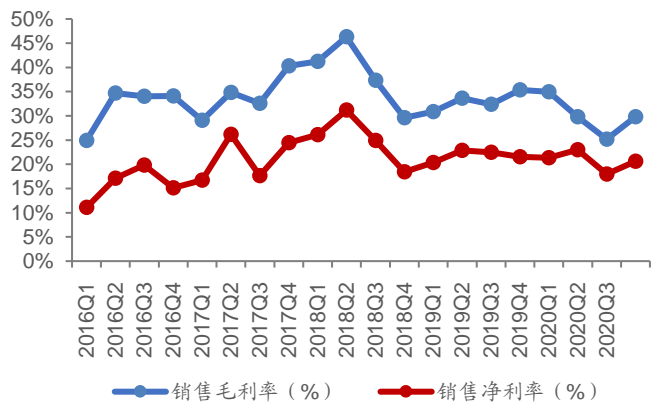
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速



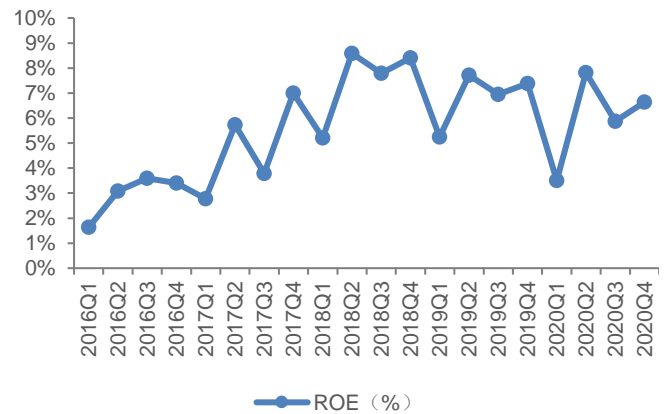
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司分季度毛利率和净利率变化情况



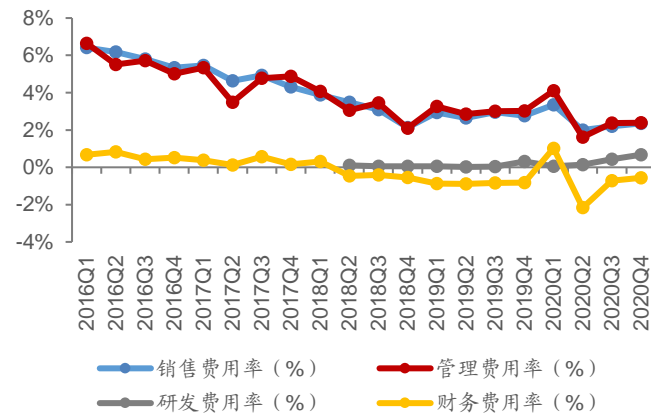
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司分季度 ROE 变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司分季度费用率变化情况



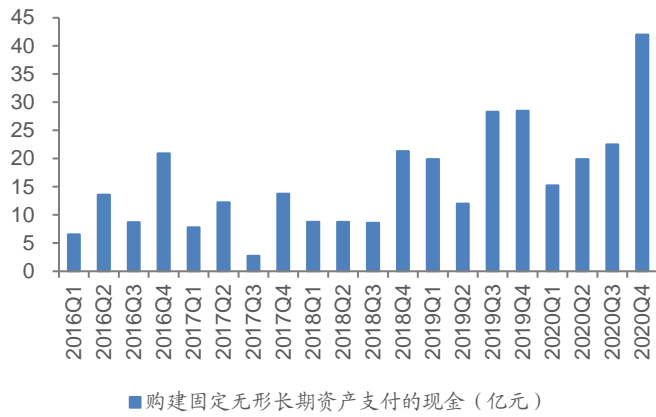
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司分季度净现比变化情况



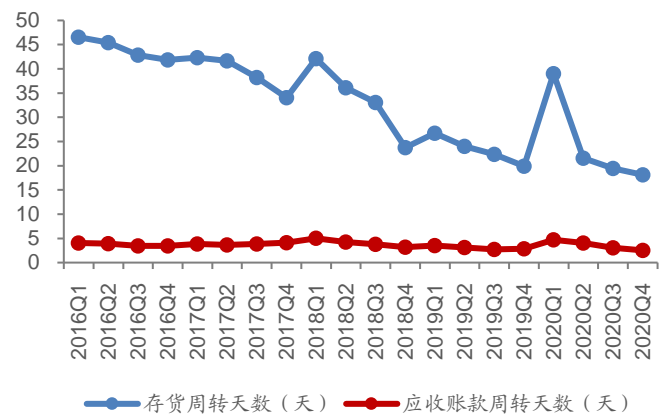
资料来源：wind，华安证券研究所

图表7 公司分季度资本支出情况



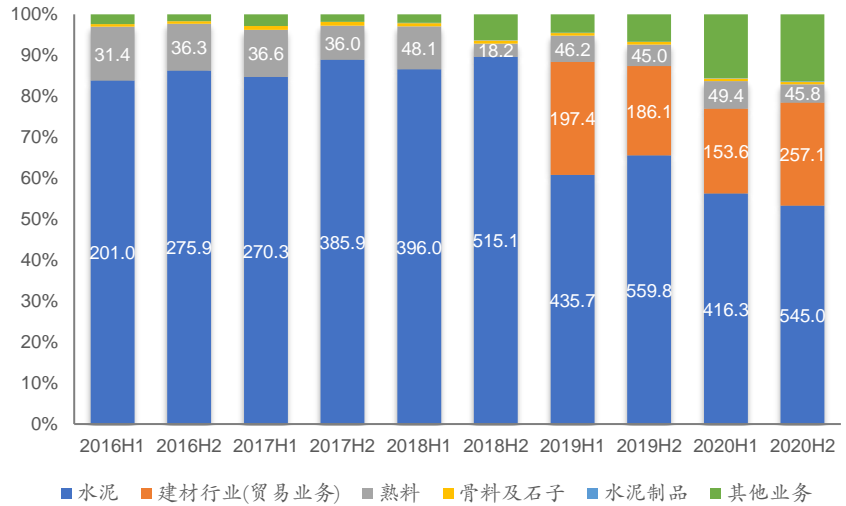
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 公司存货周转天数与应收账款周转天数



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表9 公司主要产品构成比例



资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	112980	137494	148446	157580	<b>营业收入</b>	176243	185102	196881	208056
现金	62177	75302	88129	94416	营业成本	124848	131036	140072	151533
应收账款	1205	1514	1518	1576	营业税金及附加	1289	1851	1722	1807
其他应收款	1935	7593	4927	5342	销售费用	4123	4257	4528	4161
预付账款	3464	3469	3732	4084	管理费用	4207	4628	4922	4785
存货	7002	8011	7956	8790	财务费用	-1515	-1098	-1289	-1515
其他流动资产	37197	41605	42185	43372	资产减值损失	0	0	195	648
<b>非流动资产</b>	87993	96551	111561	130713	公允价值变动收益	-101	-127	-59	11
长期投资	4223	4223	4223	4223	投资净收益	1550	1851	1969	2081
固定资产	62720	69720	86591	109685	<b>营业利润</b>	46271	48257	50571	52664
无形资产	13710	13710	10920	6663	营业外收入	959	475	600	600
其他非流动资产	7339	8898	9828	10142	营业外支出	122	100	100	100
<b>资产总计</b>	200973	234045	260007	288294	<b>利润总额</b>	47108	48632	51071	53164
<b>流动负债</b>	24223	32118	32279	34026	所得税	10738	11087	11660	12125
短期借款	1982	2379	2854	3425	<b>净利润</b>	36370	37546	39411	41038
应付账款	4786	8159	7952	7949	少数股东损益	1240	1314	1379	1436
其他流动负债	17455	21581	21472	22652	<b>归属母公司净利润</b>	35130	36232	38032	39602
<b>非流动负债</b>	8533	8845	8927	9081	EBITDA	46559	42405	30770	24728
长期借款	3310	3972	4369	4806	EPS (元)	6.63	6.84	7.18	7.47
其他非流动负债	5223	4873	4558	4275					
<b>负债合计</b>	32756	40963	41206	43107					
少数股东权益	6395	7709	9088	10524					
股本	5299	5299	5299	5299					
资本公积	10584	10584	10584	10584					
留存收益	145939	169490	193830	218779					
归属母公司股东权	161822	185373	209713	234662					
<b>负债和股东权益</b>	200973	234045	260007	288294					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	34797	31624	24712	15470
净利润	35130	36232	38032	39602
折旧摊销	5430	0	-13882	-20002
财务费用	-1790	246	332	401
投资损失	-1523	-1851	-1969	-2081
营运资金变动	-2956	-2890	2559	-670
其他经营现金流	38593	39008	35114	38491
<b>投资活动现金流</b>	-26773	-6280	1579	5148
资本支出	-9080	-7258	552	4078
长期投资	-20906	-1000	-1000	-1000
其他投资现金流	3214	1978	2028	2070
<b>筹资活动现金流</b>	-13262	-12219	-13465	-14329
短期借款	-959	396	476	571
长期借款	-562	662	397	437
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-11737	-13277	-14338	-15337
<b>现金净增加额</b>	-5338	13125	12827	6288

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.2%	5.0%	6.4%	5.7%
营业利润	5.0%	4.3%	4.8%	4.1%
归属于母公司净利	4.6%	3.1%	5.0%	4.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	29.2%	29.2%	28.9%	27.2%
净利率 (%)	19.9%	19.6%	19.3%	19.0%
ROE (%)	21.7%	19.5%	18.1%	16.9%
ROIC (%)	17.8%	16.0%	14.9%	13.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	16.3%	17.5%	15.8%	15.0%
净负债比率 (%)	19.5%	21.2%	18.8%	17.6%
流动比率	4.66	4.28	4.60	4.63
速动比率	4.23	3.92	4.24	4.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.88	0.79	0.76	0.72
应收账款周转率	146.32	122.22	129.72	132.01
应付账款周转率	26.09	16.06	17.61	19.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	6.63	6.84	7.18	7.47
每股经营现金流	6.57	5.97	4.66	2.92
每股净资产	30.54	34.98	39.57	44.28
<b>估值比率</b>				
P/E	7.79	7.51	7.15	6.87
P/B	1.69	1.47	1.30	1.16
EV/EBITDA	4.76	4.90	6.36	7.69

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



## 分析师与联系人简介

**分析师：**石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。