



2021-03-26

公司点评报告

买入/维持

华新水泥(600801)

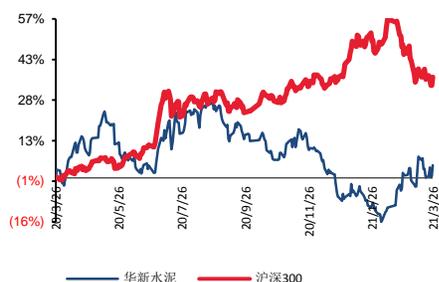
目标价: 30.33

昨收盘: 23.2

材料 材料 II

华新水泥：21 年弹性可期，估值望迎修复

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,887/1,887
总市值/流通(百万元)	43,771/43,771
12 个月最高/最低(元)	28.78/18.70

相关研究报告:

华新水泥(600801)《华新水泥：蓄势待发，2021 年可期》—2021/02/24

华新水泥(600801)《华新水泥：Q3 业绩增速转正，开启新的成长征程》—2020/10/27

华新水泥(600801)《华新水泥：Q2 强势复苏，下半年将更进一步》—2020/08/27

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

事件：公司 2020 年实现营收 293.57 亿元(-6.62%)，归母净利润为 56.31 亿元(-11.22%)，扣非归母净利润为 55.54 亿元(-10.13%)；其中 Q4 营收为 89.45 亿元(-0.25%)，归母净利润 16.06 亿元(+7.19%)，扣非归母净利润 15.53 亿元(+12.61%)。

点评：

Q4 量增价跌，单季度业绩延续正增长。公司下半年克服困难，Q3、Q4 业绩分别同增 5%、7%，在上半年受疫情影响下取得如此成绩也实属不易，公司最艰难阶段已过去。2020 年公司水泥熟料综合销量约为 7600 万吨，同比下滑 1.2%，其中 Q4 销量约 2300 万吨，同比增长约 9%，进入四季度，南方地区进入旺季，基建投资持续复苏，地产投资有韧性，叠加年前赶工期需求有支撑，10-12 月湖北地区水泥产量增速分别为 16.14%、4.39%、5.67%；云南地区水泥产量增速为 4.32%、3.69%、1.9%，公司产销量均有所增长；我们测算，Q4 公司水泥单价约 323 元/吨，同比下滑 36 元/吨，主要是三季度受雨水影响价格回落较多，价格基数较低所致；吨毛利约 136 元，同比下降约 6 元/吨；吨成本约为 187 元，同比下降约 30 元/吨，主要由于煤价下行所致。

资产负债表依旧强劲，股息率超过 5%。2020 年公司经营性净现金流约为 84 亿元，同比下降约 13.2%，主要是受疫情影响，价格同比有所下滑所致，其中 Q4 净现金流为 27.5 亿元；期末在手现金约 86.4 亿元，同比增长 69%，其中还有可交易性金融资产约 10 亿元，现金流充沛；期末资产负债率为 41.4%，环比增加约 3.3 个 pct，主要是应付债券规模增加所致，资产负债表依旧稳定。我们认为，充足的现金流一方面保障各项业务有序进行，另一方面偿还本息负债降低财务费用，2020 年公司财务费用同比增长约 1 亿元，主要由于人民币升值导致汇兑损失增加所致(同增 1.25 亿元)，扣除掉汇兑损失，财务费用继续下降；同时公司计划 2020 年度每股派发现金红利 1.08 元，占当前归母净利润的 40.2%，连续 2 年提升分红比例，目前股价对应股息率超过 5%，这对长期投资者吸引力十足。

骨料业务快速增长，未来将带来新的业绩增长点。公司 2020 年实现骨料销量约 2300 万吨，同比增长约 31%，预计毛利率约 63%左右，盈利仍维持高位。公司依托丰富的矿山资源加速拓展骨料业务，截止 2020 年末，公司骨料产能达到 5500 万吨，较年初增加约 1550 万吨左右，目前公司骨料在建项目有 11 个，待全部投产后，公司骨料产能将

达到 2 亿吨，保持快速扩张；随着国家对矿山开采督查日趋严格，骨料资源壁垒属性日渐凸显，加速拓展骨料业务将打造新的业绩增长点；与此同时，公司的环保业务也保持快速发展，年底公司工业危废环评批复的处置能力由 40 万吨/年提升到 56 万吨/年。产业链延伸初见成效。

投资新材料打造新的增长点，股权激励调动员工积极性。近期公司决定在湖北省阳新县，与黄石市城市发展投资集团有限公司、阳新县国有矿业投资有限公司共同出资 20 亿元，成立黄石华新绿色建材产业有限公司，并以该公司为投资主体，投资约 100 亿元建设黄石华新绿色建材产业园项目（包括 200 万吨/年活性钙及深加工产品生产线、1 亿吨/年机制砂石生产线及 20 亿块/年墙材产品生产线），公司加大新材料的研发投入，新品类的扩张未来有望带来新的增量。同时，2020 年公司推出新的员工持股计划，将员工与公司利益绑定，充分调动员工积极性，彰显公司对未来发展信心。

2021 年需求仍有支撑，开春后板块有望迎修复。“十四五”期间云南省计划未来 5 年新增高速公路 5000 公里，新增高铁里程 1000 公里，其中 2021 年力争开通丽香铁路，建成玉磨等铁路；2021 年湖北省将加快建设十堰至西安湖北段，沿江高铁武汉至宜昌段等铁路，启动沿江高速武汉至合肥段等高铁线路，2021 年公司主要产能区域仍有重点工程支撑，预计行业需求保持平稳；公司黄石万吨线以及海外两条新投产 4000 吨/天的生产线将为 2021 年带来新的增量；同时骨料业务快速发展，预计 21 年新产能投放后将更进一步；我们认为，进入 2021 年公司已经完全摆脱疫情的影响，近期沿江熟料再次提价达到 420 元/吨，超出去年同期水平，随着开春后下游需求继续复苏，水泥将迎涨价潮，板块有望迎修复行情。

投资建议：我们调整公司 21-22 年归母净利润为 70.7 亿元和 76.4 亿元，对应 EPS 分别为 3.37 和 3.64 元；对应 20-21 年 PE 估值 6.9 和 6.4 倍，低估值、高分红（当前股息率达到 5.2%），资产负债表持续改善，有望迎来估值修复行情，维持“买入”评级，目标价 30.33 元。

风险提示：房地产投资大幅下滑，错峰生产不及预期，置换产能大幅释放

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	29,357	34,264	36,131	37,630
(+/-)	-6.6%	16.7%	5.5%	4.1%
净利润(百万元)	5631	7068	7635	8068
(+/-)	-11.2%	25.5%	8.0%	5.7%
摊薄每股收益(元)	2.69	3.37	3.64	3.85
市盈率(PE)	7.68	6.88	6.37	6.03

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	29,357	34,264	36,131	37,630
营业成本	17,440	19,920	20,784	21,494
毛利	11,916	14,344	15,348	16,136
/营业收入	41%	42%	42%	43%
税金及附加	510	596	628	654
/营业收入	2%	2%	2%	2%
销售费用	2,023	2,361	2,490	2,593
/营业收入	7%	7%	7%	7%
管理费用	1,605	1,873	1,975	2,057
/营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	56	65	69	72
/营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	306	212	212	212
/营业收入	1%	1%	1%	1%
其他收益	239	279	295	307
投资收益	119	138	146	152
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	14	0	0	0
资产减值损失	78	46	46	46
资产处置收益	14	16	17	18
营业利润	7699	9625	10386	10979
/增长率	-12%	25%	8%	6%
营业外收支	-35	-5	6	3
利润总额	7664	9620	10392	10982
/增长率	-12%	26%	8%	6%
所得税费用	1490	1870	2021	2135
净利润	6174	7750	8372	8847
归属于母公司的净利润	5631	7068	7635	8068
少数股东损益	543	682	736	778
EPS (元/股)	2.89	3.37	3.64	3.85

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	8405	9653	9766	10191
投资	-1513	0	0	0
资本性支出	-3537	-6198	-5298	-4802
其他	42	138	146	152
投资活动现金流净额	-5008	-6059	-5152	-4650
债权融资	0	0	0	0
股权融资	112	0	0	0
银行贷款增加(减少)	2914	-625	0	0
筹资成本	-2976	-212	-212	-212
其他	137	0	0	0
筹资活动现金流净额	188	-837	-212	-212
现金净流量	3502	2756	4402	5329

资料来源: Wind, 太平洋研究院

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,642	11,398	15,800	21,128
交易性金融资产	1,005	1,005	1,005	1,005
应收票据	80	93	98	102
应收账款	653	762	804	837
存货	2,349	2,683	2,800	2,895
其他流动资产	2,406	2,523	2,565	2,600
流动资产合计	15,135	18,464	23,071	28,568
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	19,186	21,646	24,106	26,585
在建工程	3,104	4,139	5,078	5,400
无形资产	4,267	5,891	6,724	7,676
商誉	476	476	476	476
长期股权投资	512	512	512	512
长期待摊费用	364	364	364	364
递延所得税资产	438	438	438	438
其他非流动资产	447	447	447	447
资产总计	43,929	52,377	61,216	70,446
短期借款	625	0	0	0
应付票据	473	540	563	583
应付账款	5,298	6,051	6,313	6,529
应付职工薪酬	530	605	631	653
应交税费	1,186	1,384	1,480	1,520
其他流动负债	3,491	3,721	3,801	3,867
流动负债合计	11,603	12,302	12,789	13,152
长期借款	3,504	3,504	3,504	3,504
应付债券	1,944	1,944	1,944	1,944
递延所得税负债	285	285	285	285
其他非流动负债	853	853	853	853
负债合计	18,189	18,888	19,355	19,738
归属于母公司的所有者权益	23,571	30,639	38,275	46,343
少数股东权益	2,169	2,850	3,586	4,365
股东权益	25,740	33,489	41,861	50,708
负债及股东权益	43,929	52,377	61,216	70,446

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.89	3.37	3.64	3.85
BVPS	11.24	14.61	18.26	22.10
PE	7.68	6.88	6.37	6.03
PEG	—	0.27	0.79	1.08
PB	1.83	1.59	1.27	1.05
EV/EBITDA	4.46	4.25	3.58	2.95
ROE	24%	23%	20%	17%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。