



2021 年 03 月 28 日

Q4 需求恢复良好，2021 湖北水泥将显弹性

华新水泥(600801)

评级:	买入	股票代码:	600801
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	29.15/18.41
目标价格:	29.88	总市值(亿)	486.41
最新收盘价:	23.2	自由流通市值(亿)	315.96
		自由流通股数(百万)	1,361.88

事件概述。公司公布 2020 年报。2020 年公司实现收入 293.57 亿元，同比下降 6.6%，归母净利润 56.31 亿元，同比下降 11.2%，对应 Q4 实现收入 89.4 亿元，同比下降 0.25%，归母净利润 16.1 亿元，同比增长 7.19%。

►**Q4 需求恢复良好，但受疫情影响价格同比降幅较大。**公司业绩基本符合市场预期。在 H1 疫情及 6-7 月雨季，随着重点工程陆续开工，公司核心市场湖北 Q4 需求恢复良好，水泥产量累计降幅由 Q3 的 20.4%缩窄至 12.8%，高标水泥价格 Q4 累计上涨 45 元/吨。公司全年水泥及熟料销量 7600 万吨，同比下降 1.2%，售价 328 元/吨，同比下降 26 元/吨，吨毛利 132 元/吨，同比下降 14 元/吨；估算对应 Q4 销量 2300-2400 万吨，同比增长 8-10%，售价 320-325 元/吨，同比下降 35-40 元/吨，吨毛利 130-135 元/吨，同比下降 10-15 元/吨。此外，2020 年，公司财务费用增加 1 亿元左右，资产处置收益同比降低 1.7 亿元左右，进一步影响利润。

►**非水泥业务保持稳定增长。**2020 年，公司 7 条骨料生产线投产，新增骨料产能 1550 万吨，同时混凝土一体化整合加速，全年合计新增混凝土产能 1000 万立方米，带动 2020 年公司骨料/混凝土销量同比增长 31.0%/9.0%至 2305 万吨/461 万方。环保业务方面，公司 1 个生活垃圾和 3 个危废处理项目正式投产，5 个项目获得环评，使得公司获得批复的危废处置能力由 40 万吨/年提升至 56 万吨/年。

►**2021 湖北水泥量价将显弹性，公司中长期成长空间仍充足。**由于中央为支持湖北经济恢复进一步追加投资 3200 亿元，我们认为湖北省水泥供需格局 2021 年将进一步向好，而根据数字水泥数据，本周湖北武汉地区高标水泥价格上涨 30 元/吨至 500 元/吨，同比降幅已缩窄至 10 元/吨，且湖北地区库存处于 40-45%低位，旺季继续涨价条件良好，判断当地水泥价格将在 Q2 实现同比反超。

此外，尽管 2020 年受疫情影响较大，但公司水泥业务海外产能扩张仍稳步进行，2020 年新建乌兹别克斯坦吉扎克 4000 吨/日水泥熟料生产线项目、并购坦桑尼亚马文尼 4000 吨/日水泥熟料生产线项目，尼泊尔纳拉亚尼 2800 吨/日水泥熟料生产线项目和坦桑尼亚 150 万吨/年水泥粉磨站项目正在加紧建设，而国内黄石 285 万吨置换项目落地，规模效应有望进一步体现。非水泥业务方面，2020 年 12 月，公司公告投资 100 亿元建设黄石基地，包括活性钙产品产能 200 万吨，砂石骨料产能 1 亿吨及 20 亿块墙材，判断公司在 cement 产能稳步扩张同时，非水泥业务也将保持较高增速，支撑公司中长期成长。

投资建议。考虑到 2020 年疫情、雨季使得 2021 年水泥价格起点降低，小幅下调水泥价格假设，并下调 2021/2022 年收入预测 4.1%/2.2%至 335.9/364.7 亿元，同时下调 2021/2022 年归母净利润预测 7.1%/3.3%至 69.6/78.6 亿元，对应下调目标价至 29.88 元，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31439.21	29356.52	33590.81	36468.11	38416.16
YoY (%)	14.47%	-6.62%	14.42%	8.57%	5.34%
归母净利润(百万元)	6342.30	5630.60	6955.79	7857.05	8345.73
YoY (%)	22.40%	-11.22%	23.54%	12.96%	6.22%
毛利率 (%)	40.76%	40.59%	42.53%	43.55%	43.68%
每股收益 (元)	3.03	2.69	3.32	3.75	3.98
ROE	29.76%	23.89%	24.31%	23.59%	21.79%
市盈率	7.67	8.64	6.99	6.19	5.83

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	29356.52	33590.81	36468.11	38416.16	净利润	6173.59	7626.58	8614.76	9150.57
YoY (%)	-6.62%	14.42%	8.57%	5.34%	折旧和摊销	1824.45	1093.75	1140.08	1196.57
营业成本	17440.23	19303.36	20584.60	21634.27	营运资金变动	144.38	-277.55	26.22	497.19
营业税金及附加	510.43	584.05	634.08	667.95	经营活动现金流	8405.47	8553.83	9892.11	10955.38
销售费用	2022.71	2314.46	2512.71	2646.93	资本开支	-3537.17	-2279.85	-2281.90	-2281.90
管理费用	1604.70	1836.16	1993.44	2099.92	投资	-1512.69	0.00	0.00	0.00
财务费用	305.71	265.88	224.21	179.18	投资活动现金流	-5008.04	-2161.28	-2163.33	-2163.33
资产减值损失	78.20	78.20	78.20	78.20	股权募资	112.31	599.03	0.00	0.00
投资收益	118.57	118.57	118.57	118.57	债务募资	1798.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	7698.94	9249.22	10475.91	11141.04	筹资活动现金流	187.69	-4232.59	-3525.11	-3721.38
营业外收支	-35.30	218.10	218.10	218.10	现金净流量	3585.12	2159.96	4203.67	5070.68
利润总额	7663.65	9467.32	10694.01	11359.14	主要财务指标				
所得税	1490.05	1840.74	2079.25	2208.57	成长能力 (%)				
净利润	6173.59	7626.58	8614.76	9150.57	营业收入增长率	-6.62%	14.42%	8.57%	5.34%
归属于母公司净利润	5630.60	6955.79	7857.05	8345.73	净利润增长率	-11.22%	23.54%	12.96%	6.22%
YoY (%)	-11.22%	23.54%	12.96%	6.22%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.69	3.32	3.75	3.98	毛利率	40.59%	42.53%	43.55%	43.68%
资产负债表 (百万元)					净利率	21.03%	22.70%	23.62%	23.82%
货币资金	8641.61	10801.58	15005.24	20075.92	总资产收益率 ROA	12.82%	14.45%	14.72%	13.84%
预付款项	378.62	378.62	378.62	378.62	净资产收益率 ROE	23.89%	24.31%	23.59%	21.79%
存货	2349.16	2851.07	2694.32	3133.85	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3765.22	3976.08	3908.30	4073.38	流动比率	1.30	1.50	1.86	2.14
流动资产合计	15134.61	18007.35	21986.48	27661.77	速动比率	1.07	1.23	1.60	1.87
长期股权投资	512.28	512.28	512.28	512.28	现金比率	0.74	0.90	1.27	1.55
固定资产	19185.63	19732.05	20740.16	21945.80	资产负债率	41.40%	34.66%	30.87%	29.17%
无形资产	4267.01	4110.79	3954.57	3798.35	经营效率 (%)				
非流动资产合计	28793.90	30119.91	31401.63	32626.86	总资产周转率	0.74	0.73	0.72	0.68
资产合计	43928.51	48127.25	53388.11	60288.63	每股指标 (元)				
短期借款	625.00	625.00	625.00	625.00	每股收益	2.69	3.32	3.75	3.98
应付账款及票据	5770.33	6902.22	6548.71	7539.91	每股净资产	11.24	13.64	15.89	18.27
其他流动负债	5207.27	4510.60	4665.79	4776.39	每股经营现金流	4.01	4.08	4.72	5.23
流动负债合计	11602.60	12037.82	11839.50	12941.30	每股股利	1.15	1.04	1.17	1.24
长期借款	3504.28	3504.28	3504.28	3504.28	估值分析				
其他长期负债	3081.69	1137.93	1137.93	1137.93	PE	8.64	6.99	6.19	5.83
非流动负债合计	6585.97	4642.21	4642.21	4642.21	PB	1.83	1.70	1.46	1.27
负债合计	18188.57	16680.03	16481.71	17583.51					
股本	2096.60	2695.63	2695.63	2695.63					
少数股东权益	2168.56	2839.35	3597.06	4401.89					
股东权益合计	25739.94	31447.22	36906.40	42705.12					
负债和股东权益合计	43928.51	48127.25	53388.11	60288.63					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。