

华新水泥 (600801.SH)

Q4 盈利回归正增长, 2021 年骨料、混凝土增量可期

事件: 公司披露 2020 年年报。报告期内实现营业总收入 293.57 亿元, 同比减少 6.6%, 实现归母净利润 56.31 亿元, 同比减少 11.2%。其中 Q4 单季实现营业总收入 89.45 亿元, 同比减少 0.3%, 实现归母净利润 16.06 亿元, 同比增长 7.2%。公司拟分配现金红利 1.08 元/股 (含税)。

疫情影响下全年量价齐降, 但 Q4 单季环比改善, 盈利回归正增长。公司全年收入端下降 6.6%, 主要是湖北市场受疫情冲击, 水泥需求和价格均受明显影响, 测算全年水泥及熟料综合销量 7600 万吨, 同比减少 1.2%; 测算吨均价 328 元, 同比下降 26 元。Q4 单季度收入端下降 0.3%, 较 Q3 单季度的-2.9%有所加快。我们测算 Q4 单季销量约增长 9%, 主要是 2020Q4 下游赶工的拉动。测算 Q4 吨均价约 320 元, 同比下降约 35 元, 环比也略有下滑, 主要是受云南市场价格回落影响。测算 Q4 吨毛利约为 138 元, 同比下降 3 元, 综合吨净利为 75 元, 同比下降 2 元。

受汇兑损失影响公司单位期间费用有所增加。公司 2020 年全年吨期间费用 52.5 元, 同比增加 2.4 元, 其中单吨销售费用、管理费用、研发费用及财务费用同比分别持平、+0.8 元、+0.2 元和+1.3 元。吨管理费用的增加主要是公司销量下降所致, 吨财务费用的增加主要是期内汇兑损失增加所致。

资本开支维持高位, 持续驱动公司扩张。公司全年经营性现金流量净额为 84.05 亿元, 同比减少 13.1%, 与盈利增长基本匹配。公司全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 35.90 亿元, 同比减少 12.9%, 仍然维持在相对高位, 主要是黄石万吨线、海外熟料生产线以及骨料项目的投入。公司 2020 年末资产负债率为 41.4%, 较 2020 年三季度末上升 3.3pct, 带息债务余额为 79.48 亿元, 较 2020 年三季度末增加 20.43 亿元, 主要与公司加大并购、投资力度相关。2021 年公司计划资本支出 145 亿元, 较 2020 年计划数同比增长 71%, 其中骨料扩展类项目投资 71.5 亿元, 较 2020 年计划数增加 55.5 亿元。

水泥业务盈利迎来修复, 骨料、混凝土业务加速布局, 2021 年有望翻倍增长。

(1) 鄂东受益沿江景气, 西南受益贵州改善, 景气中枢有望稳中上移, 水泥业务迎来盈利修复。(2) 骨料产能高增长, 产能释放下 2021 年销量有望迎来翻倍。公司在建骨料项目 11 个, 建成后公司骨料年产能将达到 2 亿吨。公司 2021 年计划销售骨料 4980 万吨, 较 2020 年实际销量增长 116%。(3) 混凝土一体化模式加速拓展, 有望贡献新增长点。公司 2020 年混凝土一体化项目加速布局, 新增混凝土产能 1000 万方/年, 2021 年计划销售商品混凝土 1400 万方, 较 2020 年实际销量增长 204%。

投资建议: (1) 沿江水泥市场延续高景气, 川渝中期景气有望稳步改善, 公司在 2020 年量价低基数下迎来盈利修复。(2) 多元扩张颇具亮点, 骨料和混凝土进入加速拓展期, 2021 年销量有望实现翻倍增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 74.1 亿元、82.9 亿元和 90.0 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观政策反复、原材料价格大幅波动、并购及产能扩张盈利贡献不及预期的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	31,439	29,357	37,014	41,063	44,569
增长率 yoy (%)	14.5	-6.6	26.1	10.9	8.5
归母净利润 (百万元)	6,342	5,631	7,409	8,289	9,004
增长率 yoy (%)	22.4	-11.2	31.6	11.9	8.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.03	2.69	3.53	3.95	4.29
净资产收益率 (%)	30.0	24.0	25.7	24.1	22.3
P/E (倍)	7.7	8.6	6.6	5.9	5.4
P/B (倍)	2.3	2.1	1.7	1.4	1.2

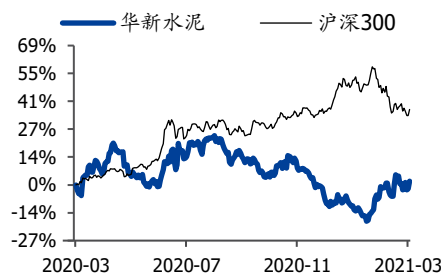
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

增持 (维持)

股票信息

行业	水泥制造
前次评级	
最新收盘价	23.20
总市值(百万元)	48,641.12
总股本(百万股)	2,096.60
其中自由流通股(%)	64.96
30 日日均成交量(百万股)	12.81

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《华新水泥 (600801.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 2、《华新水泥 (600801.SH): 盈利增速逐季回升, Q4 有望继续改善》2020-10-28
- 3、《华新水泥 (600801.SH): 疫情影响加速回补, 多元扩张增量可期》2020-08-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10148	15135	16795	16845	21797
现金	5108	8642	9073	9511	13074
应收票据及应收账款	660	733	1029	926	1196
其他应收款	486	375	550	476	638
预付账款	259	379	463	430	560
存货	1997	2349	3023	2845	3672
其他流动资产	1640	2657	2657	2657	2657
非流动资产	26497	28794	34457	38954	42815
长期投资	414	512	587	667	752
固定资产	16718	19186	22893	26068	28795
无形资产	3870	4269	6477	7908	9069
其他非流动资产	5495	4827	4499	4310	4199
资产总计	36645	43929	51252	55799	64611
流动负债	9025	11603	14133	13630	16959
短期借款	197	625	625	625	625
应付票据及应付账款	5312	5770	8612	8011	10864
其他流动负债	3515	5207	4896	4993	5470
非流动负债	4253	6586	5519	4445	3371
长期借款	3238	5448	4358	3269	2179
其他非流动负债	1015	1138	1161	1176	1192
负债合计	13278	18189	19652	18075	20330
少数股东权益	2059	2169	2883	3682	4551
股本	2097	2097	2097	2097	2097
资本公积	1913	1944	1944	1944	1944
留存收益	17316	20417	25291	30744	36667
归属母公司股东权益	21309	23571	28716	34042	39730
负债和股东权益	36645	43929	51252	55799	64611

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9679	8405	12208	11380	14596
净利润	7021	6174	8124	9088	9872
折旧摊销	1783	1824	1947	2407	2849
财务费用	208	306	185	144	89
投资损失	-109	-119	-123	-135	-145
营运资金变动	762	178	2087	-116	1940
其他经营现金流	13	42	-12	-8	-9
投资活动现金流	-4487	-5008	-7452	-6745	-6540
资本支出	4122	3590	5530	4378	3735
长期投资	-20	-1000	-75	-80	-85
其他投资现金流	-385	-2418	-1997	-2447	-2890
筹资活动现金流	-5507	188	-4324	-4197	-4494
短期借款	-424	428	0	0	0
长期借款	-403	2210	-1090	-1090	-1090
普通股增加	599	0	0	0	0
资本公积增加	-597	30	0	0	0
其他筹资现金流	-4682	-2481	-3234	-3107	-3405
现金净增加额	-318	3502	432	438	3563

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	31439	29357	37014	41063	44569
营业成本	18625	17440	22293	24935	27369
营业税金及附加	530	510	644	714	775
营业费用	2048	2023	2225	2336	2406
管理费用	1558	1605	1772	1861	1915
研发费用	37	56	59	62	65
财务费用	208	306	185	144	89
资产减值损失	-210	-78	-56	-49	-45
其他收益	242	239	251	264	290
公允价值变动收益	5	2	0	0	0
投资净收益	109	119	123	135	145
资产处置收益	189	14	0	0	0
营业利润	8744	7699	10137	11341	12320
营业外收入	76	65	82	91	99
营业外支出	104	101	127	141	153
利润总额	8716	7664	10093	11292	12266
所得税	1695	1490	1969	2203	2394
净利润	7021	6174	8124	9088	9872
少数股东损益	678	543	715	799	868
归属母公司净利润	6342	5631	7409	8289	9004
EBITDA	10572	9626	11974	13583	14904
EPS (元)	3.03	2.69	3.53	3.95	4.29

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.5	-6.6	26.1	10.9	8.5
营业利润(%)	21.9	-12.0	31.7	11.9	8.6
归属于母公司净利润(%)	22.4	-11.2	31.6	11.9	8.6
获利能力					
毛利率(%)	40.8	40.6	39.8	39.3	38.6
净利率(%)	20.2	19.2	20.0	20.2	20.2
ROE(%)	30.0	24.0	25.7	24.1	22.3
ROIC(%)	27.2	19.6	22.8	22.7	21.9
偿债能力					
资产负债率(%)	36.2	41.4	38.3	32.4	31.5
净负债比率(%)	-1.6	-0.3	-7.5	-10.4	-19.3
流动比率	1.1	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	23.0	42.2	42.0	42.0	42.0
应付账款周转率	4.1	3.1	3.1	3.0	2.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.03	2.69	3.53	3.95	4.29
每股经营现金流(最新摊薄)	4.62	4.01	5.82	5.43	6.96
每股净资产(最新摊薄)	10.16	11.24	13.70	16.24	18.95
估值比率					
P/E	7.7	8.6	6.6	5.9	5.4
P/B	2.3	2.1	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.8	5.2	4.0	3.5	2.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

事件	4
点评	4
投资建议	6
风险提示	6

图表目录

图表 1: 公司经营活动现金流及资本开支情况	5
图表 2: 公司带息债务与负债率情况	5
图表 3: 公司盈利预测及关键假设简表	6

事件

公司披露 2020 年年报，报告期内实现营业总收入 293.57 亿元，同比减少 6.6%，实现归母净利润 56.31 亿元，同比减少 11.2%。其中 Q4 单季实现营业总收入 89.45 亿元，同比减少 0.3%，实现归母净利润 16.06 亿元，同比增长 7.2%。

公司拟向全体股东分配现金红利 1.08 元/股（含税）。

点评

1、疫情影响下全年量价齐降，但 Q4 单季环比改善，盈利回归正增长。

- 公司全年收入端下降 6.6%，主要是公司主要市场湖北受疫情冲击，水泥需求和价格均受明显影响。公司 2020 年水泥及熟料综合销量 7600 万吨，同比减少 1.2%。
- 我们测算水泥及熟料综合吨均价 328 元，同比下降 26 元，主要是疫情影响下湖北市场价格有所回落，以及西南市场受贵州、云南新增产能影响价格中枢下行所致。
- 我们测算吨成本 196 元，同比下降 12 元，分项来看单位原材料、燃料与动力以及人力等成本的下降均有贡献。
- 水泥及熟料综合吨毛利为 132 元，同比减少 14 元。综合吨净利为 81 元，同比减少 10 元。
- 此外，公司混凝土销量 461 万方，同比增加 9%，实现营业收入 18.80 亿元；骨料销量 2305 万吨，同比增长 31%，实现营业收入 11.83 亿元。
- Q4 单季度收入端下降 0.3%，较 Q3 单季度的-2.9%有所加快。我们测算 Q4 单季销量约增长 9%，主要是 2020Q4 下游赶工的拉动。
- 测算 Q4 吨均价约 320 元，同比下降约 35 元，环比也略有下滑，主要是受云南市场价格回落影响。
- 测算 Q4 吨毛利约为 138 元，同比下降 3 元，综合吨净利为 75 元，同比下降 2 元。

2、受汇兑损失影响公司单位期间费用有所增加。

- 公司 2020 年全年吨期间费用 52.5 元，同比增加 2.4 元，其中单吨销售费用、管理费用、研发费用及财务费用分别为 26.6 元、21.1 元、0.7 元、4.0 元，同比分别持平、+0.8 元、+0.2 元和+1.3 元。吨管理费用的增加主要是公司销量下降所致，吨财务费用的增加主要是期内汇兑损失增加所致，全年汇兑损失 1.43 亿元，同比增加 1.25 亿元，原因为公司海外子公司的外币资产（主要为货币资金）受美元贬值的影响。

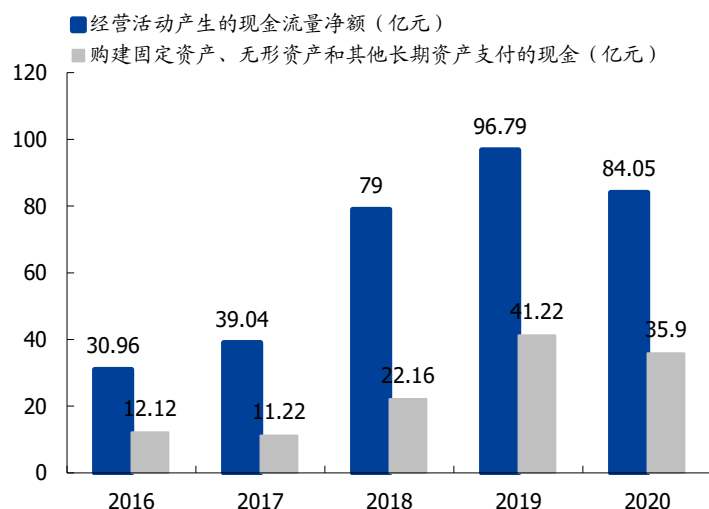
3、资本开支维持高位，持续驱动公司扩张。

- 公司全年经营性现金流量净额为 84.05 亿元，同比减少 13.1%，与盈利增长基本匹配。公司全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 35.90 亿元，同比减少 12.9%，仍然维持在相对高位，主要是黄石万吨线、海外熟料生产线以及骨料项目的投入。
- 公司 2020 年末资产负债率为 41.4%，较 2019 年末上升 5.2pct，较 2020 年三季度末上升 3.3pct。2020 年末带息债务余额为 79.48 亿元，同比 2019 年末增加 37.43 亿元，较 2020 年三季度末增加 20.43 亿元，主要与公司加大并购、投资力度相关，其中长期借款余额增加 14.65 亿元，主要是并购及新建项目贷款导致，应付债券增

加 7.45 亿元，主要是新发行海外债所致。

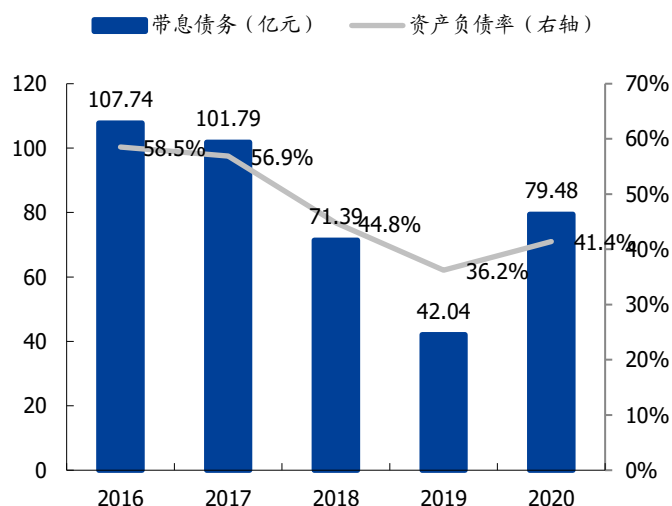
- 2021 年公司计划资本支出 145 亿元，较 2020 年计划数同比增长 71%。其中水泥扩展类项目投资 35.5 亿元（较 2020 年计划数减少 9.5 亿元），骨料扩展类项目投资 71.5 亿元（较 2020 年计划数增加 55.5 亿元），混凝土扩展类项目投资 8.8 亿元，环保扩展类项目投资 5.7 亿元，其它业务扩展类项目投资 10 亿元。

图表 1: 公司经营活动现金流及资本开支情况



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表 2: 公司带息债务与资产负债率情况



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

4、鄂东受益沿江景气，西南受益贵州改善，景气中枢有望稳中上移，看好水泥业务低基数下的盈利弹性。

节后开工以来，华中及西南需求恢复节奏良好，其中鄂东市场在中低位库存基础上，受益沿江水泥市场景气和本地需求回补，后续价格有望有超预期表现。西南区域中虽然云南仍将面临新增产能持续考验，但随着贵州企业供给端的主动调节以及价格的修复，整体景气也有望止跌回升。在去年公司受疫情影响量价的低基数下，今年水泥业务盈利将具备一定的弹性。

5、骨料、混凝土业务加速布局，2021 年有望翻倍增长。

- 水泥产能方面，公司新建的乌兹别克斯坦吉扎克 4000t/d 水泥熟料生产线项目、并购的坦桑尼亚马文尼 4000t/d 水泥熟料生产线项目、产能置换的黄石年产 285 万吨/年熟料项目建成投产。尼泊尔纳拉亚尼 2800t/d 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。
- 骨料产能高增长，产能释放下 2021 年销量有望迎来翻倍。公司 2020 年新增骨料产能 1550 万吨；在建骨料项目 11 个，建成后公司骨料年产能将达到 2 亿吨。公司 2021 年计划销售骨料 4980 万吨，较 2020 年实际销量增长 116%。
- 混凝土一体化模式加速拓展，有望贡献新增长点。公司 2020 年混凝土一体化项目加速布局，新增混凝土产能 1000 万方/年。其中郴州、南漳完成了一体化模式的摸索，恩施、武穴、赤壁、禄劝、昭通、剑川、冷水江开始了一体化项目建设，完成了岳阳、荆州粉磨站+混凝土的一体化整合及常州沿江一体化项目的并购。公司 2021 年计划销售商品混凝土 1400 万方，较 2020 年实际销量增长 204%。
- 此外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，环保墙材等新兴产业项目也在持续布局。

投资建议

(1) 沿江水泥市场延续高景气，川渝中期景气有望稳步改善，公司在 2020 年量价低基数下具备一定盈利弹性。(2) 多元扩张颇具亮点，骨料和混凝土进入加速拓展期，2021 年销量有望实现翻倍增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 74.1 亿元、82.9 亿元和 90.0 亿元，维持“增持”评级。

风险提示

宏观政策反复、原材料价格大幅波动、并购及产能扩张盈利贡献不及预期的风险。

图表 3: 公司盈利预测及关键假设简表

	单位	2020	2021E	2022E	2023E
1.水泥及熟料					
水泥及熟料综合销量	万吨	7600	8360	8778	9041
yoy		-1.2%	10.0%	5.0%	3.0%
营业收入	万元	2494488	2775520	2896740	2965560
吨销售均价	元/吨	328	332	330	328
吨销售成本	元/吨	196	198	198	198
毛利额	万元	1002957	1120240	1158696	1175374
毛利额占比		84.2%	76.1%	71.8%	68.3%
吨毛利		132	134	132	130
2.骨料业务					
销量	万吨	2305	4887	8796	11435
yoy		31.0%	112.0%	80.0%	30.0%
营业收入	万元	118314	234557	369427	445951
毛利额	万元	74057	140734	200546	226406
毛利额占比		6.2%	9.6%	12.4%	13.2%
3.其他业务					
营业收入	万元	322850	691289	840089	1045391
yoy		2.6%	114.1%	21.5%	24.4%
毛利额		114616	211117	253482	318244
毛利额占比		9.6%	14.3%	15.7%	18.5%
合计					
营业收入	万元	2935652	3701366	4106256	4456902
yoy		-6.6%	26.1%	10.9%	8.5%
毛利率		-6.4%	27.8%	11.9%	9.8%
销售费用	万元	202271	222498	233623	240632
/营业收入		6.9%	6.0%	5.7%	5.4%

管理费用	万元	166068	183084	192238	198005
/营业收入		5.7%	4.9%	4.7%	4.4%
财务费用	万元	30571	18507	14372	8914
/营业收入		1.0%	0.5%	0.4%	0.2%
净利润	万元	617359	812393	908828	987244
吨净利		81	97	104	109
归母净利润	万元	563060	740940	828893	900412
yoy		-11.2%	31.6%	11.9%	8.6%
分红收益率（股息率）		4.5%	6.0%	6.7%	7.3%
分红率假设		40%	40%	40%	40%

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com