

公司研究

纵向一体化发展，规模快速扩大

——华新水泥（600801.SH）2020 年报点评

要点

2020 年归母净利润下滑 11.2%，EPS 2.69 元：公司实现营业收入 293.6 亿元，同降 6.6%，归母净利润 56.3 亿元，同降 11.2%，EPS 2.69 元。单 4 季度公司实现营业收入 89.5 亿元，同降 0.3%，归母净利润 16.1 亿元，同增 7.2%，EPS 0.77 元。利润分配预案：每股派发 1.21 元现金股利（含税）。

毛利率小幅下降，管理费率小幅上升：报告期内公司综合毛利率 40.6%，同降 0.2 个百分点；销售、管理（含研发）和财务费率分别为 6.9%、5.7%和 1.0%，同比上升 0.4、0.6 和 0.4 个百分点；期间费率 13.6%，同升 1.3 个百分点。单 4 季度，公司综合毛利率 41.2%，同升 1.7 个百分点；销售、管理（含研发）和财务费率分别为 7.1%、6.3%和 1.8%，同比变动-0.2、-0.7 和 1.6 个百分点，期间费率 15.3%，同升 0.8 个百分点。

双重打击，需求承压：20 年公司水泥和熟料销量 7601 万吨，同降 1.2%。经测算，公司产品单价 396.2 元/吨同降 5.5%，单位成本 229.5 元/吨同降 5.2%，吨毛利 156.8 元同降 9.8 元。湖北、云南以及海外收入增速分别为-17.8%、4.1%和 21.7%。年内受国内新冠肺炎疫情中湖北直面冲击还有泛长江流域洪涝灾害影响，致使公司水泥和熟料相关产品需求承压，价格整体表现较弱，业绩出现下滑。21 年受就地过年影响需求提前启动，全年水泥平均价格预计将好于 20 年。

纵向一体化发展，规模快速扩大：华新实施一体化转型和海外发展战略，产业链进一步向上游骨料和下游混凝土延伸，水泥熟料产能海外重点布局中亚 6 个国家，目前水泥、骨料、混凝土年产能分别为 1.15 亿吨、5500 万吨和 2710 万方；且在环保转型发展和高新建材拓展的战略指导下，公司水泥窑炉协同处置业务和水泥基相关高新建材产能规模持续提升。21 年计划资本开支 145 亿元，其中水泥产能类 35.5 亿元，骨料产能类 71.5 亿元，考虑现有体量下，公司整体产能规模将快速扩大。

盈利预测与估值评级：华新水泥为国内水泥龙头，熟料产能主要布局中南和西南区域，另有海外飞点布局，成本管控行业领先；骨料、环保和新型建材产能扩张有序进行。21 年公司计划销售水泥及熟料 8400 万吨同增 10%，预计价格整体小幅提升，成本进一步下降，且后期产能规模还将持续扩大，我们略上调公司的盈利预测 21-22 年 EPS 至 3.56、3.78 元（上调幅度小于 1%），新增 23 年 EPS 4.01 元，维持“买入”评级。

风险提示：固投、房投、基建增速下滑风险；原材料和煤炭价格波动风险；价格下行风险；汇兑损失风险；海外产能扩张不及预期风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	31,439	29,357	35,441	37,129	38,900
营业收入增长率	14.47%	-6.62%	20.72%	4.76%	4.77%
净利润（百万元）	6,342	5,631	7,474	7,917	8,399
净利润增长率	22.40%	-11.22%	32.74%	5.93%	6.08%
EPS（元）	3.03	2.69	3.56	3.78	4.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.76%	23.89%	25.97%	26.28%	22.46%
P/E	7.8	8.8	6.7	6.3	5.9
P/B	2.3	2.1	1.7	1.7	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-30

买入（维持）

当前价：23.72 元

作者

分析师：

胡添雅

执业证书编号：S0930518110002

021-52523817

hutianya@ebscn.com

孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

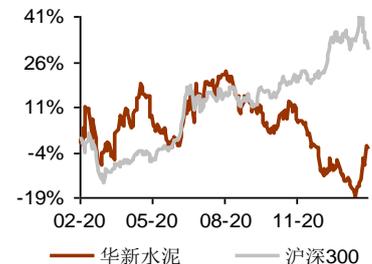
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.97
总市值(亿元):	497.31
一年最低/最高(元):	18.41/29.10
近 3 月换手率:	43.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.26	15.19	-33.57
绝对	5.40	15.27	3.79

资料来源：Wind

相关研报

短期业绩波动不改长期增长态势——2020 年三季报点评（2020-10-28）
 长期战略布局稳步推进，产能有序扩张——2020 年中报点评（2020-08-30）
 长期战略布局领先，短期扰动无碍——2019 年年报&2020 年一季报点评（2020-04-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	31,439	29,357	35,441	37,129	38,900
营业成本	18,625	17,440	20,728	21,629	22,573
折旧和摊销	1,707	1,763	2,165	2,381	2,637
税金及附加	530	510	602	631	661
销售费用	2,048	2,023	2,091	2,191	2,295
管理费用	1,558	1,605	1,659	1,738	1,821
研发费用	37	56	43	45	47
财务费用	208	306	284	297	311
投资收益	109	119	300	300	300
营业利润	8,744	7,699	10,274	10,839	11,433
利润总额	8,716	7,664	10,267	10,875	11,537
所得税	1,695	1,490	2,053	2,175	2,307
净利润	7,021	6,174	8,213	8,700	9,229
少数股东损益	678	543	739	783	831
归属母公司净利润	6,342	5,631	7,474	7,917	8,399
EPS(按最新股本计)	3.03	2.69	3.56	3.78	4.01

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,679	8,405	9,961	11,275	12,083
净利润	6,342	5,631	7,474	7,917	8,399
折旧摊销	1,707	1,763	2,165	2,381	2,637
净营运资金增加	-732	-937	1,678	79	83
其他	2,362	1,949	-1,356	898	965
投资活动产生现金流	-4,487	-5,008	-7,325	-7,200	-7,200
净资本支出	-4,021	-3,537	-7,498	-7,500	-7,500
长期投资变化	414	512	0	0	0
其他资产变化	-880	-1,983	172	300	300
融资活动现金流	-5,507	188	-4,277	-5,023	-3,287
股本变化	599	0	0	0	0
债务净变化	-2,935	3,743	-1,729	1,845	-1,845
无息负债变化	1,371	1,168	-813	366	384
净现金流	-318	3,502	-1,642	-948	1,596

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	40.8%	40.6%	41.5%	41.7%	42.0%
EBITDA 率	34.6%	33.6%	35.2%	35.8%	36.4%
EBIT 率	28.9%	27.4%	29.1%	29.3%	29.6%
税前净利润率	27.7%	26.1%	29.0%	29.3%	29.7%
归母净利润率	20.2%	19.2%	21.1%	21.3%	21.6%
ROA	19.2%	14.1%	17.4%	16.8%	15.8%
ROE (摊薄)	29.8%	23.9%	26.0%	26.3%	22.5%
经营性 ROIC	27.0%	22.9%	23.5%	21.6%	20.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	36%	41%	33%	35%	28%
流动比率	1.12	1.30	1.48	1.12	1.46
速动比率	0.90	1.10	1.24	0.92	1.23
归母权益/有息债务	5.07	2.97	4.63	3.74	6.01
有形资产/有息债务	7.52	4.83	6.76	5.77	8.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	36,645	43,929	47,336	51,676	58,314
货币资金	5,108	8,642	7,000	6,052	7,648
交易性金融资产	0	1,005	1,000	1,000	1,000
应收帐款	562	653	638	668	700
应收票据	98	80	106	111	117
其他应收款 (合计)	486	376	532	557	584
存货	1,997	2,349	2,129	2,225	2,326
其他流动资产	1,640	1,652	1,652	1,652	1,652
流动资产合计	10,148	15,135	13,347	12,568	14,343
其他权益工具	38	34	34	34	34
长期股权投资	414	512	512	512	512
固定资产	16,715	19,175	20,706	22,816	25,264
在建工程	3,946	2,968	6,163	8,560	10,358
无形资产	3,870	4,267	4,125	3,987	3,854
商誉	476	476	476	476	476
其他非流动资产	128	342	342	342	342
非流动资产合计	26,497	28,794	33,989	39,107	43,971
总负债	13,278	18,189	15,647	17,858	16,397
短期借款	197	625	0	1,845	0
应付账款	5,121	5,298	5,700	5,948	6,207
应付票据	192	473	207	216	226
预收账款	616	0	709	743	778
其他流动负债	-192	-233	-233	-233	-233
流动负债合计	9,025	11,603	9,046	11,256	9,796
长期借款	2,040	3,504	3,504	3,504	3,504
应付债券	1,198	1,944	1,944	1,944	1,944
其他非流动负债	634	662	662	662	662
非流动负债合计	4,253	6,586	6,601	6,601	6,601
股东权益	23,368	25,740	31,689	33,818	41,917
股本	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
公积金	3,025	3,055	3,055	3,055	3,055
未分配利润	16,205	19,305	24,515	25,861	33,129
归属母公司权益	21,309	23,571	28,781	30,128	37,395
少数股东权益	2,059	2,169	2,908	3,691	4,521

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.52%	6.89%	5.90%	5.90%	5.90%
管理费用率	4.96%	5.47%	4.68%	4.68%	4.68%
财务费用率	0.66%	1.04%	0.80%	0.80%	0.80%
研发费用率	0.12%	0.19%	0.12%	0.12%	0.12%
所得税率	19%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.21	1.08	3.13	0.54	0.57
每股经营现金流	4.62	4.01	4.75	5.38	5.76
每股净资产	10.16	11.24	13.73	14.37	17.84
每股销售收入	15.00	14.00	16.90	17.71	18.55

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	8	9	7	6	6
PB	2.3	2.1	1.7	1.7	1.3
EV/EBITDA	5.3	5.8	4.7	4.8	4.4
股息率	5.1%	4.6%	13.2%	2.3%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE