

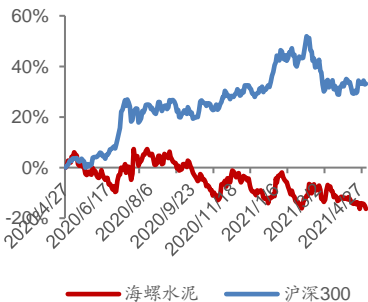
Q1 销量增长显著, Q2 价格弹性可期

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-04-28

收盘价 (元)	48.88
近 12 个月最高/最低 (元)	58.88/48.09
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)	2590
流通市值 (亿元)	1955

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.《年度报告点评: 业绩稳健增长, 节能减排技改加速推进》2021-03-28
- 2.《业绩快报点评: 业绩符合预期, “十四五”值得期待》2021-03-08
- 3.《季报点评: 营收快速增长, 在手现金充足》2020-10-28

主要观点:

事件: 公司发布 2021 年第一季度报告, 报告期内实现营收 344.41 亿元, 同比增长 48.41%; 实现归母净利润 58.09 亿元, 同比增长 18.22%; 实现扣非归母净利润 54.57 亿元, 同比增长 19.21%。

● Q1 销量增长明显, Q2 价格弹性可期

公司 2021Q1 业绩符合预期, 营收增长主要由销量驱动, 各区域销售均价预计均有不同程度下滑。2021Q1 全国水泥产量 4.39 亿吨, 同比增长 47.3%, 较 2019Q1 增长 12.1%; Q1 全国水泥熟料产量 2.97 亿吨, 同比增长 21.9%, 较 2019 年增长 8%, 窑产能利用率同比增长 10 pct 至 55%, 为 2015 年以来同期最好水平。

华东地区水泥价格 3 月下旬开始上涨, 全国水泥市场 4 月份全面进入旺季, 低库存、熟料供应偏紧等因素预计将对 Q2 水泥价格形成较强催化。当前长三角地区熟料价格已大幅高于去年同期, 水泥价格已超过去年同期, 熟料价格高企和库存低位运行下, Q2 华东地区水泥价格有望超预期。

● 水泥熟料均价下滑, Q1 毛利率承压

2021Q1 公司销售毛利率 26.85%, 同比下降 8.08pct, 是 Q1 净利润增速低于营收增速的主要原因。我们认为 Q1 毛利率主要受三个因素影响:

- 1) 由于去年同期受新冠疫情影响, 公司贸易业务开展较少, 报告期内贸易业务回归正常水平, 同比有所增长;
- 2) 水泥、熟料价格低于同期: 据数字水泥网, 2021Q1 全国 P.0 42.5 散装水泥市场均价约为 441 元/吨, 同比 2020Q1 均价下降 15 元/吨左右, 与 2019Q1 均价基本持平; 2021Q1 华东水泥均价 484 元/吨, 同比 2020Q1 均价下降 39 元/吨左右。熟料方面, 据卓创资讯, 2021Q1 华东熟料均价约 367 元/吨, 2019/2020Q1 分别为 394/374 元/吨。但 4 月下旬华东重点区域熟料价格已突破 440 元, 同比增长 70 元/吨以上, 对后续水泥价格形成较强支撑;
- 3) 煤炭价格高于去年同期, 据我们测算 2021Q1 吨水泥煤炭价格差约为 329 元/吨, 去年同期约为 399 元/吨, 同比下降 70 元/吨。

● 2021 年资本开支大幅提升, “十四五”值得期待

费用率方面, 公司 2021Q1 销售费用率 2.72%, 同比下降 0.63pct; 管理费用率 3.52%, 同比下降 0.58pct; 财务费用率 -0.70%, 受益于报告期内存款利息收入增加及汇兑损失减少, 公司财务费用同比下降 201.51%; 研发费用率 0.32%, 同比增加 0.27pct, 主要原因是公司节能环保项目费用投入的持续推进。

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

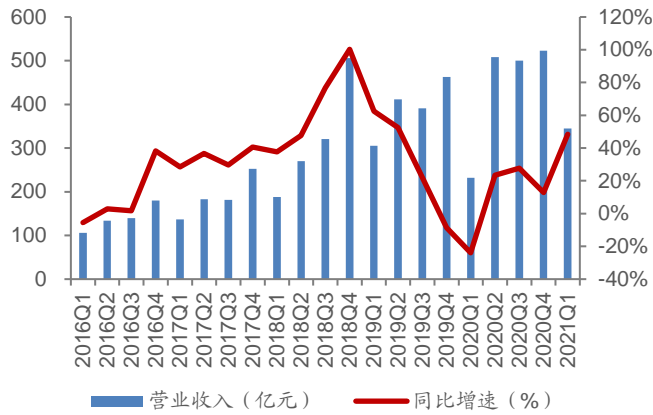
单位:百万元

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

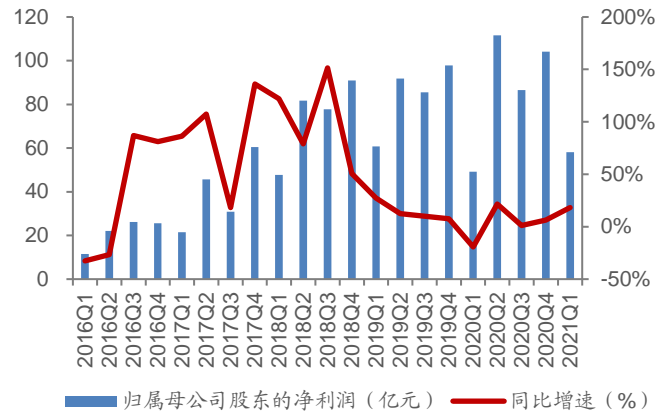
附：公司重点数据

图表 1 公司分季度营收及增速



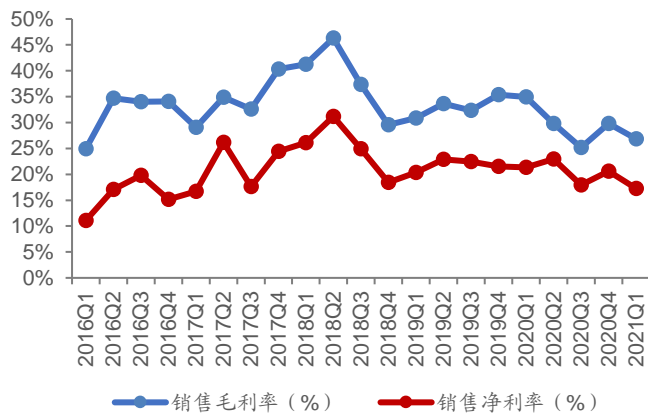
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速



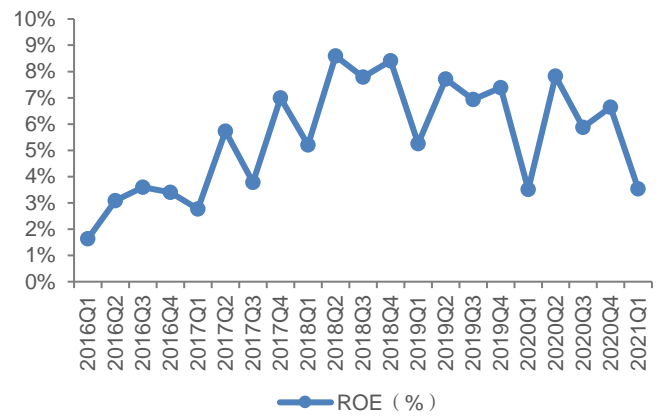
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司分季度毛利率和净利率变化情况



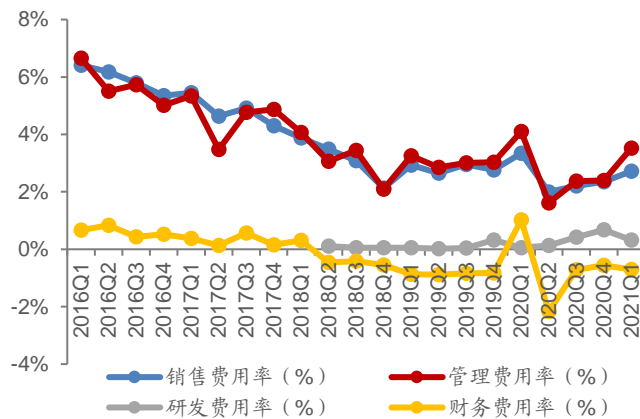
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司分季度 ROE 变化情况



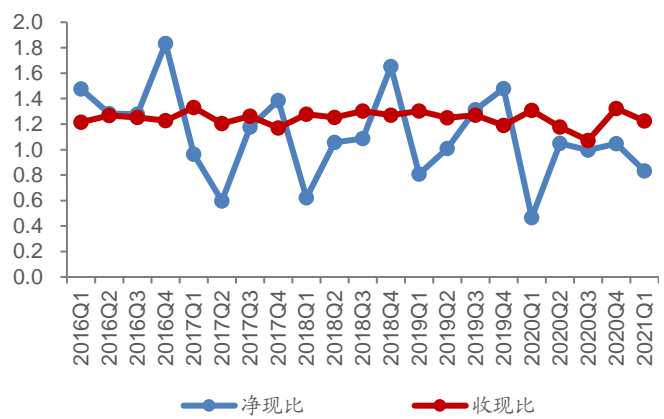
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司分季度费用率变化情况



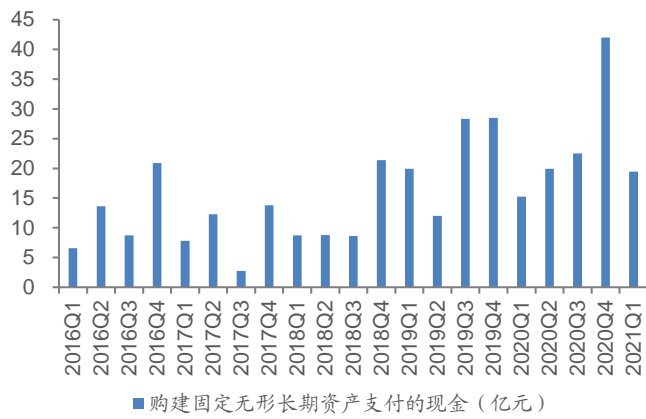
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司分季度净现比变化情况



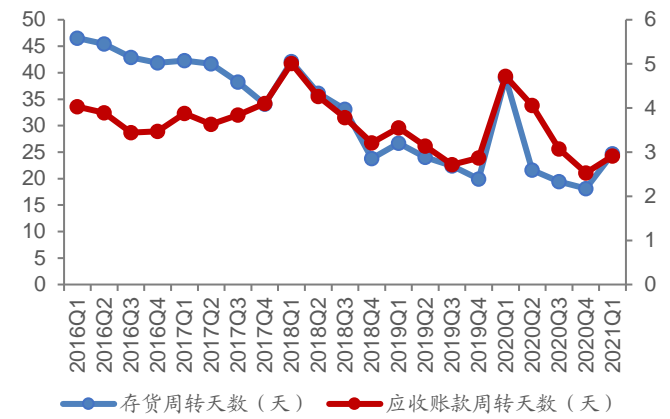
资料来源：wind，华安证券研究所

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

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
流动资产	112980	137494	148446	157580	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	200973	234045	260007	288294	利润总额	47108	48632	51071	53164
流动负债	24223	32118	32279	34026	所得税	10738	11087	11660	12125
短期借款	1982	2379	2854	3425	净利润	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	归属母公司净利润	35130	36232	38032	39602
非流动负债	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					
负债合计	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					
负债和股东权益	200973	234045	260007	288294					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-5338	13125	12827	6288

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
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。