

# 华新水泥 (600801)

证券研究报告

2021年04月30日

## Q1 收入创新高，多元化布局增长可期

### Q1 业绩符合预期，维持“买入”评级

近期公司发布 21 年一季报，21 年 Q1 实现营收 61.9 亿元，YOY+60.8%，实现归母净利润 7.34 亿元，同比增长 107.34%，扣非归母净利润 7.27 亿元，同比增长 101.02%，符合业绩预告预测（归母净利润同比增长 103.07%-111.54%）。公司 Q1 收入创同期历史新高，且骨料销量增长亮眼，在水泥价格同比下滑较多下，整体毛利率同比仍能保持基本持平。公司核心销售区域 20 年受疫情影响最大，21 年有望强势反弹，且骨料业务有望成为新的增长极，维持“买入”评级。

### Q1 收入创同期新高，预计 21 年水泥价格有望回暖

公司 20Q1 收入 61.9 亿元，创下同期历史新高，同比增长 60.8%，较 19 年增长 3.5%，主要系公司销量增长带动，预计水泥销量同比增长超过 60%，混凝土和骨料销量同比增长超过 200%。根据数字水泥网，公司主要销售区域两湖、西南地区水泥价格同比仍有下滑，但自四月份以来价格开启上涨，截至 4 月 23 日，两湖、西南地区水泥均价分别为 510 元/395 元/吨，同比分别高 17.5/27.5 元。今年一季度贵州地区水泥窑实际停产天数远超工信部要求的计划错峰停产天数，受益于供给端协同自律加强，贵州水泥价格有望迎来改善，有助于带动整体西南水泥价格上涨，而湖北地区去年受疫情影响最大，今年水泥价格有望修复。

### 毛利率同比小幅下滑，资本结构持续改善

公司 21Q1 毛利率 32.7%，同比下降 0.86pct，主要因水泥价格同比下滑，但由于毛利率更高的骨料业务销量增长更快，使得整体毛利率下滑幅度较小。期间费用率 14.5%，同比下降 4.2pct，主要因去年同期收入较低，导致费用率偏高，其中销售/管理/财务费用率同比分别-0.3/-3.5/-0.4pct，净利率 13.0%，同比提升 3.1pct。资产负债率 40.04%，较 20 年末进一步下降 1.36pct，资本结构持续改善。

### 多元化布局加快，骨料有望成为新的增长极

公司持续加快多元化布局，21 年计划资本支出 145 亿元，水泥扩展类项目投资 35.5 亿元，骨料扩展类项目投资 71.5 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，公司目前在建骨料项目 11 个，建成后骨料年产能将达到 2 亿吨，有望成为新的业绩增长点。考虑到公司 21Q1 销量增长较快，上调 21-23 年营业收入预测至 357/395/424 亿元（前值 332/356/387 亿元），但因煤炭成本上涨较快，维持 21-23 年归母净利润预测 69.5/78.6/89.5 亿元，参考可比公司估值，考虑到公司成长性相对更好，给予公司 21 年 9 倍目标 PE，对应目标价 29.79 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求增长不及预期、区域供给格局恶化、水泥价格上涨不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31,439.21	29,356.52	35,693.62	39,457.91	42,351.87
增长率(%)	14.47	(6.62)	21.59	10.55	7.33
EBITDA(百万元)	10,708.31	9,741.06	11,040.35	12,356.09	13,840.99
净利润(百万元)	6,342.30	5,630.60	6,949.90	7,861.59	8,953.39
增长率(%)	22.40	(11.22)	23.43	13.12	13.89
EPS(元/股)	3.03	2.69	3.31	3.75	4.27
市盈率(P/E)	7.39	8.33	6.75	5.97	5.24
市净率(P/B)	2.20	1.99	1.58	1.31	1.08
市销率(P/S)	1.49	1.60	1.31	1.19	1.11
EV/EBITDA	5.20	4.36	3.56	2.53	1.63

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.37 元
目标价格	29.79 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,361.88
流通 A 股股本(百万股)	1,361.88
A 股总市值(百万元)	30,465.25
流通 A 股市值(百万元)	30,465.25
每股净资产(元)	11.61
资产负债率(%)	40.04
一年内最高/最低(元)	29.15/18.41

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtaoa@tfzq.com

### 股价走势



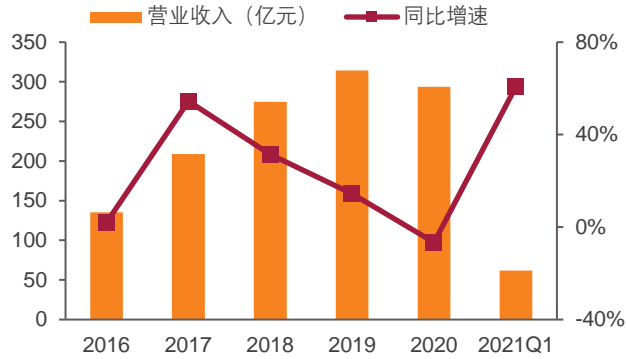
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《华新水泥-年报点评报告:盈利低谷已过,21 年向上弹性可期》2021-03-29
- 《华新水泥-半年报点评:Q2 销量超预期,业务多元化发展加速》2020-08-28
- 《华新水泥-公司点评:推进海外上市有利于公司长期发展和提高竞争力》2020-08-24

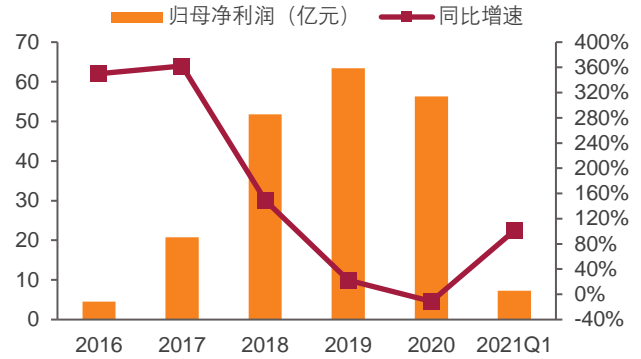
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016-2021Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-2021Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
000877.SZ	天山股份	156	14.89	1.56	1.45	1.85	2.04	9.54	10.27	8.05	7.30
002233.SZ	塔牌集团	135	11.35	1.45	1.49	1.65	1.79	7.83	7.62	6.88	6.34
600585.SH	海螺水泥	2,636	49.74	6.34	6.63	6.96	7.21	7.85	7.50	7.15	6.90
<b>平均值</b>								<b>8.41</b>	<b>8.46</b>	<b>7.36</b>	<b>6.85</b>
600801.SH	华新水泥	469	22.37	3.03	2.69	3.31	3.75	7.39	8.33	6.75	5.97

注：数据截至 20210429 收盘，除华新水泥 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,107.51	8,641.61	16,544.50	24,603.52	34,095.59
应收票据及应收账款	659.63	733.16	1,665.03	596.54	2,039.96
预付账款	258.83	378.62	327.83	449.79	388.51
存货	1,997.00	2,349.16	2,487.24	2,864.54	2,717.04
其他	2,125.52	3,032.06	2,793.95	2,994.75	3,184.75
<b>流动资产合计</b>	<b>10,148.49</b>	<b>15,134.61</b>	<b>23,818.55</b>	<b>31,509.14</b>	<b>42,425.85</b>
长期股权投资	414.09	512.28	512.28	512.28	512.28
固定资产	16,718.11	19,185.63	19,552.21	19,404.90	18,936.27
在建工程	4,113.16	3,104.43	1,898.66	1,187.19	742.32
无形资产	3,870.06	4,269.06	4,075.97	3,882.88	3,689.79
其他	1,381.47	1,722.50	1,385.19	1,401.25	1,374.76
<b>非流动资产合计</b>	<b>26,496.90</b>	<b>28,793.90</b>	<b>27,424.30</b>	<b>26,388.51</b>	<b>25,255.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>36,645.39</b>	<b>43,928.51</b>	<b>51,242.85</b>	<b>57,897.64</b>	<b>67,681.28</b>
短期借款	197.00	625.00	687.50	618.75	556.88
应付票据及应付账款	5,312.41	5,770.33	5,447.85	7,261.21	6,620.88
其他	3,515.26	5,207.27	6,017.70	4,278.36	6,536.12
<b>流动负债合计</b>	<b>9,024.68</b>	<b>11,602.60</b>	<b>12,153.05</b>	<b>12,158.31</b>	<b>13,713.87</b>
长期借款	2,039.54	3,504.28	4,025.00	3,622.50	3,260.25
应付债券	1,198.06	1,943.76	1,446.22	1,529.35	1,639.78
其他	1,015.42	1,137.93	1,067.54	1,073.63	1,093.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,253.03</b>	<b>6,585.97</b>	<b>6,538.76</b>	<b>6,225.48</b>	<b>5,993.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,277.70</b>	<b>18,188.57</b>	<b>18,691.80</b>	<b>18,383.79</b>	<b>19,706.93</b>
少数股东权益	2,058.64	2,168.56	2,838.71	3,624.31	4,498.42
股本	2,096.60	2,096.60	2,096.60	2,096.60	2,096.60
资本公积	1,913.44	1,943.54	1,943.54	1,943.54	1,943.54
留存收益	19,229.86	22,360.12	27,615.74	33,792.95	41,379.33
其他	(1,930.85)	(2,828.88)	(1,943.54)	(1,943.54)	(1,943.54)
<b>股东权益合计</b>	<b>23,367.68</b>	<b>25,739.94</b>	<b>32,551.05</b>	<b>39,513.86</b>	<b>47,974.35</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36,645.39</b>	<b>43,928.51</b>	<b>51,242.85</b>	<b>57,897.64</b>	<b>67,681.28</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,020.79	6,173.59	6,949.90	7,861.59	8,953.39
折旧摊销	1,783.46	1,824.45	1,092.28	1,131.86	1,156.60
财务费用	246.12	200.58	410.97	441.03	426.35
投资损失	(108.53)	(118.57)	(103.54)	(92.00)	(83.50)
营运资金变动	(831.72)	1,078.22	17.88	788.21	7.19
其它	1,569.05	(752.80)	715.47	809.06	904.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,679.19</b>	<b>8,405.47</b>	<b>9,082.97</b>	<b>10,939.74</b>	<b>11,364.25</b>
资本支出	5,527.15	3,596.91	130.39	73.91	30.60
长期投资	(98.38)	98.19	0.00	0.00	0.00
其他	(9,915.47)	(8,703.14)	(106.95)	(82.20)	(17.59)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,486.70)</b>	<b>(5,008.04)</b>	<b>23.45</b>	<b>(8.29)</b>	<b>13.00</b>
债权融资	4,204.29	7,947.53	7,999.18	7,265.47	7,193.51
股权融资	(40.02)	(969.23)	648.68	(266.72)	(252.04)
其他	(9,671.19)	(6,790.62)	(9,851.39)	(9,871.19)	(8,826.65)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,506.92)</b>	<b>187.69</b>	<b>(1,203.53)</b>	<b>(2,872.43)</b>	<b>(1,885.18)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(314.44)</b>	<b>3,585.12</b>	<b>7,902.88</b>	<b>8,059.02</b>	<b>9,492.07</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>31,439.21</b>	<b>29,356.52</b>	<b>35,693.62</b>	<b>39,457.91</b>	<b>42,351.87</b>
营业成本	18,625.31	17,440.23	20,989.79	22,987.49	24,173.62
营业税金及附加	530.00	510.43	624.11	680.39	735.74
营业费用	2,048.49	2,022.71	2,391.47	2,623.95	2,710.52
管理费用	1,558.49	1,604.70	1,856.07	2,032.08	2,117.59
研发费用	37.32	55.98	68.06	75.24	80.76
财务费用	208.15	305.71	410.97	441.03	426.35
资产减值损失	(210.37)	(78.20)	(70.38)	(63.34)	(57.00)
公允价值变动收益	5.30	2.41	10.05	10.15	10.25
投资净收益	108.53	118.57	103.54	92.00	83.50
其他	(215.97)	(324.96)	(227.17)	(204.29)	(187.50)
<b>营业利润</b>	<b>8,743.97</b>	<b>7,698.94</b>	<b>9,537.10</b>	<b>10,783.20</b>	<b>12,258.05</b>
营业外收入	75.97	65.27	53.97	65.07	61.44
营业外支出	103.82	100.56	88.06	97.48	95.37
<b>利润总额</b>	<b>8,716.12</b>	<b>7,663.65</b>	<b>9,503.00</b>	<b>10,750.79</b>	<b>12,224.11</b>
所得税	1,695.33	1,490.05	1,847.68	2,090.29	2,376.75
<b>净利润</b>	<b>7,020.79</b>	<b>6,173.59</b>	<b>7,655.32</b>	<b>8,660.50</b>	<b>9,847.36</b>
少数股东损益	678.49	542.99	705.42	798.91	893.98
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,342.30</b>	<b>5,630.60</b>	<b>6,949.90</b>	<b>7,861.59</b>	<b>8,953.39</b>
每股收益(元)	3.03	2.69	3.31	3.75	4.27

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.47%	-6.62%	21.59%	10.55%	7.33%
营业利润	21.95%	-11.95%	23.88%	13.07%	13.68%
归属于母公司净利润	22.40%	-11.22%	23.43%	13.12%	13.89%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.76%	40.59%	41.19%	41.74%	42.92%
净利率	20.17%	19.18%	19.47%	19.92%	21.14%
ROE	29.76%	23.89%	23.39%	21.90%	20.59%
ROIC	37.72%	29.91%	35.16%	40.95%	50.52%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.23%	41.40%	36.48%	31.75%	29.12%
净负债率	-3.87%	-2.70%	-26.25%	-43.88%	-56.08%
流动比率	1.12	1.30	1.96	2.59	3.09
速动比率	0.90	1.10	1.76	2.36	2.90
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	23.01	42.16	29.77	34.89	32.13
存货周转率	15.43	13.51	14.76	14.75	15.18
总资产周转率	0.90	0.73	0.75	0.72	0.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.03	2.69	3.31	3.75	4.27
每股经营现金流	4.62	4.01	4.33	5.22	5.42
每股净资产	10.16	11.24	14.17	17.12	20.74
<b>估值比率</b>					
市盈率	7.39	8.33	6.75	5.97	5.24
市净率	2.20	1.99	1.58	1.31	1.08
EV/EBITDA	5.20	4.36	3.56	2.53	1.63
EV/EBIT	6.18	5.32	3.95	2.78	1.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com