

投资评级 优于大市 维持

资本支出持续扩张，支撑未来增长

股票数据

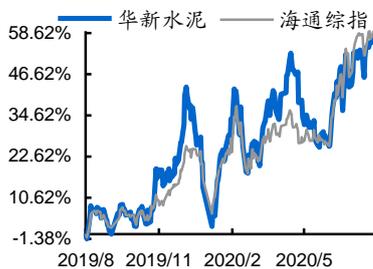
08月31日收盘价(元)	27.96
52周股价波动(元)	18.00-29.15
总股本/流通A股(百万股)	2097/1362
总市值/流通市值(百万元)	58577/58577

相关研究

《水泥、骨料稳步扩张，分红率提升》
2020.04.30

《水泥高景气延续，关注骨料等新业务布局》
2019.10.25

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.3	20.6	16.0
相对涨幅(%)	3.8	6.2	-7.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

分析师:颜慧菁

Tel:(021)23154171

Email:yhj12866@htsec.com

证书:S0850520020001

投资要点:

事件: 近日公司公布 2020 半年报, 公司 2020H1 收入 126 亿元、同比-12.7%; 归母净利润 22.5 亿元、同比-28.8%; EPS 为 1.07 元; 扣非归母净利润为 22.4 亿元、同比-28.4%。公司 20Q2 收入 87 亿元、同比+3.6%; 归母净利润为 19.0 亿元、同比-11.8%。

点评:

- **受疫情影响 20H1 公司量价均有所回落, 20Q2 需求显著好转带动收入增速转正。**

销量方面, 公司 20H1 年水泥熟料销量 3274 万吨、同比-8.0%, 主要系 20Q1 受疫情影响销量下降较多, 但随着 20Q2 复工复产的推进, 需求显著恢复, 20Q1、20Q2 公司收入分别同比-35.6%、+3.6%。

水泥价格及毛利方面, 公司 20H1 水泥熟料吨均价为 330 元、同比-26 元; 全口径吨毛利为 150 元、同比-19 元。公司 20Q1、20Q2 综合毛利率分别为 33.6%、41.4%, 分别同比-3.0、-4.1pct。

除水泥熟料业务外, 20H1 公司销售骨料 840 万吨, 同比+7.7%; 销售混凝土 160 万方, 同比-9.8%; 各类废弃物入窑处置量达到 133 万吨, 同比+33%, 骨料、环保业务销量的增长一定程度对冲了水泥熟料业务的下滑。2019 年公司非水泥熟料业务收入、毛利占比分别已达 13%、12%。

- **20H1 吨费用有所提升、吨净利回落, 20Q2 盈利水平降幅收窄。** 公司 20H1 吨费用(税金、三费)为 58 元、同比+5 元, 其中吨销售、管理+研发、财务费用分别同比+2.0 元(销售费用规模稳定)、+5.0 元(主要系员工成本、折旧摊销增加)、-1.6 元(主要系有息负债下降)。吨毛利下降及吨费用提升带动盈利水平有所回落, 公司 20H1 吨净利为 75 元、同比-23 元, 20Q1、20Q2 公司净利率分别同比-8.5pct、-4.7pct, 20Q2 盈利水平降幅收窄。

- **国际化布局业内领先、国内继续优化生产线结构, 高毛利骨料业务稳步扩张。**

公司 2020 年水泥项目计划投资 45 亿元, 我们预计随着公司国内外新项目的投产, 2020 年公司熟料产能有望增长 12%; 2020 年计划骨料项目投资 16 亿元。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27466	31439	30894	35998	38247
(+/-)YoY(%)	31.5%	14.5%	-1.7%	16.5%	6.2%
净利润(百万元)	5181	6342	5942	7689	8311
(+/-)YoY(%)	149.4%	22.4%	-6.3%	29.4%	8.1%
全面摊薄 EPS(元)	2.47	3.03	2.83	3.67	3.96
毛利率(%)	39.7%	40.8%	38.7%	41.1%	41.1%
净资产收益率(%)	31.1%	29.8%	22.9%	24.2%	21.7%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 1) **公司海外业务阶段性受疫情影响，新项目稳步推进，有望受益于“一带一路”的推进。**公司目前海外已投产熟料产能近 300 万吨（塔吉克斯坦、柬埔寨合计 3 条熟料生产线）、约占公司总产能的 5%，20H1 海外子公司华新香港（中亚）、华新柬埔寨公司净利润分别为 0.7、0.7 亿元，分别同比-47%、-19%，我们预计受海外疫情影响，合计占 20H1 公司净利润的 6%。乌兹别克斯坦吉扎克 4000t/d 已于 20H1 投产，尼泊尔纳拉亚尼 2800t/d 项目建设正常推进（20H1 工程进度 77%），坦桑尼亚 4000t/d 项目成功签约，2019 年收购吉尔吉斯南方水泥 100% 股权，我们认为公司海外布局较多，有望受益于“一带一路”的推进。
- 2) **国内方面更新与收购继续扩大产能。**公司产能主要分布在中南鄂湘粤豫、西南云贵川渝藏等地，近期通过产能置换方式优化生产线结构，淘汰小型生产线，湖北黄石产能置换项目(285 万吨熟料产能)正常推进（20H1 工程进度 71%），2019 年收购云维保山水泥 4000t/d 项目 85% 股权，国内产能有序扩张。
- 3) **高毛利骨料产能稳步扩张。**公司 20H1 年骨料产能为 4900 万吨（较 2019 年末增加 950 万吨），湖北长阳、四川渠县及重庆盐津扩产等骨料项目建成投产。
- **维持“优于大市”评级。**2019 年以来公司资本开支持续扩张，20Q2 公司在建工程达 50 亿元、同比+100%，我们认为公司未来水泥、骨料业务增长可持续性较强；2019 年公司分红率首次提升至 40%，积极回报股东。近期公司公告拟回购 5.5~6.1 亿元用于核心员工持股计划，激励机制将进一步完善。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 约 2.83、3.67、3.96 元，给予 2021 年 PE 7~9 倍，合理价值区间 25.69~33.03 元/股。
 - **风险提示。**地产基建需求低于预期；新增产能超预期。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元人民币/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2020/8/31	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	(按最新每股净资产计算)
600449.SH	宁夏建材	17.01	1.61	2.28	2.57	10.6	7.5	6.6	1.4
600585.SH	海螺水泥	60.91	6.35	6.74	7.00	9.6	9.0	8.7	2.3
600720.SH	祁连山	20.29	1.59	2.32	2.60	12.8	8.7	7.8	2.2
平均值						11.0	8.4	7.7	2.0

资料来源：WIND，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	31439	30894	35998	38247
每股收益	3.03	2.83	3.67	3.96	营业成本	18625	18932	21218	22516
每股净资产	10.16	12.37	15.17	18.25	毛利率%	40.8%	38.7%	41.1%	41.1%
每股经营现金流	4.62	3.70	4.88	5.11	营业税金及附加	530	463	540	574
每股股利	1.21	1.13	1.47	1.59	营业税金率%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
价值评估 (倍)					营业费用	2048	2008	2268	2333
P/E	9.24	9.86	7.62	7.05	营业费用率%	6.5%	6.5%	6.3%	6.1%
P/B	2.75	2.26	1.84	1.53	管理费用	1558	1576	1764	1798
P/S	1.86	1.90	1.63	1.53	管理费用率%	5.0%	5.1%	4.9%	4.7%
EV/EBITDA	5.23	6.09	4.58	3.97	EBIT	8640	7916	10208	11026
股息率%	4.3%	4.0%	5.2%	5.7%	财务费用	208	160	69	37
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	0.5%	0.2%	0.1%
毛利率	40.8%	38.7%	41.1%	41.1%	资产减值损失	-210	-31	-36	-38
净利润率	20.2%	19.2%	21.4%	21.7%	投资收益	109	130	130	130
净资产收益率	29.8%	22.9%	24.2%	21.7%	营业利润	8744	8105	10483	11331
资产回报率	17.3%	14.3%	15.6%	14.6%	营业外收支	-28	-31	-36	-38
投资回报率	25.2%	19.5%	20.9%	19.1%	利润总额	8716	8074	10447	11292
盈利增长 (%)					EBITDA	10423	9216	11558	12435
营业收入增长率	14.5%	-1.7%	16.5%	6.2%	所得税	1695	1615	2089	2258
EBIT 增长率	17.7%	-8.4%	29.0%	8.0%	有效所得税率%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	22.4%	-6.3%	29.4%	8.1%	少数股东损益	678	517	669	723
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	6342	5942	7689	8311
资产负债率	36.2%	31.6%	28.8%	25.9%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	1.12	1.29	1.52	1.80	货币资金	5108	6393	9651	13134
速动比率	0.87	1.03	1.27	1.54	应收账款及应收票据	660	648	755	802
现金比率	0.57	0.72	0.97	1.25	存货	1997	2030	2275	2414
经营效率指标					其它流动资产	2384	2380	2491	2544
应收帐款周转天数	6.52	6.52	6.52	6.52	流动资产合计	10148	11452	15172	18894
存货周转天数	39.14	39.14	39.14	39.14	长期股权投资	414	414	414	414
总资产周转率	0.86	0.74	0.73	0.67	固定资产	16718	19441	22313	25327
固定资产周转率	1.88	1.59	1.61	1.51	在建工程	4113	5113	6113	7113
					无形资产	3870	3870	3870	3870
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	26497	30219	34092	38105
净利润	6342	5942	7689	8311	资产总计	36645	41671	49264	56999
少数股东损益	678	517	669	723	短期借款	197	0	0	0
非现金支出	1994	1331	1386	1447	应付票据及应付账款	5312	5400	6052	6422
非经营收益	-83	-99	-94	-92	预收账款	616	605	705	749
营运资金变动	748	62	589	325	其它流动负债	2899	2902	3201	3351
经营活动现金流	9679	7753	10239	10715	流动负债合计	9025	8907	9959	10523
资产	-4021	-4030	-4036	-4038	长期借款	2040	2040	2040	2040
投资	-647	0	0	0	其它长期负债	2213	2213	2213	2213
其他	181	130	130	130	非流动负债合计	4253	4253	4253	4253
投资活动现金流	-4487	-3900	-3906	-3908	负债总计	13278	13160	14212	14776
债权募资	993	-197	0	0	实收资本	2097	2097	2097	2097
股权募资	36	0	0	0	归属于母公司所有者权益	21309	25935	31808	38256
其他	-6537	-2369	-3075	-3324	少数股东权益	2059	2575	3244	3967
融资活动现金流	-5507	-2566	-3075	-3324	负债和所有者权益合计	36645	41671	49264	56999
现金净流量	-318	1286	3258	3482					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 31 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
颜慧菁 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：帝欧家居,中国巨石,西部水泥,天山股份,中材国际,中国铁建,坚朗五金,中设集团,中国建筑,三棵树,华新水泥,万年青,祁连山,冀东水泥,中国中铁,伟星新材,精工钢构,科顺股份,兔宝宝,惠达卫浴,宁夏建材,再升科技,海螺水泥,中钢国际,中材科技,东方雨虹,长海股份,凯伦股份,信义玻璃,东宏股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。