

华新水泥

600801

审慎增持 (维持)

Q2 创季度销量新高, 基本面底部蓄势向上

2020 年 08 月 27 日

市场数据

市场数据日期	2020-08-27
收盘价(元)	27.92
总股本(百万股)	2096.60
流通股本(百万股)	2096.60
总市值(百万元)	58537.07
流通市值(百万元)	38023.69
净资产(百万元)	20846.83
总资产(百万元)	40257.71
每股净资产	9.94

相关报告

《回购加码, 激励充分》
2020-08-14
《业绩略低于预期, 中长期发展目标清晰》2020-01-12
《销量增长超预期, 盈利高位继续上探》2019-10-25

分析师:

李阳

liyang20@xyzq.com.cn

S0190520070001

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	31439	30475	33104	35118
同比增长	14.5%	-3.1%	8.6%	6.1%
净利润(百万元)	6342	6074	7205	7557
同比增长	22.4%	-4.2%	18.6%	4.9%
毛利率	40.8%	42.5%	42.6%	41.7%
净利润率	20.2%	19.9%	21.8%	21.5%
净资产收益率(%)	29.8%	24.4%	23.9%	21.5%
每股收益(元)	3.03	2.90	3.44	3.60
每股经营现金流(元)	4.62	3.05	4.37	4.82

投资要点

- **公司披露 2020 半年报**, 实现营收 125.65 亿元, 同比下滑 12.67%; 实现归母净利 22.52 亿元, 同比下滑 28.79%, 扣非后归母净利 22.43 亿元, 同比下滑 28.36%。其中, 二季度实现营收 87.16 亿元, 同比增长 3.62%, 归母净利 18.98 亿元, 同比下滑 11.8%, 扣非后归母 18.81 亿元, 同比下滑 12.91%。上半年销售净利率 19.54%, 同比下降 4.74 个百分点, Q2 净利率 23.81%, 同比下降 4.66 个百分点, 今年 Q1 为 9.87%。
- **吨指标方面**, 2020 上半年公司水泥熟料吨均价 331 元, 同比下降 24 元; 吨成本 204 元, 同比下降 2 元; 吨毛利 127 元, 同比下降 21 元。吨期间费用 52 元, 同比提高 5 元, 其中, 吨销售费用 26 元, 同比+2 元, 吨管理费用 22 元, 同比+5 元, 吨财务费用 2.8 元, 同比-2 元。(扣非后归母口径)吨净利 69 元, 同比-19 元, (净利润口径)吨净利 75 元, 同比-23 元。
- **百年企业焕发新彩, 多维培育成长机会**。①**扩大水泥产能规模, 海内外成长空间充足**。覆盖国内 10 个省市、海外 6 个国家。报告期内, 乌兹别克斯坦 4000t/d 产线点火, 新增 200 万吨水泥年产能。②**高毛利骨料业务快速增长**。上半年销售骨料 839.69 万吨, 同比+7.73%, 吨收入 56 元(同比-3 元), 吨毛利 37 元(同比-2 元), 骨料毛利率 67%, 期末产能 4900 万吨/年, 报告期新增 950 万吨。③**环保转型战略逐见成效**, ④**推进新兴产业转型发展**。
- **投资建议: 优质资产历经考验, 跨越里程弹性可期**。上周湖北发货达到 90-95%, 24 号武汉及鄂东部分企业上调 20-30 元/吨, 湖南在 70%, 云南昆明 90%、曲靖 80%, 四川、重庆在 80-85%, 环比 7 月均有改善。我们认为需求是错位不是缺位, 看好供需边际改善, 释放价格弹性。同时, 百年华新焕发成长活力, 骨料、环保、混凝土等多维培育增长机会。我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 60.74、72.05、75.57 亿元, 对应 PE 分别为 9.4X、7.9X、7.5X, 建议“审慎增持”评级。

风险提示: 项目资金到位不及预期的风险; 天气变化不及预期的风险; 海外政策变化不及预期。

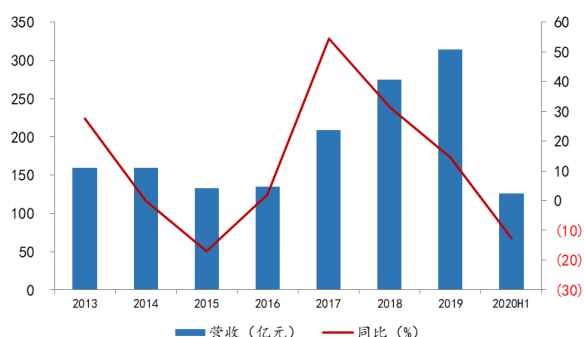
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

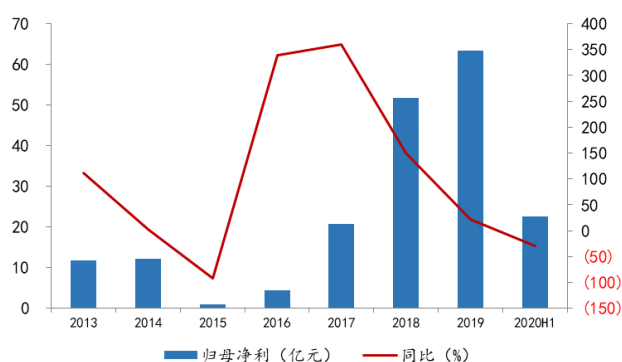
- **公司披露 2020 半年报**, 报告期内实现营收 125.65 亿元, 同比下滑 12.67%; 实现归母净利 22.52 亿元, 同比下滑 28.79%, 扣非后归母净利 22.43 亿元, 同比下滑 28.36%。其中, 二季度实现营收 87.16 亿元, 同比增长 3.62%, 归母净利 18.98 亿元, 同比下滑 11.8%, 扣非后归母 18.81 亿元, 同比下滑 12.91%。上半年销售净利率 19.54%, 同比下降 4.74 个百分点, Q2 净利率 23.81%, 同比下降 4.66 个百分点, 今年 Q1 为 9.87%。

图 1、公司近年来收入变化



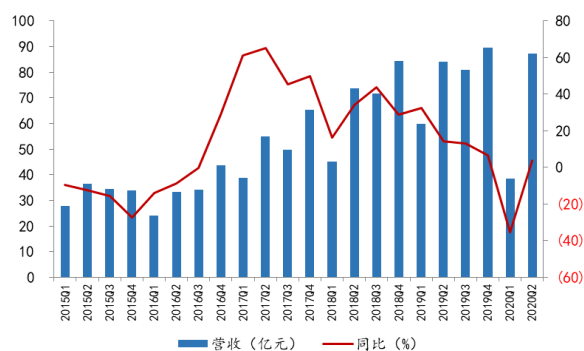
数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司近年来归母净利变化



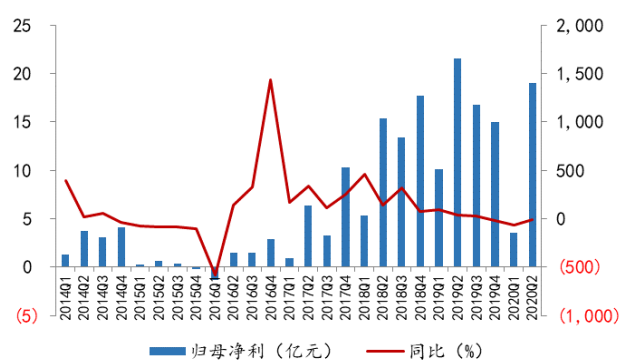
数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司近年来单季度收入变化



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司近年来单季度归母净利变化



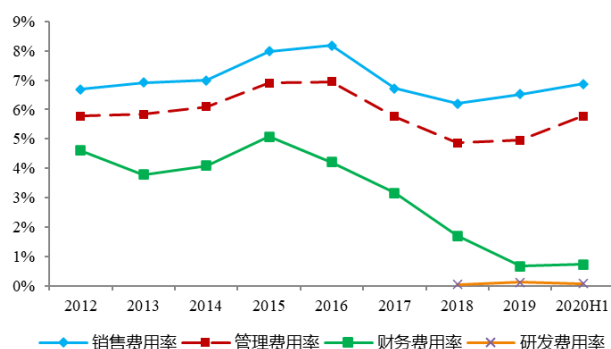
数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

点评

公司上半年水泥业务收入占营收比例为 86%，同比下降 1.5 个百分点，混凝土、骨料分别占比 5.6%、3.7%，分别提高 0.4、0.5 个百分点，整体变动不大。

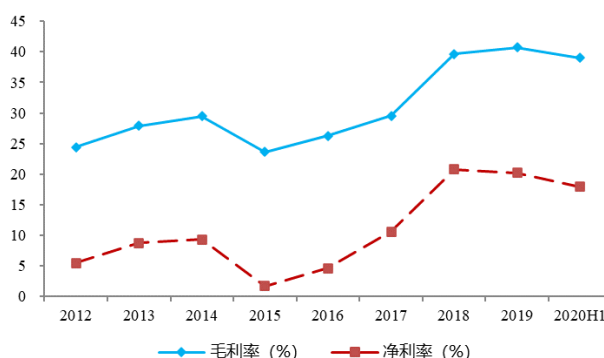
- **吨指标方面**，2020 上半年公司水泥熟料吨均价 331 元，同比下降 24 元；吨成本 204 元，同比下降 2 元；吨毛利 127 元，同比下降 21 元。吨期间费用 52 元，同比提高 5 元，其中，吨销售费用 26 元，同比+2 元，吨管理费用 22 元，同比+5 元，吨财务费用 2.8 元，同比-2 元。（扣非后归母口径）吨净利 69 元，同比-19 元，（净利润口径）吨净利 75 元，同比-23 元。
- **销量方面**，2019 年公司销售水泥及熟料 3274 万吨，同比下降 8%，相对全国水泥产量同比-4.8%，湖北同比-31.6%，云南同比-5.6%，重庆-8.4%，四川-2.8%，湖南+3.3%，**公司受湖北影响较为明显。二季度加速恢复，当季水泥销量创季度历史新高。**
- **价格方面**，上半年水泥均价 331 元/吨（不含税），同比下降 24 元，主因疫情、洪水扰乱需求节奏。天气放晴后，需求回暖、价格回升，8 月 24 号武汉及鄂东部分企业上调 20-30 元/吨。
- **成本费用方面**，水泥吨成本 204 元，同比下降 2 元，预计销量下降带来制造成本摊薄减少，同时疫情延后开工，产线停产时间较长，部分抵消煤炭成本下行。**公司销售费用微幅下降 0.5%，销售费用率为 6.87%，同比提高 0.84 个百分点**，占比较大的细分项变动较少，例如占比 33%的交通费、运输费及搬运劳务费下降 1%，占比 29%的物料消耗增长 4%，占比 20%的员工成本下降 4%。**管理费用提高 19%，管理费用率 5.77%，同比提高 1.54 个百分点**，主因占比 55%的员工成本提高 21%，占比 14%的折摊同比提高 62%，占比 11%的其他费用同比提高 32%。**财务费用同比下降 42%，财务费用率为 0.72%，同比下降 0.36 个百分点**，主因加权平均有息负债下降，利息支出同比下降 47%。短期借款 6.29 亿（去年同期 4.41 亿），一年内非流 4.84 亿（去年同期 20.09 亿），长期借款 34.77 亿（去年同期 20.32 亿）。此外，货币资金 75.94 亿元，固定资产折旧等 7.89 亿。**公司在规模上升阶段继续保持健康的资产结构，期末资产负债率 42.68%，去年同期为 39.76%，整体稳定。**
- **现金流方面**，经营活动产生的现金流量净额同比下降 16.27%，与营收规模下降幅度接近。投资活动产生的现金流量净额同比大幅下降 86.86%，主因国内外水泥项目建设投入增加。筹资活动产生的现金流量净额增长 141.44%，主因报告期新增借款。

图 5、公司近年来期间费用率变化



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司近年来毛利率、净利率变化



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

百年企业焕发新彩，多维培育成长机会。

- ①**扩大水泥产能规模，海内外成长空间充足。**公司具备水泥年产能近 1 亿吨，拥有 230 家子公司，覆盖湖北、湖南、云南、四川、贵州、广东、河南、重庆、江西、西藏等 10 个省市，以及塔吉克斯坦、柬埔寨、吉尔吉斯斯坦、坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、尼泊尔等海外 6 个国家。**报告期内，乌兹别克斯坦 4000t/d 产线点火，新增 200 万吨水泥年产能。在建水泥熟料生产线 3 条，主要为黄石（工程进度 71%），吉扎克（95%），尼泊尔（77%）。**
- ②**高毛利骨料业务快速增长。**上半年销售骨料 839.69 万吨，同比+7.73%，平均每吨收入 56.08 元（同比-3 元），吨毛利 37.3 元（同比-2 元），骨料毛利率仍维持高位，为 67%，同比基本持平。**期末骨料产能 4900 万吨/年（期初 3950 万吨/年），报告期湖北长阳、四川渠县及重庆盐津扩产等骨料项目建成投产，新增 950 万吨年产能。**
- ③**环保转型战略逐见成效，**废弃物处置总体产能 570 万吨/年（含在建），各类废弃物入窑处置量达到 132.96 万吨，同比提升 33%。
- ④**推进新兴产业转型发展，**现具备综合环保墙材 1.2 亿块/年，砂浆生产能力 30 万吨/年，水泥包装袋 7 亿只/年。报告期内，黄石新材料与智能装备制造科技园项目竣工投产，形成 5 亿只/年热封袋、20 万吨/年防渗新材料、5 万吨/年建材复合改性材料及自主研发的系列超高性能混凝土制品及材料等产能。

激励额度增大，提高回购金额。2020 年 8 月发布 2020-2022 年核心员工持股计划(草案)，同时调整以集中竞价交易方式回购公司 A 股股份资金总额，由原方案的 1-1.25 亿元调整为 5.5-6.1 亿元，方案其它内容不变。前次回购方案发布于 2019 年 12 月，提出 12 个月内以自有资金通过集中竞价方式回购 A 股金额 1-1.25 亿元，回购价格不超过 32.03 元/股，回购股份将全部用于员工持股计划或股权激励。2020 年 2 月实施首次回购，上半年累计回购总股本的 0.25%，成交均价 22.99 元/股，含交易费用已支付金额 1.23 亿元。如果假设最终回购金额 6.1 亿元，剩余部分按

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

上限 32.03 元/股计算，叠加前期已回购股份，合计可回购股份占总股本的 0.98%，即剩余还将回购约总股本的 0.73%。

变更 B 股上市地，强化海外融资功能，支撑国际化战略推进。公司近期拟申请将已发行的 734,720,000 股境内上市外资股（B 股）转换上市地，以介绍方式在香港联合交易所主板上市及挂牌交易，变更为在香港联合交易所上市的境外上市外资股（H 股），本次方案不涉及发行新股。**主因 B 股市场被严重低估且失去融资功能，公司股票在香港流通有助推进国际化进程。**

投资建议：优质资产历经考验，跨越里程弹性可期。上周湖北发货达到 90-95%，24 号武汉及鄂东部分企业上调 20-30 元/吨，湖南在 70%，云南昆明 90%、曲靖 80%，四川、重庆在 80-85%，环比 7 月均有改善。我们认为需求是错位不是缺位，看好供需边际改善，释放价格弹性。同时，百年华新焕发成长活力，骨料、环保、混凝土等多维培育增长机会。我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 60.74、72.05、75.57 亿元，对应 PE 分别为 9.4X、7.9X、7.5X，建议“审慎增持”评级。

风险提示：项目资金到位不及预期的风险；天气变化不及预期的风险；海外政策变化不及预期。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10148	15937	21788	27753
货币资金	5108	10105	14977	20410
交易性金融资产	0	76	38	44
应收账款	562	1054	1170	1267
其他应收款	486	471	512	543
存货	1997	1880	2039	2193
非流动资产	26497	26000	25595	25036
可供出售金融资产	0	32	26	24
长期股权投资	414	450	449	443
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	16718	18718	18956	18494
在建工程	4113	1437	550	221
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3870	4213	4528	4850
资产总计	36645	41937	47383	52790
流动负债	9025	9696	9994	10348
短期借款	197	496	417	407
应付票据	192	93	116	133
应付账款	5121	4569	4944	5374
其他	3515	4539	4517	4434
非流动负债	4253	4695	3821	3071
长期借款	2040	2573	1584	848
其他	2213	2122	2237	2222
负债合计	13278	14392	13815	13419
股本	2097	2097	2097	2097
资本公积	1913	1913	1913	1913
未分配利润	16205	19571	24652	29497
少数股东权益	2059	2696	3452	4218
股东权益合计	23368	27546	33568	39371
负债及权益合计	36645	41937	47383	52790

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	7021	6074	7205	7557
折旧和摊销	1540	1162	1278	1330
资产减值准备	210	219	13	43
无形资产摊销	243	215	220	222
公允价值变动损失	-5	4	4	2
财务费用	246	118	251	583
投资损失	-109	-119	-104	-111
少数股东损益	678	638	756	766
营运资金的变动	762	1300	511	17

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	31439	30475	33104	35118
营业成本	18625	17534	19015	20457
营业税金及附加	530	500	543	552
销售费用	2048	2516	1921	1849
管理费用	1558	1677	1481	1471
财务费用	208	118	251	583
资产减值损失	-210	152	166	53
公允价值变动	5	4	4	2
投资收益	109	119	104	111
营业利润	8744	8429	10084	10544
营业外收入	76	30	33	35
营业外支出	104	101	166	176
利润总额	8716	8359	9951	10403
所得税	1695	1648	1990	2081
净利润	7021	6711	7961	8323
少数股东损益	678	638	756	766
归属母公司净利润	6342	6074	7205	7557
EPS(元)	3.03	2.90	3.44	3.60

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	14.5%	-3.1%	8.6%	6.1%
营业利润增长率	21.9%	-3.6%	19.6%	4.6%
净利润增长率	22.4%	-4.2%	18.6%	4.9%
盈利能力				
毛利率	40.8%	42.5%	42.6%	41.7%
净利率	20.2%	19.9%	21.8%	21.5%
ROE	29.8%	24.4%	23.9%	21.5%

偿债能力				
资产负债率	36.2%	34.3%	29.2%	25.4%
流动比率	1.12	1.64	2.18	2.68
速动比率	0.89	1.44	1.97	2.46
营运能力				
资产周转率	90.1%	77.6%	74.1%	70.1%
应收帐款周转率	4373.8%	2836.0%	2238.5%	2166.7%
每股资料(元)				
每股收益	3.03	2.90	3.44	3.60

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	9679	6404	9159	10106	每股经营现金	4.62	3.05	4.37	4.82
投资活动产生现金流量	-4487	-885	-752	-741	每股净资产	10.16	11.85	14.36	16.77
融资活动产生现金流量	-5507	-522	-3534	-3932					
现金净变动	-318	4997	4873	5432	估值比率(倍)				
现金的期初余额	5327	5108	10105	14977	PE	9.0	9.4	7.9	7.5
现金的期末余额	5108	10105	14977	20410	PB	2.7	2.29	1.89	1.62

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn