

Q3 销量大幅增长，全年盈利弹性可期



核心观点

- **Q3 经营稳健，业绩符合预期。**公司报告期内实现营业收入 251.5 亿，YoY-4.8%，归母净利润 20.9 亿，YoY-16.0%，其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 109.0/10.9 亿，YoY+6.5%/9.4%，业绩符合预期。报告期内业绩下滑主要由于受疫情影响，水泥熟料业务吨均价/吨盈利有所下滑。
- **水泥熟料业务有望继续保持较好弹性，危废业务稳步推进。**受赶工需求拉动，公司 Q3 销售水泥熟料 3472 万吨，YoY+20.3%，拉动前三季度实现销量 7682 万吨，YoY+3.6%。受益需求持续向好，另考虑到 19Q4 国庆阅兵影响需求，预计 20Q4 公司水泥熟料销量有望继续保持较好弹性。目前公司可转债申请已获批复，随着危废产能的逐步落地，危废业务有望保持较快增长。
- **盈利能力有望提升，管控显成效费用率有所下降。**报告期内公司毛利率/净利率为 34.8%/14.9%，分别同比下降 2.9/1.5pct，主要由于前三季度公司水泥熟料吨均价/吨净利分别下降 11/6 元至 252/27 元。公司 10 月中旬上调水泥熟料销售价格约 60 元/吨，随着调价的逐步落实，预计 Q4 盈利能力有望提升。公司期间费用率 17.3%，同比下滑 0.62pct，其中销售/研发费用率分别提升 0.26/0.14pct，管理/财务费用率分别下降 0.35/0.67pct，财务费用率下降较多主要由于资产负债率有所下降。报告期内公司经营性现金流净额 69.4 亿，YoY+19.6%，主要由于公司为消化库存导致现金流出有所减少。
- **水泥熟料涨价逐步落实，业绩弹性可期。**公司受益京津冀一体化及雄安新区建设（测算 20 年拉动公司水泥销量增长约 2%），需求有望持续向好，且电石渣熟料厂商参与错峰减缓供给冲击，目前公司已开始上调水泥价格并逐步落实。公司加强成本费用管控，期间费用率继续下降预期，业绩弹性凸显。

财务预测与投资建议

- 预测 20-22 年 EPS 2.46/2.74/2.97 元，水泥行业 20 年平均 PE 为 8X，公司核心区域受益于京津冀一体化及雄安新区拉动，且费用率有望继续改善，我们认可给予公司 20 年 8XPE，对应目标价 19.68 元，维持“增持”评级。

风险提示：华北地区需求不及预期风险；环保因素导致产线关停风险；危废固废无害化处置业务毛利率下滑风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30,849	34,507	37,026	39,150	40,924
同比增长(%)	101.8%	11.9%	7.3%	5.7%	4.5%
营业利润(百万元)	3,436	6,307	7,732	8,596	9,320
同比增长(%)	810.7%	83.6%	22.6%	11.2%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,483	2,701	3,315	3,688	4,000
同比增长(%)	1243.7%	82.1%	22.8%	11.2%	8.5%
每股收益(元)	1.10	2.00	2.46	2.74	2.97
毛利率(%)	30.6%	37.1%	37.8%	37.8%	37.9%
净利率(%)	4.8%	7.8%	9.0%	9.4%	9.8%
净资产收益率(%)	12.0%	18.0%	19.9%	19.1%	18.1%
市盈率	14.7	8.1	6.6	5.9	5.4
市净率	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月21日)	15.8元
目标价格	19.68元
52周最高价/最低价	21.73/13.61元
总股本/流通A股(万股)	134,752/134,721
A股市值(百万元)	21,291
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2020年10月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.80	-6.06	-18.35	1.61
相对表现	-1.50	-8.22	-20.52	-21.89
沪深300	-0.30	2.16	2.17	23.50



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn
联系人 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn

相关报告

疫情拖累 H1 业绩，雄安基建发力可期： 2020-08-13
区域需求向好，业绩弹性可期：——首次覆 2020-05-15
盖报告

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们采用**相对估值法进行估值**。水泥行业受供给侧结构性改革影响，16-20年新增产能有限，存量产能执行错峰生产和产能置换，导致水泥周期上行，水泥价格不断提升，行业盈利/现金流状况从16年开始逐年向好，趋势有望延续。公司水泥熟料产能位列水泥行业前三，受益水泥行业供给侧结构性改革，公司盈利从16年开始逐年提升。同时由于公司资产负债率相对较高，截至20Q3仍有50.5%，在盈利情况/现金流逐渐好转的情况下，公司将逐渐降低资产负债率。因此公司自由现金流仍未进入相对平稳区间，采用绝对估值会形成较大误差。考虑到水泥熟料产品同质性较高，可比公司相对较多，我们采用相对估值法进行估值。

可比公司20年平均PE为8X。由于水泥熟料产品同质性较高，公司之间的差异主要体现在产能布局 and 自身经营管理上，因此对于可比公司，我们选取产能布局以华东为主的海螺水泥/上峰水泥，产能布局以华中地区为主的华新水泥，产能布局集中在西北地区的祁连山/天山股份。由于市值较大的公司对行业代表性更强，因此我们使用可比公司市值加权进行估值，2020年可比公司估值均值（市值加权平均）为8XPE。

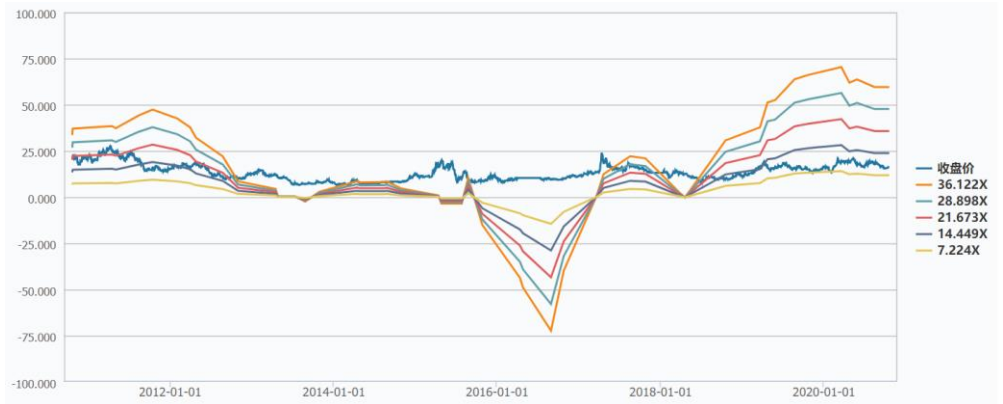
表 1：可比公司估值表（截至 2020 年 10 月 21 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
海螺水泥	600585.SH	54.07	2,744	6.34	6.68	6.86	6.99	8.64	8.09	7.88	7.74
华新水泥	600801.SH	24.11	433	3.02	3.14	3.34	3.61	8.74	7.68	7.22	6.68
上峰水泥	000672.SZ	22.95	187	2.87	3.24	3.66	4.17	6.38	7.08	6.27	5.50
祁连山	600720.SH	14.80	115	1.59	1.99	2.19	2.40	7.89	7.44	6.76	6.17
天山股份	000877.SZ	16.08	169	1.56	1.73	1.90	2.04	7.60	9.29	8.46	7.88
可比公司估值均值（市值加权平均）									8.01		

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 2.46/2.74/2.97 元，CAGR+14.0%。公司熟料产能位列行业第三，是华北地区行业龙头，受益于京津冀一体化及雄安新区建设，公司需求向好，同时公司在管理费用率和财务费用率上有望改善。我们认可给予公司 2020 年 8XPE，对应目标价为 19.68 元，维持“增持”评级。

图 1：公司过去 10 年（2010/10/21-2020/10/21）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

华北地区需求不及预期：受“房住不炒”政策影响，华北地区地产投资增速或低于预期，导致水泥需求不及预计。同时由于雄安新区刚进入实质性建设阶段，项目开工进度可能不及预期。

环保因素导致产线关停风险：公司主要产能在华北地区，受“蓝天保卫战”影响，若空气质量长期处于红色预警之中，公司产线或有关停风险。

危废固废无害化处置业务毛利率下滑风险：危废处置毛利率较高，但生活垃圾处置毛利率相对较低，若公司未来生活垃圾处置项目占比居多，危废固废无害化处置业务毛利率存在下滑风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,347	5,979	9,316	10,951	13,596	营业收入	30,849	34,507	37,026	39,150	40,924
应收票据及应收账款	11,893	6,669	7,331	8,574	9,781	营业成本	21,398	21,716	23,022	24,333	25,429
预付账款	458	701	741	783	818	营业税金及附加	460	536	575	608	635
存货	2,021	2,872	3,223	3,407	3,560	营业费用	1,082	1,254	1,302	1,349	1,405
其他	1,868	1,186	1,241	1,303	1,358	管理费用及研发费用	3,597	4,228	4,356	4,391	4,467
流动资产合计	25,587	17,407	21,851	25,018	29,114	财务费用	1,270	1,180	977	881	750
长期股权投资	1,342	1,766	1,800	1,900	2,000	资产、信用减值损失	182	340	106	89	65
固定资产	28,016	32,616	32,704	32,862	33,032	公允价值变动收益	41	23	25	26	27
在建工程	412	740	750	764	778	投资净收益	64	346	363	381	401
无形资产	4,020	5,208	5,029	4,849	4,669	其他	471	685	655	690	720
其他	2,616	2,997	2,857	2,707	2,547	营业利润	3,436	6,307	7,732	8,596	9,320
非流动资产合计	36,406	43,327	43,139	43,081	43,027	营业外收入	37	112	78	82	86
资产总计	61,993	60,733	64,990	68,099	72,141	营业外支出	57	165	133	138	144
短期借款	12,653	7,601	6,654	6,023	5,264	利润总额	3,416	6,254	7,677	8,540	9,262
应付票据及应付账款	9,293	5,106	5,424	5,494	5,493	所得税	856	1,349	1,656	1,843	1,998
其他	9,972	9,702	8,172	7,467	6,590	净利润	2,560	4,905	6,021	6,697	7,264
流动负债合计	31,918	22,409	20,250	18,984	17,347	少数股东损益	1,076	2,204	2,706	3,010	3,264
长期借款	1,110	2,375	3,875	4,535	4,535	归属于母公司净利润	1,483	2,701	3,315	3,688	4,000
应付债券	1,713	3,491	3,400	1,700	1,500	每股收益(元)	1.10	2.00	2.46	2.74	2.97
其他	3,421	3,620	3,281	2,992	2,714						
非流动负债合计	6,244	9,487	10,556	9,227	8,749						
负债合计	38,163	31,896	30,806	28,211	26,096						
少数股东权益	9,251	13,487	16,192	19,202	22,466						
股本	1,348	1,348	1,348	1,348	1,348						
资本公积	4,591	3,329	3,329	3,329	3,329						
留存收益	5,704	7,727	10,369	13,062	15,955						
其他	2,938	2,947	2,947	2,947	2,947						
股东权益合计	23,831	28,838	34,185	39,888	46,045						
负债和股东权益总计	61,993	60,733	64,990	68,099	72,141						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,560	4,905	6,021	6,697	7,264
折旧摊销	6,263	7,082	3,202	3,474	3,772
财务费用	1,270	1,180	977	881	750
投资损失	(64)	(346)	(363)	(381)	(401)
营运资金变动	(162)	917	(1,834)	(1,779)	(2,120)
其它	(3,335)	(5,519)	81	63	38
经营活动现金流	6,531	8,219	8,083	8,955	9,303
资本支出	(12,383)	(13,189)	(3,011)	(3,314)	(3,615)
长期投资	731	(362)	(35)	(103)	(103)
其他	11,224	10,284	388	407	428
投资活动现金流	(427)	(3,267)	(2,658)	(3,010)	(3,291)
债权融资	(860)	1,900	510	(1,803)	(751)
股权融资	(331)	(1,261)	0	0	0
其他	(1,737)	(9,674)	(2,598)	(2,507)	(2,615)
筹资活动现金流	(2,929)	(9,036)	(2,088)	(4,310)	(3,366)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	3,175	(4,084)	3,337	1,635	2,645

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	101.8%	11.9%	7.3%	5.7%	4.5%
营业利润	810.7%	83.6%	22.6%	11.2%	8.4%
归属于母公司净利润	1243.7%	82.1%	22.8%	11.2%	8.5%
获利能力					
毛利率	30.6%	37.1%	37.8%	37.8%	37.9%
净利率	4.8%	7.8%	9.0%	9.4%	9.8%
ROE	12.0%	18.0%	19.9%	19.1%	18.1%
ROIC	9.5%	13.3%	14.2%	14.2%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	61.6%	52.5%	47.4%	41.4%	36.2%
净负债率	42.2%	36.6%	20.9%	8.4%	0.0%
流动比率	0.80	0.78	1.08	1.32	1.68
速动比率	0.74	0.65	0.92	1.13	1.47
营运能力					
应收账款周转率	14.4	12.6	13.4	13.2	13.1
存货周转率	12.1	8.6	7.4	7.1	7.1
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益	1.10	2.00	2.46	2.74	2.97
每股经营现金流	4.85	6.10	6.00	6.65	6.90
每股净资产	10.82	11.39	13.35	15.35	17.50
估值比率					
市盈率	14.7	8.1	6.6	5.9	5.4
市净率	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	2.8	2.1	2.5	2.3	2.2
EV/EBIT	6.4	4.1	3.5	3.2	3.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

