

投资评级 优于大市 维持

量微增、成本降，扣非净利润大幅增长

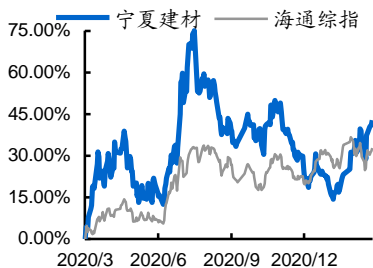
股票数据

03月19日收盘价(元)	14.64
52周股价波动(元)	10.61-19.50
总股本/流通A股(百万股)	478/478
总市值/流通市值(百万元)	7001/7001

相关研究

《供需向好弹性大的塞上江南水泥龙头》
2020.04.08

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.0	10.2	4.1
相对涨幅(%)	16.4	18.1	3.9

资料来源:海通证券研究所

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

Email:yhj12866@htsec.com

证书:S0850520020001

投资要点:

事件: 近日公司公布2020年年报,公司2020年实现营业收入约51.1亿元、同比增长约6.7%,归母净利润约9.6亿元,同比增长约25.5%;扣非归母净利润约9.2亿元,同比增长41.6%;同时公司公告向全体股东每10股派发6.7元现金股利(含税)。

点评:

- **区内需求发力,疫情之下销量正增长。**公司生产线布局在宁夏、甘肃、内蒙古等地,区内市场2020年表现亮眼,区内营收大增21%,区外营收小幅下滑4%。自治区内需求发力使公司摆脱疫情影响,2020全年水泥熟料销量增长4%至1586万吨。

- **吨收入持平,销量高增带动单吨成本大幅下行。**

- 1) 虽然2020年价格较低的熟料销量占比有所提升,但受益于甘肃、宁夏二季度强势的水泥价格,2020年公司水泥熟料吨收入约为257元/吨,同比仅下滑1元/吨;

- 2) 受益于销量大幅增长,公司吨成本大幅下降,由于会计政策调整(2020年运费计入成本),我们考察吨成本+销售费用这一指标,2020年公司水泥熟料吨成本+销售费用约为175元/吨,同比大幅下降18元/吨;

- 3) 2020年公司吨管理(含研发)、财务费用分别为19、0.1元/吨,同比下降1、1元/吨,财务费用已几乎趋近于零。

- 4) 通过以上分析,成本压缩是公司业绩增长最大的动力,公司吨归母净利润增加10元至61元/吨。

- **维持“优于大市”评级。**甘肃景气外溢,内蒙古电石渣水泥管理趋严,低价水泥冲击减少,我们预计区域景气度可延续;2020年公司吴忠赛马5000t/d产线点火,2021年贡献利润增量;中建材旗下水泥资产整合第一步方案已出,后续将继续推进水泥业务板块的重组整合、分步实施、履行承诺。我们预计公司2021-2023年归母净利润约11.1、12.2、12.9亿元,EPS分别约2.33、2.55、2.70元/股,给予公司2021年PE 8-10倍,合理价值区间18.64~23.30元(对应2021年1.23~1.54倍PB)。

- **风险提示。**煤炭价格超预期上涨;基建投资不及预期。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4790	5110	5665	5943	6235
(+/-)YoY(%)	14.8%	6.7%	10.9%	4.9%	4.9%
净利润(百万元)	769	965	1114	1221	1291
(+/-)YoY(%)	79.5%	25.5%	15.5%	9.6%	5.8%
全面摊薄EPS(元)	1.61	2.02	2.33	2.55	2.70
毛利率(%)	37.1%	32.9%	33.7%	33.8%	33.8%
净资产收益率(%)	13.8%	15.3%	15.4%	15.0%	14.2%

资料来源:公司年报(2019-2020),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

表 1 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2021/3/19	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	(按最新每股净资产计算)
000877.SZ	天山股份	16.08	1.45	1.83	2.02	11.1	8.8	7.9	1.6
600720.SH	祁连山	15.08	1.85	2.71	2.90	8.1	5.6	5.2	1.5
000401.SZ	冀东水泥	15.65	1.96	2.45	2.75	8.0	6.4	5.7	1.5
平均值						9.1	6.9	6.3	1.5

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 盈利预测采用 Wind 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	5110	5665	5943	6235
每股收益	2.02	2.33	2.55	2.70	营业成本	3430	3755	3936	4127
每股净资产	13.21	15.12	17.03	19.05	毛利率%	32.9%	33.7%	33.8%	33.8%
每股经营现金流	2.28	2.65	3.70	3.38	营业税金及附加	106	113	119	125
每股股利	0.67	0.73	0.79	0.84	营业税金率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
价值评估 (倍)					营业费用	45	49	51	53
P/E	7.26	6.28	5.73	5.42	营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
P/B	1.11	0.97	0.86	0.77	管理费用	299	340	351	362
P/S	1.37	1.24	1.18	1.12	管理费用率%	5.8%	6.0%	5.9%	5.8%
EV/EBITDA	3.88	3.65	2.93	2.29	EBIT	1226	1408	1486	1568
股息率%	4.6%	5.0%	5.4%	5.7%	财务费用	2	-14	-43	-73
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.2%	-0.7%	-1.2%
毛利率	32.9%	33.7%	33.8%	33.8%	资产减值损失	-134	-82	-49	-70
净利润率	18.9%	19.7%	20.5%	20.7%	投资收益	9	8	8	8
净资产收益率	15.3%	15.4%	15.0%	14.2%	营业利润	1217	1448	1588	1680
资产回报率	11.7%	12.3%	12.1%	11.5%	营业外收支	24	28	30	31
投资回报率	14.6%	15.1%	14.1%	13.2%	利润总额	1241	1476	1617	1711
盈利增长 (%)					EBITDA	1560	1684	1705	1793
营业收入增长率	6.7%	10.9%	4.9%	4.9%	所得税	192	258	283	299
EBIT 增长率	28.8%	14.9%	5.5%	5.5%	有效所得税率%	15.4%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润增长率	25.5%	15.5%	9.6%	5.8%	少数股东损益	84	104	113	120
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	965	1114	1221	1291
资产负债率	19.4%	15.4%	13.9%	12.9%					
流动比率	2.16	3.03	3.79	4.42	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.97	2.71	3.49	4.12	货币资金	722	846	1998	2891
现金比率	0.50	0.69	1.62	2.25	应收账款及应收票据	642	1029	849	935
经营效率指标					存货	249	349	336	345
应收账款周转天数	36.43	39.10	37.08	37.54	其它流动资产	1488	1511	1504	1507
存货周转天数	26.53	33.95	31.18	30.55	流动资产合计	3101	3735	4687	5678
总资产周转率	0.62	0.62	0.59	0.55	长期股权投资	3	3	3	3
固定资产周转率	1.31	1.39	1.45	1.49	固定资产	3911	4081	4095	4197
					在建工程	266	306	346	386
					无形资产	437	409	424	423
					非流动资产合计	5165	5346	5421	5568
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	8266	9081	10108	11246
净利润	965	1114	1221	1291	短期借款	430	0	0	0
少数股东损益	84	104	113	120	应付票据及应付账款	585	757	738	770
非现金支出	481	358	268	295	预收账款	1	54	19	27
非经营收益	-8	-27	-38	-39	其它流动负债	419	420	478	488
营运资金变动	-432	-282	204	-49	流动负债合计	1435	1232	1236	1285
经营活动现金流	1090	1267	1769	1618	长期借款	0	0	0	0
资产	-211	-360	-245	-333	其它长期负债	166	166	166	166
投资	-600	0	0	0	非流动负债合计	166	166	166	166
其他	10	8	8	8	负债总计	1600	1398	1401	1451
投资活动现金流	-802	-352	-237	-325	实收资本	478	478	478	478
债权募资	552	-430	0	0	归属于母公司所有者权益	6317	7231	8141	9110
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	349	453	566	686
其他	-930	-360	-380	-400	负债和所有者权益合计	8266	9081	10108	11246
融资活动现金流	-377	-790	-380	-400					
现金净流量	-89	124	1152	892					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 19 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

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： 中国巨石,西部水泥,帝欧家居,华新水泥,万年青,三棵树,伟星新材,兔宝宝,祁连山,冀东水泥,科顺股份,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,惠达卫浴,永高股份,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份,华润水泥控股,蒙娜丽莎,旗滨集团,塔牌集团,中国建材

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。