华新水泥 (600801.SH) 买入（维持评级）

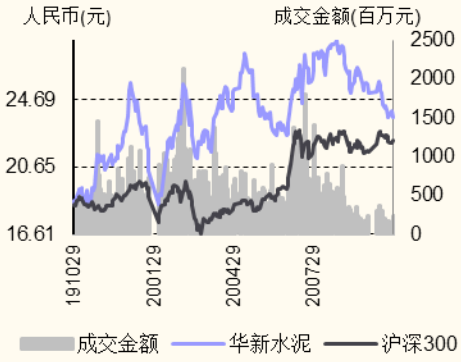
公司点评

市场价格（人民币）：23.65 元

单季利润增速转正，内生外延弹性大

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	20.97
已上市流通 A 股(亿股)	13.62
总市值(亿元)	495.85
年内股价最高最低(元)	25.78/23.62
沪深 300 指数	4737
上证指数	3269



相关报告

1.《国际化战略启动，高弹性水泥标的-华新水泥事项点评》，2020.8.23

2.《百年华新，引领“后疫情”新时代-华新水泥首次覆盖报告》，2020.8.4

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	3.460	3.025	2.927	3.533	3.739
每股净资产(元)	11.13	10.16	11.55	12.58	13.32
每股经营性现金流(元)	5.27	4.62	4.34	5.34	5.59
市盈率(倍)	4.83	8.74	8.08	6.69	6.32
净利润增长率(%)	149.39%	22.40%	-3.23%	20.70%	5.83%
净资产收益率(%)	31.08%	29.76%	25.34%	28.08%	28.07%
总股本(百万股)	1,497.57	2,096.60	2,096.60	2,096.60	2,096.60

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 20 年三季报，前三季度实现营业收入 204.12 亿元，同比减少 9.17%；归母净利润 40.24 亿元，同比减少 16.92%；基本 EPS1.93 元。

点评

- **三季度单季收入回落，单季盈利增速同比转正：**三季度受区域洪涝灾害影响，公司单季营收 78.47 亿元，同比减少 2.95%，环比减少 9.97%。受益于煤炭价格下跌带来的成本下降，公司 Q3 单季毛利率达到 42.48%，同比提高 2.14 个百分点，环比提高 1.1 个百分点。公司 Q3 单季归母净利润 17.72 亿元，同比增长 5.42%，利润增长发生在疫情、洪水等外部不利因素及 19 年三季度武汉军运会赶工期导致的高基数背景下。
- **外延扩张战略下，水泥主业弹性大：**市场不愿意给水泥股高估值的原因之一在于业绩弹性取决于价格，产量弹性弱。20 年下半年，随着公司黄石项目，坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、尼泊尔项目的点火投产，21 年产能有望增长 8.5%，水泥主业具有增量弹性。在骨料方面，公司湖北长阳、四川渠县及重庆盐津扩产等项目建成投产，新增 950 万吨/年的骨料产能。
- **受益重振计划发布，湖北区域有望量价齐升：**湖北省八月发布疫后重振三年行动方案，交通补短板项目 435 个、总投资 3777 亿元（折每年 1259 亿元），水利补短板项目 127 个、总投资 1731 亿元（折每年 577 亿元）。19 年湖北完成交通固定资产投资 1120 亿元，水利固定资产投资 168 亿元，未来三年湖北在交通和水利领域的投资将大幅增长。公司是湖北第一大水泥企业，产能占比 37%，湖北市场是公司主要的收入来源，收入占比 34%。20 年湖北水泥均价 474 元，同比下跌 1.6%。未来随着区域需求恢复，湖北水泥价格有望回升。
- **股份回购完成，彰显信心：**2020 年 8 月 13 日，公司将股权激励回购方案调整至 5.5-6.1 亿元，公司在半年报披露后的一周时间内完成了全部股份回购，显示公司对未来业绩增长信心及对当前股价的认可。

盈利调整与投资建议

- 我们将 20-22 年水泥均价变动幅度调整为-2%/4%/1%，同步下调 20-22 年归母净利润至 61.38 /74.08 /78.4 亿元（较上次预测下调 10%/4%/4%），预计未来三年 EPS 2.93 /3.53/3.74 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行；价格下跌；项目进度缓慢；环保风险；疫情反复；汇率波动。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 联系人

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**20,889**	**27,466**	**31,439**	**32,365**	**36,898**	**39,031**
增长率		31.5%	14.5%	2.9%	14.0%	5.8%
主营业务成本	-14,716	-16,575	-18,625	-19,389	-21,697	-22,932
%销售收入	70.4%	60.3%	59.2%	59.9%	58.8%	58.8%
毛利	6,173	10,891	12,814	12,976	15,201	16,100
%销售收入	29.6%	39.7%	40.8%	40.1%	41.2%	41.2%
营业税金及附加	-332	-500	-530	-546	-622	-658
%销售收入	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
销售费用	-1,402	-1,702	-2,048	-2,110	-2,406	-2,545
%销售收入	6.7%	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-1,204	-1,337	-1,558	-1,604	-1,829	-1,935
%销售收入	5.8%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	0	-11	-37	-38	-44	-46
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润（EBIT）	3,235	7,341	8,640	8,677	10,300	10,916
%销售收入	15.5%	26.7%	27.5%	26.8%	27.9%	28.0%
财务费用	-661	-466	-208	-232	-273	-255
%销售收入	3.2%	1.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-269	-67	-210	-101	-56	-53
公允价值变动收益	3	4	5	0	0	0
投资收益	108	84	109	0	0	0
%税前利润	3.9%	1.2%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,580	7,170	8,744	8,563	10,190	10,826
营业利润率	12.3%	26.1%	27.8%	26.5%	27.6%	27.7%
营业外收支	233	-39	-28	0	0	0
税前利润	2,812	7,131	8,716	8,563	10,190	10,826
利润率	13.5%	26.0%	27.7%	26.5%	27.6%	27.7%
所得税	-600	-1,426	-1,695	-1,666	-1,982	-2,106
所得税率	21.3%	20.0%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润	2,212	5,705	7,021	6,898	8,208	8,720
少数股东损益	134	524	678	760	800	880
归属于母公司的净利润	**2,078**	**5,181**	**6,342**	**6,138**	**7,408**	**7,840**
净利率	9.9%	18.9%	20.2%	19.0%	20.1%	20.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,212	5,705	7,021	6,898	8,208	8,720
少数股东损益	134	524	678	760	800	880
非现金支出	1,882	1,672	1,994	1,982	2,271	2,506
非经营收益	638	493	-83	171	257	257
营运资金变动	-538	29	748	43	463	235
经营活动现金净流	**4,194**	**7,900**	**9,679**	**9,094**	**11,200**	**11,718**
资本开支	-1,093	-1,916	-4,021	-6,390	-5,288	-3,188
投资	-687	78	-647	8	0	0
其他	146	9	181	0	0	0
投资活动现金净流	**-1,634**	**-1,829**	**-4,487**	**-6,382**	**-5,288**	**-3,188**
股权募资	6	11	36	-83	0	0
债权募资	-1,267	-3,146	-2,997	998	0	0
其他	-1,119	-1,231	-2,550	-3,399	-5,541	-6,589
筹资活动现金净流	**-2,380**	**-4,367**	**-5,510**	**-2,484**	**-5,541**	**-6,589**
现金净流量	**180**	**1,704**	**-318**	**228**	**371**	**1,941**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,606	5,327	5,108	5,335	5,706	7,647
应收款项	2,742	2,449	2,454	2,472	2,818	2,981
存货	1,621	2,079	1,997	2,079	2,326	2,459
其他流动资产	806	696	590	634	670	689
流动资产	8,776	10,550	10,148	10,520	11,521	13,776
%总资产	28.8%	31.8%	27.7%	25.3%	25.3%	28.3%
长期投资	537	602	524	466	416	366
固定资产	17,052	17,442	20,831	25,075	27,990	28,671
%总资产	55.9%	52.6%	56.8%	60.3%	61.4%	59.0%
无形资产	3,755	4,227	4,675	4,980	5,180	5,277
非流动资产	21,723	22,611	26,497	31,031	34,096	34,823
%总资产	71.2%	68.2%	72.3%	74.7%	74.7%	71.7%
资产总计	**30,499**	**33,162**	**36,645**	**41,551**	**45,617**	**48,600**
短期借款	2,824	3,498	967	864	864	864
应付款项	5,627	5,326	6,608	6,877	7,712	8,152
其他流动负债	789	1,328	1,450	1,389	1,623	1,721
流动负债	9,240	10,152	9,025	9,130	10,199	10,737
长期贷款	4,059	2,444	2,040	3,540	3,540	3,540
其他长期负债	4,044	2,246	2,213	1,844	1,875	1,890
负债	**17,344**	**14,842**	**13,278**	**14,514**	**15,613**	**16,166**
普通股股东权益	**11,900**	**16,673**	**21,309**	**24,218**	**26,385**	**27,935**
其中：股本	1,498	1,498	2,097	2,097	2,097	2,097
未分配利润	7,151	11,721	16,205	19,197	21,364	22,914
少数股东权益	1,256	1,646	2,059	2,819	3,619	4,499
负债股东权益合计	**30,499**	**33,162**	**36,645**	**41,551**	**45,617**	**48,600**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.387	3.460	3.025	2.927	3.533	3.739
每股净资产	7.946	11.133	10.164	11.551	12.585	13.324
每股经营现金净流	2.801	5.275	4.617	4.337	5.342	5.589
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.500	2.500	3.000
回报率						
净资产收益率	17.46%	31.08%	29.76%	25.34%	28.08%	28.07%
总资产收益率	6.81%	15.62%	17.31%	14.77%	16.24%	16.13%
投入资本收益率	10.84%	22.93%	24.97%	21.22%	23.11%	22.94%
增长率						
主营业务收入增长率	54.44%	31.48%	14.47%	2.94%	14.01%	5.78%
EBIT 增长率	148.38%	126.94%	17.69%	0.44%	18.70%	5.97%
净利润增长率	359.72%	149.39%	22.40%	-3.23%	20.70%	5.83%
总资产增长率	11.20%	8.73%	10.51%	13.39%	9.79%	6.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.0	7.8	6.3	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	34.7	40.7	39.9	39.9	39.9	39.9
应付账款周转天数	90.2	87.3	87.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	275.3	214.2	194.1	213.8	196.6	182.9
偿债能力						
净负债/股东权益	46.51%	8.76%	-3.87%	0.99%	-0.35%	-6.31%
EBIT 利息保障倍数	4.9	15.8	41.5	37.4	37.8	42.7
资产负债率	56.87%	44.76%	36.23%	34.93%	34.23%	33.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-04	买入	27.56	N/A
2	2020-08-23	买入	28.02	N/A

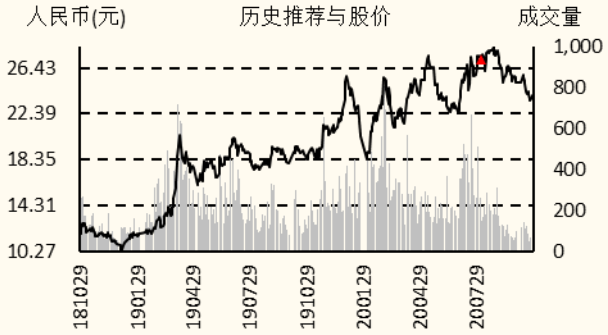
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH