太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-27

公司点评报告

买入/维持

华新水泥(600801)

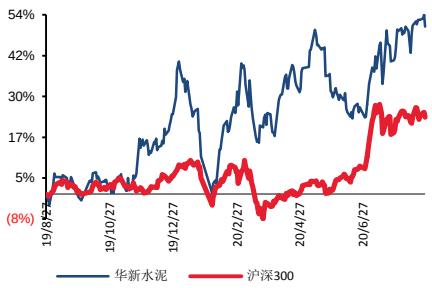
目标价：32.76

昨收盘：27.64

材料 材料II

华新水泥：Q2强势复苏，下半年将更进一步

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,887/1,887
总市值/流通(百万元)	52,148/52,148
12 个月最高/最低(元)	28.78/18.58

相关研究报告：

华新水泥（600801）《华新水泥：2020年一季度受疫情影响较大，Q2起有望迎头赶上》--2020/04/29

华新水泥（600801）《华新水泥：全年业绩增速放缓，2020年仍将维持高景气度》--2020/01/12

华新水泥（600801）《华新水泥：业绩符合预期，Q4将延续高景气度》--2019/10/24

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL：yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

事件：2020年上半年公司实现营收125.65亿元（-12.67%），归母净利润22.52亿元（-28.79%），扣非归母净利润22.43亿元（-28.36%），其中Q2实现营收87.16亿元（+3.62%），归母净利润18.98亿元（-11.8%），扣非归母净利润18.81亿元（-12.91%）。

点评：

Q2销量快速恢复，单季度营收增速转正。公司二季度营收同增3.6%，强势转正，疫情影响基本消除；上半年公司水泥熟料综合销量为3274万吨，同比下滑8%，其中Q2销量约2200万吨，同比增长约9%，进入二季度，下游复工复产加速，基建、地产率先恢复提振需求，4-6月份湖北地区水泥产量增速分别为-23.25%、-1.04%、0.54%，疫情影响边际减弱，预计下半年将强势反弹；而云南地区水泥产量增速为8%、9.3%、4.15%，需求旺盛；我们测算，Q2公司均价约330元/吨，同比下降约30元/吨，主要是Q1受疫情影响严重，价格回落较多导致；吨毛利约为136元/吨，同比下降约28元/吨；吨成本约为196元，同比下降约1元/吨。

资产负债表依旧强劲，现金流充沛。上半年公司经营性净现金流为35亿元，其中Q2为30.66亿元，同比增加约2亿元，期末在手现金约76亿元，同比增长约55.5%，资产负债率为42.7%，较年初增加约6.5个pct，主要是并购及新建项目使得长短期借款有所增加，整体来看，资产负债表依旧强劲，充足的现金流一方面保障各项业务有序进行，另一方面偿还有息负债降低财务费用，上半年财务费用同比下降约42%。

骨料业务快速增长，未来成为新的业绩增长点。上半年公司骨料销量约840万吨，同比增长约7.7%，预计毛利率维持在65%左右，盈利仍维持高位。公司依托丰富的矿山资源加速拓展骨料业务，截止报告期末，公司骨料产能达到4900万吨，较年初增加约1000万吨左右，保持稳步扩张；公司计划到2020年末力争实现1 亿吨/年的骨料产能，随着国家对矿山开采督查日趋严格，骨料资源壁垒属性日渐凸显，加速拓展骨料业务将打造新的业绩增长点；与此同时，公司的环保业务也保持快速发展，产业链延伸初见成效。

最差阶段已过去，2020H2公司将迎头赶上。进入8月份中下旬，受雨水影响逐步减弱，湖北地区出货恢复至9成以上，鄂东及武汉地区率先开始提价20-30元/吨，我们认为，最差阶段已经过去，公司下半年

将更进一步，随着“金九银十”旺季到来，基建与地产投资继续恢复，旺季需求依旧强劲，板块高景气度有望延续，而公司主要产能覆盖长江经济带，依托便利的水运将充分受益长江经济带协同发展带来的新契机；同时 2020 年公司海外并购项目将陆续落地，产能继续保证稳定增长，带来新的业绩增量。

投资建议：维持“买入”评级，目标价 32.76 元，在供给侧改革大背景下，公司水泥产能逆势扩张，充分受益于水泥行业景气度提升，业绩保持稳定增长；同时，公司加速产业链延伸，骨料及危废处理业务有望带来新的业绩增长点，高盈利背景下有望提升分红比例，回馈股东。我们调整公司 20-21 年归母净利润为 59.2 亿元和 76.3 亿元，对应 EPS 分别为 2.82 和 3.64 元；对应 20-21 年 PE 估值 9.9 和 7.7 倍，调整目标价至 32.76 元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产投资大幅下滑，错峰生产不及预期，置换产能大幅释放

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	31,439	30,163	33,939	34,658
(+/-%)	14.5%	-4.1%	12.5%	2.1%
净利润(百万元)	6342	5919	7627	7868
(+/-%)	22.4%	-6.7%	28.9%	3.2%
摊薄每股收益(元)	3.03	2.82	3.64	3.75
市盈率(PE)	8.74	9.89	7.67	7.44

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

财务报表预测

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**31,439**	**30,163**	**33,939**	**34,658**
营业成本	18,625	18,268	19,272	19,572
毛利	12,814	11,895	14,667	15,086
占营业收入	41%	39%	43%	44%
税金及附加	530	508	572	584
占营业收入	2%	2%	2%	2%
销售费用	2,048	1,965	2,211	2,258
占营业收入	7%	7%	7%	7%
管理费用	1,558	1,495	1,682	1,718
占营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	37	36	40	41
占营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	208	126	126	126
占营业收入	1%	0%	0%	0%
其他收益	242	232	261	266
投资收益	109	104	117	120
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
信用减值损失	21	0	0	0
资产减值损失	210	141	141	141
资产处置收益	189	181	204	208
营业利润	**8744**	**8139**	**10475**	**10811**
环比增长率	22%	-7%	29%	3%
营业外收支	-28	-5	6	3
利润总额	**8716**	**8134**	**10482**	**10813**
环比增长率	22%	-7%	29%	3%
所得税费用	1695	1582	2039	2103
净利润	7021	6552	8443	8710
归属于母公司的净利润	**6342**	**5919**	**7627**	**7868**
少数股东损益	678	633	816	842
EPS（元/股）	3.03	2.82	3.64	3.75

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	**9679**	**7830**	**10108**	**10142**
投资	-647	0	0	0
资本性支出	-4021	-2801	-2092	-2695
其他	181	104	117	120
投资活动现金流净额	**-4487**	**-2697**	**-1975**	**-2575**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	36	0	0	0
银行贷款增加（减少）	993	-197	0	0
筹资成本	-2480	-126	-126	-126
其他	-4056	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-5507**	**-323**	**-126**	**-126**
现金净流量	**-318**	**4810**	**8007**	**7441**

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,108	9,917	17,925	25,365
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据	98	94	106	108
应收账款	562	539	607	619
存货	1,997	1,959	2,066	2,099
其他流动资产	2,384	2,360	2,432	2,447
流动资产合计	10,148	14,869	23,135	30,638
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	16,718	15,370	13,967	12,591
在建工程	4,113	5,484	6,878	8,730
无形资产	3,870	5,293	6,019	6,890
商誉	476	476	476	476
长期股权投资	414	414	414	414
长期待摊费用	329	329	329	329
递延所得税资产	339	339	339	339
其他非流动资产	238	238	238	238
资产总计	**36,645**	**42,812**	**51,794**	**60,645**
短期借款	197	0	0	0
应付票据	192	188	198	201
应付账款	5,121	5,023	5,299	5,381
应付职工薪酬	484	475	501	509
应交税费	966	926	1,042	1,064
其他流动负债	2,065	2,027	2,138	2,163
流动负债合计	9,025	8,639	9,178	9,319
长期借款	2,040	2,040	2,040	2,040
应付债券	1,198	1,198	1,198	1,198
递延所得税负债	300	300	300	300
其他非流动负债	716	716	716	716
负债合计	**13,278**	**12,892**	**13,431**	**13,572**
归属于母公司的所有者权益	21,309	27,228	34,855	42,723
少数股东权益	2,059	2,692	3,508	4,350
股东权益	**23,368**	**29,920**	**38,363**	**47,073**
负债及股东权益	**36,645**	**42,812**	**51,794**	**60,645**

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	3.03	2.82	3.64	3.75
BVPS	10.16	12.99	16.62	20.38
PE	8.74	9.89	7.67	7.44
PEG	0.39	—	0.27	2.35
PB	2.60	2.15	1.68	1.37
EV/EBITDA	5.23	5.67	3.84	3.12
ROE	30%	22%	22%	18%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com

何雯 13527560506 heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。