

宁夏建材 (600449.SH)

收入规模实现稳增，盈利水平有所承压

买入

核心观点

收入实现稳增，成本上涨压制利润表现。2021年实现营业收入57.83亿元，同增13.17%，归母净利润8.01亿元，同减16.96%，扣非后归母净利润7.33亿元，同减20.52%，EPS为1.68元/股，拟10派5.4元（含税）。营业收入的增长主要受益于公司智慧物流业务发展，相应物流运输收入增加，业绩同比下降主要由于原煤价格上涨带来成本上升所致。

盈利水平有所承压，现金状况保持充裕。2021年度，公司销售水泥熟料合计1677.95万吨，同比减少5.43%，销售商品混凝土196.36万方，同比增加3.27%，销售骨料719.62万吨，同比减少5.80%。水泥熟料吨收入达242.50元/吨，同比增长5.49%。受煤炭价格上涨影响，吨成本上涨至177.96元/吨，同比增长15.69%，吨毛利下降15.1%至64.54元/吨。公司现金流保持充裕，报告期内经营性活动现金流净额为13.30亿元，同比增长22.0%，期末账面净现金实现约9.22亿元，同比增长216.1%，主要由于带息债务下降以及部分银行承兑汇票转为现金。公司期间费用率上涨0.51pct至7.37%，其中销售和管理费用率分别小幅下降0.02pct和0.13pct至0.86%和5.71%，研发、财务费用率分别上涨0.22pct和0.44pct至0.31%和0.49%（+0.44%），主要由于银行承兑汇票进行贴现利息支付和项目研发经费投入增加。

推进智慧物流发展，响应低碳绿能要求。公司加快推进赛马物联“我找车”智慧物流业务发展，网络物流业务营收5.90亿元（公司营收占比从0.5%提升至10.2%），同比增加2324.11%；平台在依托公司内部丰富的应用场景的同时积极拓展外部客户，截止2021年末，累计注册车辆达83万辆，同比增长121%。此外，公司积极顺应低碳绿能发展要求，所属青水股份通过产能减量置换建设日产4000吨新型二代水泥熟料生产线已于报告期开工建设，并新增绿色工厂2家，通过技术改造和智能工厂建设，不断提高节能降耗水平。

风险提示：供给增加超预期；项目落地不及预期；疫情反复。

投资建议：区域需求具备支撑，大股东增持彰显信心，维持“买入”评级。

公司作为宁夏水泥龙头，区域市占率近50%，在规模、管理、技术、品牌等方面具备明显优势。去年宁夏固定资产累计完成同比增长2%，今年固定资产投资增长目标为8%，区域需求具备一定支撑。此外，控股股东中国建材拟增持公司股份，增持金额0.7-1亿元，体现对公司发展前景的信心和长期投资价值的认可，我们预计2022-24年EPS为1.9/2.0/2.1元/股，对应PE为6.5/6.1/5.8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,110	5,783	6,292	6,795	7,250
(+/-%)	6.7%	13.2%	8.8%	8.0%	6.7%
净利润(百万元)	965	801	903	956	999
(+/-%)	25.5%	-17.0%	12.7%	5.9%	4.5%
每股收益(元)	2.02	1.68	1.89	2.00	2.09
EBIT Margin	24.1%	16.2%	17.4%	17.1%	16.7%
净资产收益率 (ROE)	15.3%	11.9%	13.0%	13.4%	13.7%
市盈率 (PE)	6.0	7.3	6.5	6.1	5.8
EV/EBITDA	4.8	6.0	6.1	6.0	6.0
市净率 (PB)	0.92	0.86	0.84	0.82	0.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	12.19元
总市值/流通市值	5827/5827百万元
52周最高价/最低价	15.61/9.81元
近3个月日均成交额	73.29百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宁夏建材-600449-2021年中报点评：在手现金充裕，产业升级换代稳步推进》——2021-08-25

《宁夏建材-600449-2020年财报点评：销量带动业绩增长，经营质量持续优化》——2021-03-22

《宁夏建材-600449-2020年中报点评：供需格局改善明显，量价齐升业绩大增》——2020-08-21

《宁夏建材-600449-2019年财报点评：费用管控成果显著，区域格局改善可期》——2020-03-31

《宁夏建材-600449-2018年半年报点评：业绩增长主因价格提升，关注下半年基建发力》——2018-08-23

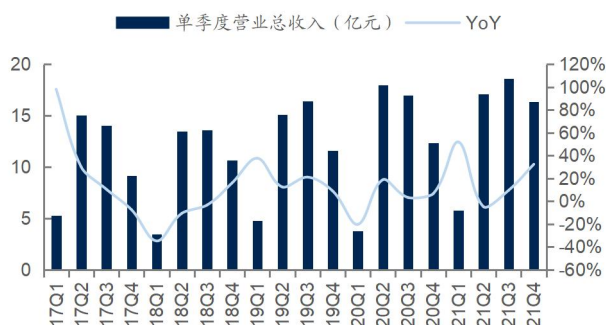
收入实现稳增,成本上涨压制利润表现。2021 年实现营收 57.83 亿元,同增 13.17%,归母净利润 8.01 亿元,同减 16.96%,扣非后归母净利润 7.33 亿元,同减 20.52%,EPS 为 1.68 元/股,拟 10 派 5.4 元(含税)。营业收入的增长主要受益于公司智慧物流业务发展,相应物流运输收入增加,业绩同比下降主要由于原煤价格上涨带来成本上升所致。

图1:宁夏建材营业收入及增速



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2:宁夏建材单季营业收入及增速



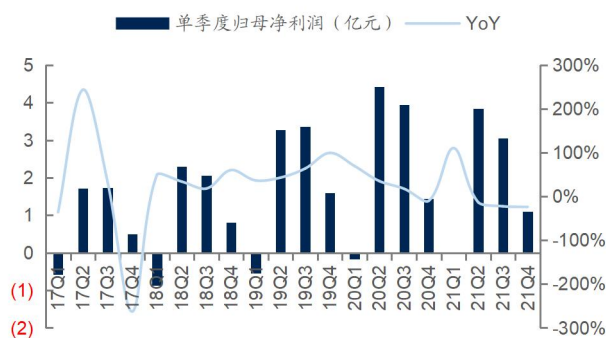
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3:宁夏建材归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4:宁夏建材单季归母净利润及增速



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

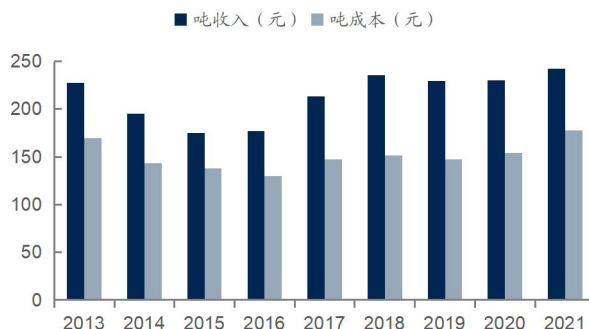
盈利水平有所承压,现金状况保持充裕。2021 年度,公司销售水泥熟料合计 1677.95 万吨,同比减少 5.43%,销售商品混凝土 196.36 万方,同比增加 3.27%,销售骨料 719.62 万吨,同比减少 5.80%。水泥熟料吨收入达 242.50 元/吨,同比增长 5.49%。受煤炭价格上涨影响,吨成本上涨至 177.96 元/吨,同比增长 15.69%,吨毛利下降 11.52 元/吨至 64.54 元/吨。公司现金流保持充裕,报告期内经营活动现金流净额为 13.30 亿元,同比增长 22.0%,期末账面净现金实现约 9.22 亿元,同比增长 216.1%,主要由于带息债务下降以及部分银行承兑汇票转为现金。公司期间费用率上涨 0.51pct 至 7.37%,其中销售和管理费用率分别小幅下降 0.02pct 和 0.13pct 至 0.86%和 5.71%,研发、财务费用率分别上涨 0.22pct 和 0.44pct 至 0.31%和 0.49% (+0.44%),主要由于银行承兑汇票进行贴现利息支付和项目研发经费投入增加。

图5: 宁夏建材水泥熟料销量及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 宁夏建材年度吨收入和吨成本情况



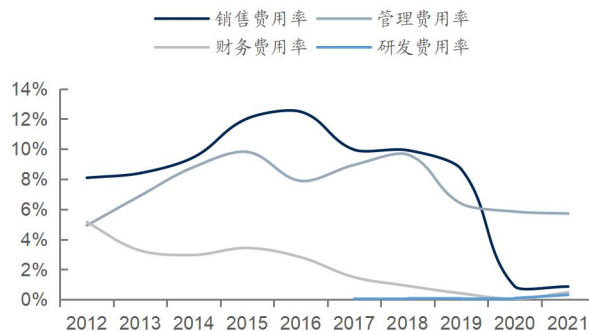
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 宁夏建材年度吨毛利情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 宁夏建材期间费用率 (%)



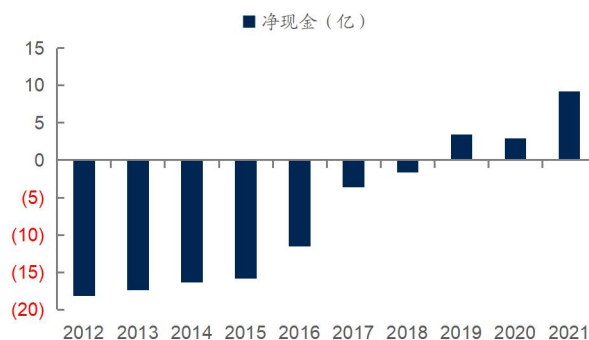
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 宁夏建材经营性净现金流及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 宁夏建材账面实现净现金状态



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

智慧物流快速发展, 响应低碳绿能要求。公司加快推进赛马物联“我找车”智慧物流业务发展, 网络物流业务营收 5.90 亿元(公司营收占比从 0.5%提升至 10.2%), 同比增加 2324.11%; 平台在依托公司内部丰富的应用场景的同时积极拓展外部客户, 截止 2021 年末, 累计注册车辆达 83 万辆, 同比增长 121%。此外, 公司积极顺应低碳绿能发展要求, 所属青水股份通过产能减量置换建设日产 4000 吨新型二代水泥熟料生产线已于报告期开工建设, 并新增绿色工厂 2 家, 通过技术改造和智能工厂建设, 不断提高节能降耗水平。

区域需求具备支撑, 大股东增持彰显信心, 维持“买入”评级。公司作为宁夏水泥龙头, 区域市占率近 50%, 在规模、管理、技术、品牌等方面具备明显优势, 2020 年以来区域周边开启电石渣水泥熟料企业错峰置换, 区域供给格局保持优化。需求方面, 去年宁夏固定资产累计完成同比增长 2%, 今年固定资产投资增长目标为 8%, 区域需求具备一定支撑。此外, 控股股东中国建材拟增持公司股份, 增持金额 0.7-1 亿元, 体现对公司发展前景的信心和长期投资价值的认可, 我们预计 2022-24 年 EPS 为 1.9/2.0/2.1 元/股, 对应 PE 为 6.5/6.1/5.8x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	722	1313	2227	2648	3179	营业收入	5110	5783	6292	6795	7250
应收款项	655	885	1060	1259	1477	营业成本	3430	4353	4700	5138	5543
存货净额	249	390	437	505	575	营业税金及附加	106	114	124	134	143
其他流动资产	875	510	1384	1563	1631	销售费用	45	50	48	46	41
流动资产合计	3101	4000	6010	6877	7765	管理费用	299	330	325	315	313
固定资产	4176	4150	3790	3430	3074	财务费用	2	28	(13)	(12)	(19)
无形资产及其他	437	490	471	451	432	投资收益	9	11	6	5	4
投资性房地产	550	608	608	608	608	资产减值及公允价值变动	(126)	20	10	10	10
长期股权投资	3	3	2	2	1	其他收入	106	97	(20)	(21)	(22)
资产总计	8266	9251	10881	11368	11880	营业利润	1217	1036	1103	1168	1221
短期借款及交易性金融负债	430	392	1650	1732	1819	营业外净收支	24	(3)	5	5	5
应付款项	585	841	915	1027	1136	利润总额	1241	1033	1108	1173	1226
其他流动负债	419	453	522	546	601	所得税费用	192	165	184	194	203
流动负债合计	1435	1685	3087	3306	3556	少数股东损益	84	66	21	22	24
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	965	801	903	956	999
其他长期负债	166	281	333	417	484	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	166	281	333	417	484	净利润	965	801	903	956	999
负债合计	1600	1966	3420	3722	4040	资产减值准备	61	(134)	0	0	0
少数股东权益	349	526	530	535	539	折旧摊销	332	355	433	440	444
股东权益	6317	6759	6930	7112	7301	公允价值变动损失	(143)	(20)	(10)	(10)	(10)
负债和股东权益总计	8266	9251	10881	11368	11880	财务费用	2	28	(13)	(12)	(19)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(242)	209	(900)	(226)	(126)
每股收益	2.02	1.68	1.89	2.00	2.09	其它	(3)	170	4	4	4
每股红利	0.64	0.77	1.53	1.62	1.69	经营活动现金流	970	1380	430	1164	1312
每股净资产	13.21	14.14	14.49	14.87	15.27	资本开支	0	(197)	(44)	(51)	(58)
ROIC	16%	12%	14%	14%	15%	其它投资现金流	(600)	(302)	0	0	0
ROE	15%	12%	13%	13%	14%	投资活动现金流	(599)	(498)	(43)	(50)	(58)
毛利率	33%	25%	25%	24%	24%	权益性融资	0	194	0	0	0
EBIT Margin	24%	16%	17%	17%	17%	负债净变化	(159)	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	22%	24%	24%	23%	支付股利、利息	(307)	(369)	(732)	(775)	(810)
收入增长	7%	13%	9%	8%	7%	其它融资现金流	449	254	1258	82	87
净利润增长率	25%	-17%	13%	6%	5%	融资活动现金流	(483)	(291)	526	(692)	(723)
资产负债率	24%	27%	36%	37%	39%	现金净变动	(111)	591	913	421	531
息率	5.3%	6.3%	12.6%	13.3%	13.9%	货币资金的期初余额	833	722	1313	2227	2648
P/E	6.0	7.3	6.5	6.1	5.8	货币资金的期末余额	722	1313	2227	2648	3179
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	企业自由现金流	1131	1153	402	1133	1270
EV/EBITDA	4.8	6.0	6.1	6.0	6.0	权益自由现金流	1421	1407	1671	1225	1373

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032