

宁夏建材 (600449)

证券研究报告

2023年03月27日

水泥量减价增，拟吸收合并中建信息实现业务转型

公司 22 年归母净利润 5.29 亿元，同比减少 33.98%

公司发布 22 年年报，全年实现收入/归母净利润 86.58/5.29 亿元，同比分别+49.71%/-33.98%，实现扣非归母净利润 5.25 亿元，同比下滑 28.47%。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 21.87/-0.69 亿元，同比分别+33.6%/-163.2%，扣非归母净利润-0.34 亿元。

22 年水泥价格逆势提升，预计 23 年基础建材收入小幅增长

公司 22 年水泥及熟料实现销售收入 41.47 亿元，同比小幅增长 1.9%，销量 1451 万吨，同比下降 14%，吨均价同比上涨 43 元达 286 元/吨，受煤炭价格上涨影响，吨成本同比上涨 45 元达 223 元/吨，最终实现吨毛利 63 元，同比下降 1.7 元/吨，在需求下滑叠加成本上涨的情况下，公司水泥盈利仍保持坚挺。公司 22 年骨料/混凝土销量分别为 546 万吨/155 万方，同比-24%/-21%，计划 23 年实现水泥熟料/骨料/混凝土销量 1315/420 万吨/205 万方，基础建材业务收入 50 亿元，同比+3.85%。公司 22 年数字物流业务收入 35.8 亿元，同比+507%，其中运输服务 34.6 亿（其中为中国建材集团所属企业提供的运输服务业务收入占比为 77.27%，其他外部企业为 22.73%），数字物流业务毛利率仅 0.64%，利润贡献相对有限。

拟换股吸收合并中建信息，逐步实现战略转型

公司拟换股吸收合并中建信息技术股份有限公司，同时拟向天山股份出售水泥资产，完成后天山股份将取得宁夏建材旗下水泥等相关业务子公司宁夏赛马不少于 51% 的股权。中建信息主要经营业务系 ICT 产品的增值分销，以及建材和能源等行业的数字化服务。增值分销业务方面，中建信息作为微软中国总分销商，产品包含 Microsoft Office365 及 Azure 云解决方案等，目前微软已先后宣布将这两项产品嵌入 ChatGPT 语言模型，我们认为未来增值分销业务成长性仍较好。数字化业务方面，中建信息将以中建集团数字化转型战略为基础培育完整的数字化、信息化技术能力及解决方案，重点打造能力完整的工业互联网平台，并以此为基础发展生态运营、智能应用等数字化服务，依托集团平台优势，市场影响力有望逐步扩大。

下调盈利预测，维持“买入”评级

暂不考虑吸收合并和重大资产出售情况，考虑到水泥行业需求恢复较为缓慢，下调 23-24 年归母净利润预测至 5.96/6.47 亿元（前值 9.5/10.0 亿元），新增 25 年盈利预测 6.80 亿元，参考可比公司估值，给予公司 23 年 1.4 倍目标 PB，对应目标价 21.95 元，维持“买入”评级。

风险提示：水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨、吸收合并和重大资产出售进度不及预期等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,782.74	8,657.63	9,330.75	10,151.82	11,131.37
增长率(%)	13.17	49.71	7.77	8.80	9.65
EBITDA(百万元)	1,322.13	1,058.32	1,166.79	1,244.69	1,299.37
净利润(百万元)	801.24	528.95	596.19	646.87	680.26
增长率(%)	(16.96)	(33.98)	12.71	8.50	5.16
EPS(元/股)	1.68	1.11	1.25	1.35	1.42
市盈率(P/E)	10.37	15.71	13.94	12.85	12.22
市净率(P/B)	1.23	1.18	1.11	1.03	0.96
市销率(P/S)	1.44	0.96	0.89	0.82	0.75
EV/EBITDA	2.93	3.69	4.34	4.03	2.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.38 元
目标价格	21.95 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	478.18
流通 A 股股本(百万股)	478.18
A 股总市值(百万元)	8,310.79
流通 A 股市值(百万元)	8,310.79
每股净资产(元)	14.72
资产负债率(%)	26.20
一年内最高/最低(元)	18.94/11.33

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

朱晓辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120001
zhuxiaochen@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



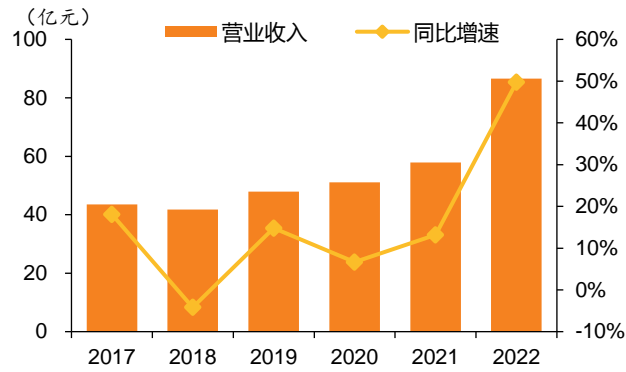
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《宁夏建材-年报点评报告:智慧物流业务增长迅猛，水泥主业需求承压》2022-03-20
- 《宁夏建材-年报点评报告:宁夏水泥龙头，有望受益区域供需格局改善》2021-03-19
- 《宁夏建材-季报点评:业绩同比改善，西北多省供需共振》2020-04-26

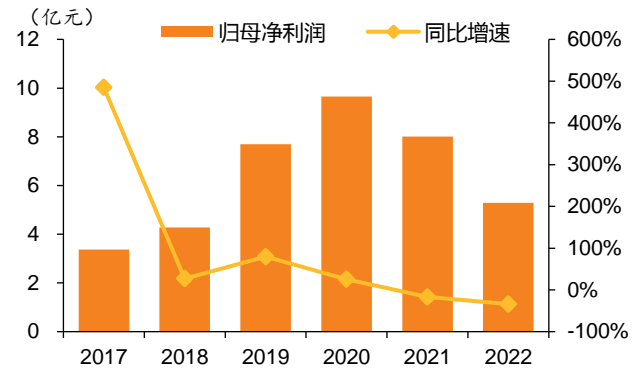
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2017-2022 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2017-2022 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	BPS (元)				PB (倍)			
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
华新水泥	600801.SH	272	15.90	11.24	12.75	13.40	14.68	1.41	1.25	1.19	1.08
上峰水泥	000672.SZ	115	11.83	8.33	10.19	9.28	10.75	1.42	1.16	1.28	1.10
四川双马	000935.SZ	163	21.35	6.63	7.75	9.14	11.46	3.22	2.75	2.34	1.86
平均值								2.02	1.72	1.60	1.35
宁夏建材	600449.SH	83	17.38	13.21	14.14	14.72	15.68	1.32	1.23	1.18	1.11

注：数据截至 20230327 收盘，除宁夏建材为天风预测外，其余公司 BPS 为 Wind 一致预测，宁夏建材 2022 年为实际值，其余可比公司为预测值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,313.33	1,433.03	2,486.20	2,546.48	4,426.87
应收票据及应收账款	874.15	1,694.71	269.20	1,867.52	475.37
预付账款	20.05	70.77	38.68	67.85	52.92
存货	390.40	404.45	684.97	422.65	855.18
其他	1,402.51	1,029.16	1,232.89	1,211.88	1,140.71
流动资产合计	4,000.44	4,632.11	4,711.94	6,116.38	6,951.05
长期股权投资	2.73	2.90	2.90	2.90	2.90
固定资产	4,100.09	3,902.05	3,774.34	3,574.24	3,226.60
在建工程	49.48	451.35	318.81	221.29	221.29
无形资产	506.08	572.90	558.79	544.08	528.75
其他	592.63	513.89	548.85	547.52	532.05
非流动资产合计	5,251.01	5,443.09	5,203.70	4,890.02	4,511.59
资产总计	9,251.45	10,075.20	9,915.64	11,006.40	11,462.64
短期借款	390.35	380.27	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	840.70	1,420.25	1,179.00	1,603.66	1,400.84
其他	352.95	512.60	578.65	646.28	674.33
流动负债合计	1,584.00	2,313.12	1,757.65	2,249.94	2,075.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	280.74	223.29	223.19	242.41	229.63
非流动负债合计	280.74	223.29	223.19	242.41	229.63
负债合计	1,965.88	2,640.07	1,980.84	2,492.34	2,304.80
少数股东权益	526.34	394.36	435.26	481.84	534.75
股本	478.18	478.18	478.18	478.18	478.18
资本公积	1,982.06	1,985.02	1,985.02	1,985.02	1,985.02
留存收益	4,270.93	4,541.67	5,007.83	5,538.18	6,128.14
其他	28.07	35.91	28.51	30.83	31.75
股东权益合计	7,285.57	7,435.13	7,934.80	8,514.05	9,157.84
负债和股东权益总计	9,251.45	10,075.20	9,915.64	11,006.40	11,462.64

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	867.23	578.39	596.19	646.87	680.26
折旧摊销	357.72	364.47	366.56	374.55	375.16
财务费用	52.55	31.27	0.00	0.00	0.00
投资损失	(11.05)	(15.17)	(13.11)	(14.14)	(13.63)
营运资金变动	533.23	(30.45)	705.40	(800.82)	837.98
其它	(469.49)	(141.03)	83.86	89.94	28.40
经营活动现金流	1,330.20	787.47	1,738.91	296.40	1,908.18
资本支出	279.71	690.46	92.30	42.98	24.98
长期投资	(0.02)	0.17	0.00	0.00	0.00
其他	(798.22)	(984.06)	(234.49)	(157.29)	41.64
投资活动现金流	(518.53)	(293.43)	(142.18)	(114.31)	66.62
债权融资	(66.83)	15.51	(394.70)	2.62	3.06
股权融资	(296.49)	10.81	(148.84)	(124.43)	(97.48)
其他	133.06	(438.16)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(230.26)	(411.85)	(543.54)	(121.81)	(94.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	581.41	82.19	1,053.18	60.28	1,880.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,782.74	8,657.63	9,330.75	10,151.82	11,131.37
营业成本	4,352.70	7,517.78	8,070.93	8,783.94	9,593.04
营业税金及附加	113.82	124.41	134.08	145.88	159.96
销售费用	49.82	57.24	55.98	58.88	64.56
管理费用	330.29	257.82	275.26	294.40	322.81
研发费用	17.96	17.56	18.93	20.59	22.58
财务费用	28.10	(4.60)	0.00	0.00	0.00
资产/信用减值损失	(7.31)	28.36	12.84	19.71	20.30
公允价值变动收益	19.89	11.06	31.55	33.12	(32.60)
投资净收益	11.05	15.17	13.11	14.14	13.63
其他	(169.78)	(157.33)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,036.20	790.15	833.07	915.10	969.76
营业外收入	7.70	6.91	17.31	10.64	11.62
营业外支出	11.17	65.32	29.92	35.47	43.57
利润总额	1,032.73	731.74	820.45	890.26	937.80
所得税	165.50	153.35	171.94	186.57	196.54
净利润	867.23	578.39	648.51	703.69	741.27
少数股东损益	65.99	49.44	52.31	56.82	61.00
归属于母公司净利润	801.24	528.95	596.19	646.87	680.26
每股收益(元)	1.68	1.11	1.25	1.35	1.42

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	13.17%	49.71%	7.77%	8.80%	9.65%
营业利润	-14.84%	-23.75%	5.43%	9.85%	5.97%
归属于母公司净利润	-16.96%	-33.98%	12.71%	8.50%	5.16%
获利能力					
毛利率	24.73%	13.17%	13.50%	13.47%	13.82%
净利率	13.86%	6.11%	6.39%	6.37%	6.11%
ROE	11.85%	7.51%	7.95%	8.05%	7.89%
ROIC	17.08%	12.74%	12.51%	17.02%	16.17%
偿债能力					
资产负债率	21.25%	26.20%	19.98%	22.64%	20.11%
净负债率	-12.65%	-13.86%	-31.23%	-29.79%	-48.19%
流动比率	2.37	1.92	2.68	2.72	3.35
速动比率	2.14	1.75	2.29	2.53	2.94
营运能力					
应收账款周转率	7.63	6.74	9.50	9.50	9.50
存货周转率	18.08	21.78	17.13	18.33	17.42
总资产周转率	0.66	0.90	0.93	0.97	0.99
每股指标(元)					
每股收益	1.68	1.11	1.25	1.35	1.42
每股经营现金流	2.78	1.65	3.64	0.62	3.99
每股净资产	14.14	14.72	15.68	16.80	18.03
估值比率					
市盈率	10.37	15.71	13.94	12.85	12.22
市净率	1.23	1.18	1.11	1.03	0.96
EV/EBITDA	2.93	3.69	4.34	4.03	2.50
EV/EBIT	4.00	5.60	6.33	5.77	3.51

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com