

投资评级 优于大市 维持

## 量缩价涨，成本增加拖累净利润

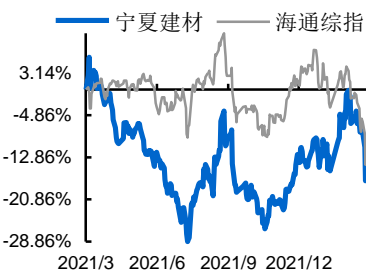
### 股票数据

03月18日收盘价(元)	12.19
52周股价波动(元)	9.81-15.61
总股本/流通A股(百万股)	478/478
总市值/流通市值(百万元)	5829/5829

### 相关研究

《量微增、成本降，扣非净利润大幅增长》  
2021.03.22

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.7	0.3	-0.1
相对涨幅(%)	-3.4	11.6	13.8

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:** 公司公布 2021 年年报, 公司 2021 年实现营业收入约 57.8 亿元、同比增长约 13.2%, 归母净利润约 8.01 亿元, 同比下滑 17.0%; 扣非归母净利润约 7.34 亿元, 同比下滑 20.5%; 拟向全体股东每 10 股派发 5.4 元现金股利(含税)。

### 点评:

● **销量下滑, 价格上涨, 成本拖累净利润, 资产减值损失大幅减小。**

- 2021 年甘宁两地需求疲软, 公司实现水泥熟料销售合计 1458 万吨、同比下滑 8%; 由于 2021 年阶段性能耗双控突然收紧, 限电加剧, 全国水泥价格整体上移, 价位创历史新高, 公司 2021 年水泥熟料吨收入提升 22 元/吨至 279 元/吨; 由于煤炭价格大幅上涨公司 2021 年吨成本提升 33 元/吨至 205 元/吨, 吨毛利同比下降 11 元/吨至 74 元/吨。
- 由于骨料、物流等业务快速发展, 公司吨管理费用有所增加, 由 2020 年的 19.1 元/吨增加至 2021 年的 23.9 元/吨。
- 虽然吨毛利下滑、吨费用提升, 但 2020 年度对置换生产线计提固定资产减值准备, 导致资产减值损失约 1.34 亿元, 而 2021 年没有此项损失。公司吨归母净利润同比下滑 6 元/吨至 55 元/吨。

● **水泥产线持续优化, 物流业务快速发展。**

- 子公司青水股份将 1 条 2000t/d、1 条 2500t/d (置换产能 2000t/d) 关停淘汰, 在原址宁夏青铜峡建设一条 4000t/d 第二代新型干法水泥熟料生产线; 宁夏赛马 1 条 2000t/d、乌海西水 1 条 2000t/d、青水股份 1 条 2500t/d (置换产能 500t/d) 生产线进行关停淘汰, 由全资子公司同心赛马建设 4000t/d 绿色智能二代新型干法水泥生产线及配套 7MW 纯低温余热发电项目。
- 公司继续加快推进赛马物联“我找车”智慧物流业务发展, 物联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, 平台已累计注册车辆 83 万辆, 同比增长 121%。

● **维持“优于大市”评级。** 我们看好今年稳增长的抓手基建发力, 甘肃景气有望提升; 公司不断产能升级; 大股东中建材拟增持 7000 万元-1 亿元, 彰显信心。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润约 10.83、11.36、12.02 亿元, EPS 分别约 2.26、2.38、2.51 元/股, 给予公司 2022 年 PE 7~8.5 倍, 合理价值区间 15.82~19.21 元。

● **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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5110	5783	6653	7014	7426
(+/-)YoY(%)	6.7%	13.2%	15.0%	5.4%	5.9%
净利润(百万元)	965	801	1083	1136	1202
(+/-)YoY(%)	25.5%	-17.0%	35.1%	5.0%	5.7%
全面摊薄 EPS(元)	2.02	1.68	2.26	2.38	2.51
毛利率(%)	32.9%	24.7%	27.5%	27.2%	27.1%
净资产收益率(%)	15.3%	11.9%	14.5%	13.7%	13.2%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 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 水泥熟料收支预测

水泥熟料	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销量:万吨	1586	1458	1550	1591	1660
吨收入:元/吨	257	279	300	300	300
吨成本:元/吨	172	205	210	210	210
吨毛利:元/吨	85	74	90	90	90

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

表 2 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)
		2022/3/18	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	(按最新每股净资产计算)
000877.SZ	天山股份	14.03	1.61	1.47	1.59	8.7	9.5	8.8	0.7
600720.SH	祁连山	9.99	1.22	1.69	1.82	8.2	5.9	5.5	0.9
000401.SZ	冀东水泥	11.70	1.06	1.43	1.60	11.1	8.2	7.3	0.9
<b>平均值</b>						<b>9.3</b>	<b>7.9</b>	<b>7.2</b>	<b>0.8</b>

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

注: 天山股份 2021 年 EPS 为其业绩预告中值。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>5783</b>	<b>6653</b>	<b>7014</b>	<b>7426</b>
每股收益	1.68	2.26	2.38	2.51	营业成本	4353	4824	5106	5415
每股净资产	14.14	15.67	17.29	19.01	毛利率%	24.7%	27.5%	27.2%	27.1%
每股经营现金流	2.78	3.33	3.46	3.62	营业税金及附加	114	131	138	146
每股股利	0.54	0.73	0.75	0.79	营业税金率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	50	57	60	64
P/E	7.27	5.38	5.13	4.85	营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
P/B	0.86	0.78	0.70	0.64	管理费用	330	380	401	424
P/S	1.01	0.88	0.83	0.78	管理费用率%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
EV/EBITDA	3.59	2.47	2.02	1.57	EBIT	989	1240	1287	1353
股息率%	<b>4.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.5%</b>	财务费用	28	-21	-38	-51
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.7%
毛利率	24.7%	27.5%	27.2%	27.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	13.9%	16.3%	16.2%	16.2%	投资收益	11	13	13	14
净资产收益率	11.9%	14.5%	13.7%	13.2%	<b>营业利润</b>	<b>1036</b>	<b>1386</b>	<b>1456</b>	<b>1540</b>
资产回报率	8.7%	11.1%	10.6%	10.2%	营业外收支	-3	15	15	15
投资回报率	10.8%	12.8%	12.0%	11.5%	<b>利润总额</b>	<b>1033</b>	<b>1401</b>	<b>1471</b>	<b>1555</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1347	1731	1791	1871
营业收入增长率	13.2%	15.0%	5.4%	5.9%	所得税	165	225	236	249
EBIT 增长率	-26.0%	25.4%	3.8%	5.1%	有效所得税率%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	-17.0%	35.1%	5.0%	5.7%	少数股东损益	66	94	99	104
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>801</b>	<b>1083</b>	<b>1136</b>	<b>1202</b>
资产负债率	21.2%	16.9%	16.2%	15.5%					
流动比率	2.37	3.39	3.97	4.51	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	2.13	3.06	3.64	4.18	货币资金	1313	1568	2226	2893
现金比率	0.78	1.14	1.53	1.88	应收账款及应收票据	874	865	910	962
<b>经营效率指标</b>					存货	390	423	448	475
应收账款周转天数	47.88	40.00	40.00	40.00	其它流动资产	1423	1800	2181	2615
存货周转天数	32.74	32.00	32.00	32.00	流动资产合计	4000	4657	5765	6945
总资产周转率	0.63	0.68	0.65	0.63	长期股权投资	3	3	3	3
固定资产周转率	1.41	1.73	1.95	2.22	固定资产	4100	3839	3592	3351
					在建工程	49	140	203	247
					无形资产	491	521	551	581
					非流动资产合计	5251	5110	4957	4789
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>9251</b>	<b>9767</b>	<b>10721</b>	<b>11734</b>
净利润	801	1083	1136	1202	短期借款	390	0	0	0
少数股东损益	66	94	99	104	应付票据及应付账款	841	859	909	964
非现金支出	366	501	516	532	预收账款	1	1	1	1
非经营收益	-11	-53	-63	-66	其它流动负债	454	514	543	575
营运资金变动	107	-32	-34	-41	流动负债合计	1685	1374	1453	1540
<b>经营活动现金流</b>	<b>1330</b>	<b>1592</b>	<b>1654</b>	<b>1731</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-213	-302	-300	-298	其它长期负债	281	281	281	281
投资	-316	-300	-350	-400	非流动负债合计	281	281	281	281
其他	11	13	13	14	<b>负债总计</b>	<b>1966</b>	<b>1655</b>	<b>1734</b>	<b>1821</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-519</b>	<b>-589</b>	<b>-637</b>	<b>-684</b>	实收资本	478	478	478	478
债权募资	-40	-390	0	0	归属于母公司所有者权益	6759	7492	8268	9090
股权募资	194	0	0	0	少数股东权益	526	620	719	824
其他	-384	-358	-360	-380	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>9251</b>	<b>9767</b>	<b>10721</b>	<b>11734</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-230</b>	<b>-748</b>	<b>-360</b>	<b>-380</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>581</b>	<b>255</b>	<b>657</b>	<b>668</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 18 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 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、建筑建材行业

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,东鹏控股,帝欧家居,南玻 A,华新水泥,中国玻璃,三棵树,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,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,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份,洛阳玻璃,华润水泥控股,蒙娜丽莎,旗滨集团

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。