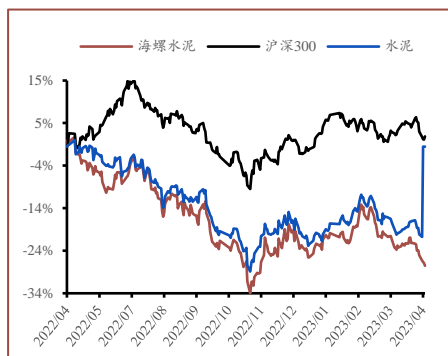



**投资评级:增持(维持)**

基本数据	2023-04-27
收盘价(元)	26.66
流通股本(亿股)	52.99
每股净资产(元)	35.12
总股本(亿股)	52.99

## 最近 12 月市场表现


**分析师** 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

**相关报告**

- 《行业底部业绩承压，静待 23 年景气回暖》 2023-03-29
- 《需疲本高 Q3 业绩承压，静待行业触底反弹》 2022-10-28
- 《成本需求多重不利因素，公司业绩承压》 2022-08-26

**核心观点**

- ❖ **事件：**公司 2023Q1 营收 313.68 亿元，同比增长 23.18%；归属净利润 25.51 亿元，同比下降 48.20%；扣非后归母净利润 21.55 亿元，同比下降 52.87%。
- ❖ **需求回暖，成本下行，利润率环比改善。**需求端，疫情放开、基建保持高速增长等积极影响下，2023Q1 行业产量 4.02 亿吨，同比增长 4.1%，而公司产能主要集中在华东、华南地区，2023Q1 华东地区水泥产量累计同比变动 0.9%，华南地区同比变动 1.57%；而价格方面，2023Q1 全国水泥均价同比下滑 16.84%。量增超过价减，2023Q1 公司营收同比增长 23.18%。成本方面，2023Q1 煤炭价格环比下降 20.00%，成本下降带来公司盈利能力持续改善，2023Q1 毛利率为 16.50%，环比提升 2.62pct，净利率为 8.52%，环比提升 1.28pct，受收入规模影响，归母净利规模未环比提升。
- ❖ **高分红高股息，凸显投资价值。**公司自 2002 年上市以来，累计分红超 660 亿元，已连续 15 年实施分红计划，分红率接近 28%。2022 年公司进一步提高分红比例，计划派发现金红利 1.48 元（含税）/股，现金红利总额 78.43 亿元（含税），占 2022 年归母净利润比例 50.08%（2021 年同期为 37.91%）。截止 2023 年 4 月 27 号，以 2022 年每股分红计算，公司股息率达 5.56%，投资价值凸显。
- ❖ **需稳控供，2023 行业边际向好。**需求端，2023 年地产从前期的政策密集出台到目前销售端逐步转好，后续新开工和施工也有望回暖，提振水泥需求；基建在今年依旧保持高速增长的同时，去年高投资增速产生的实物工作量也有望加速落地，支撑水泥需求。整体看，预计全年水泥需求有望持平。供给端，行业产能过剩依旧存在，但区域趋同、错峰生产常态化等措施，较为有效地控制大部分区域的水泥供给，供需关系保持良好。未来看，产能的出清和集中度的提升，是水泥行业产业结构优化和中长期健康发展的核心要素。利润端，2023 年供需关系边际改善，加之煤为原材料的成本有望震荡下行，行业效益水平较 2022 年有望明显改善。
- ❖ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司分别实现归母净利润 169.94/199.22/218.45 亿元，同比增长 8.5%/17.2%/9.7%，最新收盘价对应 PE 为 8.3x/7.1x/6.5x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**区域协同破裂；行业竞争加剧风险；宏观经济下行风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	167960	132022	127548	130097	134123
收入增长率(%)	-4.7	-21.4	-3.4	2.0	3.1
归母净利润(百万元)	33268	15661	16994	19922	21845
净利润增长率(%)	-5.4	-52.9	8.5	17.2	9.7
EPS(元/股)	6.3	3.0	3.2	3.8	4.1
PE	6.4	9.3	8.3	7.1	6.5
ROE(%)	18.1	8.5	8.5	9.0	9.0
PB	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>167959.69</b>	<b>132021.55</b>	<b>127547.75</b>	<b>130096.90</b>	<b>134122.95</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	118184.88	103897.17	100080.65	100793.51	102537.52	营业收入增长率	-4.7%	-21.4%	-3.4%	2.0%	3.1%
营业税费	1243.53	966.96	938.31	948.50	959.64	营业利润增长率	-6.9%	-54.8%	13.7%	17.7%	9.8%
销售费用	3408.48	3327.49	2814.93	2592.57	2623.00	净利润增长率	-5.4%	-52.9%	8.5%	17.2%	9.7%
管理费用	5079.98	5561.33	3753.24	3635.92	3518.66	EBITDA 增长率	-4.3%	-48.1%	8.6%	11.9%	9.5%
研发费用	1327.25	2011.32	781.93	727.18	639.76	EBIT 增长率	-6.1%	-57.4%	16.6%	14.0%	10.9%
财务费用	-1314.94	-1651.20	-707.23	-1855.21	-1961.25	NOPLAT 增长率	-5.8%	-55.6%	10.9%	14.0%	10.9%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	13.5%	7.1%	8.2%	8.9%	8.9%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>591.22</b>	<b>-457.72</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	13.8%	2.2%	8.9%	9.6%	9.6%
投资和汇兑收益	1402.02	1350.68	1400.00	1400.00	1400.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>43106.26</b>	<b>19473.67</b>	<b>22140.14</b>	<b>26054.42</b>	<b>28605.63</b>	毛利率	29.6%	21.3%	21.5%	22.5%	23.5%
加:营业外净收支	1007.42	540.99	613.29	619.58	643.74	营业利润率	25.7%	14.8%	17.4%	20.0%	21.3%
<b>利润总额</b>	<b>44113.68</b>	<b>20014.67</b>	<b>22753.42</b>	<b>26674.00</b>	<b>29249.37</b>	净利润率	20.3%	12.2%	13.7%	15.7%	16.7%
减:所得税	9949.43	3874.76	5300.45	6213.75	6813.69	EBITDA/营业收入	27.2%	18.0%	20.2%	22.2%	23.5%
<b>净利润</b>	<b>33267.56</b>	<b>15660.75</b>	<b>16993.86</b>	<b>19922.02</b>	<b>21845.48</b>	EBIT/营业收入	23.6%	12.8%	15.5%	17.3%	18.6%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	69558.51	57865.70	97798.07	102999.65	150724.65	固定资产周转天数	145	224	238	238	235
交易性金融资产	24278.57	10754.92	2691.03	-5372.87	-15256.68	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>54</b>	<b>63</b>	<b>-7</b>	<b>30</b>	<b>-45</b>
应收帐款	2377.08	5637.34	-1536.38	6496.18	-640.30	流动资产周转天数	269	293	332	389	426
应收票据	7988.75	8591.79	4052.80	9459.59	5230.89	应收帐款周转天数	4	11	6	7	8
预付帐款	1187.37	3003.02	2220.61	2054.13	2442.84	存货周转天数	26	37	27	30	31
存货	9896.17	11678.99	3361.60	13468.27	4472.97	总资产周转天数	463	647	707	746	785
其他流动资产	807.23	1823.87	2393.93	2963.98	3682.90	投资资本周转天数	443	603	676	721	762
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	18.1%	8.5%	8.5%	9.0%	9.0%
长期股权投资	5562.70	6792.65	6792.65	6792.65	6792.65	ROA	14.4%	6.4%	6.6%	7.1%	7.2%
投资性房地产	76.36	73.41	73.41	73.41	73.41	ROIC	15.1%	6.3%	6.4%	6.7%	6.8%
固定资产	66521.77	81181.92	83157.11	84828.30	86195.49	费用率					
在建工程	7273.46	8387.07	8387.07	8387.07	8387.07	销售费用率	2.0%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
无形资产	18240.33	32038.33	32038.33	32038.33	32038.33	管理费用率	3.0%	4.2%	2.9%	2.8%	2.6%
其他非流动资产	3657.88	3617.18	3617.18	3617.18	3617.18	财务费用率	-0.8%	-1.3%	-0.6%	-1.4%	-1.5%
<b>资产总额</b>	<b>230555.68</b>	<b>243976.42</b>	<b>256792.41</b>	<b>282109.20</b>	<b>302561.94</b>	三费/营业收入	4.3%	5.5%	4.6%	3.4%	3.1%
短期债务	3289.75	10037.36	10537.36	11037.36	11537.36	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	6764.69	6781.36	4041.59	7255.00	4728.16	资产负债率	16.8%	19.7%	16.9%	17.1%	15.3%
应付票据	63.00	211.70	-105.71	248.03	-73.21	权益权益比	20.2%	24.5%	20.3%	20.6%	18.0%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.78	2.98	3.75	3.87	4.63
长期借款	3747.69	9688.65	9688.65	9688.65	9688.65	速动比率	3.42	2.52	3.49	3.36	4.32
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	118.96	32.25	19.18	20.86	22.10
<b>负债总额</b>	<b>38698.56</b>	<b>47982.83</b>	<b>43345.84</b>	<b>48202.38</b>	<b>46219.45</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>8147.73</b>	<b>12354.87</b>	<b>12813.99</b>	<b>13352.22</b>	<b>13942.41</b>	DPS(元)	2.38	1.48	0.00	0.00	0.00
股本	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	分红比率					
留存收益	167970.54	169090.86	186084.72	206006.74	227852.22	股息收益率	5.9%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>191857.12</b>	<b>195993.59</b>	<b>213446.57</b>	<b>233906.82</b>	<b>256342.50</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	6.28	2.96	3.21	3.76	4.12
净利润	33267.56	15660.75	16993.86	19922.02	21845.48	BVPS(元)	34.67	34.65	37.86	41.62	45.74
加:折旧和摊销	5958.19	6788.95	6024.81	6328.81	6632.81	PE(X)	6.4	9.3	8.3	7.1	6.5
资产减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6
公允价值变动损失	-591.22	457.72	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-1943.00	-1514.19	1028.74	1078.74	1128.74	P/S	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
投资收益	-1375.10	-1322.06	-1400.00	-1400.00	-1400.00	EV/EBITDA	3.4	4.6	2.6	2.1	0.4
少数股东损益	896.70	479.16	459.12	538.23	590.20	CAGR(%)					
营运资金的变动	-2625.65	-10829.55	16857.66	-21184.40	17402.45	PEG	—	—	1.0	0.4	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>33895.23</b>	<b>9649.27</b>	<b>39050.89</b>	<b>4363.81</b>	<b>45255.94</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-21664.49</b>	<b>-5280.63</b>	<b>1410.21</b>	<b>1416.51</b>	<b>3097.81</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-11602.47</b>	<b>-5723.46</b>	<b>-528.74</b>	<b>-578.74</b>	<b>-628.74</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。