

公司研究

业绩再创新高，关注区域价格弹性

——宁夏建材（600449.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，全年实现营业收入 51.10 亿元，同增 6.66%；归母净利润 9.65 亿元，同增 25.49%；扣非归母净利润 9.23 亿元，同增 41.61%。单四季度，公司营收 12.36 亿元，同增 6.62%；归母净利润 1.44 亿元，同减 10.04%。2021 年一季报显示，公司实现营收 5.75 亿元，同增 51.86%；实现归母净利润 0.02 亿元，同增 110.31%。

点评：

产品销量增加叠加综合成本下降，2020 年盈利提升明显：2020 年，公司产品销量均有增加，其中销售水泥 1456.13 万吨，同增 1.79%，销售熟料 318.11 万吨，同增 10.96%。我们测算公司水泥均价约 230 元/吨，同比小幅增加 0.6 元/吨；成本 154 元/吨，同增 6 元/吨，但同口径下（剔除会计政策调整影响）同减 6.7 元/吨。此外，公司费用管控能力进一步增强，同口径下销售费用率同降 1.31pct，至 7.35%；管理费用率同降 0.53pct，至 5.84%；财务费用率同降 0.36pct，至 0.05%。伴随综合成本下降，公司销售净利率达到 20.53%，同增 2.89 个百分点，为 2011 年以来的最高水平。2020Q4，公司计提资产减值损失 1.34 亿元，主要为固定资产减值，对单季业绩造成较大影响。

区域需求旺盛，2021Q1 业绩实现高增：2021Q1，公司营业收入达到历史最高，且自 2010 年以来首次一季度实现正收益，主要得益于区域市场水泥需求旺盛，格局不断向好。2021 年一季度，宁夏地区水泥均价为 324 元/吨、产量 188.40 万吨，较 2020 年同期分别增长 3.35%、74.23%，较 2019 年同期分别增长 4.95%、24.39%，区域水泥消费量价齐升带动公司业绩向上。

区域市场格局向好，龙头或将受益价格上涨：公司水泥销售网络覆盖宁夏全区及周边甘肃、陕西等部分地区，需求仍以基建为主，因此具有较强延续性。宁夏市场历来受蒙西电石渣水泥影响较大，随着内蒙古错峰置换逐步落地，对周边市场的压力也在缓解。宁夏地区水泥市场随着外来冲击的减弱，供需格局有望持续向好，公司作为区域龙头企业，具备更强的盈利弹性。公司 2020 年度现金分红 3.2 亿元（含税），占当年归母净利润的 33.20%，股利支付率稳定在 30%以上。

盈利预测、估值与评级：基于产品价格上涨预期，我们小幅上调公司全年水泥销售均价，并上调 21-22 年归母净利润预测（上调幅度分别为 10.98%、14.38%）、新增 23 年归母净利润预测分别为 11.32、12.49 和 12.97 亿元，对应 EPS 为 2.37、2.61 和 2.71 元，故维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，原燃材料价格超预期上涨，供给端出现放松。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,790	5,110	5,501	5,761	5,880
营业收入增长率	14.79%	6.66%	7.66%	4.73%	2.06%
净利润（百万元）	769	965	1,132	1,249	1,297
净利润增长率	79.53%	25.49%	17.37%	10.32%	3.82%
EPS（元）	1.61	2.02	2.37	2.61	2.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.77%	15.27%	15.89%	15.60%	14.58%
P/E	8.2	6.5	5.5	5.0	4.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

买入（维持）

当前价：13.14 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

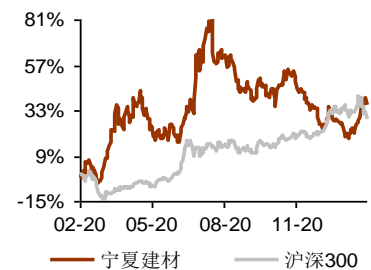
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.78
总市值(亿元)	62.83
一年最低/最高(元)	12.15/19.50
近 3 月换手率	86.47%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.53	2.05	-8.24
绝对	-10.62	2.96	-7.33

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,790	5,110	5,501	5,761	5,880
营业成本	3,014	3,430	3,675	3,811	3,890
折旧和摊销	338	332	463	481	500
税金及附加	102	106	114	119	122
销售费用	415	45	55	58	59
管理费用	305	299	330	346	353
研发费用	3	5	5	5	5
财务费用	20	2	-4	-31	-58
投资收益	2	9	0	0	0
营业利润	987	1,217	1,433	1,556	1,619
利润总额	1,034	1,241	1,443	1,583	1,639
所得税	189	192	231	253	262
净利润	845	1,049	1,212	1,329	1,377
少数股东损益	76	84	80	80	80
归属母公司净利润	769	965	1,132	1,249	1,297
EPS(元)	1.61	2.02	2.37	2.61	2.71

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	988	1,090	1,368	1,603	1,753
净利润	769	965	1,132	1,249	1,297
折旧摊销	338	332	463	481	500
净营运资金增加	2	262	354	214	85
其他	-120	-470	-582	-341	-130
投资活动产生现金流	-248	-802	-1,076	-850	-650
净资本支出	-251	-211	-1,049	-850	-650
长期投资变化	4	3	0	0	0
其他资产变化	-1	-593	-27	0	0
融资活动现金流	-525	-377	-189	-714	-380
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-305	-62	127	-375	-32
无息负债变化	12	31	78	53	38
净现金流	215	-89	103	39	722

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	37.1%	32.9%	33.2%	33.9%	33.8%
EBITDA 率	30.0%	35.5%	34.3%	35.0%	35.2%
EBIT 率	22.9%	29.0%	25.9%	26.7%	26.7%
税前净利润率	21.6%	24.3%	26.2%	27.5%	27.9%
归母净利润率	16.1%	18.9%	20.6%	21.7%	22.1%
ROA	11.2%	12.7%	12.9%	13.3%	12.5%
ROE (摊薄)	13.8%	15.3%	15.9%	15.6%	14.6%
经营性 ROIC	15.0%	20.3%	16.6%	16.6%	16.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	19%	19%	15%	14%
流动比率	1.82	2.16	2.25	3.16	3.98
速动比率	1.61	1.99	2.07	2.91	3.72
归母权益/有息债务	11.34	14.68	12.79	44.00	59.33
有形资产/有息债务	14.24	17.93	15.74	51.51	68.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,544	8,266	9,363	10,000	10,977
货币资金	833	722	825	864	1,586
交易性金融资产	0	600	600	600	600
应收帐款	469	510	549	575	587
应收票据	112	132	142	148	152
其他应收款 (合计)	9	13	27	28	28
存货	273	249	286	297	303
其他流动资产	626	848	1,121	1,302	1,385
流动资产合计	2,356	3,101	3,578	3,844	4,672
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	4	3	5	5	5
固定资产	3,798	3,907	3,899	3,909	3,886
在建工程	481	266	724	965	1,039
无形资产	429	437	477	517	556
商誉	5	5	5	5	5
其他非流动资产	25	88	120	120	120
非流动资产合计	5,188	5,165	5,786	6,156	6,305
总负债	1,632	1,600	1,806	1,483	1,489
短期借款	333	430	507	82	0
应付账款	572	585	627	650	664
应付票据	1	0	0	0	0
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	0	13	30	40	45
流动负债合计	1,296	1,435	1,590	1,217	1,173
长期借款	159	0	50	100	150
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	114	103	103	103	103
非流动负债合计	336	166	216	266	316
股东权益	5,912	6,666	7,558	8,517	9,488
股本	478	478	478	478	478
公积金	2,298	2,355	2,355	2,355	2,355
未分配利润	2,798	3,462	4,274	5,153	6,044
归属母公司权益	5,583	6,317	7,129	8,008	8,899
少数股东权益	329	349	429	509	589

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.66%	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	6.38%	5.84%	6.00%	6.00%	6.00%
财务费用率	0.41%	0.05%	-0.08%	-0.55%	-0.98%
研发费用率	0.06%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
所得税率	18%	15%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.51	0.67	0.77	0.85	0.88
每股经营现金流	2.07	2.28	2.86	3.35	3.66
每股净资产	11.68	13.21	14.91	16.75	18.61
每股销售收入	10.02	10.69	11.50	12.05	12.30

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	8	7	6	5	5
PB	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.0	3.8	3.7	3.4	3.0
股息率	3.9%	5.1%	5.9%	6.5%	6.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE