

华新水泥 (600801)

2022 年年报点评: 水泥主业盈利承压, 非水泥毛利占比持续提升

增持 (维持)

2023 年 03 月 30 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

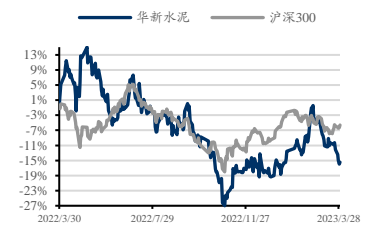
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	30,470	35,666	39,125	42,658
同比	-6%	17%	10%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	2,699	3,919	4,618	4,967
同比	-50%	45%	18%	8%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.29	1.87	2.20	2.37
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.06	8.31	7.05	6.55

关键词: #第二曲线

投资要点

- **事件:** 公司披露 2022 年年报, 报告期内实现营业总收入 304.7 亿元, 同比下滑 6.1%, 实现归母净利润 27.0 亿元, 同比-49.7%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 86.4 亿元, 同比-13.5%, 实现归母净利润 4.7 亿元, 同比-73.7%。公司向全体股东分配现金红利 0.51 元/股 (含税)。
- **水泥熟料业务量价齐跌, 骨料、混凝土业务持续高增长, 非水泥主业毛利占比提升:** (1) 水泥及熟料实现收入 205.9 亿元, 同比-19.8%, 销量 6040 万吨, 同比-20.5%, 经济下行加速、房地产探底导致全国水泥需求下滑; 测算单吨均价 340.9 元, 基本保持稳定。(2) 混凝土实现收入 51.3 亿元, 同比+61.6%, 销量 1639 万方, 同比+81.1%, 测算单方均价 313 元, 同比-38 元, 公司混凝土产能达到 6875 万方, 较 2021 年末+2495 万方。(3) 骨料实现收入 30.6 亿元, 同比+49.3%, 销量 6579 万吨, 同比+88.1%, 测算单吨均价 47 元, 同比-12 元, 公司骨料产能达到 2.1 亿吨/年。(4) 22Q4 收入同比-13.5%, 同比降幅较 Q3 扩大 9.8pct, 主要是由于去年同期价格基数高, 测算 Q4 水泥熟料销量同比降幅收窄, 吨均价 Q3 探底, Q4 环比有所回升。
- **煤炭成本大幅上涨导致毛利率同比下降 7.9pct 至 26.2%。** (1) 水泥及熟料毛利率为 24.6%, 同比-8.2pct, 吨毛利 84 元, 同比-28 元, 主要是煤炭成本大幅上涨带动单吨燃料和动力成本上涨 21 元所致。(2) 混凝土和骨料毛利率分别为 15.8%和 55.3%, 同比分别-3.0pct、-10.3pct。
- **收入下降导致费用分摊提高, 公司盈利或已筑底。** (1) 期间费用率为 11.5%, 单吨水泥期间费用 57.8 元, 同比分别提升 1.6pct/15.2 元。(2) 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.4pct/+0.2pct/持平/+1.0pct, 收入下降、费用分摊提高导致销售、管理费用率提升, 汇兑损失、利息支出增加导致财务费用率提升。(3) 净利率为 9.9%, 单吨水泥综合净利为 50 元, 同比-27 元。
- **资本开支逆势扩张, 加速非水泥+海外业务布局。** (1) 公司全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比+23.9%, 外延扩张持续发力, 2023 年计划资本性支出 110 亿元。(2) 2022 年末资产负债率为 52.0%, 同比+7.9pct, 环比 2022 年三季度末上升 3.2pct。(3) 2023 年公司计划外销骨料约 1.3 亿吨 (同比+97.6%)、混凝土 2500 万方 (同比+52.5%), 环保业务总处置量 450 万吨 (同比+36.0%); 2022 年公司完成对非洲、中东等地共十多个项目考察及验证, 为海外业务拓展奠定坚实基础。
- **盈利预测与投资评级:** 行业供需平衡重建, 景气底部回升, 公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善, 且在持续强劲的资本开支下非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 我们下调 2023-2025 年归母净利润至 39.2/46.2/49.7 亿元 (2023-2024 年预测前值为 50.5/56.4 亿元), 3 月 30 日收盘价对应市盈率 8.3/7.1/6.6 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 水泥需求恢复不及预期; 非水泥+海外业务扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.53
一年最低/最高价	13.31/22.83
市净率(倍)	1.19
流通 A 股市值(百万元)	21,149.99
总市值(百万元)	32,560.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.09
资产负债率(% ,LF)	52.00
总股本(百万股)	2,096.60
流通 A 股(百万股)	1,361.88

相关研究

《华新水泥(600801): 2022 年三季报点评: 水泥盈利通过压力测试, 关注一体化扩张增量》

2022-10-28

内容目录

1. 事件	4
2. 点评	4
3. 盈利预测与投资建议	6
4. 风险提示	6

图表目录

图 1: 公司混凝土和骨料业务收入规模及比重.....	4
图 2: 公司混凝土和骨料业务毛利规模及比重.....	4
图 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况.....	5
图 4: 公司带息债务与负债率情况.....	5

1. 事件

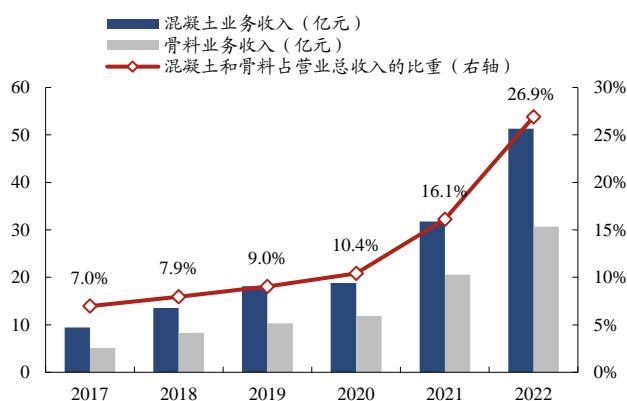
公司披露 2022 年年报，报告期内实现营业总收入 304.7 亿元，同比下滑 6.1%，实现归母净利润 27.0 亿元，同比-49.7%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 86.4 亿元，同比-13.5%，实现归母净利润 4.7 亿元，同比-73.7%。公司向全体股东分配现金红利 0.51 元/股（含税）。

2. 点评

水泥熟料业务量价齐跌，骨料、混凝土业务持续高增长，非水泥主业毛利占比提升。

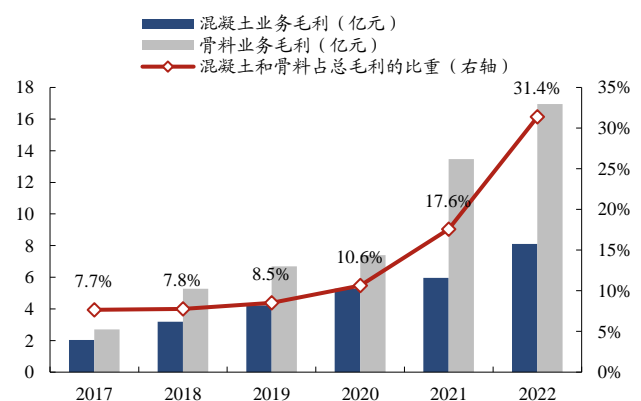
(1)水泥及熟料业务全年实现收入 205.9 亿元，同比下滑 19.8%，其中销量 6040 万吨，同比下滑 20.5%，销量下滑主要是受到经济下行压力持续加大、房地产市场继续探底带来的全国性水泥需求下滑的影响；我们测算单吨销售均价 340.9 元，同比下滑 0.2 元，基本保持稳定水平。(2)混凝土业务全年实现收入 51.3 亿元，同比增长 61.6%，在总营收中占比提升 7pct 至 17%；其中销量 1639 万方，同比增长 81.1%，我们测算单方均价 313 元，同比下降 38 元。公司 2022 年完成 30 余家站点的租赁、在建、收购，20 余家委托代加工站点的布局，业务拓展至长三角、海口等新市场，截至 2022 年底公司自有混凝土产能达到 6875 万方，较 2021 年末增加 2495 万方，产能布局进一步提速。(3)骨料业务全年实现收入 30.6 亿元，同比增长 49.3%，在总营收中占比提升 4pct 至 10%；其中销量 6579 万吨，同比增长 88.1%，我们测算单吨均价 47 元，同比下滑 12 元。骨料业务的快速增长也受到产能增长的驱动，2022 年公司阳新亿吨机制砂石项目（一期）、秭归、宜昌、渠县二期、红河等 20 条骨料生产线先后投产，公司骨料产能已达到 2.1 亿吨/年。(4)分季度来看，22Q4 收入端同比下滑 13.5%，同比降幅较 Q3 扩大 9.8pct，主要是去年同期价格高基数的影响，我们测算 Q4 单季水泥熟料销量同比降幅收窄，综合吨均价于 Q3 探底，Q4 环比有所回升。

图1：公司混凝土和骨料业务收入规模及比重



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图2：公司混凝土和骨料业务毛利规模及比重



数据来源：公司年报、Wind、东吴证券研究所

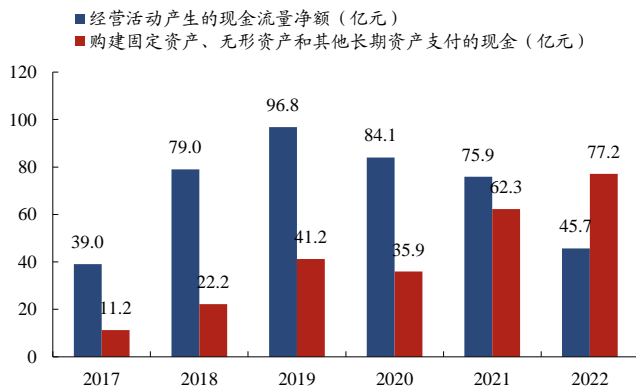
毛利率同比下降 7.9pct 至 26.2%，主要是受到煤炭成本大幅上涨影响。(1)水泥及熟料业务 2022 年毛利率为 24.6%，同比下滑 8.2pct，对应吨毛利 84 元，同比下降 28 元，

我们测算 2022 年水泥吨成本 257 元，同比上升 28 元，分项来看主要是煤炭成本大幅上涨带动单吨燃料和动力成本上涨 21 元所致，其余分项中单吨原材料成本同比下降 1 元，单吨折旧与摊销同比上升 4 元，单吨人力及其他同比上升 4 元。(2) 混凝土和骨料业务 2022 年毛利率分别为 15.8%和 55.3%，同比分别-3.0pct、-10.3pct。

收入下降导致费用分摊提高，公司盈利或已筑底。(1) 公司 2022 年期间费用率为 11.5%，对应单吨水泥期间费用为 57.8 元，同比分别提升 1.6pct、15.2 元。(2) 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.5%/5.2%/0.3%/1.5%，同比分别+0.4pct/+0.2pct/基本持平/+1.0pct，销售、管理费用率的提升主要是由于分母端收入下降导致费用分摊提高，财务费用率提升主要是由于汇兑损失、利息支出增加。(3) 公司 2022 年净利率为 9.9%，对应单吨水泥综合净利润为 50 元，同比下降 27 元。

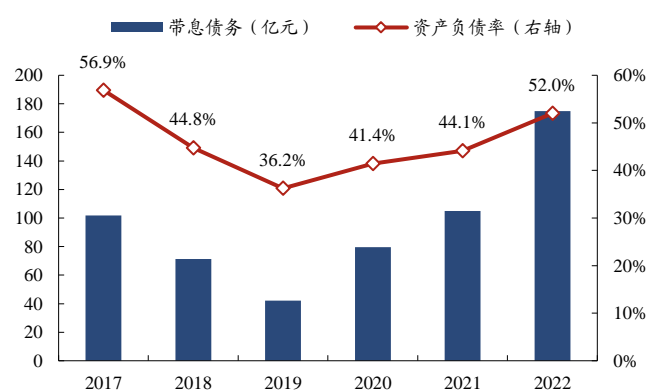
资本开支逆势扩张，加速非水泥业务布局。(1) 公司 2022 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 77.18 亿元，同比增长 23.9%，反映公司资本开支强度维持，外延扩张持续发力；根据公司年报，2023 年公司计划资本性支出 110 亿元，重点集中于骨料、混凝土的产能建设，环保及新材料业务的拓展，以及海外水泥业务的布局。(2) 公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额为 45.7 亿元，同比下降 39.9%。(3) 公司 2022 年末资产负债率为 52.0%，同比上升 7.9pct，环比 2022 年三季度末上升 3.2pct；2022 年末带息债务余额 174.9 亿元，同比增加 70 亿元，环比 2022 年三季度末上升 25.8 亿元。

图3：公司经营活动现金流及资本开支情况



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图4：公司带息债务与负债率情况



数据来源：公司年报、Wind、东吴证券研究所

水泥主业盈利有望筑底回升，非水泥+海外等新业务打造第二成长曲线。展望 2023 年，基建实物需求加速落地叠加房建需求企稳，水泥需求有望实现回暖，带动公司水泥主业盈利筑底回升；此外公司混凝土、骨料、环保等非水泥主业加速扩张，2023 年计划外销水泥和熟料约 5700 万吨，骨料约 1.3 亿吨（同比+97.6%），混凝土 2500 万方（同比+52.5%），环保业务总处置量 450 万吨（同比+36.0%），总营收达到 350 亿元（同比+14.9%），非水泥业务有望继续贡献较大增量；海外业务方面，公司海外熟料产能排名全国第二，海外水泥粉磨产能达到 1237 万吨/年；2022 年公司完成对非洲、中东等地共

十多个项目的考察及验证工作，为后期业务拓展奠定坚实基础。

3. 盈利预测与投资建议

行业供需平衡重建，景气底部回升，公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，且在公司持续强劲的资本开支计划支撑下非水泥+海外业务有望为公司贡献新的增长点。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们下调 2023-2025 年归母净利润至 39.2/46.2/49.7 亿元（2023-2024 年预测前值为 50.5/56.4 亿元），3 月 30 日收盘价对应市盈率 8.3/7.1/6.6 倍，维持“增持”评级。

4. 风险提示

水泥需求恢复不及预期；非水泥+海外业务扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

华新水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,450	15,866	18,401	21,313	营业总收入	30,470	35,666	39,125	42,658
货币资金及交易性金融资产	7,080	7,247	9,309	11,310	营业成本(含金融类)	22,482	25,952	28,095	31,025
经营性应收款项	2,810	3,258	3,568	3,896	税金及附加	586	686	752	820
存货	3,405	4,124	4,233	4,760	销售费用	1,372	1,509	1,650	1,682
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,583	1,551	1,659	1,686
其他流动资产	1,155	1,237	1,291	1,347	研发费用	78	82	86	90
非流动资产	49,791	53,235	55,597	57,944	财务费用	458	285	274	256
长期股权投资	439	474	514	559	加:其他收益	217	239	263	289
固定资产及使用权资产	23,700	28,264	31,048	33,165	投资净收益	17	46	55	64
在建工程	6,575	4,188	3,094	2,647	公允价值变动	19	0	0	0
无形资产	15,183	16,415	17,047	17,679	减值损失	-135	-61	-67	-73
商誉	619	619	619	619	资产处置收益	-7	0	0	0
长期待摊费用	817	817	817	817	营业利润	4,023	5,825	6,860	7,378
其他非流动资产	2,458	2,458	2,458	2,458	营业外净收支	-34	-40	-44	-48
资产总计	64,242	69,101	73,999	79,257	利润总额	3,988	5,785	6,816	7,330
流动负债	16,625	17,820	18,930	20,421	减:所得税	965	1,394	1,642	1,765
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,020	4,427	4,427	4,427	净利润	3,024	4,391	5,173	5,565
经营性应付款项	9,096	10,500	11,366	12,552	减:少数股东损益	325	472	556	598
合同负债	682	787	852	941	归属母公司净利润	2,699	3,919	4,618	4,967
其他流动负债	1,827	2,107	2,285	2,502	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.29	1.87	2.20	2.37
非流动负债	16,779	18,279	19,579	20,679	EBIT	4,582	5,886	6,883	7,354
长期借款	7,282	8,282	9,082	9,682	EBITDA	7,229	9,078	10,261	10,952
应付债券	4,426	4,926	5,426	5,926	毛利率(%)	26.22	27.24	28.19	27.27
租赁负债	760	760	760	760	归母净利率(%)	8.86	10.99	11.80	11.64
其他非流动负债	4,310	4,310	4,310	4,310	收入增长率(%)	-6.14	17.05	9.70	9.03
负债合计	33,403	36,099	38,509	41,100	归母净利润增长率(%)	-49.68	45.22	17.83	7.57
归属母公司股东权益	27,446	29,139	31,071	33,141					
少数股东权益	3,392	3,863	4,419	5,017					
所有者权益合计	30,838	33,002	35,490	38,157					
负债和股东权益	64,242	69,101	73,999	79,257					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,568	8,313	9,390	9,959	每股净资产(元)	13.09	13.90	14.82	15.81
投资活动现金流	-8,383	-6,629	-5,730	-5,930	最新发行在外股份(百万股)	2,097	2,097	2,097	2,097
筹资活动现金流	1,772	-1,516	-1,599	-2,028	ROIC(%)	7.88	8.96	9.80	9.78
现金净增加额	-1,934	167	2,061	2,001	ROE-摊薄(%)	9.83	13.45	14.86	14.99
折旧和摊销	2,647	3,192	3,378	3,598	资产负债率(%)	52.00	52.24	52.04	51.86
资本开支	-7,682	-6,640	-5,744	-5,948	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.06	8.31	7.05	6.55
营运资本变动	-1,640	317	484	389	P/B(现价)	1.19	1.12	1.05	0.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

