

# 华新水泥 (600801)

## 2023 年中报点评：海外拓展、国内非水泥发力共同对冲国内水泥下行

增持 (维持)

2023 年 08 月 27 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	34,026	38,685	43,381
同比	-6%	12%	14%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	2,699	3,119	3,587	3,878
同比	-50%	16%	15%	8%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.29	1.49	1.71	1.85
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.36	8.97	7.80	7.21

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司披露 2023 年中报, 实现营业收入 158.3 亿元, 同比+10.0%, 归母净利润 11.9 亿元, 同比-24.8%; 其中二季度实现营收 92.0 亿元, 同比+17.1%, 归母净利润 9.5 亿元, 同比+3.2%, 基本符合我们的预期。
- **海外拓展、国内非水泥发力共同对冲国内水泥下行:** (1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现收入 97.5 亿元, 同比-5.0%, 销量 2995 万吨, 同比+2.1%, 测算单吨均价为 326 元, 同比-24.6 元。上半年全国水泥需求低迷, 且价格表现弱于季节性规律, 公司积极推进海外业务, 对冲国内需求下行, 收入表现韧性, 上半年国内/国外水泥业务分别实现营收 74.6/23.0 亿元, 同比分别-12.4%/+30.6%; (2) 商混业务收入 31.7 亿元, 同比+58.5%, 销量 1095 万方, 同比+82.3%, 测算单方均价为 290 元, 同比-43.5 元; 骨料业务收入 21.6 亿元, 同比+69.1%, 销量 5051 万吨, 同比+103.3%, 测算单吨均价为 42.8 元, 同比-8.7 元。公司上半年商混/骨料分别新增年产能 2115 万方/3150 万吨, 分别得益于武穴等骨料项目产能释放以及混凝土轻资产租赁模式下的拓展, 支撑非水泥收入高速增长。
- **毛利率同比下降 3.6pct 至 24.4%, 期间费用率水平稳定:** (1) 23H1 受销售均价下降影响, 测算水泥及熟料/商混/骨料业务单位毛利下降 14.1/20.8/11.7 元至 74.4/37.7/19.3 元, 水泥吨毛利为 2018 年以来同期最低值; (2) 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/5.1%/0.4%/1.5%, 同比分别-0.6/持平/+0.1/+0.4pct, 销售费用率下降主要是由于员工成本下降叠加分母端营收增加, 财务费用率上升主要是由于利息支出增加影响; (3) 实现投资收益 3428 万元, 同比+61.0%, 主要是由于上半年收购的阿曼水泥公司贡献利润; (4) 归母净利率为 7.5%, 同比-3.5pct。
- **经营活动净现金流大幅增加, 资产负债率略有下降:** (1) 23H1 公司实现经营活动净现金流 21.3 亿元, 同比+67.9%, 表现明显好于盈利端, 主要是因为上半年矿山采矿权、使用权资产摊销增加, 以及资产运营效率优化; (2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 18.2 亿元, 同比-50.2%, 资本开支放缓, 主要投入骨料系列项目和武穴年产 3000 万吨机制砂项目, 此外中报使用权资产余额较年初增加 7.85 亿元, 反映混凝土轻资产租赁模式持续推进; (3) 中报带息债务余额、资产负债率分别为 183.8 亿元、51.1%, 环比一季度末分别下降 3.7 亿元、1.3pct。
- **逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升, 非水泥+海外业务布局有望持续贡献增量。** 淡季水泥价格经历连续回落后, 已处高成本企业现金成本线附近, 短期行业供给主动收缩的力度在加强, 行业自律改善, 价格也有望确认阶段性底部, 随着政治局会议强化逆周期调节力度, 基建增量政策有望落地, 支撑实物需求, 叠加旺季需求季节性回暖, 盈利迎来底部回升。公司非水泥业务上半年 EBITDA 贡献占比超过 50%, 后续国内骨料产能继续释放, 阿曼项目收购完成、坦桑尼亚升级改造投产以及南非收购项目的推进持续贡献海外增量。
- **盈利预测与投资评级:** 公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善, 非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测分别为 31.2 亿元/35.9 亿元/38.8 亿元, 8 月 25 日收盘价对应市盈率 9.0/7.8/7.2 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)	13.34
一年最低/最高价	11.89/18.77
市净率(倍)	1.01
流通 A 股市值(百万元)	18,167.48
总市值(百万元)	27,968.64

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.22
资产负债率(% ,LF)	51.10
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): 2023 年半年度业绩快报点评: 非水泥拓展+海外布局亮点频现, 水泥盈利有望底部修复》

2023-08-02

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
<b>流动资产</b>	<b>14,450</b>	<b>14,456</b>	<b>16,463</b>	<b>18,519</b>	<b>营业总收入</b>	<b>30,470</b>	<b>34,026</b>	<b>38,685</b>	<b>43,381</b>
货币资金及交易性金融资产	7,080	6,220	7,431	8,357	营业成本(含金融类)	22,482	24,772	28,118	31,704
经营性应收款项	2,810	3,088	3,510	3,939	税金及附加	586	654	744	834
存货	3,405	3,936	4,237	4,864	销售费用	1,372	1,598	1,822	2,041
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,583	1,854	2,151	2,411
其他流动资产	1,155	1,211	1,284	1,358	研发费用	78	82	86	90
<b>非流动资产</b>	<b>49,791</b>	<b>53,235</b>	<b>55,597</b>	<b>57,944</b>	财务费用	458	527	619	737
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	36	40	44
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)	(171)	(108)	(121)
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	<b>营业利润</b>	<b>4,023</b>	<b>4,643</b>	<b>5,339</b>	<b>5,774</b>
其他非流动资产	2,458	2,458	2,458	2,458	营业外净收支	(34)	(39)	(44)	(49)
<b>资产总计</b>	<b>64,242</b>	<b>67,691</b>	<b>72,060</b>	<b>76,463</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,988</b>	<b>4,604</b>	<b>5,296</b>	<b>5,725</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,625</b>	<b>17,215</b>	<b>18,932</b>	<b>20,765</b>	减:所得税	965	1,110	1,277	1,380
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,020	4,427	4,427	4,427	<b>净利润</b>	<b>3,024</b>	<b>3,495</b>	<b>4,019</b>	<b>4,345</b>
经营性应付款项	9,096	10,022	11,376	12,827	减:少数股东损益	325	375	432	467
合同负债	682	751	852	961	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,699</b>	<b>3,119</b>	<b>3,587</b>	<b>3,878</b>
其他流动负债	1,827	2,015	2,276	2,550	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.29	1.49	1.71	1.85
非流动负债	16,779	18,279	19,579	20,679	EBIT	4,550	5,067	5,764	6,300
长期借款	7,282	8,282	9,082	9,682	EBITDA	7,196	8,258	9,142	9,898
应付债券	4,426	4,926	5,426	5,926	毛利率(%)	26.22	27.20	27.32	26.92
租赁负债	760	760	760	760	归母净利率(%)	8.86	9.17	9.27	8.94
其他非流动负债	4,310	4,310	4,310	4,310	收入增长率(%)	(6.14)	11.67	13.69	12.14
<b>负债合计</b>	<b>33,403</b>	<b>35,493</b>	<b>38,510</b>	<b>41,443</b>	归母净利润增长率(%)	(49.68)	15.58	15.00	8.11
归属母公司股东权益	27,446	28,430	29,351	30,354					
少数股东权益	3,392	3,767	4,199	4,665					
<b>所有者权益合计</b>	<b>30,838</b>	<b>32,197</b>	<b>33,549</b>	<b>35,019</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>64,242</b>	<b>67,691</b>	<b>72,060</b>	<b>76,463</b>					

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	7,294	8,554	8,905	每股净资产(元)	13.09	13.56	14.00	14.48
投资活动现金流	(8,383)	(6,638)	(5,744)	(5,951)	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(%)	7.82	7.78	8.43	8.77
现金净增加额	(1,934)	(860)	1,211	926	ROE-摊薄(%)	9.83	10.97	12.22	12.78
折旧和摊销	2,647	3,192	3,378	3,598	资产负债率(%)	52.00	52.43	53.44	54.20
资本开支	(7,682)	(6,639)	(5,744)	(5,949)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.36	8.97	7.80	7.21
营运资本变动	(1,640)	142	682	447	P/B (现价)	1.02	0.98	0.95	0.92

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>