

# 华新水泥 (600801)

证券研究报告

2021年08月28日

## Q2 压力期已过，看好水泥+业务增长弹性

### 21H1 归母净利润同比增长 8.3%，继续看好公司长期成长性

公司发布 21 年中报，上半年实现收入/归母净利润 147.4/24.4 亿元，同比 +17.3%/+8.3%，扣非归母净利润 24.0 亿元，同比+6.8%，其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 85.6/17.0 亿元，同比分别-1.8%/-10.2%。上半年受水泥价格下滑以及煤炭成本上涨双重挤压，公司毛利率有所下滑，但 8 月初水泥价格已经开始进入上行通道，且煤炭价格影响在边际减弱，我们认为下半年盈利水平有望逐步恢复，且上半年骨料、混凝土业务均取得较快增长，多品类发展为公司长期成长赋能。

### 销量增长驱动水泥收入增长，骨料、混凝土快速放量

公司上半年水泥业务实现收入 119 亿元，同比增长 10.5%，主要系销量增长带动，上半年实现水泥及熟料销量 3736 万吨，同比增长 14%，我们测算吨均价 320 元，同比下降 10 元/吨，预计主要系西南地区水泥价格下滑影响，根据数字水泥网，上半年两湖、西南地区水泥均价同比分别下滑 2/16 元/吨，但自八月份以来价格开启上涨。上半年受煤炭价格上涨影响，水泥吨成本上涨，我们预计吨毛利下降约 15 元/吨。上半年公司继续快速推进一体化发展，新增骨料/混凝土产能 1080 万吨/年和 600 万方/年，实现骨料/混凝土业务销量 1617 万吨/336 万方，同比大幅增长 93%/110%。

### 毛利率同比小幅下滑，资本结构维持良好

公司上半年实现毛利率 36.9%，同比下降 2.1pct，预计主要受水泥毛利率下降影响。期间费用率 12.6%，同比下降 0.9pct，其中销售/管理/研发费用率同比分别+0.2/-1.2/+0.1pct，管理效率进一步提升，最终实现净利率 18.1%，同比下降 1.4pct。上半年末资产负债率 41.6%，较 Q1 末小幅上涨 1.5pct，资本结构仍维持良好水平。上半年公司经营性现金流净流入 22.9 亿元，同比下滑 34.5%，系支付货款及税费增加导致。

### 多元化布局加快，引领水泥低碳发展之路

上半年公司通过收购拉豪水泥资产，加快海外扩张，且骨料、混凝土产能建设继续推动，目前在建骨料项目建成后，年产能将达到 2 亿吨，有望成为新的业绩增长点。公司发布低碳发展白皮书，计划在 2020-2030 年间投资 105 亿元用于降低碳排放的技术研发和生产系统改造升级，通过利用水泥窑协同处置技术、降低熟料利用系数等手段，计划到 2030 年，单位产品产值的二氧化碳排放量将比 2005 年下降 70%以上，替代燃料能源占一次能源消费比重将达到 25%以上。考虑到公司上半年吨毛利有所下滑，小幅下调 21-23 年归母净利润预测至 65.5/76.2/87.2 亿元（前值：69.5/78.6/89.5 亿元），参考可比公司估值，考虑到公司成长性相对更好，给予公司 21 年 8 倍目标 PE，对应目标价 25.04 元，维持“买入”评级。

**风险提示：下游需求大幅下滑、区域供给格局恶化、价格上涨不及预期。**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31,439.21	29,356.52	35,448.38	39,375.47	42,268.91
增长率(%)	14.47	(6.62)	20.75	11.08	7.35
EBITDA(百万元)	10,708.31	9,741.06	10,502.06	12,037.64	13,561.69
净利润(百万元)	6,342.30	5,630.60	6,552.55	7,615.44	8,722.30
增长率(%)	22.40	(11.22)	16.37	16.22	14.53
EPS(元/股)	3.03	2.69	3.13	3.63	4.16
市盈率(P/E)	6.17	6.95	5.97	5.14	4.49
市净率(P/B)	1.84	1.66	1.37	1.18	1.02
市销率(P/S)	1.24	1.33	1.10	0.99	0.93
EV/EBITDA	5.20	4.36	3.10	2.18	1.45

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.66 元
目标价格	25.04 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,096.60
流通 A 股股本(百万股)	1,361.88
A 股总市值(百万元)	39,122.55
流通 A 股市值(百万元)	25,412.68
每股净资产(元)	11.34
资产负债率(%)	41.55
一年内最高/最低(元)	28.47/14.40

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**武慧东** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050002  
wuhuidong@tfzq.com

**林晓龙** 联系人  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



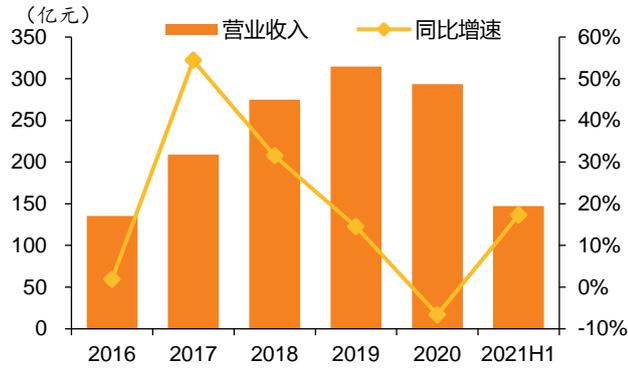
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《华新水泥-季报点评:Q1 收入创新高，多元化布局增长可期》2021-04-30
- 2 《华新水泥-年报点评报告:盈利低谷已过，21 年向上弹性可期》2021-03-29
- 3 《华新水泥-半年报点评:Q2 销量超预期，业务多元化发展加速》2020-08-28

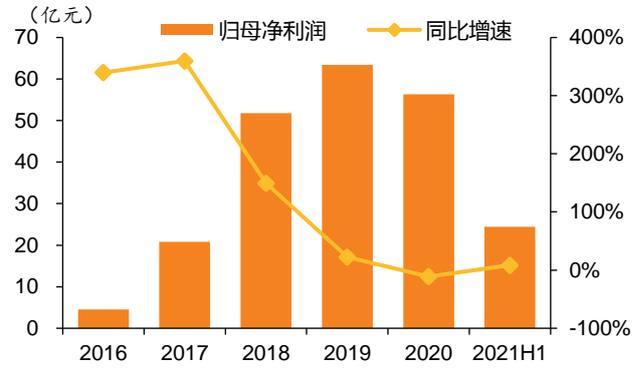
## 公司历年经营情况

图 1：公司 2016-2021H1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016-2021H1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
000877.SZ	天山股份	157	15.01	1.56	1.45	1.82	1.99	9.62	10.35	8.25	7.54
002233.SZ	塔牌集团	121	10.16	1.45	1.49	1.63	1.76	7.01	6.82	6.23	5.77
600585.SH	海螺水泥	2,084	39.32	6.34	6.63	6.95	7.20	6.20	5.93	5.66	5.46
<b>平均值</b>								<b>7.61</b>	<b>7.70</b>	<b>6.71</b>	<b>6.26</b>
600801.SH	华新水泥	391	18.66	3.03	2.69	3.13	3.63	6.17	6.95	5.97	5.14

注：数据截至 20210827 收盘，除华新水泥 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,107.51	8,641.61	15,461.53	21,772.23	29,129.41
应收票据及应收账款	659.63	733.16	1,648.56	608.29	2,023.04
预付账款	258.83	378.62	338.84	447.15	398.34
存货	1,997.00	2,349.16	2,562.58	2,846.78	2,782.70
其他	2,125.52	3,032.06	2,787.07	2,999.30	3,177.83
<b>流动资产合计</b>	<b>10,148.49</b>	<b>15,134.61</b>	<b>22,798.57</b>	<b>28,673.76</b>	<b>37,511.32</b>
长期股权投资	414.09	512.28	512.28	512.28	512.28
固定资产	16,718.11	19,185.63	19,552.21	19,404.90	18,936.27
在建工程	4,113.16	3,104.43	1,898.66	1,187.19	742.32
无形资产	3,870.06	4,269.06	4,075.97	3,882.88	3,689.79
其他	1,381.47	1,722.50	1,385.19	1,401.25	1,374.76
<b>非流动资产合计</b>	<b>26,496.90</b>	<b>28,793.90</b>	<b>27,424.30</b>	<b>26,388.51</b>	<b>25,255.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>36,645.39</b>	<b>43,928.51</b>	<b>50,222.87</b>	<b>55,062.26</b>	<b>62,766.74</b>
短期借款	197.00	625.00	687.50	618.75	556.88
应付票据及应付账款	5,312.41	5,770.33	5,622.61	7,223.18	6,778.01
其他	3,515.26	5,207.27	6,039.42	4,275.54	6,554.32
<b>流动负债合计</b>	<b>9,024.68</b>	<b>11,602.60</b>	<b>12,349.54</b>	<b>12,117.47</b>	<b>13,889.20</b>
长期借款	2,039.54	3,504.28	4,025.00	3,622.50	3,260.25
应付债券	1,198.06	1,943.76	1,446.22	1,529.35	1,639.78
其他	1,015.42	1,137.93	1,067.54	1,073.63	1,093.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,253.03</b>	<b>6,585.97</b>	<b>6,538.76</b>	<b>6,225.48</b>	<b>5,993.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,277.70</b>	<b>18,188.57</b>	<b>18,888.29</b>	<b>18,342.95</b>	<b>19,882.26</b>
少数股东权益	2,058.64	2,168.56	2,800.40	3,561.39	4,412.94
股本	2,096.60	2,096.60	2,096.60	2,096.60	2,096.60
资本公积	1,913.44	1,943.54	1,943.54	1,943.54	1,943.54
留存收益	19,229.86	22,360.12	26,437.58	31,061.32	36,374.94
其他	(1,930.85)	(2,828.88)	(1,943.54)	(1,943.54)	(1,943.54)
<b>股东权益合计</b>	<b>23,367.68</b>	<b>25,739.94</b>	<b>31,334.58</b>	<b>36,719.32</b>	<b>42,884.48</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36,645.39</b>	<b>43,928.51</b>	<b>50,222.87</b>	<b>55,062.26</b>	<b>62,766.74</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,020.79	6,173.59	6,552.55	7,615.44	8,722.30
折旧摊销	1,783.46	1,824.45	1,092.28	1,131.86	1,156.60
财务费用	246.12	200.58	416.00	459.20	462.54
投资损失	(108.53)	(118.57)	(103.54)	(92.00)	(83.50)
营运资金变动	(831.72)	1,078.22	151.39	617.96	167.63
其它	1,569.05	(752.80)	675.14	784.04	881.15
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,679.19</b>	<b>8,405.47</b>	<b>8,783.82</b>	<b>10,516.49</b>	<b>11,306.72</b>
资本支出	5,527.15	3,596.91	130.39	73.91	30.60
长期投资	(98.38)	98.19	0.00	0.00	0.00
其他	(9,915.47)	(8,703.14)	(106.95)	(82.20)	(17.59)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,486.70)</b>	<b>(5,008.04)</b>	<b>23.45</b>	<b>(8.29)</b>	<b>13.00</b>
债权融资	4,204.29	7,947.53	7,999.18	7,265.47	7,193.51
股权融资	(40.02)	(969.23)	643.65	(284.89)	(288.23)
其他	(9,671.19)	(6,790.62)	(10,630.18)	(11,178.08)	(10,867.83)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,506.92)</b>	<b>187.69</b>	<b>(1,987.35)</b>	<b>(4,197.49)</b>	<b>(3,962.55)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(314.44)</b>	<b>3,585.12</b>	<b>6,819.92</b>	<b>6,310.70</b>	<b>7,357.18</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>31,439.21</b>	<b>29,356.52</b>	<b>35,448.38</b>	<b>39,375.47</b>	<b>42,268.91</b>
营业成本	18,625.31	17,440.23	21,316.78	23,234.81	24,381.02
营业税金及附加	530.00	510.43	619.82	678.97	734.30
营业费用	2,048.49	2,022.71	2,375.04	2,618.47	2,705.21
管理费用	1,558.49	1,604.70	1,843.32	2,027.84	2,113.45
研发费用	37.32	55.98	67.60	75.08	80.60
财务费用	208.15	305.71	416.00	459.20	462.54
资产减值损失	(210.37)	(78.20)	(70.38)	(63.34)	(57.00)
公允价值变动收益	5.30	2.41	10.05	10.15	10.25
投资净收益	108.53	118.57	103.54	92.00	83.50
其他	(215.97)	(324.96)	(227.17)	(204.29)	(187.50)
<b>营业利润</b>	<b>8,743.97</b>	<b>7,698.94</b>	<b>8,993.77</b>	<b>10,446.58</b>	<b>11,942.54</b>
营业外收入	75.97	65.27	53.97	65.07	61.44
营业外支出	103.82	100.56	88.06	97.48	95.37
<b>利润总额</b>	<b>8,716.12</b>	<b>7,663.65</b>	<b>8,959.68</b>	<b>10,414.17</b>	<b>11,908.61</b>
所得税	1,695.33	1,490.05	1,742.04	2,024.84	2,315.41
<b>净利润</b>	<b>7,020.79</b>	<b>6,173.59</b>	<b>7,217.64</b>	<b>8,389.33</b>	<b>9,593.20</b>
少数股东损益	678.49	542.99	665.09	773.89	870.90
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,342.30</b>	<b>5,630.60</b>	<b>6,552.55</b>	<b>7,615.44</b>	<b>8,722.30</b>
每股收益(元)	3.03	2.69	3.13	3.63	4.16

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	39.73%	-13.22%	22.75%	12.25%	9.15%
营业利润	59.46%	-13.89%	15.41%	17.71%	12.50%
归属于母公司净利润	58.35%	-13.11%	14.96%	17.62%	12.74%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.80%	48.60%	48.64%	49.23%	50.51%
净利率	31.46%	31.49%	29.50%	30.91%	31.93%
ROE	42.94%	29.90%	27.52%	26.47%	24.76%
ROIC	75.20%	57.61%	47.32%	69.41%	72.85%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.62%	36.62%	37.95%	29.77%	29.70%
净负债率	-24.96%	-4.03%	-33.19%	-41.66%	-55.44%
流动比率	1.32	1.49	1.73	2.40	2.63
速动比率	1.08	1.25	1.47	2.14	2.34
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.27	24.04	24.00	24.00	24.00
存货周转率	7.24	7.33	7.38	7.46	7.66
总资产周转率	0.88	0.61	0.62	0.60	0.57
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.87	2.49	2.86	3.37	3.80
每股经营现金流	3.84	2.48	4.24	3.04	4.55
每股净资产	6.67	8.33	10.40	12.72	15.33
<b>估值比率</b>					
市盈率	6.63	7.63	6.64	5.65	5.01
市净率	2.85	2.28	1.83	1.49	1.24
EV/EBITDA	3.71	4.50	3.21	2.37	1.50
EV/EBIT	4.12	5.23	3.48	2.54	1.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com