

华新水泥 (600801.SH)

上半年骨料、混凝土放量，期待下半年水泥主业景气回升

事件: 公司披露 2021 年中报, 上半年实现营业总收入 147.44 亿元, 同比增长 17.4%, 实现归母净利润 24.38 亿元, 同比增长 8.3%; 其中二季度单季实现营业总收入 85.55 亿元, 同比减少 1.8%, 实现归母净利润 17.04 亿元, 同比减少 10.2%。

上半年骨料、混凝土贡献可观增量, Q2 水泥销量承压。 (1) 上半年量增价跌。公司上半年销售水泥及商品熟料 3736 万吨, 同比增长 14%, 吨均价和吨毛利分别为 319 元、111 元, 同比均下降 15 元, 综合吨净利 71 元, 同比下降 4 元。(2) 骨料、混凝土等多元业务增量贡献突出。公司上半年水泥和熟料以外收入合计 28.10 亿元, 同比增长 74.5%, 收入占比达到 19.1%, 同比提升 6.3pct, 毛利额占比达到 23.4%, 同比提升 7.7pct。其中公司上半年销售骨料 1617 万吨, 同比增长 93%; 销售混凝土 336 万方, 同比增长 110%, 各类废弃物接收量达到 164 万吨, 同比提升 23%。(3) Q2 单季水泥销量明显承压。公司 Q2 单季收入端下降 1.8%, 主要是去年 Q2 因下游复工复产工程赶工销量基数较高, 而今年 5 月以来需求释放因钢材等产业链材料价格上涨、专项债发行节奏滞后、集中供地政策影响, 销量增速环比 Q1 均有明显回落, 其中公司重点的云南市场受影响更为显著。公司 Q2 单季毛利率 39.9%, 同比下降 1.5pct, 测算公司单季吨毛利、净利同比下降约 5 元左右。

费用端压缩成效显著。 公司上半年吨期间费用为 49.6 元/吨, 同比减少 1.9 元/吨。其中吨销售费用、管理及研发费用、财务费用分别为 28.1 元/吨、18.8 元/吨、2.8 元/吨, 同比分别+1.7 元/吨、-3.6 元/吨、+0 元/吨。其中单吨销售费用的增加预计主要与骨料、混凝土业务规模的扩张有关, 管理费用多个项目压降明显, 财务费用总额增加 13.8% 至 1.03 亿元, 主要因带息债务增加导致的利息支出增加。

混凝土业务扩张阶段性影响经营性现金流, 负债率基本稳定。 (1) 公司上半年经营活动现金流净额为 22.92 亿元, 同比下降 34.5%, 预计主要与公司报告期内混凝土业务规模高速扩张有关, 其中期末应收款项余额、应收款项融资余额分别同比增加 10.3%、36.3% 至 10.67 亿元、9.37 亿元。投资活动现金流中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 18.63 亿元, 同比增加 2.4%, 在建工程余额较上年末增加 37.8% 至 40.71 亿元, 反映公司水泥产能与多元业务战略扩张势头不减。

(2) 公司期末负债率 41.6%, 同比下降 1.1pct, 环比一季度小幅上升 1.5pct, 基本稳定。期末带息债务总额为 80.88 亿元, 同比增加 22.99 亿元, 预计主要是并购及新建项目贷款增加所致, 环比一季度末增加 0.23 亿元, 基本持平。

盈利预测与投资建议: 水泥业务盈利有望企稳回升, 骨料、混凝土增量持续贡献。(1) 沿江水泥市场旺季盈利弹性大, 西南市场景气下半年有望随基建修复回暖, 公司水泥主业有望企稳回升。(2) 多元扩张颇具亮点, 骨料和混凝土进入加速拓展期, 持续贡献业绩增量。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 59.9 亿元、68.4 亿元和 74.9 亿元, 对应 6.5、5.7、5.2 倍市盈率, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观政策反复、原材料价格大幅波动、并购及产能扩张盈利贡献不及预期的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	31,439	29,357	34,756	38,257	41,136
增长率 yoy (%)	14.5	-6.6	18.4	10.1	7.5
归母净利润 (百万元)	6,342	5,631	5,993	6,837	7,486
增长率 yoy (%)	22.4	-11.2	6.4	14.1	9.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.03	2.69	2.86	3.26	3.57
净资产收益率 (%)	30.0	24.0	21.9	21.3	20.2
P/E (倍)	6.2	6.9	6.5	5.7	5.2
P/B (倍)	1.8	1.7	1.4	1.2	1.1

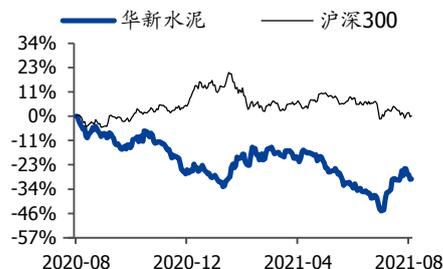
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	水泥制造
前次评级	增持
8月27日收盘价(元)	18.66
总市值(百万元)	39,122.55
总股本(百万股)	2,096.60
其中自由流通股(%)	64.96
30日日均成交量(百万股)	19.81

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《华新水泥 (600801.SH): Q1 水泥景气见底回升, 骨料、商混新增量渐显》2021-04-30
- 2、《华新水泥 (600801.SH): Q1 低基数下显弹性, 期待水泥景气回升和骨料、商混增量》2021-04-11
- 3、《华新水泥 (600801.SH): Q4 盈利回归正增长, 2021 年骨料、混凝土增量可期》2021-03-30



内容目录

事件.....	4
点评.....	4
投资建议.....	5
风险提示.....	5

图表目录

图表 1: 公司水泥和熟料综合吨盈利情况.....	4
图表 2: 公司多元业务扩张情况.....	4
图表 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况.....	5
图表 4: 公司带息债务与负债率情况.....	5

事件

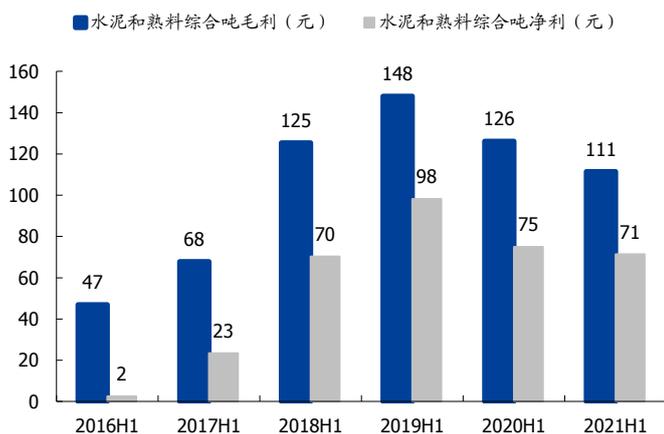
公司披露 2021 年中报，上半年实现营业总收入 147.44 亿元，同比增长 17.4%，实现归母净利润 24.38 亿元，同比增长 8.3%；其中二季度单季实现营业总收入 85.55 亿元，同比减少 1.8%，实现归母净利润 17.04 亿元，同比减少 10.2%。

点评

1、上半年骨料、混凝土贡献可观增量，Q2 水泥销量承压。

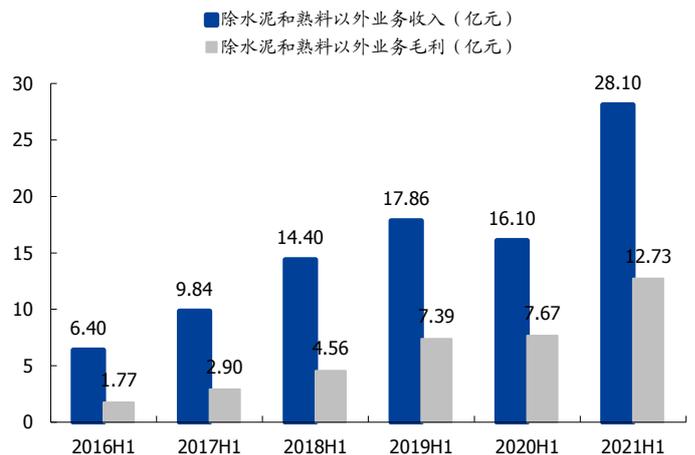
- (1) 上半年量增价跌。公司上半年销售水泥及商品熟料 3736 万吨，同比增长 14%，吨均价和吨毛利分别为 319 元、111 元，同比均下降 15 元，综合吨净利 71 元，同比下降 4 元，降幅小于吨毛利主要得益于多元业务的增量贡献。
- (2) 骨料、混凝土等多元业务增量贡献突出。公司上半年水泥和熟料以外收入合计 28.10 亿元，同比增长 74.5%，收入占比达到 19.1%，同比提升 6.3pct，毛利额占比达到 23.4%，同比提升 7.7pct。其中公司上半年销售骨料 1617 万吨，同比增长 93%；销售混凝土 336 万方，同比增长 110%，各类废弃物接收量达到 164 万吨，同比提升 23%。
- (3) Q2 单季水泥销量明显承压。公司 Q2 单季收入端下降 1.8%，预计主要是水泥 Q2 量价明显承压所致。去年 Q2 因下游复工复产工程赶工销量基数较高，而今年 5 月以来需求释放因钢材等产业链材料价格上涨、专项债发行节奏滞后、集中供地政策影响，销量增速环比 Q1 均有明显回落，其中公司重点的云南市场受影响更为显著。公司 Q2 单季毛利率 39.9%，同比下降 1.5pct，我们测算公司单季吨毛利、净利同比下降约 5 元左右。

图表 1: 公司水泥和熟料综合吨盈利情况



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表 2: 公司多元业务扩张情况



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

2、费用端压缩成效显著。

公司上半年吨期间费用为 49.6 元/吨，同比减少 1.9 元/吨。其中吨销售费用、管理及研发费用、财务费用分别为 28.1 元/吨、18.8 元/吨、2.8 元/吨，同比分别+1.7 元/吨、-3.6 元/吨、+0 元/吨。其中单吨销售费用的增加预计主要与骨料、混凝土业务规模的扩张有关，管理费用多个项目压降明显，财务费用总额增加 13.8%至 1.03 亿元，主要因带息

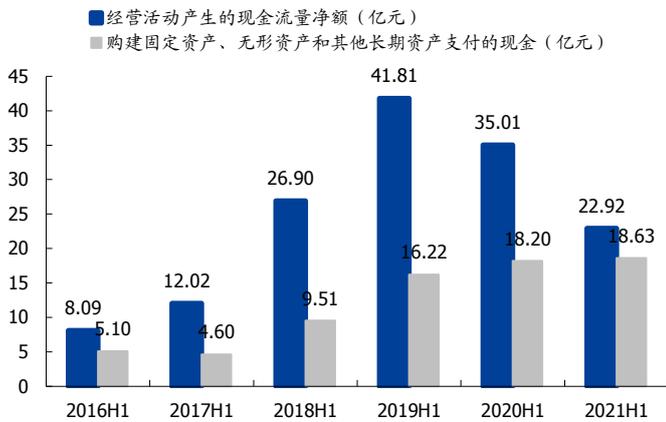
债务增加导致的利息支出增加。

3、混凝土业务扩张阶段性影响经营性现金流，负债率基本稳定。

公司上半年经营活动现金流净额为 22.92 亿元，同比下降 34.5%，预计主要与公司报告期内混凝土业务规模高速扩张有关，其中期末应收款项余额、应收款项融资余额分别同比增加 10.3%、36.3%至 10.67 亿元、9.37 亿元。投资活动现金流中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 18.63 亿元，同比增加 2.4%，在建工程余额较上年末增加 37.8%至 40.71 亿元，反映公司水泥产能与多元业务战略扩张势头不减。

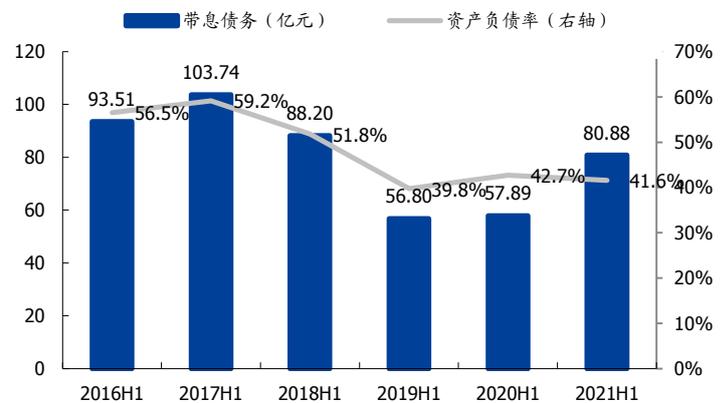
公司期末负债率 41.6%，同比下降 1.1pct，环比一季度小幅上升 1.5pct，基本稳定。期末带息债务总额为 80.88 亿元，同比增加 22.99 亿元，预计主要是并购及新建项目贷款增加所致，环比一季度末增加 0.23 亿元，基本持平。

图表 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表 4: 公司带息债务与负债率情况



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

4、水泥业务盈利有望企稳回升，骨料、混凝土增量持续贡献。

(1) 随着需求的季节性回升，以及错峰等行业自律手段和局部限电的供给侧约束，前期价格回落幅度较大的湖南、川渝黔滇等重点市场价格开始反弹，后续随着专项债发行阶段性加速，基建需求修复有望推动水泥价格继续企稳回升。(2) 骨料产能高增长，混凝土一体化模式加速拓展，上半年销量如期高增长反映前期布局产能释放良好。随着在建产能投产和建成基地爬坡，我们判断后续骨料、商混销量有望持续高增长。

投资建议

(1) 沿江水泥市场旺季盈利弹性大，西南市场景气下半年有望随基建修复回暖，公司水泥主业有望企稳回升。(2) 多元扩张颇具亮点，骨料和混凝土进入加速拓展期，持续贡献业绩增量。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 59.9 亿元、68.4 亿元和 74.9 亿元，对应 6.5、5.7、5.2 倍市盈率，维持“增持”评级。

风险提示

宏观政策反复、原材料价格大幅波动、并购及产能扩张盈利贡献不及预期的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com