

资本开支扩张，扩品+国际化+环保降碳加速

2022年03月10日

事件：

公司 B 转 H 方案获得证监会通过，近期已进入现金选择权申报及境外股东跨境转托管阶段。同时披露资本开支规划，“十四五”期间计划投资近 600 亿，推进企业转型升级、高质量发展。2021 年资本支出 71.6 亿，2022 年计划支出 122 亿元。

百年老店，规模持续扩张

公司始创于 1907 年。截至 2021 年底，公司在中国 14 省市及海外八国拥有水泥粉磨年产能 1.16 亿吨（全球产能第 7）、商品混凝土 4380 万方、骨料 1.54 亿吨（中国第二）、水泥包装袋 7 亿只及废弃物处置 553 万吨。

扩大资本开支，海外布局+一体化架构提速

“十四五”期间计划投资近 600 亿，推进企业转型升级、高质量发展。2021 年资本支出 71.6 亿，2022 年计划支出 122 亿元。（1）水泥业务加快“出海”：2021 年成功完成赞比亚和马拉维水泥并购资产交割，完成坦桑尼亚马文尼工厂 150 万吨水泥粉磨站改造，尼泊尔纳拉亚尼水泥熟料生产线项目于 2022 年 1 月投产。目前公司海外水泥产能达 1219 万吨/年。（2）高毛利骨料业务：新增骨料产能 5900 万吨，10 个在建骨料项目全部投产后，公司骨料产能达 2.7 亿吨/年。（3）混凝土一体化业务快速布局：20 个混凝土一体化站点已建成投产；坚定落实沿江一体化战略，在常州项目落地基础上新增 2 个站点，合计新增混凝土产能 1670 万方/年。

环保降碳加码，构筑未来成本竞争力

环保业务方面，短期目标通过替代燃料协同利用和工艺技术改造，将所有窑线熟料综合能耗控制在 110Kgce/t 以下，日产 2500 吨及以下窑线控制在 100Kgce/t 以下；新兴产业方面，2021 年株洲、剑川环保砖投产，新增产能 1.8 亿块。海南加气块砖/板工厂+郧县加气块产线顺利生产，新增产能 85 万方/年。长阳陶粒、襄阳石灰、万源石灰项目已顺利投产，新增产能 39 万吨/年。

2021 年公司水泥产品实现传统熟料下降 15.7kcal/kg，共有 11 家窑线工厂可比熟料综合能耗低于 100kgce/t。双碳背景下，水泥作为高耗能企业，市场交易电价不受上浮 20% 限制，节能减排可直接降本。

投资建议：近期财政扩张，基建既不缺项目、也不缺资金，有望对冲 Q1 经济下行压力，基建链里关注水泥板块抗通胀能力。百年华新焕发成长活力，骨料、环保、混凝土、海外等多维度培育增长机会，近期华中、西南区域水泥需求逐步恢复，价格调涨。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 54、60、70 亿，对应 3 月 9 日收盘价动态 PE 分别为 8、7、6x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目资金到位不及预期；天气变化不及预期；收购进程不及预期；海外政策变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	29357	32125	35338	39931
增长率（%）	-6.6	9.4	10.0	13.0
归属母公司股东净利润（百万元）	5631	5387	6026	6986
增长率（%）	-11.2	-4.3	11.9	15.9
每股收益（元）	2.69	2.57	2.87	3.33
PE	7	8	7	6
PB	1.8	1.4	1.2	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 9 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.47 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 华新水泥(600801):受降雨及原材料涨价影响，Q2 营收净利双降

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	29357	32125	35338	39931
营业成本	17440	20014	21909	24558
营业税金及附加	510	562	609	694
销售费用	2023	2249	2474	2795
管理费用	1605	1638	1838	2076
研发费用	56	55	56	69
EBIT	7802	7608	8451	9739
财务费用	306	458	434	411
资产减值损失	-78	-40	-40	-40
投资收益	119	100	100	100
营业利润	7699	7394	8267	9578
营业外收支	-35	-35	-35	-35
利润总额	7664	7359	8232	9543
所得税	1490	1472	1646	1909
净利润	6174	5887	6586	7634
归属于母公司净利润	5631	5387	6026	6986
EBITDA	9626	9528	10356	11877

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8642	12424	16618	23039
应收账款及票据	733	1305	1243	1338
预付款项	379	368	394	475
存货	2349	2900	3190	3509
其他流动资产	3032	2371	2801	2901
流动资产合计	15135	19367	24246	31263
长期股权投资	512	512	561	586
固定资产	19186	22341	25265	27743
无形资产	4267	4590	4916	5240
非流动资产合计	28794	31495	34177	36543
资产合计	43929	50862	58424	67806
短期借款	625	625	625	625
应付账款及票据	5770	6184	6756	7762
其他流动负债	5207	5217	5521	6163
流动负债合计	11603	12025	12901	14549
长期借款	3504	4128	4228	4328
其他长期负债	3082	3082	3082	3082
非流动负债合计	6586	7210	7310	7410
负债合计	18189	19235	20211	21959
股本	2097	2097	2097	2097
少数股东权益	2169	2669	3229	3878
股东权益合计	25740	31627	38213	45847
负债和股东权益合计	43929	50862	58424	67806

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.62	9.43	10.00	13.00
EBIT 增长率	-9.79	-2.49	11.09	15.24
净利润增长率	-11.22	-4.33	11.86	15.93
盈利能力 (%)				
毛利率	40.59	37.70	38.00	38.50
净利润率	21.03	18.33	18.64	19.12
总资产收益率 ROA	12.82	10.59	10.31	10.30
净资产收益率 ROE	23.89	18.60	17.22	16.64
偿债能力				
流动比率	1.30	1.61	1.88	2.15
速动比率	1.07	1.34	1.60	1.87
现金比率	0.74	1.03	1.29	1.58
资产负债率 (%)	41.40	37.82	34.59	32.39
经营效率				
应收账款周转天数	8.12	14.00	12.00	11.37
存货周转天数	49.16	49.00	32.95	32.07
总资产周转率	0.67	0.63	0.60	0.59
每股指标 (元)				
每股收益	2.69	2.57	2.87	3.33
每股净资产	11.24	13.81	16.69	20.02
每股经营现金流	4.01	3.71	4.38	5.40
每股股利	1.08	1.10	1.10	1.10
估值分析				
PE	7	8	7	6
PB	1.8	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.42	3.88	3.17	2.24
股息收益率 (%)	5.55	5.65	5.65	5.65

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	6174	5887	6586	7634
折旧和摊销	1824	1920	1904	2138
营运资金变动	144	-541	176	1038
经营活动现金流	8405	7779	9178	11331
资本开支	-3537	-4750	-4642	-4596
投资	-1513	0	-49	-24
投资活动现金流	-5008	-4650	-4591	-4521
股权募资	112	0	0	0
债务募资	3758	624	100	100
筹资活动现金流	188	100	-427	-435
现金净流量	3502	3230	4160	6375

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001