

“水泥+”高增，成长特性凸显

业绩符合我们的预期

3 月 29 日，公司发布 2021 年报，全年实现营收 324.64 亿，同比+10.6%，归母净利 53.64 亿，同比-4.7%，扣非后归母净利 53.05 亿，同比-4.5%。其中，单四季度营收 100.1 亿，同比+11.9%，归母净利 18 亿，同比+12.1%，扣非后归母净利 17.81 亿元，同比+14.6%。全年销售净利率 17.88%，同比-3.15pct，Q4 净利率 19.08%，同比-0.4 pct。水泥业务收入占比第一次低于 80% (79%)，其他业务快速增长并提高占比。根据公司预算，2022 年计划实现营收 370 亿元 (同比+14%)。

吨指标表现：价格同比提升 12.9 元

2021 年水泥熟料吨均价 341.09 元 (同比+12.9 元)，吨成本 229.02 元 (同比+26.1 元，2021 年运费进入营业成本，2020 年口径已调整)，吨毛利 112.07 元 (同比-13.2 元)。吨期间费用 42.6 元 (同比-2 元)，其中，吨销售费用 17.7 元 (同比-1.1 元)，吨管理费用 21.7 元 (同比+0.6 元)，吨研发费用 0.9 元 (同比+0.2 元)，吨财务费用 2.3 元 (同比-1.8 元)。(扣非后归母)吨净利 70.5 元，同比-2.6 元，(净利润口径)吨净利 71.3 元，同比-2.8 元。

湖北销量回暖，“水泥+”业务占比提升：销量方面，2021 年公司销售水泥及熟料 7527 万吨，同比-1%。从行业角度看，湖北省 2021 年水泥产量同比+17.4% (2020 年为-13%，用产量代表本地需求)，云南同比-11.9% (2020 年为+1.1%)，湖南同比-5.3% (2020 年为-1.4%)，重庆同比-4.1% (2020 年为-3.7%)，四川同比-2.4% (2020 年为+2.3%)，贵州同比-13.6% (2020 年为-1.8%)，湖北疫后需求回暖，但云贵需求相对承压。

骨料大幅增长，资源布局领先：2022 年公司骨料计划销售 7822 万吨，如果 100%完成目标，预计对应翻倍以上增速。2021 年骨料贡献收入 20.54 亿元，整体占比约 6.4%，上年同期 4.06%。产能方面，截止 2021 年底骨料产能 1.54 亿吨/年，报告期昭通、赤壁交投二期、鹤峰等 12 条骨料线投产，阳新亿吨机制砂项目等 10 个在建项目推进，预计全部达产后产能可达 2.7 亿吨。其他产品包括，商品混凝土销量 905 万方，同比+96.49% (产能 4380 万方/年)，混凝土贡献收入 31.75 亿元，占比约 9.8%，上年同期 6.4%；以及环保业务处置总量 328 万吨，同比+11.6% (废弃物处置 553 万吨/年 (含在建)、综合环保墙材 5.4 亿块/年)等。

保持高资本开支，关注“系列项目”：2022 年公司计划投资 122 亿元 (2021 年计划 145 亿元，最终落地约 72 亿元，2020 年落地 51.6 亿元)，主要投向骨料、海外水泥和一体化业务。2022 年计划销售水泥及商品熟料约 7446 万吨 (同比-1%)，混凝土 1807 万方 (同比+100%)，骨料 7822 万吨，环保业务总处置量 394 万吨。预算实现营收 370 亿元 (同比+14%)。

系列项目命名值得关注。在建项目中，华新“一体化系列项目”“骨料系列项目”“产业园系列项目”“环境工程系列项目”以及混凝土、包装系列项目，体现公司一体化、产业园式发展规划。

分红比例保持稳定：2021 年度拟现金分红占归母净利率为 39.1%，当前股息率约 5.59%，2019-2020 年分红率均为 40%，期末货币资金约为 88.4 亿元。

投资建议：我们看好 2022 年财政加码，基建既不缺项目、也不缺资金，有望对冲经济下行压力，同时关注抗通胀能力。疫情管控后，华中、西南区域水泥需求预期逐步恢复。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。公司成功打造 A+H 上市平台，为“走出去”“国际化”提供融资保障、提高国际知名度。我们预计 2022-2023 年公司归母净利润分别为 63.8、71.8 亿，对应 3 月 29 日收盘价动态 PE 分别为 6、5x，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；海外投资环境不稳定。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	32464	37009	42560	48944
增长率 (%)	10.6	14.0	15.0	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	5364	6376	7183	8531
增长率 (%)	-4.7	18.9	12.7	18.8
每股收益 (元)	2.56	3.04	3.43	4.07
PE	7	6	5	4
PB	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 3 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

17.92 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 华新水泥 (600801.SH) 事件点评：资本开支扩张，扩品+国际化+环保降碳加速

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	32464	37009	42560	48944
营业成本	21392	24319	27962	32019
营业税金及附加	605	688	809	930
销售费用	1331	1480	1702	1958
管理费用	1635	1776	2043	2251
研发费用	71	81	106	122
EBIT	7618	8664	9938	11663
财务费用	170	199	145	42
资产减值损失	-35	-55	-55	-55
投资收益	27	130	43	49
营业利润	7444	8775	9910	11767
营业外收支	-71	-40	-45	-50
利润总额	7373	8735	9865	11717
所得税	1568	1834	2091	2484
净利润	5805	6900	7773	9233
归属于母公司净利润	5364	6376	7183	8531
EBITDA	9832	12086	13736	15763

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8836	10794	15527	22337
应收账款及票据	1102	1565	1570	1842
预付款项	339	486	559	640
存货	3542	4331	4980	5702
其他流动资产	2307	2784	2989	3251
流动资产合计	16127	19961	25625	33772
长期股权投资	524	578	611	655
固定资产	21326	23447	24865	25691
无形资产	7378	7630	7843	8075
非流动资产合计	36423	37951	39091	39835
资产合计	52550	57911	64716	73607
短期借款	643	643	643	643
应付账款及票据	7783	8521	9639	11302
其他流动负债	4287	4581	5064	5630
流动负债合计	12714	13745	15346	17575
长期借款	5082	4582	4082	3582
其他长期负债	5376	5376	5376	5376
非流动负债合计	10458	9958	9458	8958
负债合计	23172	23703	24805	26533
股本	2097	2097	2097	2097
少数股东权益	2648	3172	3763	4465
股东权益合计	29378	34208	39911	47074
负债和股东权益合计	52550	57911	64716	73607

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.59	14.00	15.00	15.00
EBIT 增长率	-4.27	13.73	14.71	17.36
净利润增长率	-4.74	18.88	12.65	18.78
盈利能力 (%)				
毛利率	34.10	34.29	34.30	34.58
净利润率	17.88	18.65	18.26	18.86
总资产收益率 ROA	10.21	11.01	11.10	11.59
净资产收益率 ROE	20.07	20.54	19.87	20.02
偿债能力				
流动比率	1.27	1.45	1.67	1.92
速动比率	0.96	1.10	1.31	1.56
现金比率	0.70	0.79	1.01	1.27
资产负债率 (%)	44.10	40.93	38.33	36.05
经营效率				
应收账款周转天数	10.76	14.00	12.00	12.25
存货周转天数	60.43	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	0.62	0.64	0.66	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	2.56	3.04	3.43	4.07
每股净资产	14.01	16.32	19.04	22.45
每股经营现金流	3.62	4.66	6.02	6.95
每股股利	1.00	1.00	1.00	1.00
估值分析				
PE	7	6	5	4
PB	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.99	3.04	2.30	1.54
股息收益率 (%)	5.58	5.59	5.59	5.59

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5805	6900	7773	9233
折旧和摊销	2215	3422	3798	4100
营运资金变动	-813	-865	650	871
经营活动现金流	7595	9778	12611	14569
资本开支	-6186	-4942	-4954	-4851
投资	-628	-55	-33	-44
投资活动现金流	-6794	-4867	-4944	-4846
股权募资	153	0	0	0
债务募资	2018	-500	-500	-500
筹资活动现金流	-632	-2954	-2934	-2914
现金净流量	130	1958	4733	6810

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