

华新水泥（600801）

水泥盈利有望底部回升，骨料、混凝土持续高增长 增持（首次）

2022年03月30日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	32,464	36,160	38,988	41,412
同比（%）	10.59	11.39	7.82	6.22
归属母公司净利润（百万元）	5,364	5,904	6,699	7,231
同比（%）	-4.74	10.07	13.48	7.94
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.56	2.82	3.20	3.45
P/E（现价&最新股本摊薄）	7.54	6.85	6.04	5.60

投资要点

- **事件：公司披露 2021 年年报**，报告期内实现营业总收入 324.64 亿元，同比增长 10.6%，实现归母净利润 53.64 亿元，同比减少 4.7%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 100.10 亿元，同比增长 11.9%，实现归母净利润 18.00 亿元，同比增长 12.1%。公司拟按 1.08 元/股（含税）分配现金红利。
- **水泥和熟料量增价跌，混凝土和骨料业务成为新增长点。**（1）水泥及熟料业务全年实现收入 256.74 亿元，同比增长 2.9%，其中销量 7527 万吨，同比减少 1.0%，我们测算单吨销售均价 341 元，同比上涨 13 元。销量的下滑主要是受全国性水泥需求下滑的影响。（2）混凝土、骨料业务全年实现收入 31.75 亿元、20.54 亿元，同比增长 68.9%和 73.6%，得益于产能的快速扩张。（3）Q4 收入端同比增长 11.9%，较 Q3 同比增速加快 13.7pct，主要是 9 月南方地区大范围能耗双控以及燃料成本的上涨导致水泥价格同比涨幅较大，抵消同期水泥需求增速下滑影响。
- **毛利率同口径同比下降 4.5pct 至 34.1%，主要是煤炭价格大幅上涨推升水泥成本所致，费用控制成效显著。**（1）水泥及熟料业务 2021 年毛利率为 32.9%，同口径同比下降 5.8pct，对应吨毛利 112 元，同口径同比下降 15 元，我们测算 2021 年水泥吨成本 227 元，同口径上升 25 元，主要是单吨燃料和动力成本上涨 25 元所致。（2）公司 2021 年期间费用率为 9.9%，对应单吨水泥期间费用为 43 元，同口径同比分别减少 1.7pct/2 元。公司 2021 年净利率为 17.9%，对应单吨水泥综合净利润为 77 元，同比下降 4 元。分季度来看，Q4 单季度管理/研发/财务费用率分别同比-1.0/+0.0/-1.3pct，净利率同比-0.4pct、环比 Q3 上升 3.2pct 至 19.1%。
- **资本开支扩张叠加经营性现金流下降导致资产负债率同比有所上升。**公司 2021 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 62.29 亿元，同比增长 73.5%。公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 9.6%至 75.95 亿元。公司 2021 年末资产负债率为 44.1%，同比上升 2.7pct，环比 2021 年三季度末上升 1.6pct。
- **水泥业务景气有望低位修复，骨料、混凝土业务快速扩张，2022 年有望延续高增长。**中期来看，水泥需求有望企稳回升，经济下行压力加大下稳增长将持续发力，短期疫情管控缓和后，实物需求有望逐步兑现。鄂东市场有望受益沿江水泥市场景气韧性，西南区域错峰自律的显著强化，2022 年水泥业务盈利有望低位修复。骨料、混凝土业务得益于 2021 年产能释放，公司 2022 年两产品计划销量分别同比增长 100%和 124%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 59、67、72 亿元，3 月 30 日收盘价对应市盈率 6.9、6.0、5.6 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**地产信用风险失控、疫情超预期、行业竞争态度恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.30
一年最低/最高价	14.69/27.28
市净率(倍)	1.51
流通 A 股市值(百万元)	26,284.28
总市值(百万元)	40,464.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.75
资本负债率(%，LF)	44.10
总股本(百万股)	2,096.60
流通 A 股(百万股)	1,361.88

相关研究

内容目录

1. 事件 4

2. 点评 4

3. 盈利预测与投资建议 6

4. 风险提示 6

图表目录

图 1: 公司混凝土和骨料业务收入规模及比重	4
图 2: 公司混凝土和骨料业务毛利规模及比重	4
图 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况	6
图 4: 公司带息债务与负债率情况	6

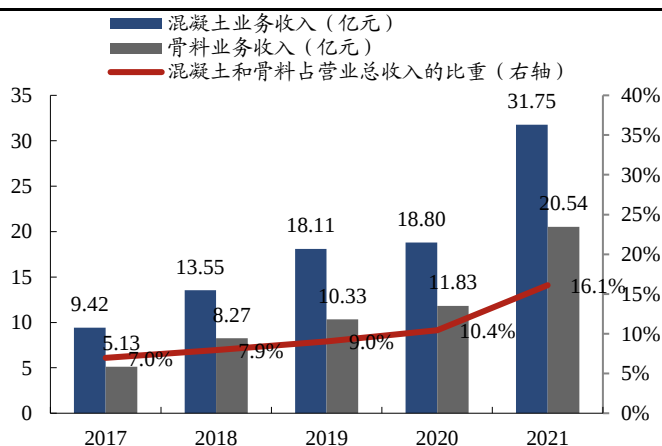
1. 事件

公司披露 2021 年年报，报告期内实现营业总收入 324.64 亿元，同比增长 10.6%，实现归母净利润 53.64 亿元，同比减少 4.7%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 100.10 亿元，同比增长 11.9%，实现归母净利润 18.00 亿元，同比增长 12.1%。公司向全体股东按 1.08 元/股（含税）分配现金红利。

2. 点评

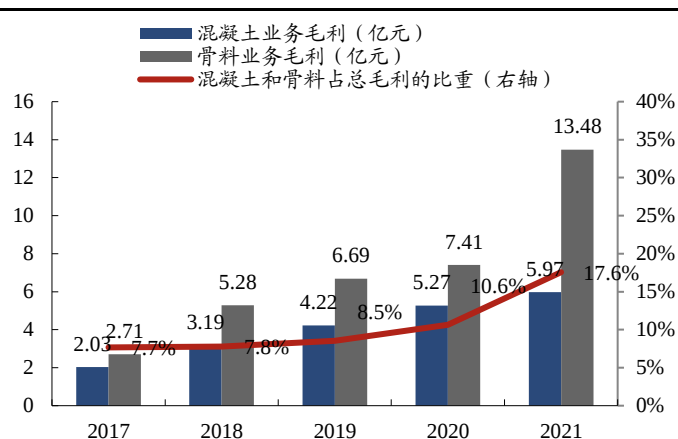
水泥和熟料量增价跌，混凝土和骨料业务成为新增长点。（1）水泥及熟料业务全年实现收入 256.74 亿元，同比增长 2.9%，其中销量 7527 万吨，同比减少 1.0%，我们测算单吨销售均价 341 元，同比上涨 13 元。销量的下滑主要是受全国性水泥需求下滑的影响，其中公司有产能布局的云、贵、藏市场水泥需求下滑幅度达到两位数，但得益于公司新增产能的贡献增量，公司销量降幅好于市场整体。（2）混凝土业务全年实现收入 31.75 亿元，同比增长 68.9%，其中销量 905 万方，同比增长 96.5%，我们测算单方均价 351 元，同比下降 57 元。销量的快速增长得益于混凝土一体化业务的快速布局，全年新增混凝土产能 1670 万方/年。（3）骨料业务全年实现收入 20.54 亿元，同比增长 73.6%，其中销量 3497 万吨，同比增长 51.7%，我们测算单吨均价 59 元，同比上涨 7 元。骨料业务的快速增长也源于产能的快速扩张，昭通、赤壁交投二期、鹤峰等 12 条骨料生产线投产，阳新亿吨机制砂项目等 10 个在建骨料项目稳步推进中，项目全部投产后，公司骨料产能可达 2.7 亿吨/年。（4）分季度来看，Q4 收入端同比增长 11.9%，较 Q3 同比增速加快 13.7pct，主要是 9 月南方地区大范围能耗双控以及燃料成本的上涨导致水泥价格同比涨幅较大，抵消同期水泥需求增速下滑幅度加大的影响。

图1：公司混凝土和骨料业务收入规模及比重



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图2：公司混凝土和骨料业务毛利规模及比重



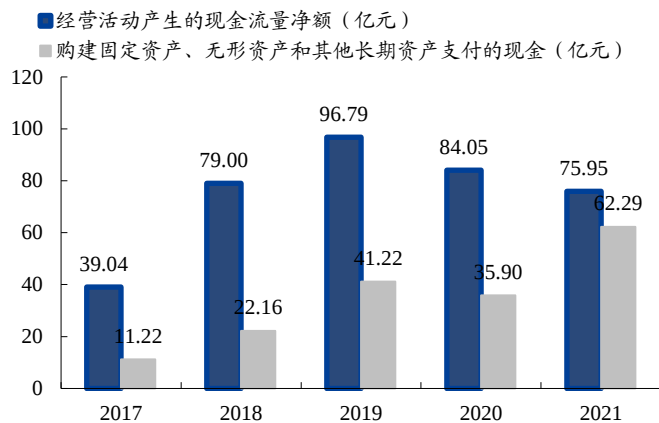
数据来源：公司年报、Wind、东吴证券研究所

毛利率同口径同比下降 4.5pct 至 34.1%，主要是煤炭价格大幅上涨推升水泥成本所致。（1）公司 2021 年整体毛利率为 34.1%，同口径同比下降 4.5pct，主要是水泥及熟料业务毛利率下降的拖累。（2）水泥及熟料业务 2021 年毛利率为 32.9%，同口径同比下降 5.8pct，对应吨毛利 112 元，同口径同比下降 15 元，我们测算 2021 年水泥吨成本 227 元，同口径上升 25 元，分项来看主要是单吨燃料和动力成本上涨 25 元所致，与煤炭成本的大幅上涨相关。（3）混凝土和骨料业务 2021 年毛利率分别为 18.8%和 65.6%，同口径同比分别-0.6pct、+3.0pct，盈利基本保持稳定。

费用控制成效显著，销售费用和财务费用率同比显著缩减。（1）公司 2021 年期间费用率为 9.9%，对应单吨水泥期间费用为 43 元，同口径同比分别减少 1.7pct/2 元。（2）其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.1%/5.0%/0.2%/0.5%，同口径同比分别-0.8pct/-0.5pct/+0.0pct/-0.5pct；其中销售费用率的减少主要得益于物料消耗的减少，财务费用率的减少主要得益于汇兑损失减少及存款利息收入增加。（3）2021 年投资净收益同比减少 0.91 亿元至 0.27 亿元，主要是联营企业西藏高新建材利润下滑所致。（4）公司 2021 年净利率为 17.9%，对应单吨水泥综合净利润为 77 元，同比下降 4 元。（5）分季度来看，Q4 单季度管理/研发/财务费用率分别同比-1.0/+0.0/-1.3pct，显示费用控制效果良好，净利率同比-0.4pct、环比 Q3+3.2pct 至 19.1%，考虑到 Q4 水泥价格大幅上升，Q4 的单吨水泥综合净利预计较 Q3 明显扩张。

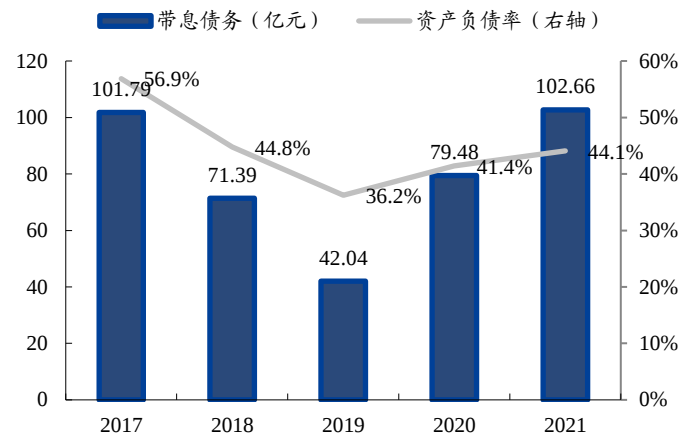
资本开支扩张叠加经营性现金流下降导致资产负债率同比有所上升。（1）公司 2021 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 62.29 亿元，同比增长 73.5%，主要是骨料、混凝土等新项目增加及在建项目持续投入的影响，反映公司产业链外延扩张加速。（2）公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 9.6%至 75.95 亿元，降幅略大于净利润降幅主要是因为存货账面和应收项目账面余额的增加，包括混凝土业务快速增长带来的相应客户欠款增加。（3）公司 2021 年末资产负债率为 44.1%，同比上升 2.7pct，环比 2021 年三季度末上升 1.6pct。2021 年末带息债务余额为 102.66 亿元，同比增加 23.19 亿元，环比 2021 年三季度末增加 13.01 亿元，主要是长期借款和应付债券的增加。

图3: 公司经营活动现金流及资本开支情况



数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图4: 公司带息债务与负债率情况



数据来源: 公司年报、Wind、东吴证券研究所

稳增长发力背景下, 鄂东受益沿江高景气, 西南市场错峰自律强化, 看好水泥业务景气低位修复。中期来看, 水泥需求有望企稳回升, 经济下行压力加大下稳增长将持续发力, 专项债发行和基建央企订单已有明显加快, 短期疫情管控缓和后, 实物需求有望逐步兑现。节后开工以来, 沿江熟料提价节奏显著快于历史同期水平, 推动水泥价格提前企稳反弹, 鄂东市场有望受益沿江水泥市场高景气。西南区域虽然仍面临云南市场新增产能的考验, 但整体景气已经处于低位, 随着区域错峰自律的显著强化, 景气有望企稳向好, 2022 年水泥业务盈利有望低位修复。

骨料、混凝土业务快速扩张, 2022 年有望延续高增长。(1) 公司披露了 2022 年经营计划: 计划销售水泥及商品熟料约 7446 万吨, 混凝土约 1807 万方, 骨料 7822 万吨, 分别较 2021 年实际销量下降 1%、增长 100%和 124%, 预计混凝土和骨料业务的高增长主要得益于 2021 年新增产能的释放, 其中亿吨机制砂项目一期有望于 2022 年年中开始试生产。(2) 2022 年公司计划投资 122 亿元, 主要投资在骨料、海外水泥和一体化业务。其中计划权证投资约 60 亿元, 固定资产投资近 40 亿元。

3. 盈利预测与投资建议

稳增长下水泥需求有望企稳回升, 中期来看鄂东市场受益沿江高景气, 西南市场错峰自律强化, 看好水泥业务盈利低位修复。(2) 多元扩张亮点十足, 骨料和混凝土继续快速扩张, 2022 年销量高增长下将贡献可观盈利增量。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 59、67、72 亿元, 3 月 30 日收盘价对应市盈率 6.9、6.0、5.6 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

4. 风险提示

地产信用风险失控、疫情超预期、行业竞合态度恶化的风险。

华新水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	16,127	15,301	15,115	15,611	营业总收入	32,464	36,160	38,988	41,412
货币资金及交易性金融资产	9,548	8,158	7,712	7,712	营业成本(含金融类)	21,392	24,170	25,779	27,322
经营性应收款项	2,202	2,428	2,613	2,775	税金及附加	605	673	726	771
存货	3,542	3,841	3,885	4,192	销售费用	1,331	1,351	1,378	1,405
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,635	1,714	1,805	1,892
其他流动资产	834	875	906	932	研发费用	71	75	79	83
非流动资产	36,423	43,169	49,788	56,780	财务费用	170	181	156	166
长期股权投资	524	559	599	644	加:其他收益	208	218	240	264
固定资产及使用权资产	21,599	22,636	23,540	24,312	投资净收益	27	49	56	64
在建工程	4,199	5,199	6,199	7,699	公允价值变动	-4	0	0	0
无形资产	7,378	12,053	16,727	21,402	减值损失	-63	-74	-72	-77
商誉	643	643	643	643	资产处置收益	17	0	0	0
长期待摊费用	582	582	582	582	营业利润	7,444	8,190	9,289	10,024
其他非流动资产	1,498	1,498	1,498	1,498	营业外净收支	-71	-79	-86	-91
资产总计	52,550	58,470	64,903	72,390	利润总额	7,373	8,110	9,203	9,933
流动负债	12,714	13,463	14,332	15,892	减:所得税	1,568	1,721	1,953	2,107
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,857	1,214	1,253	2,027	净利润	5,805	6,389	7,251	7,826
经营性应付款项	7,783	8,794	9,379	9,941	减:少数股东损益	441	486	551	595
合同负债	847	957	1,021	1,082	归属母公司净利润	5,364	5,904	6,699	7,231
其他流动负债	2,226	2,498	2,678	2,842	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.56	2.82	3.20	3.45
非流动负债	10,458	11,458	12,458	13,458	EBIT	7,618	8,177	9,221	9,939
长期借款	5,082	5,582	6,082	6,582	EBITDA	9,832	10,466	11,642	12,492
应付债券	3,328	3,828	4,328	4,828	毛利率(%)	34.10	33.16	33.88	34.03
租赁负债	224	224	224	224	归母净利率(%)	16.52	16.33	17.18	17.46
其他非流动负债	1,825	1,825	1,825	1,825	收入增长率(%)	10.59	11.39	7.82	6.22
负债合计	23,172	24,922	26,790	29,350	归母净利润增长率(%)	-4.74	10.07	13.48	7.94
归属母公司股东权益	26,730	30,414	34,428	38,760					
少数股东权益	2,648	3,134	3,685	4,280					
所有者权益合计	29,378	33,548	38,113	43,040					
负债和股东权益	52,550	58,470	64,903	72,390					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,595	9,580	10,309	10,738	每股净资产(元)	12.75	14.51	16.42	18.49
投资活动现金流	-6,794	-9,065	-9,069	-9,572	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	-632	-1,905	-1,685	-1,166	ROIC(%)	16.31	15.29	15.39	14.68
现金净增加额	130	-1,391	-446	0	ROE-摊薄(%)	20.07	19.41	19.46	18.66
折旧和摊销	2,215	2,289	2,421	2,553	资产负债率(%)	44.10	42.62	41.28	40.54
资本开支	-6,186	-9,079	-9,086	-9,591	P/E(现价&最新股本摊薄)	7.54	6.85	6.04	5.60
营运资本变动	-782	566	387	118	P/B(现价)	1.51	1.33	1.18	1.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>