

华新水泥（600801.SH）

非水泥业务快速成长，一体化发展加速推进

买入

核心观点

收入规模稳步增长，业绩小幅承压。公司全年实现营收 324.64 亿元，同比增长 10.59%，归母净利润 53.64 亿元，同比减少 4.74%，EPS 为 2.58 元/股，公司拟派 1.00 元/股（含税），基本符合预期。公司 21Q4 单季度营收 100.1 亿元，同比增长 11.9%，归母净利润 18.0 亿元，同比增加 12.1%。

非水泥业务快速成长，产能释放促进规模增长。公司全年水泥熟料总销量为 7527 万吨，同比下降 1%，合计收入实现 256.74 亿元，同比+2.92%，占公司营收比重同比下降 5.89pct 至 79%，我们测算公司水泥熟料吨收入/吨成本/吨毛利分别为 341/229/112 元/吨，分别同比+12.9/+32.8/-19.9 元/吨，其中成本上升主要由于原煤燃料价格大幅上涨。非水泥业务中：商品混凝土营收 31.6 亿元，同比+68.9%，收入占比同比提升 3.4pct 至 9.8%，销量 905 万方，同比+96.49%，产能同比增加 62%至 4380 万方/年，毛利率 18.8%，同比-0.7pct；骨料营收 20.5 亿元，同比+73.6%，收入占比同比提升 2.3pct 至 6.3%，实现销量 3497 万吨，同比+51.7%，产能大幅扩张 180%至 1.54 亿吨/年，目前仍有 10 个在建项目稳步推进中，毛利率 65.6%，同比+3.0pct。

海外业务稳步拓展，环保转型领跑行业。公司积极布局海外水泥市场，年内完成赞比亚和马拉维水泥并购资产交割，海外水泥产能同比增加 18.1%至 1083 万吨/年，海外熟料产能排名全国第二，全年海外收入实现 25.83 亿元，同比+36.67%。环保绿色转型方面，公司生活垃圾、危废等项目推进顺利，全年环保业务处置总量 328 万吨，同比+11.56%。报告期内，公司发布行业内首份《低碳发展白皮书》，展现未来在“碳中和”领域的决心，目前水泥窑环保业务覆盖率达 50%，技术创新、产业转化能力等方面行业领先。

风险提示：区域供给恶化；成本增加超预期；海外项目推进不及预期。

投资建议：大力推进一体化发展，维持“买入”评级

在“倍增计划”指引下，公司计划 2022 年投资 122 亿元，较去年完成额同比+70%，将继续加强骨料、海外水泥和一体化业务发展，推动高新建材业务拓展、传统工业+数字化转型。近期，公司 B 转 H 已完成，有助于进一步推动未来国际化发展进程。我们认为，在稳增长背景下，公司主业水泥业务有望保持稳定发展，非水泥业务将在产能快速释放下为公司业绩提供一定弹性，预计 22-24 年 EPS 为 2.97/3.33/3.70 元/股，对应 PE 为 6.0/5.4/4.8x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,357	32,464	37,432	41,700	46,000
(+/-%)	-6.6%	10.6%	15.3%	11.4%	10.3%
净利润(百万元)	5631	5364	6229	6992	7766
(+/-%)	-11.2%	-4.7%	16.1%	12.2%	11.1%
每股收益(元)	2.69	2.56	2.97	3.33	3.70
EBIT Margin	26.5%	23.1%	24.0%	24.0%	24.1%
净资产收益率 (ROE)	23.9%	20.1%	20.7%	20.6%	20.3%
市盈率 (PE)	6.7	7.0	6.0	5.4	4.8
EV/EBITDA	5.8	6.3	5.4	4.9	4.5
市净率 (PB)	1.59	1.41	1.25	1.10	0.98

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.92 元
总市值/流通市值	37578/37578 百万元
52 周最高价/最低价	28.02/14.40 元
近 3 个月日均成交额	410.01 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华新水泥-600801-2021 年中报点评：产品销量齐增，中长期发展动力足》——2021-09-02
- 《华新水泥-600801-重大事件快评：收购大股东海外资产，助力实现倍增发展》——2021-06-16
- 《华新水泥-600801-2020 年年报点评：业绩逐季恢复，看好区域需求弹性》——2021-03-30
- 《华新水泥-600801-2020 年中报点评：疫情冲击短期业绩，全产业链布局助力中长期发展》——2020-08-30
- 《华新水泥-600801-19 年年报及 20 年一季报点评：疫情冲击短期业绩，全面发展整体无忧》——2020-04-30

收入规模稳步增长，业绩小幅承压。公司全年实现营收 324.64 亿元，同比增长 10.59%，归母净利润 53.64 亿元，同比减少 4.74%，EPS 为 2.58 元/股，公司拟派 1.00 元/股（含税），基本符合预期。公司 21Q4 单季度营收 100.1 亿元，同比增长 11.9%，归母净利润 18.0 亿元，同比增加 12.1%。

图1：华新水泥营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华新水泥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华新水泥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

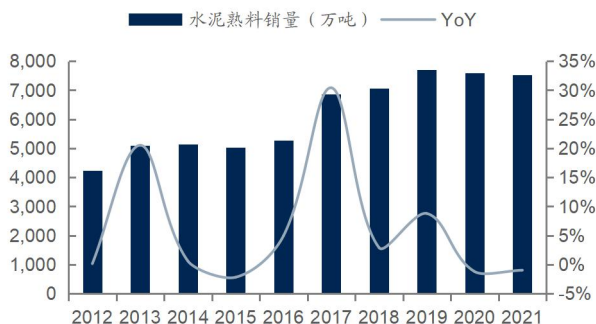
图4：华新水泥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

非水泥业务加速布局，产能释放促进规模增长。公司全年水泥熟料总销量为 7527 万吨，同比下降 1%，合计收入实现 256.74 亿元，同比+2.92%，占公司营收比重同比下降 5.89pct 至 79%，我们测算公司水泥熟料吨收入/吨成本/吨毛利分别为 341/229/112 元/吨，分别同比+12.9/+32.8/-19.9 元/吨，其中成本上升主要由于原煤燃料价格大幅上涨。非水泥业务中：商品混凝土营收 31.6 亿元，同比+68.9%，收入占比同比提升 3.4pct 至 9.8%，销量 905 万方，同比+96.49%，产能同比增加 62%至 4380 万方/年，毛利率 18.8%，同比-0.7pct；骨料营收 20.5 亿元，同比+73.6%，收入占比同比提升 2.3pct 至 6.3%，实现销量 3497 万吨，同比+51.7%，产能大幅扩张 180%至 1.54 亿吨/年，目前仍有 10 个在建项目稳步推进中，毛利率 65.6%，同比+3.0pct。

图5：华新水泥水泥熟料销量及增速（单位：万吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：华新水泥骨料销量及增速（单位：万吨、%）



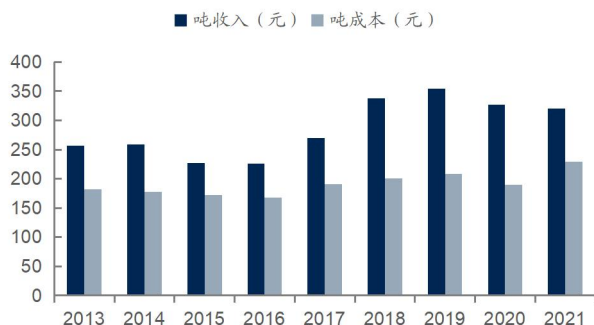
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：华新水泥商混销量及增速（单位：万方、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华新水泥水泥熟料吨收入、吨成本（单位：元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：华新水泥各业务收入占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：华新水泥水泥熟料收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 华新水泥商混业务收入及增速



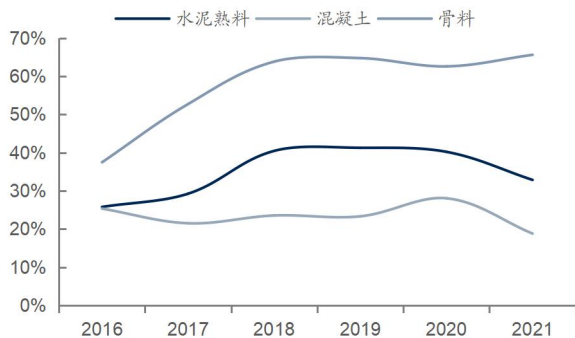
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 华新水泥骨料业务收入及增速



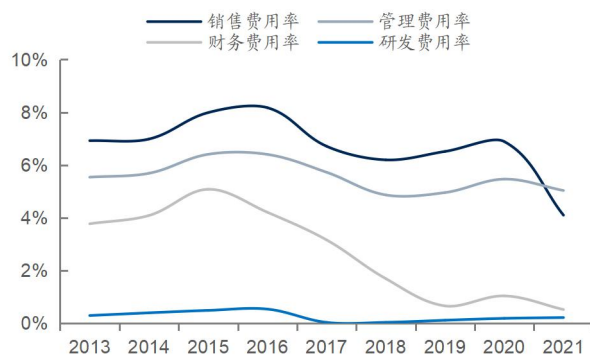
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 华新水泥各业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

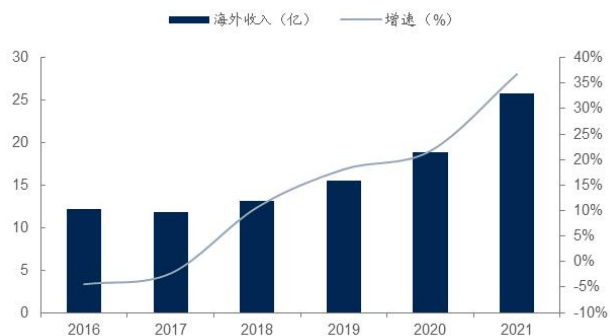
图 14: 华新水泥期间费用率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外业务稳步拓展，环保转型领跑行业。公司积极布局海外水泥市场，年内完成赞比亚和马拉维水泥并购资产交割，海外水泥产能同比增加 18.1%至 1083 万吨/年，海外熟料产能排名全国第二，全年海外收入实现 25.83 亿元，同比+36.67%。环保绿色转型方面，公司生活垃圾、危废等项目推进顺利，全年环保业务处置总量 328 万吨，同比+11.56%。报告期内，公司发布行业内首份《低碳发展白皮书》，展现未来在“碳中和”领域的决心，目前水泥窑环保业务覆盖率达 50%，技术创新、产业转化能力等方面行业领先。

图15: 华新水泥海外收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 华新水泥处置废弃物总量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大力推进一体化发展，维持“买入”评级。在“倍增计划”指引下，公司计划2022年投资122亿元，较去年完成额同比+70%，将继续加强骨料、海外水泥和一体化业务发展，推动高新建材业务拓展、传统工业+数字化转型。近期，公司B转H已完成，有助于进一步推动未来国际化发展进程。我们认为，在稳增长背景下，公司主业水泥业务有望保持稳定发展，非水泥业务将在产能快速释放下为公司业绩提供一定弹性，预计22-24年EPS为2.97/3.33/3.70元/股，对应PE为6.0/5.4/4.8x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8642	8836	9830	10692	11227	营业收入	29357	32464	37432	41700	46000
应收款项	1108	1458	1547	1809	2096	营业成本	17440	21392	24443	27272	30130
存货净额	2349	3542	3617	4194	4494	营业税金及附加	510	605	697	777	857
其他流动资产	2031	1578	2205	2242	2592	销售费用	2023	1331	1531	1701	1872
流动资产合计	15135	16127	17911	19649	21120	管理费用	1605	1635	1794	1921	2066
固定资产	22290	25525	29569	34066	39196	财务费用	306	170	524	509	495
无形资产及其他	4267	7378	7083	6788	6493	投资收益	119	27	73	50	62
投资性房地产	1725	2996	2996	2996	2996	资产减值及公允价值变动	(76)	(40)	(40)	(40)	(40)
长期股权投资	512	524	578	611	655	其他收入	183	126	(89)	(108)	(128)
资产总计	43929	52550	58137	64111	70460	营业利润	7699	7444	8387	9422	10473
短期借款及交易性金融负债	2499	1857	2000	2062	2070	营业外净收支	(35)	(71)	70	70	70
应付款项	5770	7783	8369	9449	10258	利润总额	7664	7373	8457	9492	10543
其他流动负债	3333	3074	3893	4059	4584	所得税费用	1490	1568	1722	1932	2146
流动负债合计	11603	12714	14262	15570	16912	少数股东损益	543	441	506	568	631
长期借款及应付债券	5448	8410	8410	8410	8410	归属于母公司净利润	5631	5364	6229	6992	7766
其他长期负债	1138	2048	2565	3278	3894						
长期负债合计	6586	10458	10975	11688	12303	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	18189	23172	25237	27258	29216	净利润	5631	5364	6229	6992	7766
少数股东权益	2169	2648	2744	2852	2971	资产减值准备	(132)	(43)	11	6	8
股东权益	23571	26730	30156	34002	38273	折旧摊销	1763	2112	2741	3274	3768
负债和股东权益总计	43929	52550	58137	64111	70460	公允价值变动损失	(81)	(31)	40	40	40
						财务费用	306	170	524	509	495
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	238	271	1143	1088	1022
每股收益	2.69	2.56	2.97	3.33	3.70	其它	388	252	85	102	112
每股红利	1.42	1.35	1.34	1.50	1.67	经营活动现金流	7807	7924	10249	11502	12715
每股净资产	11.24	12.75	14.38	16.22	18.25	资本开支	(2979)	(5017)	(6541)	(7522)	(8650)
ROIC	22%	17%	18%	19%	19%	其它投资现金流	(1005)	293	0	0	0
ROE	24%	20%	21%	21%	20%	投资活动现金流	(4082)	(4736)	(6596)	(7555)	(8694)
毛利率	41%	34%	35%	35%	34%	权益性融资	(83)	153	0	0	0
EBIT Margin	26%	23%	24%	24%	24%	负债净变化	1465	1578	0	0	0
EBITDA Margin	33%	30%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(2976)	(2829)	(2803)	(3146)	(3495)
收入增长	-7%	11%	15%	11%	10%	其它融资现金流	2914	(645)	143	62	8
净利润增长率	-11%	-5%	16%	12%	11%	融资活动现金流	(191)	(2993)	(2660)	(3085)	(3487)
资产负债率	46%	49%	48%	47%	46%	现金净变动	3534	195	994	862	535
息率	7.9%	7.5%	7.5%	8.4%	9.3%	货币资金的期初余额	5108	8642	8836	9830	10692
P/E	6.7	7.0	6.0	5.4	4.8	货币资金的期末余额	8642	8836	9830	10692	11227
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	5288	3271	4484	4828	4960
EV/EBITDA	5.8	6.3	5.4	4.9	4.5	权益自由现金流	9667	4204	4211	4484	4574

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032