

2022年04月28日

# 2022年一季报点评：产业链一体化扩张加速， 水泥盈利有望低位回升

**增持（维持）**

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	11%	11%	8%	6%
归属母公司净利润（百万元）	5,364	5,904	6,699	7,231
同比	-5%	10%	13%	8%
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）	8.54	7.76	6.84	6.34

## 投资要点

- **事件：**公司披露2022年一季报，Q1实现营业总收入65.31亿元，同比+5.5%，实现归母净利润6.72亿元，同比-8.5%，盈利略超出我们预期。
- **Q1收入同比+5.5%，毛利率同口径同比-4.1pct，预计水泥业务量降价升但成本承压，而混凝土、骨料增长贡献增量。** (1) 2022年Q1全国水泥产量-12.1%，但高标水泥含税均价同比+69元/吨，公司产能集中的两湖、西南市场趋势与全国基本一致。此外公司2022年骨料和混凝土计划销量分别同比增长100%和124%，预计Q1对增量也有显著贡献。(2) Q1毛利率为26.3%，同口径同比-4.1pct，下降主要是水泥吨成本受到煤价同比大幅上涨的影响以及水泥吨均价提升对分母的影响所致。
- **费用端有所压缩，期间费用率小幅下降。**公司Q1单季期间费用率同口径同比减少0.5pct至11.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同口径同比-0.1/-0.8/+0.0/+0.3pct，财务费用增加主要是汇兑损失增加所致。
- **经营性现金流有所下滑，资本开支高增长，负债率小幅提升。**公司Q1经营活动现金流净额同比-210.9%至-3.19亿元，除了利润下滑以外，预计与收现比小幅下降以及燃料价格大幅上涨，支付货款的现金增加有关。Q1购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为16.39亿元，同比+84.5%，主要是骨料、混凝土工程项目投入增加，反映产业链延伸加速拓展，将支撑骨料、混凝土高增长。公司2022一季报资产负债率43.2%，同比+3.2pct，带息债务余额109.02亿元，同比+28.47亿元，环比2021年年报+6.36亿元，主要是长期借款增加所致。
- **水泥业务盈利有望低位回升，产业链一体化扩张加速，有望持续贡献业绩增量。**基建发力开始向建材实物需求传导，近日中央财经委会议研究全面加强基建，反映基建将继续发力，预计后续基建需求还有明显提升空间。疫情对施工节奏的制约有望使需求更加集中在三四季度释放，预计随着疫情缓解，鄂东市场有望受益沿江水泥市场价格弹性，西南区域错峰自律强化也将带来景气的回升，2022年水泥业务盈利有望低位回升，季度盈利同比增速有望持续上行。骨料、混凝土业务得益于前期产能释放和产业链一体化扩张加速，公司2022年两产品计划销量分别同比增长100%和124%，将贡献可观业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2022-2024年归母净利润预测，分别为59.0、67.0、72.3亿元，对应2022-2024年EPS为2.82/3.20/3.45元，当前市值对应2022-2024年PE为7.8/6.8/6.3倍市盈率，维持“增持”评级。
- **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。

**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

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	21.85
一年最低/最高价	14.69/27.28
市净率(倍)	1.68
流通 A 股市值(百万元)	29,757.07
总市值(百万元)	45,810.71

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.02
资产负债率(% ,LF)	43.20
总股本(百万股)	2,096.60
流通 A 股(百万股)	1,361.88

## 相关研究

《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》

2022-03-30

## 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
<b>流动资产</b>	<b>16,127</b>	<b>15,301</b>	<b>15,115</b>	<b>15,611</b>	<b>营业总收入</b>	<b>32,464</b>	<b>36,160</b>	<b>38,988</b>	<b>41,412</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>36,423</b>	<b>43,169</b>	<b>49,788</b>	<b>56,780</b>	<b>财务费用</b>	<b>170</b>	<b>181</b>	<b>156</b>	<b>166</b>
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	<b>营业利润</b>	<b>7,444</b>	<b>8,190</b>	<b>9,289</b>	<b>10,024</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>52,550</b>	<b>58,470</b>	<b>64,903</b>	<b>72,390</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,373</b>	<b>8,110</b>	<b>9,203</b>	<b>9,933</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,714</b>	<b>13,463</b>	<b>14,332</b>	<b>15,892</b>	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	<b>净利润</b>	<b>5,805</b>	<b>6,389</b>	<b>7,251</b>	<b>7,826</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,364</b>	<b>5,904</b>	<b>6,699</b>	<b>7,231</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>23,172</b>	<b>24,922</b>	<b>26,790</b>	<b>29,350</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,378</b>	<b>33,548</b>	<b>38,113</b>	<b>43,040</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>52,550</b>	<b>58,470</b>	<b>64,903</b>	<b>72,390</b>					

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)	8.54	7.76	6.84	6.34
营运资本变动	-782	566	387	118	P/B(现价)	1.71	1.51	1.33	1.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 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>