

弹性看西南，成长看“水泥+”

2022 年 04 月 30 日

公司发布一季报：Q1 实现营收 65.31 亿，同比+5.52%；归母净利 6.72 亿，同比-8.51%；扣非后归母净利 6.50 亿，同比-10.64%。销售毛利率 26.34%，同比-6.35 个百分点；销售净利率 10.73%，同比-2.27 个百分点。

► 点评：弹性看西南，成长看“水泥+”

- **弹性看西南：**公司是华中龙头，西南明珠，水泥产能主要分布在湖北、云南、湖南、川渝、西藏等 9 个省市。其中，湖北、云南布局最大，2021 年收入贡献分别为 34%、15%，西南地区合计占比 32%。今年西南地区的看点在价格弹性，我们以省会为例，1 季度云南昆明吨均价 332 元，同比-4 元，昆明去年 2 季度持续降价，7 月底达到全年最低 280 元，基数较低，而今年 4 月底已提至 380 元，同比+60 元；1 季度贵州贵阳吨均价为 492 元，同比大幅+193 元，受益错峰生产较好执行，4 月底价格同比涨幅仍然维持在 160 元。
- **成本费用表现：**Q1 销售费用率 5.16%，同比-2.42 个百分点，销售费用同比+2.11%；研发费用率 0.12%，同比+0.06 个百分点，研发费用同比+95.69%，主因环保、新材料研发投入增加；管理费用率 5.39%，同比-0.77 个百分点，管理费用同比-7.55%；财务费用率 0.88%，同比+0.31 个百分点，财务费用率同比+64.04%，主因汇兑损失增加。资产负债率 43.20%，上年同期为 40.04%，短期借款 7.08 亿元，较 2021 年末增加 0.65 亿元，长期借款 56.54 亿元，较 2021 年末增加 5.72 亿元。
- **现金流表现：**Q1 经营活动产生的现金流量净额-3.19 亿元，主因燃料价格大幅上涨，支付贷款的现金增加；投资活动产生的现金流量净额-11.96 亿元，主因骨料、混凝土项目投入增加；筹资活动产生的现金流量净额 6.41 亿元，主因项目借款增加。
- **其他关注点：**投资收益大幅下降 231.81%，主因联营企业收益减少；营业外收入下降 89.18%，主因长账龄债务核销减少；长期应收款大幅增长 213.78%，主因为推进新建项目，向地方政府提供长期周转资金；公允价值变动收益大幅增加 618.33%，主因衍生金融工具公允价值变动。
- **成长看“水泥+”：**今年公司计划销售混凝土 1807 万方（同比+100%），骨料 7822 万吨（同比+124%），环保业务总处置营收预算 370 亿元（同比+14%）。

► **投资建议：**一方面，“稳增长”从预期走向落地，全面基建开启。另一方面，疫情问题逐步缓解，市场复苏加快，水泥需求加速释放。此外，公司从骨料、环保、混凝土、海外多维度培育成长。我们预计 2022-2023 年公司归母净利分别为 63.8、71.8 亿，4 月 29 日收盘价对应动态 PE 为 7、6x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**政策推进不及预期；海外投资环境不稳定；疫情控制不及预期。

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	9	7	6	5
PB	1.6	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.85 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

相关研究

1. 华新水泥 (600801.SH) 2021 年报点评：“水泥+”高增，成长特性凸显
2. 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
3. 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)	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	9	7	6	5
PB	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.82	3.72	2.89	2.05
股息收益率 (%)	4.59	4.59	4.59	4.59

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