

600801.SH

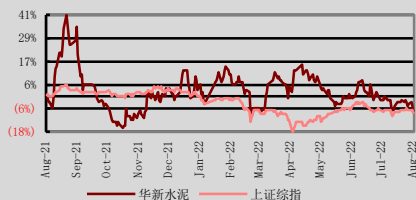
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 16.83

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9.7)	(5.8)	(11.5)	(7.8)
相对上证指数	1.8	(4.2)	(16.2)	0.7

发行股数(百万)	2,097
流通股(%)	65
总市值(人民币 百万)	35,286
3 个月日均交易额(人民币 百万)	241
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
华新集团有限公司	16

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《华新水泥: Q1 利润承压, 需求支撑下 22 年仍具看点》20220428

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 水泥

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

联系人: 林祁桢

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

华新水泥

上半年业绩承压, 静待基建实物工作量落地

公司于 8 月 24 日发布 2022 年中报, 上半年营收 143.9 亿元, 同减 2.4%; 归母净利 15.9 亿元, 同减 34.9%; 降本增效、一体化布局、基建落地构成下半年业绩弹性来源, 维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **Q2 营收净利同减:** 公司单二季度营收 78.6 亿元, 同减 8.1%, 归母净利 9.2 亿元, 同减 46.3%, 经营活动现金净流量 15.9 亿元, 同减 21.8%, 受水泥销量下降和成本上升双重影响所致。
- **盈利能力环比改善, 费用率保持稳定:** 单二季度公司综合毛利率 29.4%, 同减 10.5pct, 环比上升 3.1pct, 净利率 12.5%, 同减 9.3pct, 环比上升 1.8pct。四项费用率合计 11.3%, 同增 0.1pct, 环比减少 0.3pct。
- **弱需求水泥承压, 一体化布局增厚业绩。** 上半年公司业务重点布局的湖北、湖南、四川三省房地产新开工持续低迷, 二季度同比降幅较大, 或为销量下滑主因。公司深化一体化布局, 上半年骨料、混凝土产销均有增长, 非水泥业务 EBITDA 贡献率占比达 35%, 增厚了公司业绩。
- **降本增效、一体化布局、基建落地构成下半年业绩弹性来源。** 公司坚持绿色转型, 持续推进节能减排技术改造, 实现窑线热耗指标优化, 有望持续降本增效; 公司持续推动一体化布局, 产能扩张落地之下, 骨料、混凝土业务均有望实现销量翻番, 有望持续增厚业绩; 考虑稳增长逻辑下基建实物工作量落地, 下半年水泥需求仍具弹性。

估值

- 公司上半年归母净利降幅稍大, 考虑到下半年基建项目落地, 公司业绩具备弹性。我们对调整盈利预测, 预计 2022-2024 年公司营收分别为 368.0、405.6、432.4 亿元; 归母净利润分别为 52.0、64.9、74.1 亿元; EPS 为 2.48、3.10、3.53 元, 维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期, 稳增长政策力度不及预期, 房地产持续低迷, 原材料价格上涨。

投资摘要

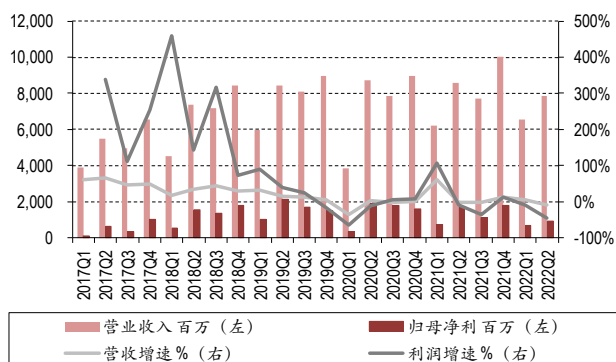
年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	29,357	32,464	36,803	40,561	43,241
变动(%)	(7)	11	13	10	7
净利润(人民币 百万)	5,631	5,364	5,198	6,494	7,410
全面摊薄每股收益(人民币)	2.686	2.558	2.479	3.097	3.534
变动(%)	(11.4)	(4.7)	(3.1)	24.9	14.1
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.971	3.582	4.500
调整幅度(%)			(16.6)	(13.5)	(21.5)
全面摊薄市盈率(倍)	6.3	6.6	6.8	5.4	4.8
价格/每股现金流量(倍)	10.4	44.1	5.8	5.0	3.7
每股现金流量(人民币)	1.62	0.38	2.89	3.36	4.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	3.8	3.9	3.4	3.0
每股股息(人民币)	0.28	1.15	0.99	1.24	1.41
股息率(%)	1.7	6.8	5.9	7.4	8.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、Q2 营收净利同减，盈利能力环比改善

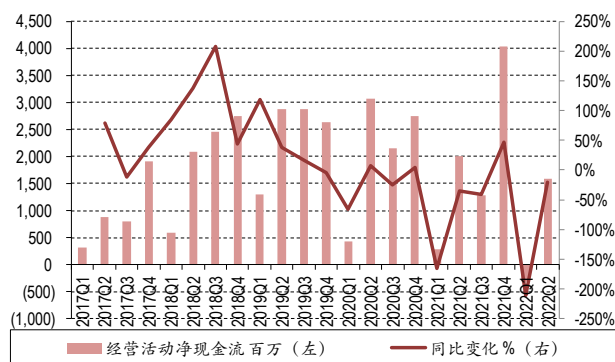
事件：公司于8月24日发布2022年中报，上半年营收143.9亿元，同减2.4%，归母净利15.9亿元，同减34.9%。单二季度营收78.6亿元，同减8.1%，归母净利9.2亿元，同减46.3%，经营活动现金流量15.9亿元，同减21.8%，受水泥销量下降和成本上升双重影响所致。

图表 1. Q2 公司营收净利同减



资料来源：公司财报，中银证券

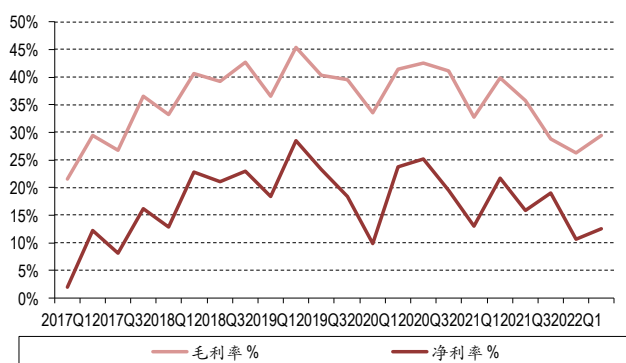
图表 2. Q2 经营活动现金净流量同减 21.8%



资料来源：公司财报，中银证券

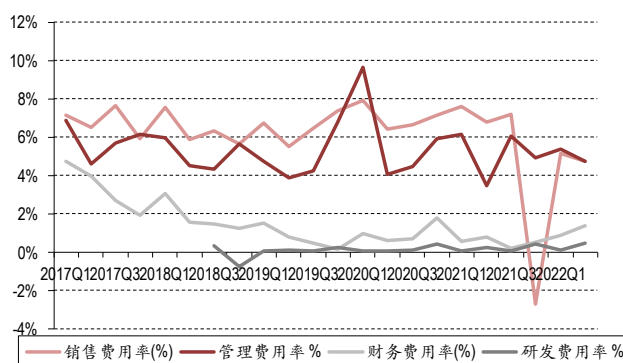
Q2 毛利率、净利率同比下滑环比改善，费用率保持稳定：上半年公司综合毛利率 28.0%，同减 8.9pct，净利率 11.7%，同减 6.4pct；单二季度公司综合毛利率 29.4%，同减 10.5pct，环比上升 3.1pct，净利率 12.5%，同减 9.3pct，环比上升 1.8pct。上半年四项费用率合计 11.4%，同减 1.2pct，单二季度四项费用率合计 11.3%，同增 0.1pct，环比减少 0.3pct。

图表 3. Q2 毛利率、净利率同环比下滑环比改善



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. Q2 销售、管理费用率环比下降，财务、研发费用率环比上升

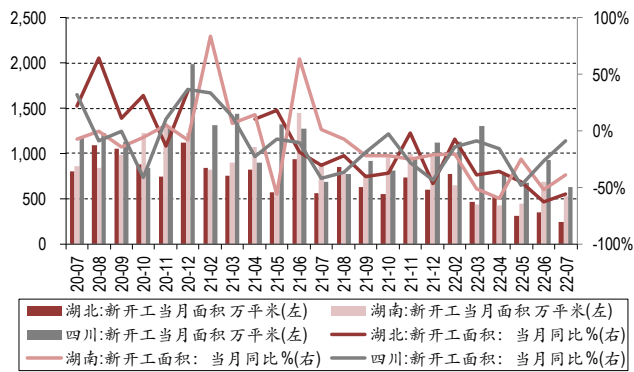


资料来源：公司财报，中银证券

二、弱需求水泥承压，一体化布局增厚业绩

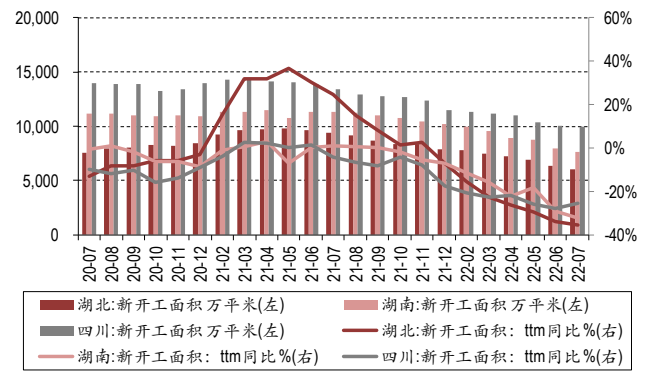
销量下滑，成本上升，水泥业务业绩承压。上半年受外部宏观因素及房地产投资低迷影响，公司水泥及商品熟料销量 2,932.7 万吨，同减 21.5%；煤价成本压力下，公司水泥业务吨成本上涨 47 元，同增 21.9%，致使吨毛利下降 16 元，同减 15.2%。上半年公司业务重点布局的湖北、湖南、四川三省房地产新开工持续低迷，二季度同比降幅较大，或为销量下滑主因。

图表 5. 22 年以来湖北、湖南、四川三省房地产新开工持续低迷



资料来源：万得，中银证券

图表 6. ttm 口径下 22 年三省房地产新开工面积同比降幅持续扩大



资料来源：万得，中银证券

一体化布局增厚业绩。公司深化一体化布局，上半年尼泊尔水泥熟料产线投产，坦桑尼亚二期产线具备开工条件；骨料方面，上半年新增年产能 1,350 万吨，产量达 3,660 万吨，同增 83.0%；混凝土方面持续推动轻资产模式，新增年产能 1,630 万方，销量达 600.6 万方，同增 78.9%，产销增涨之下非水泥业务 EBITDA 贡献率占比达 35%，在水泥需求下行时增厚了公司业绩。

三、三方面看下半年业绩弹性

降本增效、一体化布局、基建落地构成下半年业绩弹性来源。公司坚持绿色转型，持续推进节能减排技术改造，实现窑线热耗指标优化，有望持续降本增效；公司持续推动一体化布局，产能扩张落地之下，骨料、混凝土业务均有望实现销量翻番，有望持续增厚业绩；考虑稳增长逻辑下基建实物工作量落地，下半年水泥需求仍具弹性。

四、风险提示

产能投放不及预期，稳增长政策力度不及预期，房地产持续低迷，原材料价格上涨。

图表 7. 2022Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q2	2022Q2	同比增长(%)
营业收入	8,555.01	7,858.45	(8.14)
营业税及附加	151.64	138.98	(8.35)
净营业收入	8,403.37	7,719.47	(8.14)
营业成本	5,141.60	5,546.29	7.87
销售费用	579.76	371.95	(35.84)
管理费用	315.94	409.45	29.60
财务费用	67.83	107.23	58.09
资产减值损失	(38.47)	(54.15)	(40.77)
营业利润	2,345.34	1,302.22	(44.48)
营业外收入	16.29	2.56	(84.32)
营业外支出	24.12	22.20	(7.99)
利润总额	2,337.50	1,282.58	(45.13)
所得税	476.40	300.62	(36.90)
少数股东损益	157.03	66.91	(57.39)
归属母公司股东净利润	1,704.07	915.06	(46.30)
扣除非经常性损益的净利润	1,668.70	886.18	(46.89)
每股收益(元)	0.81	0.44	(45.68)
扣非后每股收益(元)	0.80	0.42	(47.50)
毛利率(%)	39.90	29.42	减少 10.48 个百分点
净利率(%)	21.75	12.50	减少 9.26 个百分点
销售费用率(%)	6.78	4.73	减少 2.04 个百分点
管理费用率(%)	3.69	5.21	增加 1.52 个百分点
财务费用率(%)	0.79	1.36	增加 0.57 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2022H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021H1	2022H1	同比增长(%)
营业收入	14,744.39	14,389.45	(2.41)
营业税及附加	278.08	267.92	(3.66)
净营业收入	14,466.30	14,121.53	(2.38)
营业成本	9,307.55	10,357.04	11.28
销售费用	1,048.96	709.13	(32.40)
管理费用	700.88	769.45	9.78
财务费用	102.94	164.83	60.12
资产减值损失	(36.99)	(53.70)	(45.17)
营业利润	3,393.53	2,201.89	(35.12)
营业外收入	19.41	2.89	(85.10)
营业外支出	36.02	38.73	7.52
利润总额	3,376.92	2,166.05	(35.86)
所得税	711.28	483.16	(32.07)
少数股东损益	227.31	96.05	(57.75)
归属母公司股东净利润	2,438.32	1,586.84	(34.92)
扣除非经常性损益的净利润	2,395.91	1,536.02	(35.89)
每股收益(元)	1.16	0.76	(34.48)
扣非后每股收益(元)	1.16	0.74	(36.21)
毛利率(%)	36.87	28.02	减少 8.85 个百分点
净利率(%)	18.08	11.70	减少 6.38 个百分点
销售费用率(%)	7.11	4.93	减少 2.19 个百分点
管理费用率(%)	4.75	5.35	增加 0.59 个百分点
财务费用率(%)	0.70	1.15	增加 0.45 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	29,357	32,464	36,803	40,561	43,241
销售成本	17,440	21,392	24,607	25,869	26,909
经营费用	4,138	3,571	5,079	6,003	6,400
息税折旧前利润	9,251	9,282	8,996	10,456	11,613
折旧及摊销	1,824	2,180	2,272	2,272	2,272
经营利润(息税前利润)	7,426	7,102	6,724	8,184	9,341
净利息收入/(费用)	(306)	(170)	0	0	0
其他收益/(损失)	86	(48)	57	57	57
税前利润	7,121	6,932	6,724	8,184	9,341
所得税	1,490	1,568	1,527	1,690	1,931
少数股东权益	543	441	377	481	563
净利润	5,631	5,364	5,198	6,494	7,410
核心净利润	5,545	5,412	5,140	6,437	7,352
每股收益(人民币)	2.686	2.558	2.479	3.097	3.534
核心每股收益(人民币)	2.645	2.581	2.452	3.070	3.507
每股股息(人民币)	0.280	1.150	0.990	1.240	1.410
收入增长(%)	(7)	11	13	10	7
息税前利润增长(%)	(17)	(4)	(5)	22	14
息税折旧前利润增长(%)	(14)	0	(3)	16	11
每股收益增长(%)	(11)	(5)	(3)	25	14
核心每股收益增长(%)	(10)	(2)	(5)	25	14

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	7,121	6,932	6,724	8,184	9,341
折旧与摊销	1,824	2,180	2,272	2,272	2,272
净利息费用	306	170	0	0	0
运营资本变动	(1,012)	255	(214)	403	(769)
税金	3,206	3,207	2,268	2,618	2,820
其他经营现金流	(5,062)	(4,639)	(2,948)	(3,398)	(3,760)
经营活动产生的现金流	8,405	7,595	8,530	9,274	11,442
购买固定资产净值	3,537	6,186	2,541	2,300	2,100
投资减少/增加	1,507	613	(77)	(77)	(77)
其他投资现金流	36	6	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,008)	(6,794)	(2,464)	(2,223)	(2,023)
净增权益	(595)	54	0	0	0
净增债务	3,758	2,018	1,000	1,000	5,000
支付股息	587	2,411	2,076	2,600	2,956
其他融资现金流	(2,389)	(293)	(701)	(839)	(1,158)
融资活动产生的现金流	188	(632)	(1,777)	(2,439)	886
现金变动	3,502	130	4,290	4,612	10,306
期初现金	6,497	8,906	8,889	15,815	21,892
公司自由现金流	3,397	801	6,066	7,051	9,420
权益自由现金流	4,767	2,526	6,365	7,212	13,262

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8,906	8,889	15,815	21,892	33,923
应收帐款	1,108	1,458	1,636	1,791	1,901
库存	2,349	3,542	3,899	4,207	4,428
其他流动资产	2,015	1,529	1,529	1,529	1,529
流动资产总计	14,378	15,419	22,879	29,420	41,781
固定资产	19,175	21,326	23,952	23,536	22,980
无形资产	4,267	7,378	7,139	6,895	6,650
其他长期资产	5,278	7,356	3,244	3,242	3,242
长期资产总计	28,720	36,060	34,336	33,674	32,872
总资产	43,098	51,479	57,214	63,094	74,653
应付帐款	5,770	7,783	8,840	9,255	9,597
短期债务	625	643	643	643	1,643
其他流动负债	4,377	3,440	3,132	2,777	2,535
流动负债总计	10,772	11,866	12,615	12,675	13,775
长期借款	3,504	5,082	6,082	7,082	12,082
其他长期负债	3,082	5,153	5,641	6,084	6,527
股本	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
储备	23,643	27,281	30,780	35,156	40,172
股东权益	25,740	29,378	32,877	37,252	42,269
少数股东权益	2,169	2,648	3,025	3,506	4,069
总负债及权益	43,098	51,479	57,214	63,094	74,653
每股帐面价值(人民币)	11.24	12.75	14.24	16.10	18.22
每股有形资产(人民币)	18.08	20.53	23.38	26.30	31.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.81)	0.95	(1.64)	(3.86)	(6.52)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	31.5	28.6	24.4	25.8	26.9
息税前利润率(%)	25.3	21.9	18.3	20.2	21.6
税前利润率(%)	24.3	21.4	18.3	20.2	21.6
净利率(%)	21.0	17.9	15.1	17.2	18.4
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.8	2.3	3.0
利息覆盖率(倍)	30.3	54.5			
净权益负债率(%)	(6.6)	6.8	(10.5)	(21.7)	(32.3)
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.5	2.0	2.7
估值					
市盈率(倍)	6.3	6.6	6.8	5.4	4.8
核心业务市盈率(倍)	6.4	6.5	6.9	5.5	4.8
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	10.4	44.1	5.8	5.0	3.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	3.8	3.9	3.4	3.0
周转率					
存货周转天数	29.2	39.8	38.7	37.9	37.4
应收帐款周转天数	13.8	16.4	16.2	16.1	16.0
应付帐款周转天数	120.8	132.8	131.1	130.6	130.2
回报率					
股息支付率(%)	10.4	45.0	39.9	40.0	39.9
净资产收益率(%)	24.0	19.8	17.0	18.7	18.9
资产收益率(%)	14.3	11.3	9.7	11.1	10.7
已运用资本收益率(%)	17.8	13.7	11.5	12.7	11.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371