

公司研究

水泥主业拖累业绩表现，一体化战略稳步推进

——华新水泥（600801.SH）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年报，上半年实现营业收入144亿元，同降2.4%；归母净利润15.9亿元，同降34.9%；扣非归母净利润15.4亿元，同降35.9%。单二季度，公司营收78.6亿元，同降8.1%；归母净利润9.2亿元，同降46.3%；扣非归母净利润8.9亿元，同降46.9%。

点评：

需求下滑叠加成本上涨，业绩表现承压：2022H1，全国水泥需求疲弱，尤其是水泥使用较多的地产新开工（面积同降34.4%）需求下滑明显，累计水泥产量9.8亿吨，同降15.0%。由于以煤炭为代表的燃料动力成本大幅上升，支撑水泥价格高位运行，全国PO42.5水泥均价为507元/吨，同增12%。

公司实现水泥及商品熟料销量2932.7万吨，同降21.5%；水泥板块营收102.8亿元，同降13.8%，其中国内收入84.9亿元，同降21.0%。在销量下滑、成本上涨的影响下，吨毛利同比下滑16元至89元。

“水泥+”业务更进一步，利润贡献提升：公司大力推进一体化发展战略，截至2022.6.30，已具备骨料产能1.7亿吨/年、商品混凝土产能6010万方/年（含租赁）、废弃物处置1236万吨/年（含已获环评批复但尚未投产项目）。报告期内，实现骨料生产3660万吨，同增83%；混凝土销售600.6万方，同增78.89%；各类废弃物接收量达到174万吨，同增6%。非水泥业务实现营业收入39.49亿元，同比增长45.8%。水泥仍是公司主导业务，收入占比71%，而非水泥业务快速增长，已逐渐成为公司利润的重要贡献点。

基本面及预期有望迎来边际改善，水泥板块或存阶段性博弈机会：当前地产端需求仍然面临较大压力，但是随着走过传统淡季（高温、雨水等影响），进入施工旺季后，需求有望迎来季节性改善。同时基建端需求呈现出较强韧性，且或将出现相关项目加速向实物工作量转化，则价格有望进入回升通道。

盈利预测与估值评级：考虑到水泥需求疲软且成本处于高位，我们下调公司22-24年EPS至2.02、2.52和3.10元（下调幅度分别为-29.4%、-25.0%和-22.1%）。中长期来看，公司“水泥+”业务规模持续扩张，成长空间仍然较为广阔，继续维持“买入”评级。

风险提示：固投、房投、基建增速下滑风险；原材料和煤炭价格波动风险；价格下行风险；汇兑损失风险；新业务拓展不及预期风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	29,357	32,464	33,491	37,716	42,522
营业收入增长率	-6.62%	10.59%	3.16%	12.61%	12.74%
净利润（百万元）	5,631	5,364	4,228	5,289	6,499
净利润增长率	-11.22%	-4.74%	-21.18%	25.11%	22.87%
EPS（元）	2.69	2.56	2.02	2.52	3.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.89%	20.07%	13.66%	15.44%	16.96%
P/E	6	7	9	7	6
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-25

买入（维持）

当前价：17.30元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.97
总市值(亿元)	362.71
一年最低/最高(元)	15.05/26.51
近3月换手率	40.62%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.10	-17.23	7.13
绝对	-5.15	-9.26	-1.85

资料来源：Wind

相关研报

Q4业绩超预期，骨料或是成长兑现的胜负手——华新水泥（600801.SH）2021年年报点评（2022-03-30）

盈利暂时承压，中长期发展仍然可期——华新水泥（600801.SH）2021年三季报点评（2021-10-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	29,357	32,464	33,491	37,716	42,522
营业成本	17,440	21,392	23,382	25,797	28,563
折旧和摊销	1,763	2,112	2,811	3,150	3,553
税金及附加	510	605	569	641	723
销售费用	2,023	1,331	1,340	1,509	1,701
管理费用	1,605	1,635	1,675	1,886	2,126
研发费用	56	71	84	94	106
财务费用	306	170	284	297	311
投资收益	119	27	30	30	30
营业利润	7,699	7,444	6,295	7,650	9,174
利润总额	7,664	7,373	6,287	7,686	9,278
所得税	1,490	1,568	1,320	1,614	1,948
净利润	6,174	5,805	4,967	6,072	7,330
少数股东损益	543	441	739	783	831
归属母公司净利润	5,631	5,364	4,228	5,289	6,499
EPS(元)	2.69	2.56	2.02	2.52	3.10

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,405	7,595	6,109	9,785	11,503
净利润	5,631	5,364	4,228	5,289	6,499
折旧摊销	1,763	2,112	2,811	3,150	3,553
净营运资金增加	-1,118	113	2,552	760	862
其他	2,130	6	-3,482	586	589
投资活动产生现金流	-5,008	-6,794	-10,769	-10,970	-9,970
净资本支出	-3,537	-6,186	-9,990	-11,000	-10,000
长期投资变化	512	524	0	0	0
其他资产变化	-1,983	-1,131	-779	30	30
融资活动现金流	188	-632	4,196	2,241	-332
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,743	2,319	4,480	4,525	2,408
无息负债变化	1,168	2,664	-2,580	916	1,048
净现金流	3,502	130	-464	1,056	1,201

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	40.6%	34.1%	30.2%	31.6%	32.8%
EBITDA 率	33.7%	30.2%	28.1%	29.5%	30.7%
EBIT 率	27.5%	23.5%	19.7%	21.2%	22.4%
税前净利润率	26.1%	22.7%	18.8%	20.4%	21.8%
归母净利润率	19.2%	16.5%	12.6%	14.0%	15.3%
ROA	14.1%	11.0%	8.4%	8.8%	9.5%
ROE (摊薄)	23.9%	20.1%	13.7%	15.4%	17.0%
经营性 ROIC	20.9%	16.0%	10.9%	11.2%	11.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41%	44%	42%	44%	44%
流动比率	1.30	1.27	1.34	1.24	1.10
速动比率	1.10	0.99	1.06	0.98	0.87
归母权益/有息债务	2.97	2.60	2.10	1.78	1.77
有形资产/有息债务	4.83	4.24	3.46	3.15	3.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	43,929	52,550	59,416	68,942	77,299
货币资金	8,642	8,836	8,373	9,429	10,630
交易性金融资产	1,005	712	1,000	1,000	1,000
应收账款	653	957	1,005	1,131	1,276
应收票据	80	145	100	113	128
其他应收款 (合计)	375	356	670	754	850
存货	2,349	3,542	3,382	3,745	4,159
其他流动资产	1,652	1,239	1,239	1,239	1,239
流动资产合计	15,135	16,127	16,097	17,773	19,682
其他权益工具	34	56	56	56	56
长期股权投资	512	524	566	566	566
固定资产	19,175	21,326	23,540	26,834	30,266
在建工程	2,968	4,105	8,328	12,021	14,266
无形资产	4,267	7,378	7,118	6,880	6,651
商誉	476	643	643	643	643
其他非流动资产	342	1,224	1,224	1,224	1,224
非流动资产合计	28,794	36,423	43,320	51,169	57,617
总负债	18,189	23,172	25,072	30,512	33,968
短期借款	625	643	2,566	3,991	6,399
应付账款	5,298	7,112	6,430	7,094	7,855
应付票据	473	671	701	774	857
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	11,603	12,714	12,044	14,384	17,840
长期借款	3,504	5,082	8,082	11,182	11,182
应付债券	1,944	3,328	3,328	3,328	3,328
其他非流动负债	429	665	665	665	665
非流动负债合计	6,586	10,458	13,028	16,128	16,128
股东权益	25,740	29,378	34,345	38,430	43,331
股本	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
公积金	3,055	3,143	3,143	3,143	3,143
未分配利润	19,305	22,406	26,633	29,936	34,006
归属母公司权益	23,571	26,730	30,958	34,260	38,330
少数股东权益	2,169	2,648	3,387	4,170	5,001

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	6.89%	4.10%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	5.47%	5.04%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	1.04%	0.52%	0.85%	0.79%	0.73%
研发费用率	0.19%	0.22%	0.25%	0.25%	0.25%
所得税率	19%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.08	0.00	0.95	1.16	1.40
每股经营现金流	4.01	3.62	2.91	4.67	5.49
每股净资产	11.24	12.75	14.77	16.34	18.28
每股销售收入	14.00	15.48	15.97	17.99	20.28

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	6	7	9	7	6
PB	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	4.6	5.1	6.0	5.6	5.1
股息率	6.2%	0.0%	5.5%	6.7%	8.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE