

华新水泥（600801）

2022 年半年报点评：水泥主业盈利承压，第二成长曲线初现

增持（维持）

2022 年 08 月 26 日

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

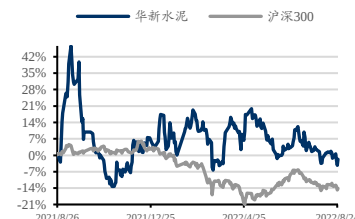
shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	32,464	34,304	37,428	39,507
同比	11%	6%	9%	6%
归属母公司净利润（百万元）	5,364	4,329	5,674	6,142
同比	-5%	-19%	31%	8%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.56	2.06	2.71	2.93
P/E（现价&最新股本摊薄）	6.76	8.38	6.39	5.91

投资要点

- **公司披露 2022 年半年报**，报告期内实现营业总收入 143.89 亿元，同比减少 2.4%，实现归母净利润 15.87 亿元，同比减少 34.9%。其中 Q2 单季度实现营业总收入 78.58 亿元，同比减少 8.1%，实现归母净利润 9.15 亿元，同比减少 46.3%。
- **水泥景气承压加剧，骨料和混凝土增长亮眼。**（1）公司上半年水泥及熟料销量 2933 万吨、单吨销售均价 351 元，分别同比-21.5%、+31 元，主要是受全国性水泥需求下滑的影响。价格端主要得益于成本推动下 Q1 水泥价格奠定的高基础。（2）混凝土销量同比分别+79%，测算骨料销量约 2484 万吨，同比约增长 54%，得益于前期布局骨料和混凝土项目的投产和爬坡，上半年增加 1350 万吨/年的骨料产能和 1630 万方/年的混凝土产能。（3）分季度来看，公司 Q2 收入端较 Q1 同比增速放缓 13.6pct，预计主要是全国性水泥产量因疫情、地产下行等因素在 Q2 同比降幅扩大至 16.1%，而价格同比涨幅收窄。
- **煤价大幅上涨挤压水泥毛利率，而高盈利的骨料毛利率相对稳定。**（1）水泥及熟料上半年吨毛利 89 元，同口径同比下降 15 元，吨成本 262 元，同口径同比上升 47 元，主要是煤价大幅上升等因素所致。（2）骨料、混凝土业务上半年毛利率分别为 60.2%和 17.6%，同口径同比分别-2.8pct、+0.1pct，盈利基本保持稳定。（3）公司上半年非水泥业务毛利额占比同比提升 12.9pct 至 35.6%，EBITDA 占比达 35%。（4）Q2 单季度毛利率同口径同比下降 7.6pct，主要是水泥吨毛利下行拖累。
- **期间费用率小幅上升，资本开支继续大幅扩张，景气承压下负债率上升。**（1）公司 2022 年上半年期间费用率为 11.4%，对应单吨水泥期间费用为 56.0 元，同口径同比分别+1.5pct/16.9 元。上半年单吨水泥综合净利润为 57 元，同比下降 14 元。（2）公司 2022 年上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 36.50 亿元，同比增长 95.9%，主要是骨料、混凝土等一体化项目投入继续增加所致，反映公司产业链外延扩张加速。（3）公司 2022 年上半年末资产负债率为 47.8%，同比上升 6.3pct，带息债务余额为 125.51 亿元，同比增加 44.63 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**（1）基建投资是稳增长政策基调下财政、货币政策着力点，随着基建资金落地向实物需求传导，水泥需求有望企稳回升，中期来看鄂东市场受益沿江景气反弹，西南市场景气低位修复，公司水泥业务利润有望逐季改善。（2）骨料和混凝土继续快速扩张，上半年毛利额贡献占比达到 28%，中长期逐步成为公司第二成长曲线。由于疫情冲击以及实物需求落地慢于预期，我们调整公司 2022-2024 年归母净利润至 43（-27%）/57（-15%）、61（-15%）亿元，8 月 25 日收盘价对应市盈率 8.4、6.4、5.9 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产信用风险失控、疫情超预期、行业竞争态度恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.30
一年最低/最高价	16.12/27.28
市净率(倍)	1.38
流通 A 股市值(百万元)	23,560.52
总市值(百万元)	36,271.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.58
资产负债率(% ,LF)	47.81
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)：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》
2022-04-28
- 《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(600801)：百年华新，深蹲起跳》
2020-09-24

内容目录

1. 事件4

2. 点评4

3. 盈利预测与投资建议6

4. 风险提示6

图表目录

图 1: 公司混凝土和骨料业务收入规模及比重.....	5
图 2: 公司混凝土和骨料业务毛利规模及比重.....	5
图 3: 公司经营活动现金流及资本开支情况.....	6
图 4: 公司带息债务与负债率情况.....	6

1. 事件

公司披露 2022 年半年报，报告期内实现营业总收入 143.89 亿元，同比减少 2.4%，实现归母净利润 15.87 亿元，同比减少 34.9%。其中 Q2 单季度实现营业总收入 78.58 亿元，同比减少 8.1%，实现归母净利润 9.15 亿元，同比减少 46.3%。

2. 点评

水泥景气承压加剧，骨料和混凝土增长亮眼。

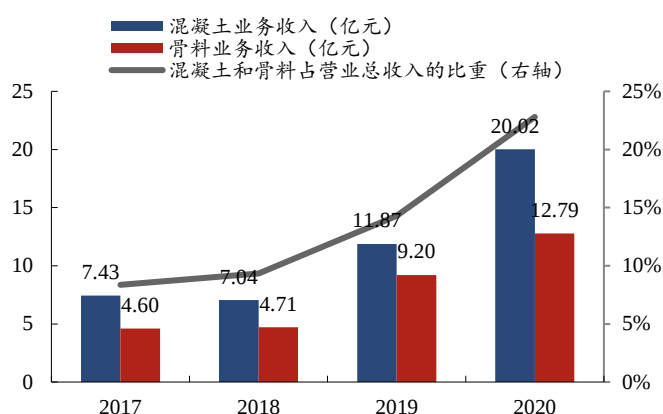
(1) 公司上半年水泥及熟料实现收入 102.82 亿元，同比下降 13.8%，其中对应销量 2933 万吨、单吨销售均价 351 元，分别同比-21.5%、+31 元。销量下滑主要是受全国性水泥需求下滑的影响，此外公司产能集中的华中市场相对高价，也受上下游外来水泥影响。价格端主要得益于成本推动下 Q1 水泥价格奠定的高基础。

(2) **骨料和混凝土业务继续高增长**，上半年分别实现收入 12.79 亿元、20.02 亿元，分别同比+39.0%、+68.7%，其中对应骨料产量 3660 万吨、混凝土销量 601 万方，同比分别+83%、+79%。测算骨料销量约 2484 万吨，同比约增长 54%，得益于前期布局骨料和混凝土项目的投产和爬坡，上半年增加 1350 万吨/年的骨料产能和 1630 万方/年的混凝土产能。我们测算上半年骨料、混凝土单位均价分别为 52 元/吨、333 元/方，同比分别-5 元/吨、-20 元/方，价格端有所下降。

(3) 分季度来看，公司 Q2 收入端同比减少 8.1%，较 Q1 同比增速放缓 13.6pct，预计主要是全国性水泥产量因疫情、地产下行等因素在 Q2 同比降幅扩大至 16.1%，而价格同比涨幅收窄所致，其中公司所处的华中和西南市场受影响程度较大。

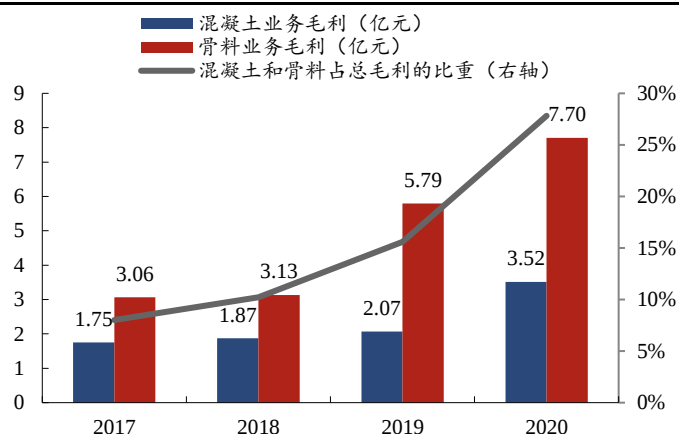
煤价大幅上涨挤压水泥毛利率，而高盈利的骨料毛利率相对稳定。(1) 水泥及熟料业务上半年毛利率为 25.2%，同口径同比下降 7.5pct，对应吨毛利 89 元，同口径同比下降 15 元，对应上半年吨成本 262 元，同口径同比上升 47 元，主要是煤价导致燃料及动力成本大幅上升等因素所致。(2) 骨料、混凝土业务上半年毛利率分别为 60.2%和 17.6%，同口径同比分别-2.8pct、+0.1pct，盈利基本保持稳定。(3) 受益于骨料、混凝土高速增长，公司上半年非水泥业务毛利额占比同比提升 12.9pct 至 35.6%，EBITDA 占比达 35%。(4) Q2 单季度毛利率同口径同比下降 7.6pct，预计主要是水泥吨毛利同比下行的拖累。

图1: 公司混凝土和骨料业务收入规模及比重



数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

图2: 公司混凝土和骨料业务毛利规模及比重

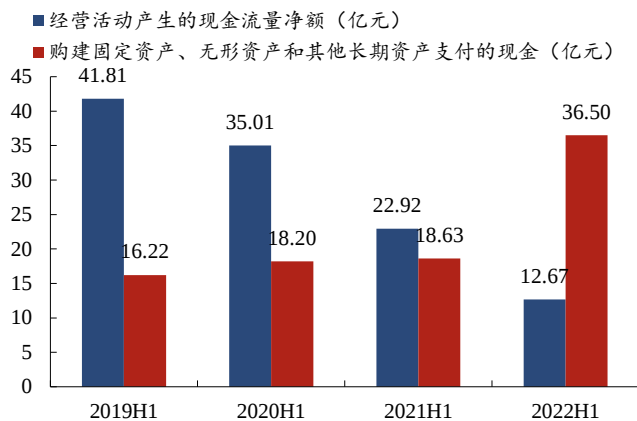


数据来源: 公司定期报告、Wind、东吴证券研究所

受收入端放缓影响, 期间费用率小幅上升。(1) 公司 2022 年上半年期间费用率为 11.4%, 对应单吨水泥期间费用为 56.0 元, 同口径同比分别+1.5pct/16.9 元。(2) 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.9%/5.0%/0.3%/1.1%, 同口径同比分别+0.4pct/+0.4pct/+0.1pct/+0.4pct; 其中销售费用率的增加主要源于员工成本的增加, 财务费用率的增加主要是汇兑损失增加 4760 万元所致。(3) 公司 2022 年上半年净利率为 11.7%, 对应单吨水泥综合净利润为 57 元, 同比下降 14 元。(5) 分季度来看, Q2 单季度管理/研发/财务费用率分别同比+1.2/+0.3/+0.6pct, 主要是收入同比增速显著放缓的影响, 净利率同比-9.3pct、环比 Q1+1.8pct 至 12.5%, 预计主要是水泥业务吨净利的拖累。

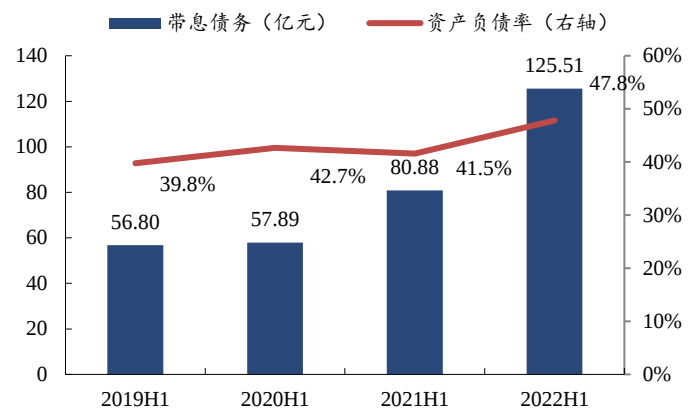
资本开支继续大幅扩张, 景气承压下负债率上升。(1) 公司 2022 年上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 36.50 亿元, 同比增长 95.9%, 主要是骨料、混凝土等一体化项目投入继续增加所致, 反映公司产业链外延扩张加速。(2) 公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 44.7%至 12.67 亿元, 降幅略大于净利润降幅主要是因为存货账面和应收项目账面余额的增加。(3) 公司 2022 年上半年末资产负债率为 47.8%, 同比上升 6.3pct, 环比 2022 年一季度末上升 3.7pct。2022 年上半年末带息债务余额为 125.51 亿元, 同比增加 44.63 亿元, 环比 2022 年一季度末增加 16.50 亿元, 主要是长期借款的增加。

图3: 公司经营活动现金流及资本开支情况



数据来源: 公司定期报告、东吴证券研究所

图4: 公司带息债务与负债率情况



数据来源: 公司定期报告、Wind、东吴证券研究所

水泥景气已回落至历史低位,随着基建投资及其实物需求加速,下半年景气有望稳步回升。除了各地错峰停窑以及限电使得库存止升回落以外,更重要的是基建投资回升加速向实物需求传导。近期部分地区开始提价,但节奏仍受制于高温因素、疫情反复对于终端需求的影响,预计短期有望看到全国出货率回升和库存的下降,后续季节性因素下随着出货率出现显著上升,全面涨价的进程也将逐步开启。需求回升叠加行业协同的修复,仍看好下半年旺季的价格弹性,尤其是产能利用率比较高、行业格局良好的沿江市场。公司西南市场基建需求占比高,受益需求回暖,前期超跌的价格也有望迎来修复。我们预计公司 Q3、Q4 水泥盈利有望逐季改善。

3. 盈利预测与投资建议

(1) 基建投资是稳增长政策基调下财政、货币政策着力点,随着基建资金落地向实物需求传导,水泥需求有望企稳回升,中期来看鄂东市场受益沿江景气反弹,西南市场景气低位修复,公司水泥业务利润有望逐季改善。(2) 骨料和混凝土继续快速扩张,上半年毛利额贡献占比达到 28%,中长期逐步成为公司第二成长曲线。由于疫情冲击以及实物需求落地慢于预期,我们调整公司 2022-2024 年归母净利润至 43 (-27%) / 57 (-15%)、61 (-15%) 亿元,8 月 25 日收盘价对应市盈率 8.4、6.4、5.9 倍,维持“增持”评级。

4. 风险提示

地产信用风险失控、疫情超预期、行业竞争态度恶化的风险。

华新水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	16,127	15,215	15,847	17,031	营业总收入	32,464	34,304	37,428	39,507
货币资金及交易性金融资产	9,548	8,212	8,612	9,362	营业成本(含金融类)	21,392	24,249	25,588	26,920
经营性应收款项	2,202	2,296	2,491	2,628	税金及附加	605	635	693	732
存货	3,542	3,853	3,856	4,130	销售费用	1,331	1,537	1,583	1,599
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,635	1,629	1,586	1,645
其他流动资产	834	854	888	911	研发费用	71	110	116	122
非流动资产	36,423	43,169	49,688	56,030	财务费用	170	264	225	237
长期股权投资	524	559	599	644	加:其他收益	208	202	222	245
固定资产及使用权资产	21,599	22,636	23,540	24,312	投资净收益	27	21	74	83
在建工程	4,199	5,199	6,099	6,949	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	-98	-100	-106
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	营业利润	7,444	6,005	7,833	8,475
其他非流动资产	1,498	1,498	1,498	1,498	营业外净收支	-71	-97	-101	-107
资产总计	52,550	58,384	65,535	73,061	利润总额	7,373	5,908	7,732	8,368
流动负债	12,714	14,647	17,126	19,893	减:所得税	1,568	1,285	1,672	1,809
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,857	2,422	4,185	6,275	净利润	5,805	4,623	6,060	6,559
经营性应付款项	7,783	8,823	9,310	9,794	减:少数股东损益	441	294	386	417
合同负债	847	961	1,014	1,066	归属母公司净利润	5,364	4,329	5,674	6,142
其他流动负债	2,226	2,442	2,617	2,757	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.56	2.06	2.71	2.93
非流动负债	10,458	11,958	13,258	14,358	EBIT	7,618	6,144	7,862	8,490
长期借款	5,082	6,082	6,882	7,482	EBITDA	9,832	8,433	10,283	11,043
应付债券	3,328	3,828	4,328	4,828	毛利率(%)	34.10	29.31	31.63	31.86
租赁负债	224	224	224	224	归母净利率(%)	16.52	12.62	15.16	15.55
其他非流动负债	1,825	1,825	1,825	1,825	收入增长率(%)	10.59	5.67	9.11	5.55
负债合计	23,172	26,606	30,384	34,251	归母净利润增长率(%)	-4.74	-19.29	31.09	8.23
归属母公司股东权益	26,730	28,836	31,823	35,064					
少数股东权益	2,648	2,942	3,328	3,745					
所有者权益合计	29,378	31,779	35,151	38,810					
负债和股东权益	52,550	58,384	65,535	73,061					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,595	7,971	9,029	9,419	每股净资产(元)	12.75	13.75	15.18	16.72
投资活动现金流	-6,794	-9,111	-8,967	-8,919	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	-197	338	250	ROIC(%)	16.31	11.42	12.96	12.28
现金净增加额	130	-1,336	400	750	ROE-摊薄(%)	20.07	15.01	17.83	17.52
折旧和摊销	2,215	2,289	2,421	2,553	资产负债率(%)	44.10	45.57	46.36	46.88
资本开支	-6,186	-9,097	-9,001	-8,957	P/E (现价&最新股本摊薄)	6.76	8.38	6.39	5.91
营运资本变动	-782	690	280	60	P/B (现价)	1.36	1.26	1.14	1.03

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>

