

华新水泥 (600801.SH)

2022 半年报点评：一体化发展效果显现，非水泥业务成长迅速

买入

核心观点

不利因素压制，业绩表现承压。2022H1 公司实现营收 143.89 亿，同比-2.41%，归母净利润 15.87 亿，同比-34.9%，EPS 为 0.77 元/股。Q2 单季度营收 78.58 亿，同比-8.14%，归母净利润实现 9.15 亿，同比-46.3%。在国内疫情持续影响、水泥需求下降、成本上涨的背景下，水泥主业表现有所承压，非水泥业务快速成长一定程度上对冲收入规模下行压力。

成本制约水泥盈利水平，非水泥业务成长迅速。上半年公司水泥熟料销量 2933 万吨，同比下降 21.5%，因煤炭价格大幅上涨等原因导致吨成本上升 47 元/吨（21.9%），并导致吨毛利下降 16 元/吨至 89 元/吨。非水泥业务实现营收 39.49 亿，同比增长 45.8%，EBITDA 贡献占比已达 35%，其中骨料和混凝土收入分别大幅增长至 12.79 亿（+39.01%）和 20.02 亿（+68.68%），销量分别实现 2485 万吨（+53.6%）和 600.61 万方（+78.8%），业务占比分别提升至 8.89%（+2.65pct）和 13.91%（+5.86pct）。费用端整体保持优化，期间费用率实现 11.42%（-1.15pct），其中销售/管理/财务/研发费用分别为 4.93%/5.03%/1.15%/0.32%，分别-2.19/+0.43/+0.45/+0.16pct，财务费用率增加较明显主因汇兑损失增加所致。报告期末，公司资产负债率为 47.81%，同比略有提升主要与倍增发展扩张计划有关，上半年经营性净现金流实现 12.67 亿，同比减少 44.7%，主要由于水泥业务销量下降和成本上涨所致。

持续强化产业链一体化，坚持低碳发展。水泥业务方面，年初尼泊尔熟料线投产公司总产能增加 200 万吨/年至 1.18 亿吨/年。骨料业务多个项目建成投产，总产能增加 1350 万吨/年至 1.68 亿吨，阳新亿吨机制砂一期项目已进入设备安装阶段。混凝土方面，新增 17 家混凝土项目，新增产能 1630 万方/年至 6010 万方/年。节能减排低碳发展方面，上半年公司国内全部窑线合并 AFR 热替代率达到 10.87%，同比提升 4.67pct，合并传统热耗同比下降 34.4kcal/kg，国内达到国家能耗标杆水平的熟料生产线占比约 25%。

风险提示：成本上涨超预期；需求不及预期；疫情反复

投资建议：业绩有望迎来一定修复，维持“买入”评级。

在诸多不利因素影响下，公司仍稳步扩张非水泥业务，推动海外产能布局，为公司未来业绩增加看点。随着下半年政策推进、项目建设落地，水泥需求有望获得改善，公司业绩有望迎来一定修复。考虑上半年不利因素影响，下调 22-24 年 EPS 至 1.91/2.28/2.65 元/股（调整前为 3.0/3.3/3.7 元/股），对应 PE 为 9.0/7.6/6.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,357	32,464	33,953	39,377	44,470
(+/-%)	-6.6%	10.6%	4.6%	16.0%	12.9%
净利润(百万元)	5631	5364	4010	4776	5555
(+/-%)	-11.2%	-4.7%	-25.2%	19.1%	16.3%
每股收益(元)	2.69	2.56	1.91	2.28	2.65
EBIT Margin	26.5%	23.1%	17.6%	18.0%	18.4%
净资产收益率 (ROE)	23.9%	20.1%	13.9%	15.1%	16.0%
市盈率 (PE)	6.4	6.8	9.0	7.6	6.5
EV/EBITDA	5.7	6.2	7.1	6.2	5.7
市净率 (PB)	1.54	1.36	1.25	1.15	1.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

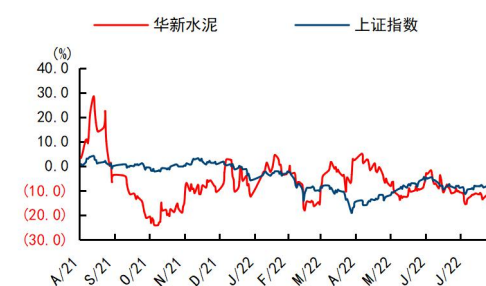
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.83 元
总市值/流通市值	35293/35293 百万元
52 周最高价/最低价	28.02/15.91 元
近 3 个月日均成交额	241.82 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华新水泥 (600801.SH) -Q1 业绩略有承压，业务布局稳步推进》——2022-04-29

《华新水泥 (600801.SH) -非水泥业务快速成长，一体化发展加速推进》——2022-03-31

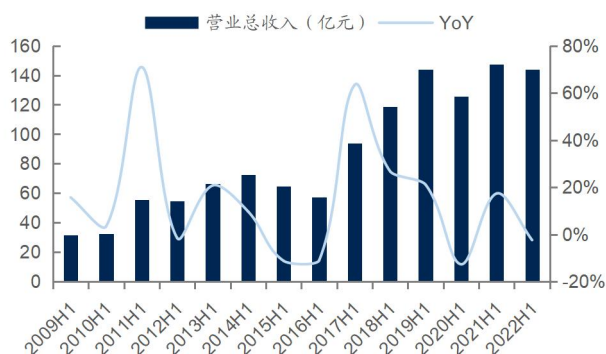
《华新水泥-600801-2021 年中报点评：产品销量齐增，中长期发展动力足》——2021-09-02

《华新水泥-600801-重大事件快评：收购大股东海外资产，助力实现倍增发展》——2021-06-16

《华新水泥-600801-2020 年年报点评：业绩逐季恢复，看好区域需求弹性》——2021-03-30

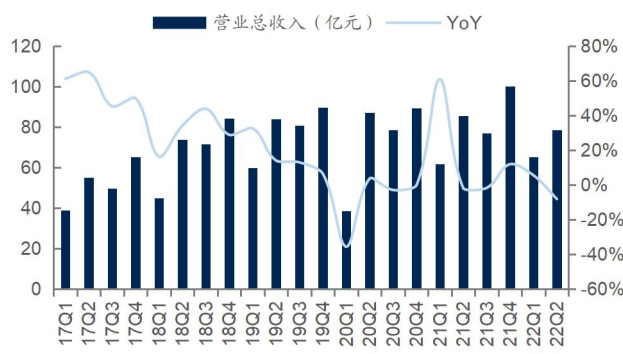
不利因素压制，业绩表现承压。2022H1 公司实现营收 143.89 亿，同比-2.41%，归母净利润 15.87 亿，同比-34.9%，EPS 为 0.77 元/股。Q2 单季度营收 78.58 亿，同比-8.14%，归母净利润实现 9.15 亿，同比-46.3%。在国内疫情持续影响、水泥需求下降、成本上涨的背景下，水泥主业表现有所承压，非水泥业务快速成长一定程度上对冲收入规模下行压力。

图1：华新水泥营业收入及增速



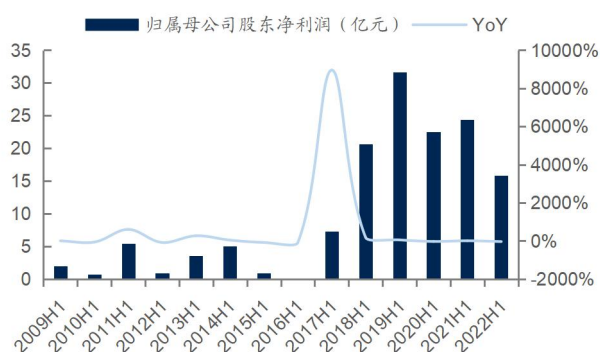
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华新水泥单季度营业收入及增速



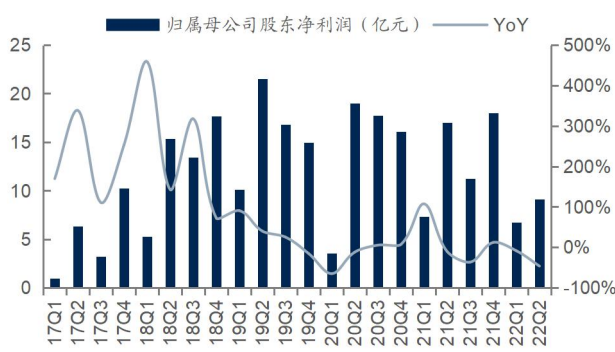
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华新水泥归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

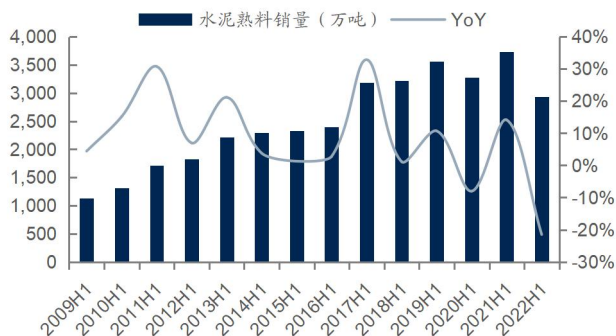
图4：华新水泥单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本制约水泥盈利水平，非水泥业务成长迅速。上半年公司水泥熟料销量 2933 万吨，同比下降 21.5%，因煤炭价格大幅上涨等原因导致吨成本上升 47 元/吨（21.9%），并导致吨毛利下降 16 元/吨至 89 元/吨。非水泥业务实现营收 39.49 亿，同比增长 45.8%，EBITDA 贡献占比已达 35%，其中骨料和混凝土收入分别大幅增长至 12.79 亿（+39.01%）和 20.02 亿（+68.68%），销量分别实现 2485 万吨（+53.6%）和 600.61 万方（+78.8%），业务占比分别提升至 8.89%（+2.65pct）和 13.91%（+5.86pct）。费用端整体保持优化，期间费用率实现 11.42%（-1.15pct），其中销售/管理/财务/研发费用分别为 4.93%/5.03%/1.15%/0.32%，分别 -2.19%/+0.43%/+0.45%/+0.16pct，财务费用率增加较明显主因汇兑损失增加所致。报告期末，公司资产负债率为 47.81%，同比略有提升主要与倍增发展扩张计划有关，上半年经营性净现金流实现 12.67 亿，同比减少 44.7%，主要由于水泥业务销量下降和成本上涨所致。

图5：华新水泥水泥熟料销量及增速



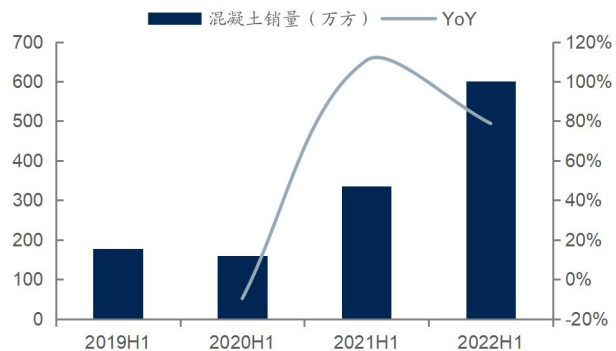
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：华新水泥骨料销量及增速



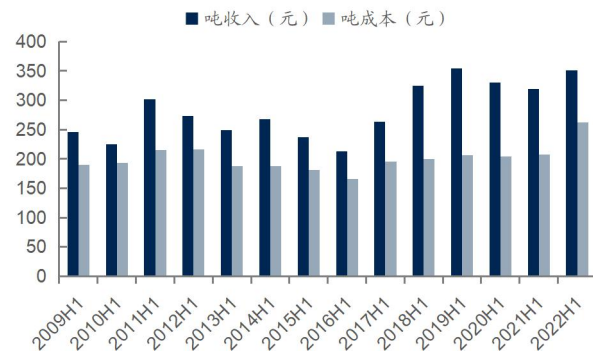
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：华新水泥商混销量及增速



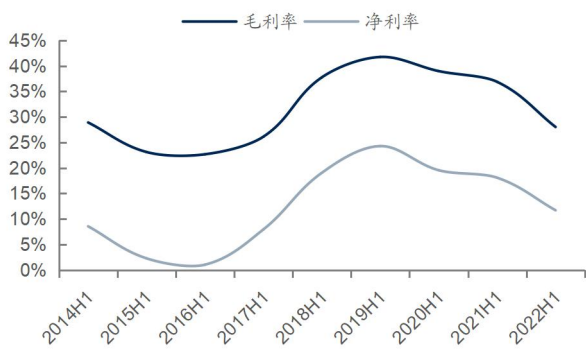
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华新水泥水泥熟料吨收入和吨成本



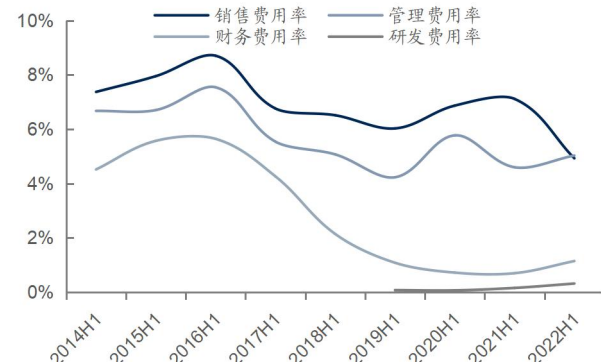
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：华新水泥毛利率、净利率



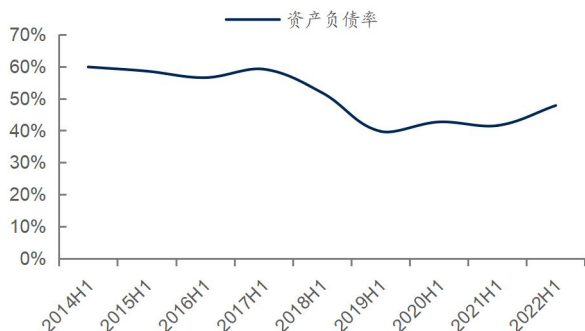
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：华新水泥期间费用率



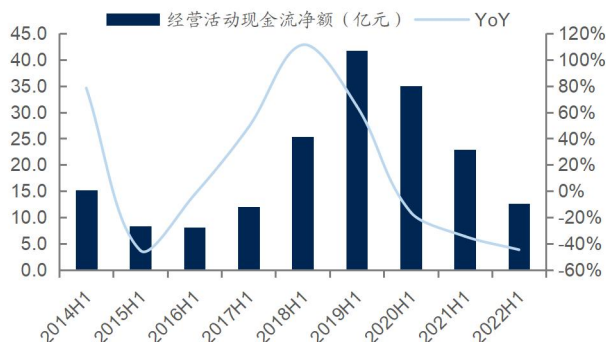
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：华新水泥资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：华新水泥经营性净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续强化产业链一体化，坚持低碳发展。水泥业务方面，年初尼泊尔熟料线投产后公司总产能增加 200 万吨/年至 1.18 亿吨/年。骨料业务多个项目建成投产，总产能增加 1350 万吨/年至 1.68 亿吨，阳新亿吨机制砂一期项目已进入设备安装阶段。混凝土方面，上半年新增 17 家混凝土项目，新增产能 1630 万方/年至 6010 万方/年。节能减排低碳发展方面，上半年公司国内全部窑线合并 AFR 热替代率达到 10.87%，同比提升 4.67pct，合并传统热耗同比下降 34.4kcal/kg，国内达到国家能耗标杆水平的生产线占比约 25%。

业绩有望迎来一定修复，维持“买入”评级。在诸多不利因素影响下，公司仍稳步扩张非水泥业务，推动海外产能布局，为公司未来业绩增加看点。随着下半年政策推进、项目建设落地，水泥需求有望获得改善，公司业绩有望迎来一定修复。考虑上半年不利因素影响，下调 22-24 年 EPS 至 1.91/2.28/2.65 元/股（调整前为 3.0/3.3/3.7 元/股），对应 PE 为 9.0/7.6/6.5x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8642	8836	8007	8800	9240	营业收入	29357	32464	33953	39377	44470
应收款项	1108	1458	1677	2043	2422	营业成本	17440	21392	24446	28155	31662
存货净额	2349	3542	4164	4654	5275	营业税金及附加	510	605	632	733	828
其他流动资产	2031	1578	2000	2117	2505	销售费用	2023	1331	1290	1575	1779
流动资产合计	15135	16127	16561	18325	20155	管理费用	1605	1635	1619	1831	2007
固定资产	22290	25525	29569	34066	39196	财务费用	306	170	544	571	615
无形资产及其他	4267	7378	7083	6788	6493	投资收益	119	27	73	50	62
投资性房地产	1725	2996	2996	2996	2996	资产减值及公允价值变动	(76)	(40)	(40)	(40)	(40)
长期股权投资	512	524	578	611	655	其他收入	183	126	(80)	(108)	(128)
资产总计	43929	52550	56787	62787	69495	营业利润	7699	7444	5374	6414	7471
短期借款及交易性金融负债	2499	1857	2000	2839	4103	营业外净收支	(35)	(71)	70	70	70
应付款项	5770	7783	8346	9766	10819	利润总额	7664	7373	5444	6484	7541
其他流动负债	3333	3074	3821	4148	4783	所得税费用	1490	1568	1108	1320	1535
流动负债合计	11603	12714	14167	16753	19705	少数股东损益	543	441	326	388	451
长期借款及应付债券	5448	8410	8410	8410	8410	归属于母公司净利润	5631	5364	4010	4776	5555
其他长期负债	1138	2048	2565	3278	3894						
长期负债合计	6586	10458	10975	11688	12303	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	18189	23172	25142	28441	32008	净利润	5631	5364	4010	4776	5555
少数股东权益	2169	2648	2710	2783	2869	资产减值准备	(132)	(43)	11	6	8
股东权益	23571	26730	28936	31562	34618	折旧摊销	1763	2112	2741	3274	3768
负债和股东权益总计	43929	52550	56787	62787	69495	公允价值变动损失	(81)	(31)	40	40	40
						财务费用	306	170	544	571	615
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	238	271	575	1494	922
每股收益	2.69	2.56	1.91	2.28	2.65	其它	388	252	51	68	78
每股红利	1.42	1.35	0.86	1.03	1.19	经营活动现金流	7807	7924	7428	9658	10370
每股净资产	11.24	12.75	13.80	15.05	16.51	资本开支	(2979)	(5017)	(6541)	(7522)	(8650)
ROIC	22%	17%	13%	14%	15%	其它投资现金流	(1005)	293	0	0	0
ROE	24%	20%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(4082)	(4736)	(6596)	(7555)	(8694)
毛利率	41%	34%	28%	29%	29%	权益性融资	(83)	153	0	0	0
EBIT Margin	26%	23%	18%	18%	18%	负债净变化	1465	1578	0	0	0
EBITDA Margin	33%	30%	26%	26%	27%	支付股利、利息	(2976)	(2829)	(1805)	(2149)	(2500)
收入增长	-7%	11%	5%	16%	13%	其它融资现金流	2914	(645)	143	839	1264
净利润增长率	-11%	-5%	-25%	19%	16%	融资活动现金流	(191)	(2993)	(1661)	(1310)	(1236)
资产负债率	46%	49%	49%	50%	50%	现金净变动	3534	195	(829)	793	440
息率	8.2%	7.8%	5.0%	5.9%	6.9%	货币资金的期初余额	5108	8642	8836	8007	8800
P/E	6.4	6.8	9.0	7.6	6.5	货币资金的期末余额	8642	8836	8007	8800	9240
P/B	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0	企业自由现金流	0	3271	1525	2887	2565
EV/EBITDA	5.7	6.2	7.1	6.2	5.7	权益自由现金流	0	4204	1236	3272	3338

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032