

华新水泥（600801）

2022年三季报点评：水泥盈利通过压力测试，关注一体化扩张增量

增持（维持）

2022年10月28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

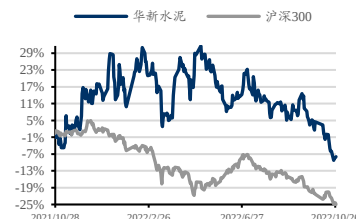
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	32,464	32,012	36,256	38,952
同比	11%	-1%	13%	7%
归属母公司净利润（百万元）	5,364	3,663	5,048	5,639
同比	-5%	-32%	38%	12%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.56	1.75	2.41	2.69
P/E（现价&最新股本摊薄）	5.76	8.44	6.12	5.48

#产品价格上涨

投资要点

- **事件：**公司披露 2022 年三季报，前三季度实现营业总收入 218.11 亿元，同比-2.9%，实现归母净利润 22.25 亿元，同比-37.6%，盈利基本符合我们预期。
- **Q3 单季收入降幅收窄，但毛利率较 Q2 环比下行，预计骨料和混凝土持续贡献收入增量，但水泥价格拖累毛利率。**（1）公司 Q3 单季收入同比-3.7%，较 Q2 降幅收窄 4.4pct，考虑到 2022 年 Q3 全国水泥产量降幅较 Q2 收窄，但数字水泥网统计的全国高标水泥含税均价同比下降 31 元/吨，环比 Q2 下降 61 元/吨，公司产能集中的两湖、西南市场趋势与全国基本一致，预计水泥量价齐跌，但骨料和混凝土业务预计延续了上半年的高速增长。（2）Q3 毛利率为 26.3%，同口径同比下降 7.7pct，环比 Q2 下降 3.1pct，除了水泥均价下跌外，也因煤价大幅上涨影响成本。
- **费用控制得当，Q3 销售、管理费用率同比压缩。**公司 Q1 单季期间费用率同口径同比增加 1.5pct 至 13.2%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同口径同比-0.1/-0.3/+0.1/+1.9pct，财务费用增加主要是汇兑损失及利息支出增加所致。
- **资本开支高位反映一体化扩张持续发力。**公司 Q3 经营活动现金流净额同比-2.5%至 12.44 亿元，小于盈利降幅，在商混业务规模扩张的背景下，年初至今收现比同比基本持平，反映公司现金流管控效果良好。Q3 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 15.67 亿元，维持高位，主要是一体化项目加快建设，有望继续支撑骨料、混凝土高增长。公司 2022 年三季报资产负债率 48.8%，同比+6.2pct，主要是盈利下行以及资本开支高位背景下带息债务增加所致。
- **水泥业务盈利有望低位回升，产业链一体化扩张进入收获期，有望持续贡献业绩增量。**基建发力开始向建材实物需求传导，重点工程项目近期加速落地，预计四季度和明年基建需求还有明显提升空间。随着需求继续回升，华中市场有望受益沿江水泥市场价格反弹，西南区域错峰自律强化也将带来景气的回升，中期水泥业务盈利有望低位回升。骨料、混凝土业务布局持续发力，布局增加和产能爬坡下有望延续高增长。
- **盈利预测与投资评级：**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 36.6（-15%）/50.5（-11%）/56.4（-8%）亿元，10 月 27 日收盘价对应市盈率 8.4、6.1、5.5 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产信用风险失控、疫情超预期、行业竞合态势恶化的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.74
一年最低/最高价	14.36/22.83
市净率(倍)	1.13
流通 A 股市值(百万元)	20,074.11
总市值(百万元)	30,903.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.01
资产负债率(%，LF)	48.75
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 年半年报点评：水泥主业盈利承压，第二成长曲线初现》

2022-08-26

《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	15,299	17,599	19,734	营业总收入	32,464	32,012	36,256	38,952
货币资金及交易性金融资产	9,548	8,683	10,472	12,058	营业成本(含金融类)	21,392	22,899	25,400	27,170
经营性应收款项	2,202	2,148	2,425	2,603	税金及附加	605	582	659	708
存货	3,542	3,639	3,827	4,169	销售费用	1,331	1,555	1,602	1,618
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,635	1,601	1,555	1,612
其他流动资产	834	829	876	905	研发费用	71	102	107	112
非流动资产	36,423	40,484	43,481	46,477	财务费用	170	368	218	234
长期股权投资	524	559	599	644	加:其他收益	208	232	255	280
固定资产及使用权资产	21,599	25,350	27,932	30,159	投资净收益	27	24	66	74
在建工程	4,199	3,000	2,500	2,350	公允价值变动	-4	0	0	0
无形资产	7,378	8,853	9,727	10,602	减值损失	-63	-97	-95	-102
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	5,063	6,941	7,751
其他非流动资产	1,498	1,498	1,498	1,498	营业外净收支	-71	-72	-73	-78
资产总计	52,550	55,783	61,080	66,211	利润总额	7,373	4,991	6,868	7,672
流动负债	12,714	12,746	14,030	14,928	减:所得税	1,568	1,071	1,467	1,639
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,857	1,214	1,214	1,214	净利润	5,805	3,920	5,401	6,034
经营性应付款项	7,783	8,331	9,241	9,885	减:少数股东损益	441	256	353	395
合同负债	847	907	1,006	1,076	归属母公司净利润	5,364	3,663	5,048	5,639
其他流动负债	2,226	2,293	2,568	2,753	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.56	1.75	2.41	2.69
非流动负债	10,458	11,958	13,258	14,358	EBIT	7,618	5,273	6,933	7,732
长期借款	5,082	6,082	6,882	7,482	EBITDA	9,832	7,847	9,676	10,681
应付债券	3,328	3,828	4,328	4,828	毛利率(%)	34.10	28.47	29.94	30.25
租赁负债	224	224	224	224	归母净利率(%)	16.52	11.44	13.92	14.48
其他非流动负债	1,825	1,825	1,825	1,825	收入增长率(%)	10.59	-1.39	13.26	7.44
负债合计	23,172	24,704	27,288	29,286	归母净利润增长率(%)	-4.74	-31.70	37.80	11.70
归属母公司股东权益	26,730	28,175	30,535	33,273					
少数股东权益	2,648	2,904	3,257	3,652					
所有者权益合计	29,378	31,080	33,792	36,925					
负债和股东权益	52,550	55,783	61,080	66,211					

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	7,224	8,960	9,375	每股净资产(元)	12.75	13.44	14.56	15.87
投资活动现金流	-6,794	-6,683	-5,747	-5,949	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	-1,405	-1,425	-1,840	ROIC(%)	16.31	10.06	12.27	12.52
现金净增加额	130	-865	1,788	1,586	ROE-摊薄(%)	20.07	13.00	16.53	16.95
折旧和摊销	2,215	2,574	2,743	2,949	资产负债率(%)	44.10	44.29	44.68	44.23
资本开支	-6,186	-6,672	-5,773	-5,978	P/E(现价&最新股本摊薄)	5.76	8.44	6.12	5.48
营运资本变动	-782	513	485	131	P/B(现价)	1.16	1.10	1.01	0.93

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>

