

华新水泥 (600801.SH)

2022年年报点评：一体化转型成效显著，海外业务扩张迅速

买入

核心观点

收入规模小幅下降，盈利水平显著承压。公司全年实现营收 304.7 亿元，同比-6.1%，归母净利润 26.99 亿元，同比-49.7%，EPS 为 1.30 元/股，拟 10 派 5.1 元/股（含税）。受房地产下行及疫情影响，公司水泥需求减少，销量下滑，但在骨料商混及海外水泥业务增长对冲下，营收仅小幅下滑，盈利水平下降主因原燃材料成本抬升所致。

水泥业务成本上行，商混骨料产能集中释放。公司全年水泥熟料总销量为 5469 万吨，同比-19.7%，实现收入 205.88 亿元，同比-19.81%，占公司营收比重同比下降 11.5pct 至 67.6%，测算公司水泥熟料吨收入/吨成本/吨毛利分别为 341/257/84 元/吨，同比-0.3/+27.9/-28.2 元/吨。非水泥业务中：商品混凝土营收 51.33 亿元，同比+61.7%，收入占比同比提升 7.1pct 至 16.9%，销量 1638.9 万方，同比+81.1%，单方收入/毛利分别为 313.2/49.6 元/方，同比-37.6/-16.4 元/方，全年完成 30 余家站点的租赁、在建、收购，产能同比增加 57%至 6865 万方/年；骨料营收 30.7 亿元，同比+49.2%，收入占比同比提升 3.7pct 至 10.1%，实现销量 6579 万吨，同比+88.1%，吨收入/吨毛利分别为 46.6/25.8 元/吨，同比-12.1/-12.8 元/吨，全年 20 条骨料生产线先后投产，产能大幅增加 36%至 2.1 亿吨/年。

海外拓展成果显现，环保转型持续推进。公司积极布局海外水泥市场，全年实现海外收入 41.9 亿元，同比+62.3%，年内尼泊尔纳拉亚尼产线投产，全年海外水泥产能同比增加 14.2%至 1237 万吨/年，海外熟料产能排名全国第二，目前已完成对非洲、中东等地十余个项目考察验证，并公告拟收购阿曼水泥厂 59.58% 股权。环保绿色转型方面，公司持续推进固废、危废处理项目，全年环保业务处置总量 331 万吨，同比+0.91%，全年完成了近 40 个固废入窑及预处理项目建设，并试点水洗提盐业务，积极拓展未来业务机遇。

风险提示：需求不及预期；成本增加超预期；海外项目推进不及预期。

投资建议：持续推进一体化发展，维持“买入”评级

预计 2023 年水泥行业景气有望保持平稳，行业盈利有望获得边际修复，公司水泥主业有望保持韧性。同时，今年公司预计仍将保持较大规模投入，全年计划投资 110 亿元，重点集中于骨料、混凝土、环保等业务一体化建设，及海外水泥业务布局，为长期发展提供持续支撑。考虑到水泥主业需求恢复进度，小幅下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 1.83/2.23/2.44 元/股（23-24 前值 1.95/2.52 元/股），对应 PE 为 8.5/7.0/6.4x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,464	30,470	35,160	39,605	42,930
(+/-%)	10.6%	-6.1%	15.4%	12.6%	8.4%
净利润(百万元)	5364	2699	3846	4673	5124
(+/-%)	-4.7%	-49.7%	42.5%	21.5%	9.7%
每股收益(元)	2.56	1.29	1.83	2.23	2.44
EBIT Margin	22.9%	14.3%	17.1%	18.1%	18.0%
净资产收益率(ROE)	20.1%	9.8%	12.8%	14.0%	13.9%
市盈率(PE)	6.1	12.1	8.5	7.0	6.4
EV/EBITDA	5.8	9.7	7.4	6.5	6.3
市净率(PB)	1.22	1.19	1.08	0.98	0.88

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：陈颖

0755-81981825

chenying@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

15.55 元

收盘价

32602/32602 百万元

总市值/流通市值

22.83/13.31 元

52 周最高价/最低价

164.18 百万元

近 3 个月日均成交额

15.55 元

买入(维持)

15.55 元

收入规模小幅下降，盈利水平显著承压。公司全年实现营收 304.7 亿元，同比 -6.1%，归母净利润 26.99 亿元，同比 -49.7%，EPS 为 1.30 元/股，拟 10 派 5.1 元/股（含税）。受房地产下行及疫情影响，公司水泥需求减少，销量下滑，但在骨料商混及海外水泥业务增长对冲下，营收仅小幅下滑，盈利水平下降主因原燃材料成本抬升所致。

图1：华新水泥营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华新水泥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



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（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华新水泥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

水泥业务成本上行，商混骨料产能集中释放。公司全年水泥熟料总销量为 5469 万吨，同比 -19.7%，实现收入 205.88 亿元，同比 -19.81%，占公司营收比重同比下降 11.5pct 至 67.6%，测算公司水泥熟料吨收入/吨成本/吨毛利分别为 341/257/84 元/吨，同比 -0.3/+27.9/-28.2 元/吨。非水泥业务中：商品混凝土营收 51.33 亿元，同比 +61.7%，收入占比同比提升 7.1pct 至 16.9%，销量 1638.9 万方，同比 +81.1%，单方收入/毛利分别为 313.2/49.6 元/方，同比 -37.6/-16.4 元/方，全年完成 30 余家站点的租赁、在建、收购，产能同比增加 57% 至 6865 万方/年；骨料营收 30.7 亿元，同比 +49.2%，收入占比同比提升 3.7pct 至 10.1%，实现销量 6579 万吨，同比 +88.1%，吨收入/吨毛利分别为 46.6/25.8 元/吨，同比 -12.1/-12.8 元/吨，全年 20 条骨料生产线先后投产，产能大幅增加 36% 至 2.1 亿吨/年。

图5：华新水泥水泥熟料销量及增速（单位：万吨、%）


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（单位：万吨、%）


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（单位：万方、%）


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、吨成本（单位：元）

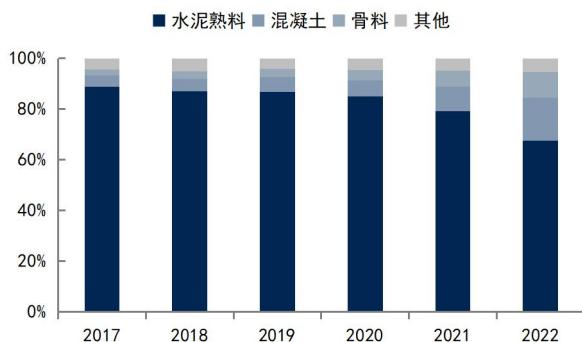

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：华新水泥商混单方收入、吨成本（单位：元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：华新水泥骨料吨收入、吨成本（单位：元）

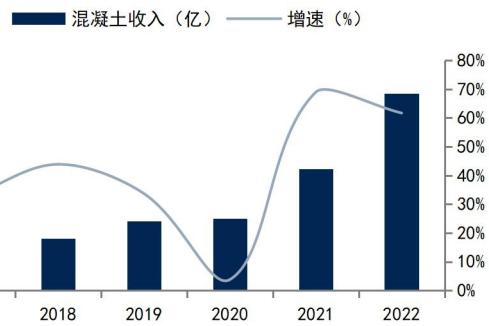

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：华新水泥各业务收入占比（%）


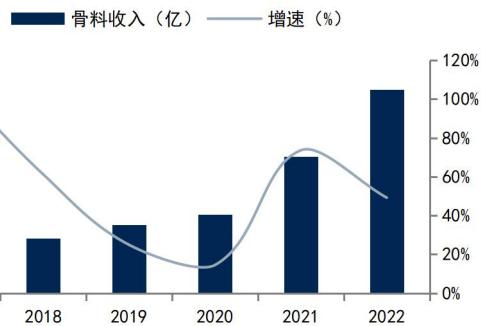
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：华新水泥水泥熟料收入及增速

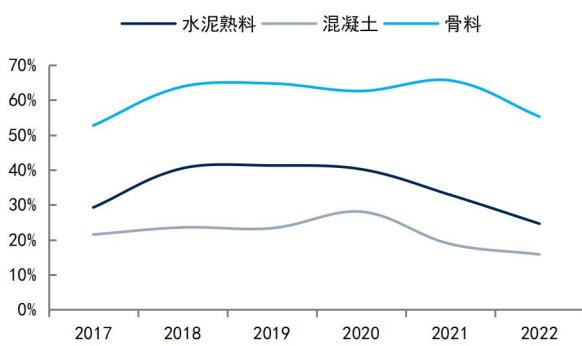

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：华新水泥商混业务收入及增速


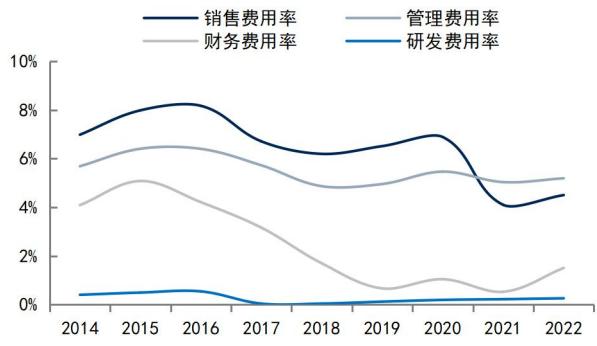
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：华新水泥骨料业务收入及增速


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15：华新水泥各业务毛利率（%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16：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

海外拓展成果显现，环保转型持续推进。公司积极布局海外水泥市场，全年实现海外收入41.9亿元，同比+62.3%，年内尼泊尔纳拉亚尼产线投产，全年海外水泥产能同比增加14.2%至1237万吨/年，海外熟料产能排名全国第二，目前已完成对非洲、中东

等地十余个项目考察验证，并公告拟收购阿曼水泥厂 59.58% 股权。环保绿色转型方面，公司持续推进固废、危废处理项目，全年环保业务处置总量 331 万吨，同比+0.91%，全年完成了近 40 个固废入窑及预处理项目建设，并试点水洗提盐业务，积极拓展未来业务机遇。

图17：华新水泥海外收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18：华新水泥处置废弃物总量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续推进一体化发展，维持“买入”评级。预计 2023 年水泥行业景气有望保持平稳，行业盈利有望获得边际修复，公司水泥主业有望保持韧性。同时，年公司预计仍将保持较大规模投入，全年计划投资 110 亿元，重点集中于骨料、混凝土、环保等业务一体化建设，及海外水泥业务布局，为长期发展提供持续支撑。考虑到水泥主业需求恢复进度，小幅下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 1.83/2.23/2.44 元/股（23-24 前值 1.95/2.52 元/股），对应 PE 为 8.5/7.0/6.4x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8836	7038	7841	10510	15378	营业收入	32464	30470	35160	39605	42930
应收款项	1458	2406	2721	3004	3191	营业成本	21392	22482	24997	27696	29959
存货净额	3542	3405	3859	4128	4485	营业税金及附加	605	586	665	750	812
其他流动资产	1578	1559	1754	2001	2155	销售费用	1331	1372	1548	1724	1847
流动资产合计	16127	14450	16217	19684	25251	管理费用	1635	1583	1838	2152	2453
固定资产	25525	29296	34114	38327	40596	财务费用	71	78	97	117	136
无形资产及其他	7378	15183	14576	13970	13364	投资收益	170	458	585	541	444
投资性房地产	2996	4873	4873	4873	4873	资产减值及公允价值变动	27	17	54	54	54
长期股权投资	524	439	402	341	293	其他收入	31	133	60	60	60
资产总计	52550	64242	70184	77196	84377	营业利润	55	(117)	(97)	(117)	(136)
短期借款及交易性金融负债	1857	5020	5500	5260	5380	营业外净收支	7444	4023	5544	6739	7392
应付款项	7783	9096	9355	10505	11140	利润总额	(71)	(34)	20	20	20
其他流动负债	3074	2509	3103	3222	3591	所得税费用	7373	3988	5564	6759	7412
流动负债合计	12714	16625	17958	18987	20111	少数股东损益	1568	965	1264	1536	1684
长期借款及应付债券	8410	11708	11478	11478	11478	归属于母公司净利润	441	325	453	550	603
其他长期负债	2048	5070	7036	9530	11760	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	10458	16779	18515	21009	23239	净利润	5364	2699	3846	4673	5124
负债合计	23172	33403	36473	39996	43350	资产减值准备	(43)	79	47	19	13
少数股东权益	2648	3392	3572	3791	4031	折旧摊销	2112	2465	3295	3935	4385
股东权益	26730	27446	30139	33410	36996	公允价值变动损失	(31)	(133)	(60)	(60)	(60)
负债和股东权益总计	52550	64242	70184	77196	84377	财务费用	170	458	585	541	444
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	271	1171	1911	2983	2549
每股收益	2.56	1.29	1.83	2.23	2.44	其它	252	(92)	133	200	227
每股红利	1.35	1.34	0.55	0.67	0.73	经营活动现金流	7924	6189	9172	11750	12238
每股净资产	12.75	13.09	14.38	15.94	17.65	资本开支	0	(5855)	(7501)	(7501)	(6001)
ROIC	17%	8%	10%	11%	12%	其它投资现金流	293	670	0	0	0
ROE	20%	10%	13%	14%	14%	投资活动现金流	281	(5100)	(7464)	(7440)	(5952)
毛利率	34%	26%	29%	30%	30%	权益性融资	(38)	546	0	0	0
EBIT Margin	23%	14%	17%	18%	18%	负债净变化	1578	2200	(230)	0	0
EBITDA Margin	29%	22%	26%	28%	28%	支付股利、利息	(2829)	(2813)	(1154)	(1402)	(1537)
收入增长	11%	-6%	15%	13%	8%	其它融资现金流	(5471)	(2207)	480	(240)	120
净利润增长率	-5%	-50%	43%	21%	10%	融资活动现金流	(8011)	(2887)	(904)	(1642)	(1417)
资产负债率	49%	57%	57%	57%	56%	现金净变动	195	(1798)	803	2668	4868
息率	8.7%	8.6%	3.5%	4.3%	4.7%	货币资金的期初余额	8642	8836	7038	7841	10510
P/E	6.1	12.1	8.5	7.0	6.4	货币资金的期末余额	8836	7038	7841	10510	15378
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	0	1095	2352	4955	6900
EV/EBITDA	5.8	9.7	7.4	6.5	6.3	权益自由现金流	0	1088	2149	4297	6676

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 ±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 ±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。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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