

低估的水泥龙头，水泥+驱动未来成长

2023 年 08 月 26 日

➤ **公司发布 2023 年半年报：**23H1 实现营收 158.32 亿元，同比+10.02%，归母净利 11.93 亿元，同比-24.85%，扣非归母净利 11.70 亿元，同比-23.80%。其中，23Q2 营收 92.03 亿元，同比+17.11%，归母净利 9.45 亿元，同比+3.23%，扣非净利 9.37 亿元，同比+5.71%。23H1 公司毛利率 24.38%，同比-3.64pct，净利率 8.53%，同比-3.17pct，其中 Q2 毛利率 27.37%，同比-2.05pct、环比+7.14pct。

➤ **水泥：盈利下滑，能耗管控领先。**23H1 公司水泥销售实现收入 91.91 亿元，同比-2.46%，占比 58.06%，同比-7.43pct；熟料销售实现收入 5.73 亿元，同比-33.31%，占比 3.62%，同比-2.35pct。营收下滑的原因主要系国内市场下游需求趋弱，盈利能力下滑，上半年公司水泥及商品熟料销量同比+2.13%（国内销量同比-0.76%），但水泥产品的吨毛利下降至 74.37 元/吨，同比-15.97%。公司在水泥生产能耗管控方面表现出色，上半年公司国内窑线合并 AFR 热替代率达到 22.16%，同比+10.12pct，熟料产品传统热耗同比-57.58kcal/kg，目前公司国内 52 条窑线中有 33 条窑线熟料单位产品综合能耗低于 100 kgce/t 的国家标杆水平。随着水泥行业节能降碳相关政策的稳步推进，公司的协同处置带来的高效能优势将进一步凸显。

➤ **“水泥+”：产能扩张，业绩强势增长。**上半年公司混凝土销售贡献收入 31.74 亿元，同比+58.53%，占比 20.05%，同比+6.14pct；骨料销售贡献收入 21.62 亿元，同比+69.08%，占比 13.66%，同比+4.77pct。从销量来看，上半年公司混凝土及骨料业务分别实现销量 1094.97 万方、5051.24 万吨，分别同比+82.31%、+103.30%。盈利能力方面，混凝土及骨料业务的单位毛利分别下降至 37.74 元/方、19.32 元/吨，分别同比-35.54%、-37.68%。我们认为公司“水泥+”业务的核心竞争力在于产能与成本优势，截至 23H1 末，公司的骨料产能达到 2.4 亿吨（同比+42.86%），分布于湖北、云南、重庆、湖南、四川、河南、贵州及西藏等 8 省市，较全面的地区覆盖也能更好地节省运输成本。同期公司商品混凝土产能达到 8990 万吨，同比+49.58%，产业链一体化的布局可以有效降低混凝土产品的生产成本，实现上游环节的利润留存，看好公司凭借领先的成本优势有望进一步扩张“水泥+”产品的市场份额。

➤ **其他关注点包括：**①上半年公司营运资金周转效率显著提升，期末经营性现金流净额为 21.27 亿元，同比+67.89%。②期末应收账款及票据同比+54.37%，其中应收账款同比+62.14%，占比约 87%，主要系赊销模式偏多的混凝土业务规模扩大所致。③筹资活动现金流净额为-20.55 亿元，主要系资本支出项目投入减少而降低借款，以及偿还到期债务而有息负债降低。④持续加码海外布局，期末海外水泥粉磨产能达到 1677 万吨/年，同比+39.75%。

➤ **投资建议：**看好华新水泥的周期+成长属性：①水泥行业龙头，估值明显偏低，②“水泥+”业务加速拓展，打造第二成长曲线，③海外加速布局，“一带一路”迎来新机遇。我们预计 2023-2025 年公司归母净利分别为 31.87、39.98、45.64 亿元，现价对应 PE 为 9、7、6 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**基建项目、地产政策落地不及预期；国际营商环境变化不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30,470	34,279	37,820	41,788
增长率 (%)	-6.1	12.5	10.3	10.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,699	3,187	3,998	4,564
增长率 (%)	-49.7	18.1	25.5	14.1
每股收益 (元)	1.29	1.52	1.91	2.18
PE	10	9	7	6
PB	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.34 元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 华新水泥 (600801.SH) 2023 年半年度业绩快报点评：国际视野，多元并行，显著低估 -2023/08/06

2. 华新水泥 (600801.SH) 事件点评：拟收购中东阿曼水泥厂，“一带一路”沿线布局-2023/03/14

3. 华新水泥 (600801.SH) 2022 年一季报点评：弹性看西南，成长看水泥+ -2022/04/30

4. 华新水泥 (600801.SH) 2021 年报点评：“水泥+”高增，成长特性凸显-2022/03/30

5. 华新水泥 (600801.SH) 事件点评：资本开支扩张，扩品+国际化+环保降碳加速-2022/03/10

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,470	34,279	37,820	41,788
营业成本	22,482	25,456	27,427	30,166
营业税金及附加	586	651	719	794
销售费用	1,372	1,474	1,626	1,797
管理费用	1,583	1,714	1,891	2,089
研发费用	78	103	113	125
EBIT	4,550	5,096	6,283	7,083
财务费用	458	368	362	332
资产减值损失	-114	-30	-30	-30
投资收益	17	34	38	42
营业利润	4,023	4,732	5,929	6,763
营业外收支	-34	-35	-35	-35
利润总额	3,988	4,697	5,894	6,728
所得税	965	1,137	1,426	1,628
净利润	3,024	3,561	4,468	5,100
归属于母公司净利润	2,699	3,187	3,998	4,564
EBITDA	7,196	7,983	9,640	10,941

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,038	7,596	9,394	11,777
应收账款及票据	1,929	1,371	1,714	2,065
预付款项	354	446	449	499
存货	3,405	3,765	4,232	4,555
其他流动资产	1,724	2,174	2,194	2,345
流动资产合计	14,450	15,353	17,983	21,240
长期股权投资	439	473	511	553
固定资产	22,721	24,721	26,494	28,236
无形资产	15,183	15,205	15,178	15,151
非流动资产合计	49,791	51,546	53,115	54,655
资产合计	64,242	66,900	71,097	75,895
短期借款	593	593	593	593
应付账款及票据	9,096	9,235	10,342	11,508
其他流动负债	6,936	7,517	7,723	8,062
流动负债合计	16,625	17,345	18,658	20,163
长期借款	7,282	7,224	7,224	7,224
其他长期负债	9,497	9,150	9,150	9,150
非流动负债合计	16,779	16,374	16,374	16,374
负债合计	33,403	33,719	35,032	36,537
股本	2,097	2,097	2,097	2,097
少数股东权益	3,392	3,766	4,235	4,770
股东权益合计	30,838	33,181	36,065	39,358
负债和股东权益合计	64,242	66,900	71,097	75,895

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.14	12.50	10.33	10.49
EBIT 增长率	-40.15	12.01	23.29	12.73
净利润增长率	-49.68	18.08	25.47	14.15
盈利能力 (%)				
毛利率	26.22	25.74	27.48	27.81
净利率	8.86	9.30	10.57	10.92
总资产收益率 ROA	4.20	4.76	5.62	6.01
净资产收益率 ROE	9.83	10.83	12.56	13.20
偿债能力				
流动比率	0.87	0.89	0.96	1.05
速动比率	0.60	0.60	0.67	0.76
现金比率	0.42	0.44	0.50	0.58
资产负债率 (%)	52.00	50.40	49.27	48.14
经营效率				
应收账款周转天数	16.56	11.81	13.04	13.81
存货周转天数	55.28	54.42	56.71	55.47
总资产周转率	0.52	0.52	0.55	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	1.29	1.52	1.91	2.18
每股净资产	13.09	14.03	15.18	16.50
每股经营现金流	2.18	3.38	4.16	4.76
每股股利	0.51	0.60	0.75	0.86
估值分析				
PE	10	9	7	6
PB	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.67	5.11	4.23	3.73
股息收益率 (%)	3.82	4.51	5.66	6.46

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,024	3,561	4,468	5,100
折旧和摊销	2,647	2,887	3,356	3,858
营运资金变动	-1,669	130	427	575
经营活动现金流	4,568	7,082	8,726	9,988
资本开支	-7,682	-4,650	-4,824	-5,293
投资	-366	1	0	0
投资活动现金流	-8,383	-4,480	-4,824	-5,293
股权募资	546	0	0	0
债务募资	4,292	-277	0	0
筹资活动现金流	1,772	-2,044	-2,104	-2,312
现金净流量	-1,934	558	1,798	2,383

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026