

# 华新水泥 (600801.SH)

## 2023年中报点评：非水泥业务表现亮眼，看好未来内生增长

买入

### 核心观点

**Q2收入增速回升，市场景气下行致利润承压。**2023H1公司实现营收158.32亿元，同比+10.02%，归母净利润11.93亿，同比-24.9%，扣除非归母净利润为11.7亿元，同比-23.8%，EPS为0.58元/股，其中Q2单季度营收92.03亿，同比+17.11%，归母净利润实现9.45亿，同比+3.23%。非水泥业务规模扩张促使收入保持增长，受市场环境影响，水泥价格下行，致使业绩承压。

**海外水泥稳健增长，非水泥业务销量高增。**1)上半年水泥业务收入97.6亿，同比-5.04%，其中国内和海外收入分别为74.6亿和23.0亿，分别同比-12.4%和+30.6%。上半年水泥熟料销量2995.1万吨，同比+2.1%，其中国内销量同比-0.8%，测算上半年总体水泥吨价格/吨成本/吨毛利分别为326/251.6/74.4元/吨，同比-24.6/-10.5/-14.1元/吨，盈利水平下降主因需求下行致国内行业竞争加剧、价格承压。2)骨料业务收入21.6亿，同比+69.0%，销量5051.1万吨，同比+103.3%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为42.8/23.5/19.3元，分别同比-8.7/+3.0/-11.7元。3)混凝土业务收入31.7亿，同比+58.5%，销量1095万方，同比+82.31%，单方收入/成本/毛利分别为290/252.1/37.7元，分别同比-43.5/-22.7/-20.8元。整体非水泥业务收入占比同比提高8.6pct至37.3%，EBITDA贡献占比超50%。

**费用端保持优化，现金流大幅提升。**上半年公司综合毛利率和净利率分别为24.4%和8.5%，分别同比-8.9pct和6.4pct；期间费用率实现11.35%，同比-0.07pct。上半年经营活动现金流净额为21.27亿，同比+67.9%，主要受益于营运资金周转效率提高。

**稳步推进一体化，产能继续保持扩张。**报告期内，公司完成海外股权收购项目和坦桑尼亚粉磨站升级改造，共新增水泥粉磨能力440万吨/年；部分骨料项目新建投产或完成提产改造，合计净增产能3150万吨/年；新增28家混凝土项目，共增加产能2115万方/年。

**风险提示：**需求恢复不及预期；供给增加超预期；成本上涨超预期。

**投资建议：**加强激励，看好未来内生增长，维持“买入”评级。

近年来，公司持续加强一体化推进和海外业务布局，为中长期成长发展提供有力支撑。今年7月公司发布新一期核心员工持股计划，充分调动员工积极性，确保战略目标实现。考虑到上半年需求影响，下调2023-25年EPS至1.43/1.75/1.94元/股（前值为1.83/2.23/2.44元/股），对应PE为9.6/7.9/7.1x，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	33,954	39,397	43,009
(+/-%)	10.6%	-6.1%	11.4%	16.0%	9.2%
净利润(百万元)	5364	2699	2996	3676	4068
(+/-%)	-4.7%	-49.7%	11.0%	22.7%	10.7%
每股收益(元)	2.56	1.29	1.43	1.75	1.94
EBIT Margin	22.9%	14.3%	14.1%	14.6%	14.5%
净资产收益率(ROE)	20.1%	9.8%	10.1%	11.4%	11.6%
市盈率(PE)	5.4	10.7	9.6	7.9	7.1
EV/EBITDA	5.5	9.1	8.1	7.2	6.9
市净率(PB)	1.08	1.05	0.98	0.90	0.83

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

13.79元

收盘价

28669/28669百万元

总市值/流通市值

18.77/11.89元

52周最高价/最低价

96.32百万元

近3个月日均成交额

#### 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)-2022年年报点评：一体化转型成效显著，海外业务扩张迅速》——2023-04-03
- 《华新水泥(600801.SH)-2022年三季报点评：短期业绩承压，中长期发展路径清晰》——2022-10-28
- 《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》——2022-08-26
- 《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)-非水泥业务快速增长，一体化发展加速推进》——2022-03-31

**Q2收入增速回升，市场景气下行致利润承压。**2023H1公司实现营收158.32亿元，同比+10.02%，归母净利润11.93亿，同比-24.9%，扣非归母净利润为11.7亿元，同比-23.8%，EPS为0.58元/股，Q2单季度营收92.03亿，同比+17.11%，归母净利润实现9.45亿，同比+3.23%。非水泥业务规模扩张使得收入保持增长，受市场环境影响，水泥价格下行，致使业绩承压。

图1: 华新水泥营业收入及增速



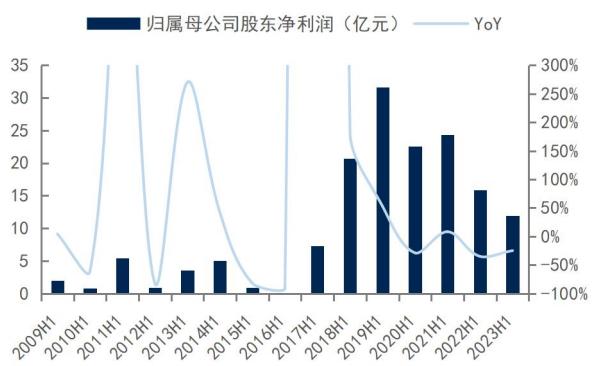
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**海外水泥稳健增长，非水泥业务销量高增。**1) 上半年水泥业务收入97.6亿，同比-5.04%，其中国内和海外收入分别为74.62亿和23.02亿，分别同比-12.4%和+30.6%。上半年水泥熟料销量2995.1万吨，同比+2.1%，其中国内销量同比-0.8%，测算上半年总体水泥吨价格/吨成本/吨毛利分别为326/251.6/74.4元/吨，同比-24.6/-10.5/-14.1元/吨，盈利水平下降主因需求下行致国内行业竞争加剧、价格承压。2) 骨料业务收入21.6亿，同比+69.0%，销量5051.1万吨，同比+103.3%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为42.8/23.5/19.3元，分别同比-8.7/+3.0/-11.7元。3) 混凝土业务收入31.7亿，同比+58.5%，销量1095万方，同比+82.31%，单方收入/成本/毛利分别为290/252.1/37.7元，分别同比-43.5/-22.7/-20.8元。整体非水泥业务收入占比同比提高8.6pct至37.3%，EBITDA贡献占比超50%。

**图5: 华新水泥水泥熟料销量及增速**

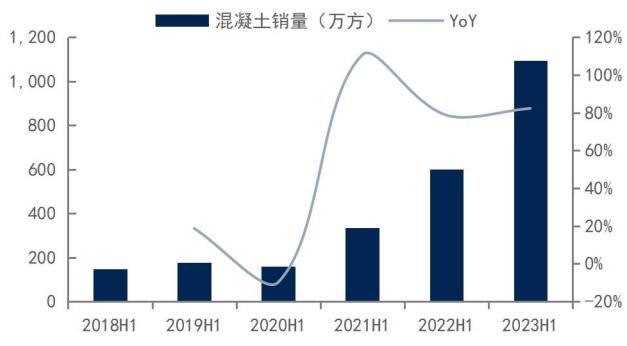

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**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

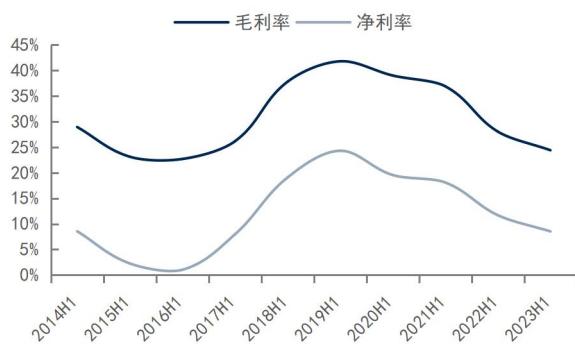
**图7: 华新水泥骨料销量及增速**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

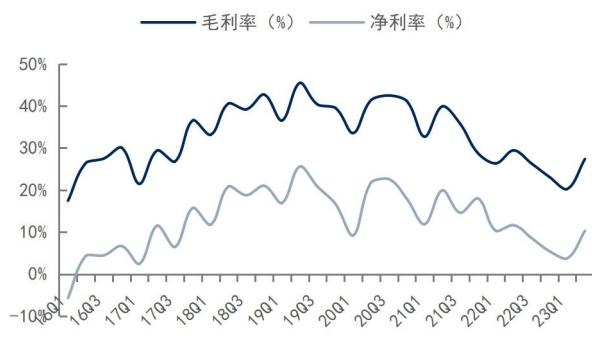
**图8: 华新水泥混凝土销量及增速**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**费用端保持优化，现金流大幅提升。**上半年公司综合毛利率和净利率分别为 24.4% 和 8.5%，分别同比-8.9pct 和 6.4pct；期间费用率实现 11.35%，同比-0.07pct。上半年经营活动现金流净额为 21.27 亿，同比+67.9%，主要受益于营运资金周转效率提高。

**图9: 华新水泥上半年毛利率和净利率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图10: 华新水泥单季度毛利率和净利率**


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

**稳步推进一体化，绿色低碳持续发展。**报告期内，公司完成海外股权收购项目和坦桑尼亚粉磨站升级改造，共新增水泥粉磨能力440万吨/年；部分骨料项目新建投产或完成提产改造，合计净增产能3150万吨/年；新增28家混凝土项目，共增加产能2115万方/年。

**投资建议：加强激励，看好未来内生增长，维持“买入”评级。**近年来，公司持续加强一体化推进和海外业务布局，为中长期成长发展提供有力支撑。今年7月公司发布新一期核心员工持股计划，充分调动员工积极性，确保战略目标实现。考虑到上半年需求影响，下调2023-25年EPS至1.43/1.75/1.94元/股（前值为1.83/2.23/2.44元/股），对应PE为9.6/7.9/7.1x，维持“买入”评级。

## 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	7390	9609	13771	<b>营业收入</b>	<b>32464</b>	<b>30470</b>	<b>33954</b>	<b>39397</b>	<b>43009</b>
应收款项	1458	2406	2628	2988	3197	营业成本	21392	22482	25136	28936	31527
存货净额	3542	3405	3879	4331	4746	营业税金及附加	605	586	643	746	814
其他流动资产	1578	1559	1694	1991	2159	销售费用	1331	1372	1495	1715	1851
<b>流动资产合计</b>	<b>16127</b>	<b>14450</b>	<b>15632</b>	<b>18960</b>	<b>23914</b>	管理费用	1635	1583	1796	2144	2457
固定资产	25525	29296	34114	38327	40596	研发费用	71	78	94	117	136
无形资产及其他	7378	15183	14576	13970	13364	财务费用	170	458	591	558	476
投资性房地产	2996	4873	4873	4873	4873	投资收益	27	17	54	54	54
长期股权投资	524	439	402	341	293	资产减值及公允价值变动	31	133	60	60	60
<b>资产总计</b>	<b>52550</b>	<b>64242</b>	<b>69599</b>	<b>76472</b>	<b>83041</b>	其他收入	55	(117)	(94)	(117)	(136)
短期借款及交易性金融负债	1857	5020	5500	5260	5380	营业利润	7444	4023	4314	5297	5864
应付款项	7783	9096	9402	11021	11788	营业外净收支	(71)	(34)	20	20	20
其他流动负债	3074	2509	3106	3360	3775	<b>利润总额</b>	<b>7373</b>	<b>3988</b>	<b>4334</b>	<b>5317</b>	<b>5884</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12714</b>	<b>16625</b>	<b>18008</b>	<b>19642</b>	<b>20943</b>	所得税费用	1568	965	985	1208	1337
长期借款及应付债券	8410	11708	11478	11478	11478	少数股东损益	441	325	353	433	479
其他长期负债	2048	5070	7036	9530	11760	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5364</b>	<b>2699</b>	<b>2996</b>	<b>3676</b>	<b>4068</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>10458</b>	<b>16779</b>	<b>18515</b>	<b>21009</b>	<b>23239</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>23172</b>	<b>33403</b>	<b>36523</b>	<b>40651</b>	<b>44182</b>	<b>净利润</b>	<b>5364</b>	<b>2699</b>	<b>2996</b>	<b>3676</b>	<b>4068</b>
少数股东权益	2648	3392	3532	3704	3895	资产减值准备	(43)	79	47	19	13
股东权益	26730	27446	29544	32117	34964	折旧摊销	2112	2465	3295	3935	4385
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>52550</b>	<b>64242</b>	<b>69599</b>	<b>76472</b>	<b>83041</b>	公允价值变动损失	(31)	(133)	(60)	(60)	(60)
						财务费用	170	458	591	558	476
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	271	1171	2095	3277	2632
每股收益	2.56	1.29	1.43	1.75	1.94	其它	252	(92)	93	153	177
每股红利	1.35	1.34	0.43	0.53	0.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>7924</b>	<b>6189</b>	<b>8466</b>	<b>11001</b>	<b>11215</b>
每股净资产	12.75	13.09	14.09	15.32	16.68	资本开支	0	(5855)	(7501)	(7501)	(6001)
ROIC	17%	8%	8%	9%	10%	其它投资现金流	293	670	0	0	0
ROE	20%	10%	10%	11%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>281</b>	<b>(5100)</b>	<b>(7464)</b>	<b>(7440)</b>	<b>(5952)</b>
毛利率	34%	26%	26%	27%	27%	权益性融资	(38)	546	0	0	0
EBIT Margin	23%	14%	14%	15%	14%	负债净变化	1578	2200	(230)	0	0
EBITDA Margin	29%	22%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(2829)	(2813)	(899)	(1103)	(1220)
收入增长	11%	-6%	11%	16%	9%	其它融资现金流	(5471)	(2207)	480	(240)	120
净利润增长率	-5%	-50%	11%	23%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8011)</b>	<b>(2887)</b>	<b>(649)</b>	<b>(1342)</b>	<b>(1100)</b>
资产负债率	49%	57%	58%	58%	58%	<b>现金净变动</b>	<b>195</b>	<b>(1798)</b>	<b>352</b>	<b>2218</b>	<b>4162</b>
息率	9.8%	9.7%	3.1%	3.8%	4.2%	货币资金的期初余额	8642	8836	7038	7390	9609
P/E	5.4	10.7	9.6	7.9	7.1	货币资金的期末余额	8836	7038	7390	9609	13771
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	1095	1590	4148	5826
EV/EBITDA	5.5	9.1	8.1	7.2	6.9	权益自由现金流	0	1088	1383	3477	5578

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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