

2023年三季报点评：单季业绩平稳增长，第二曲线持续贡献增量

增持（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	30,470	33,758	38,515	43,657
同比	-6%	11%	14%	13%
归属母公司净利润（百万元）	2,699	2,651	3,357	3,810
同比	-50%	-2%	27%	14%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.30	1.27	1.61	1.83
P/E（现价&最新股本摊薄）	11.22	11.42	9.02	7.94

关键词：#第二曲线

投资要点

- 事件：**公司披露2023年三季报，前三季度分别实现营收/归母净利润241.65亿元/18.74亿元，同比+10.8%/-15.7%，Q3单季分别实现营收/归母净利润83.33亿元/6.82亿元，同比+12.3%/+6.9%，略低于此前预期。
- Q3收入延续稳健增长，预计得益于骨料、商混贡献增量。**(1) Q3全国水泥产量同比-5.1%，需求疲软，供需矛盾加剧行业库存压力，淡季价格跌幅较大，8月后企稳回升乏力。(2)公司Q3营收同比+12.3%，预计水泥销量基本平稳，价格同比环比均明显下跌，骨料和商混销量延续高增长。(3)公司Q3毛利率为30.0%，同比/环比分别+3.6pct/+2.6pct，预计水泥得益于煤价下跌吨毛利维持，骨料和商混毛利率较为稳定。
- 费用率增加影响净利率改善幅度，资本开支继续放缓，负债率维持稳定。**(1)公司Q3期间费用率为14.8%，同比/环比分别+1.7pct/+4.5pct，主要因管理/研发/财务费用率分别同比+0.3pct/+1.1pct/+0.5pct。Q3单季销售净利率为10.5%，同比/环比分别+0.9pct/-1.1pct。(2)在商混体量快速增长的背景下，公司Q3经营活动产生的现金流量净额为13.76亿元，同比+10.6%，三季报应收账款周转天数为22天，基本保持稳定，反映公司现金流控制的成效和营运资金周转效率的提升；Q3购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为5.48亿元，同比减少65.0%，反映行业低景气下公司资本开支节奏的放缓。(3)三季报资产负债率为51.0%，环比中报基本持平，得益于现金流改善及资本开支放缓，带息债务余额193.81亿元，环比中报+9.98亿元。
- 中期宏观逆周期调节加码，需求企稳回升和行业竞合秩序修复有望推动水泥景气反弹。**当前行业景气筑底，企业利润大幅下行，低效高成本产能出清压力持续加大。短期需求疲弱，高库存压制价格反弹空间。近期新增万亿特别国债落地，我们认为中期逆周期调节将加码，财政政策持续发力，实物需求有望企稳回升。我们认为需求改善有望改变行业预期，加速行业竞合秩序修复，叠加淡季错峰力度加大，2023年价格和盈利改善弹性或超预期。公司非水泥业务上半年EBITDA贡献占比超过50%，后续随着国内骨料产能继续释放，叠加阿曼、南非项目收购推进和完成、坦桑尼亚升级改造投产，持续贡献新增长点。
- 盈利预测与投资评级：**公司水泥主业盈利有望稳步改善，非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。基于地产投资下行，我们下调2023-2025年归母净利润预测分别为26.5/33.6/38.1亿元（原值为31.2/35.9/38.8亿元），10月27日收盘价对应市盈率11.4/9.0/7.9倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**水泥需求恢复不及预期；非水泥+海外业务扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

2023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 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.56
一年最低/最高价	11.89/18.49
市净率(倍)	1.07
流通A股市值(百万元)	19,572.65
总市值(百万元)	30,270.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.58
资产负债率(% ,LF)	51.01
总股本(百万股)	2,079.00
流通A股(百万股)	1,344.28

相关研究

《华新水泥(600801): 2023年中报点评：海外拓展、国内非水泥发力共同对冲国内水泥下行》

2023-08-27

《华新水泥(600801): 2023年半年度业绩快报点评：非水泥拓展+海外布局亮点频现，水泥盈利有望底部修复》

2023-08-02

华新水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,450	13,988	15,656	17,778	营业收入	30,470	33,758	38,515	43,657
货币资金及交易性金融资产	7,080	5,754	6,647	7,551	营业成本(含金融类)	22,482	24,905	28,081	31,942
经营性应收款项	2,810	3,069	3,496	3,965	税金及附加	586	649	740	839
存货	3,405	3,957	4,231	4,901	销售费用	1,372	1,630	1,823	2,042
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,583	1,784	2,012	2,199
其他流动资产	1,155	1,207	1,282	1,362	研发费用	78	276	290	305
非流动资产	49,791	53,235	55,597	57,944	财务费用	458	671	765	868
长期股权投资	439	474	514	559	加:其他收益	217	239	263	289
固定资产及使用权资产	23,700	28,264	31,048	33,165	投资净收益	17	36	40	44
在建工程	6,575	4,188	3,094	2,647	公允价值变动	19	0	0	0
无形资产	15,183	16,415	17,047	17,679	减值损失	-135	-170	-108	-122
商誉	619	619	619	619	资产处置收益	-7	0	0	0
长期待摊费用	817	817	817	817	营业利润	4,023	3,949	4,998	5,673
其他非流动资产	2,458	2,458	2,458	2,458	营业外净收支	-34	-38	-44	-49
资产总计	64,242	67,222	71,253	75,722	利润总额	3,988	3,911	4,954	5,624
流动负债	16,625	17,273	18,910	20,885	减:所得税	965	941	1,194	1,355
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,020	4,427	4,427	4,427	净利润	3,024	2,970	3,760	4,268
经营性应付款项	9,096	10,076	11,361	12,923	减:少数股东损益	325	319	404	458
合同负债	682	755	851	968	归属母公司净利润	2,699	2,651	3,357	3,810
其他流动负债	1,827	2,015	2,271	2,567					
非流动负债	16,779	18,279	19,579	20,679	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.30	1.27	1.61	1.83
长期借款	7,282	8,282	9,082	9,682					
应付债券	4,426	4,926	5,426	5,926	EBIT	4,550	4,515	5,568	6,330
租赁负债	760	760	760	760	EBITDA	7,196	7,706	8,946	9,928
其他非流动负债	4,310	4,310	4,310	4,310					
负债合计	33,403	35,551	38,488	41,564	毛利率(%)	26.22	26.23	27.09	26.83
归属母公司股东权益	27,446	27,961	28,650	29,585	归母净利率(%)	8.86	7.85	8.72	8.73
少数股东权益	3,392	3,711	4,115	4,573					
所有者权益合计	30,838	31,671	32,764	34,158	收入增长率(%)	-6.14	10.79	14.09	13.35
负债和股东权益	64,242	67,222	71,253	75,722	归母净利润增长率(%)	-49.68	-1.79	26.63	13.51

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,568	6,827	8,235	8,883	每股净资产(元)	13.09	13.34	13.66	14.11
投资活动现金流	-8,383	-6,637	-5,744	-5,951	最新发行在外股份(百万股)	2,079	2,079	2,079	2,079
筹资活动现金流	1,772	-1,516	-1,599	-2,028	ROIC(%)	7.82	6.97	8.25	8.95
现金净增加额	-1,934	-1,326	892	904	ROE-摊薄(%)	9.83	9.48	11.72	12.88
折旧和摊销	2,647	3,192	3,378	3,598	资产负债率(%)	52.00	52.89	54.02	54.89
资本开支	-7,682	-6,638	-5,744	-5,949	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.22	11.42	9.02	7.94
营运资本变动	-1,640	198	630	485	P/B(现价)	1.11	1.09	1.07	1.03

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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

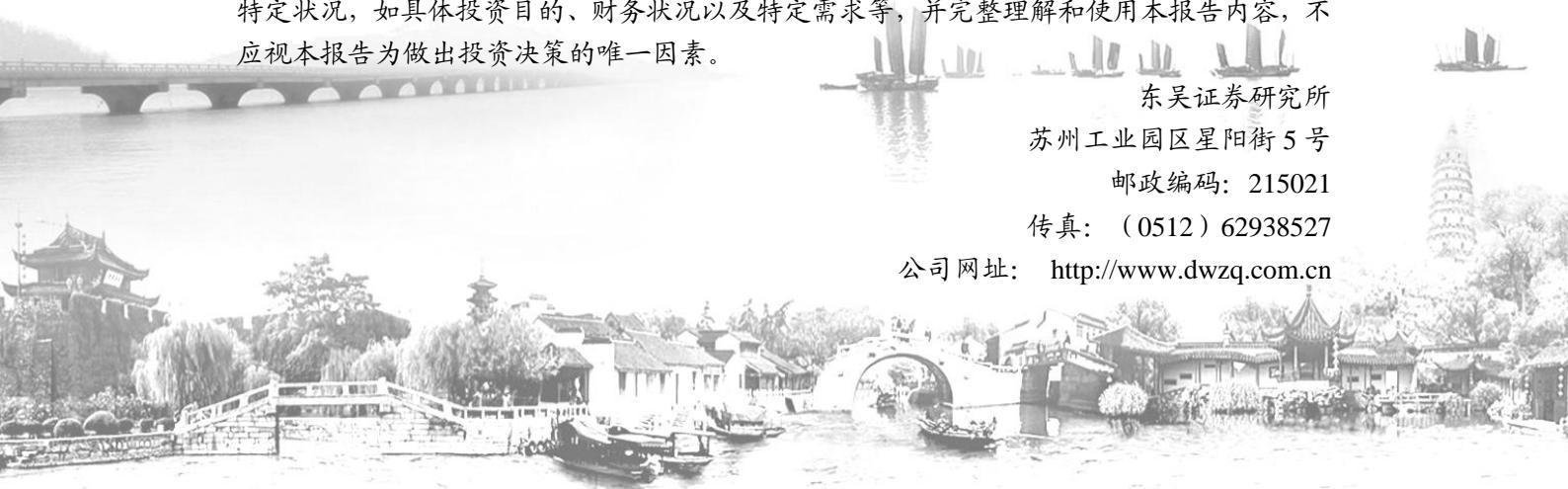
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 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>