

Q3 业绩略低于预期，看好公司长期成长性

➤ **公司发布 2023 年三季报：23Q1-Q3 实现营收 241.65 亿元，同比 +10.79%，归母净利 18.74 亿元，同比 -15.75%，扣非归母净利 18.24 亿元，同比 -14.44%。23Q3 实现营收 83.33 亿元，同比 +12.29%，归母净利 6.82 亿元，同比 +6.89%，扣非净利 6.53 亿元，同比 +9.72%。23Q1-Q3 公司毛利率 26.31%，同比 -1.13pct，净利率 9.20%，同比 -1.79pct，其中 Q3 毛利率 29.96%，同比 +3.64pct、环比 +2.59pct。**

➤ 水泥行业产销继续承压，公司表现超行业平均水平

受地产行业下行、部分地方政府资金不足等因素影响，2023 年前三季度水泥需求表现持续下滑。前三季度地产开发投资额为 8.73 万亿元，同比 -9.1%，降幅较去年同期扩大 1.1pct。前三季度全国水泥累计产量为 14.95 亿吨，同比 -0.7%，产量创近十三年来同期最低水平；其中 9 月全国水泥产量为 1.89 亿吨，同比 -7.2%，整体来看前三季度供需两端表现都较为疲弱。公司在行业下行周期中仍实现了营收的增长，其中单 Q3 营收/归母净利分别增长 12.29%、6.89%，我们认为主要得益于①公司持续推进在非洲、中亚等需求较好的海外地区布局（23H1 公司的海外营收占比约 15%）；②盈利能力较强的“水泥+”产品对业绩的贡献（22 年骨料+商混的营收占比约 26.9%，毛利占比约 31.4%）；③领先的能耗水平进一步降低了燃料成本（23H1 公司国内 52 条窑线中有 33 条的单位综合能耗低于 100 kgce/t 的国家标杆水平）。

➤ 费用率小幅上升，加码研发投入

23Q1-Q3 公司的销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.59%、5.37%、0.69%、1.91%，分别同比 -0.45pct、+0.12pct、+0.42pct、+0.45pct，前三季度期间费用率为 12.55%，同比 +0.54pct，费用率的增加进一步影响了公司的净利率水平。其中，单 Q3 的财务费用为 2.16 亿元，环比 +22%，Q3 剔除利息费用后的其他财务费用为 5248 万元（Q2 同期为 -86 万元），我们认为财务费用的较大幅度上升或因三季度人民币汇率贬值影响带来的汇兑损失所致。公司进一步加大研发支出，前三季度研发投入总额达到 1.66 亿元，同比 +181%，有望在节能减排技术改造升级方面进一步扩大优势。

➤ 现金流改善，应收账款占比增加

截至 Q3 末，公司的经营性现金流净额为 35.03 亿元，同比 +39.51%，营运资金周转效率持续提升。前三季度公司应收账款及票据同比 +37.01%，占营收比重为 11.37%，其中应收账款同比 +46.32%，占营收的 10.60%（22 年同期为 8.03%），我们认为主要系公司的混凝土业务（赊销模式偏多）规模扩大所致。

➤ **投资建议：**长期看好华新水泥：①水泥行业龙头，行业下行期市场份额有望提升；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 27.13、35.18、39.73 亿元，现价对应 PE 为 11、9、8 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	33,808	39,138	43,142
增长率（%）	-6.1	11.0	15.8	10.2
归属母公司股东净利润（百万元）	2,699	2,713	3,518	3,973
增长率（%）	-49.7	0.5	29.7	12.9
每股收益（元）	1.30	1.30	1.69	1.91
PE	11	11	9	8
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.56 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 年半年报点评：低估的水泥龙头，水泥+驱动未来成长-2023/08/26
2. 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
3. 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
4. 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
5. 华新水泥 (600801.SH) 2021 年报点评：“水泥+”高增，成长特性凸显 -2022/03/30

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	33,808	39,138	43,142
营业成本	22,482	25,099	28,696	31,571
营业税金及附加	586	701	811	894
销售费用	1,372	1,643	1,863	2,053
管理费用	1,583	1,851	2,025	2,232
研发费用	78	139	161	177
EBIT	4,550	4,533	5,769	6,422
财务费用	458	402	417	382
资产减值损失	-114	-30	-30	-30
投资收益	17	101	117	129
营业利润	4,023	4,202	5,439	6,139
营业外收支	-34	-35	-35	-35
利润总额	3,988	4,167	5,404	6,104
所得税	965	949	1,231	1,390
净利润	3,024	3,218	4,173	4,714
归属于母公司净利润	2,699	2,713	3,518	3,973
EBITDA	7,196	7,420	9,125	10,279

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,038	9,380	11,348	13,534
应收账款及票据	1,929	1,352	1,775	2,132
预付款项	354	440	470	523
存货	3,405	3,712	4,429	4,768
其他流动资产	1,724	2,132	2,216	2,369
流动资产合计	14,450	17,017	20,238	23,326
长期股权投资	439	540	657	787
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	51,628	53,276	54,904
资产合计	64,242	68,645	73,514	78,230
短期借款	593	593	593	593
应付账款及票据	9,096	9,106	10,820	12,044
其他流动负债	6,936	8,384	8,757	9,109
流动负债合计	16,625	18,083	20,171	21,746
长期借款	7,282	8,593	8,593	8,593
其他长期负债	9,497	9,085	9,085	9,085
非流动负债合计	16,779	17,678	17,678	17,678
负债合计	33,403	35,761	37,849	39,424
股本	2,097	2,079	2,079	2,079
少数股东权益	3,392	3,897	4,553	5,293
股东权益合计	30,838	32,885	35,665	38,806
负债和股东权益合计	64,242	68,645	73,514	78,230

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	10.96	15.77	10.23
EBIT 增长率	-40.15	-0.36	27.25	11.32
净利润增长率	-49.68	0.51	29.69	12.94
盈利能力 (%)				
毛利率	26.22	25.76	26.68	26.82
净利润率	8.86	8.02	8.99	9.21
总资产收益率 ROA	4.20	3.95	4.79	5.08
净资产收益率 ROE	9.83	9.36	11.31	11.86
偿债能力				
流动比率	0.87	0.94	1.00	1.07
速动比率	0.60	0.67	0.72	0.79
现金比率	0.42	0.52	0.56	0.62
资产负债率 (%)	52.00	52.09	51.48	50.39
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	0.51	0.55	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	1.30	1.30	1.69	1.91
每股净资产	13.20	13.94	14.97	16.12
每股经营现金流	2.20	3.17	4.22	4.63
每股股利	0.51	0.52	0.67	0.76
估值分析				
PE	11	11	9	8
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.98	5.80	4.71	4.18
股息收益率 (%)	3.50	3.55	4.60	5.20
现金流量表 (百万元)				
净利润	3,024	3,218	4,173	4,714
折旧和摊销	2,647	2,887	3,356	3,858
营运资金变动	-1,669	84	780	618
经营活动现金流	4,568	6,594	8,774	9,623
资本开支	-7,682	-4,672	-4,824	-5,293
投资	-366	30	0	0
投资活动现金流	-8,383	-4,488	-4,824	-5,293
股权募资	546	0	0	0
债务募资	4,292	2,012	0	0
筹资活动现金流	1,772	236	-1,982	-2,144
现金净流量	-1,934	2,342	1,968	2,186

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受到任何形式的补偿。

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。	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