

# 华新水泥（600801）

## 2023 年年报点评：一体化及海外布局持续贡献增量

增持（维持）

2024 年 03 月 31 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

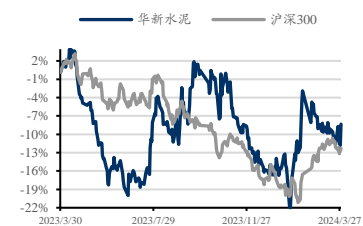
证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	30,470	33,757	35,884	39,647	43,523
同比	-6.14%	10.79%	6.30%	10.49%	9.78%
归母净利润（百万元）	2,699	2,762	2,545	3,217	3,581
同比	-49.68%	2.34%	-7.86%	26.40%	11.32%
EPS-最新摊薄（元/股）	1.30	1.33	1.22	1.55	1.72
P/E（现价&最新摊薄）	10.52	10.28	11.16	8.83	7.93

### 股价走势



### 投资要点

- **公司披露 2023 年年报**，全年实现营业总收入 337.57 亿元，同比+10.8%，实现归母净利润 27.62 亿元，同比+2.3%，实现扣非后归母净利润 23.22 亿元，同比-10.0%。公司拟向全体股东分配现金红利 0.53 元/股（含税）。
- **水泥、混凝土销量超额完成经营计划，骨料延续高增长，非水泥毛利占比提升至 44%**。（1）水泥及熟料实现销量 6190 万吨，同比+2.5%，逆势实现正增长，完成经营计划的 109%，预计主要得益于海外销量增长的贡献，海外合计新增产能 854 万吨/年。我们测算 2023 年水泥及熟料单吨销售均价/毛利分别为 311 元/81 元，分别同比-29 元/-3 元。（2）混凝土业务全年实现销量 2727 万方，同比+66.4%，完成经营计划的 109%，公司 2023 年全年发展混凝土新站点合计 23 家，产能已达到 1.22 亿方（含委托加工产能）。（3）骨料业务全年实现对外销量 13137 万吨，同比+99.7%，得益于 2023 年内新增产能 6700 万吨，年末骨料产能达 2.77 亿吨/年。我们测算 2023 年骨料单吨销售均价/毛利分别为 41 元/22 元，分别同比-6 元/-7 元。（4）2023 年骨料、混凝土业务毛利贡献占公司毛利额的比重分别达到 27.3%/13.1%，分别同比提升 6.1pct/3.0pct，非水泥毛利占比达到 44%，同比提升 8pct。（5）分季度来看，公司 2023 年 Q4 营收同比+10.8%，延续平稳增长，预计继续得益于骨料、混凝土销量的快速增长，单季毛利率 27.7%，环比 Q3 下降 2.3pct，预计主要是因为水泥均价和吨毛利因需求走弱环比 Q3 下降。
- **期间费用率小幅增加，资产处置收益贡献非经常性收益**。（1）公司 2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.5%/5.4%/0.9%/2.1%，同比分别持平/+0.2pct/0.6pct/+0.6pct，财务费用率提升预计主要是由于长期借款余额增加导致利息支出增长。（2）公司确认资产处置收益 4.27 亿元，同比增加 4.37 亿元，主要是因为公司获得工业用地收储补偿；（3）公司 2023 年销售净利率为 9.5%，同比-0.4pct。
- **资本开支加强控制，现金流质量保持较好**。（1）公司 2023 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 48.50 亿元，同比-37.2%，主要是行业环境变化，公司合理控制投资节奏所致。2023 年公司计划资本性支出 69 亿元，重点聚焦于骨料、混凝土、海外水泥的产能及替代燃料建设。（2）公司 2023 年经营活动产生的现金流量净额为 62.36 亿元，同比+36.5%，反映公司在混凝土业务体量持续增长的背景下，现金流仍保持良好。（3）公司 2023 年末资产负债率为 51.6%，同比下降 0.4pct，年末带息债务余额 213.01 亿元，同比增加 38.13 亿元。
- **盈利预测与投资评级**：水泥行业供需仍待再平衡，景气继续筑底，公司一体化及绿色低碳战略持续强化主业竞争力，资本开支支撑一体化+海外稳步拓展，有望为公司持续贡献新的增长点。基于地产投资继续下行，我们下调 2024-2025 年归母净利润至 25.45/32.17 亿元（前值为 33.57/38.10 亿元），新增 2026 年归母净利润预测为 35.81 亿元，3 月 29 日收盘价对应市盈率 11.2/8.8/7.9 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。

### 市场数据

收盘价(元)	13.66
一年最低/最高价	11.28/16.40
市净率(倍)	0.98
流通 A 股市值(百万元)	18,362.81
总市值(百万元)	28,399.08

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	13.92
资产负债率(% ,LF)	51.61
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 年三季度报点评：单季业绩平稳增长，第二曲线持续贡献增量》

2023-10-28

《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中国内水泥下行》

2023-08-27

## 1. 事件：公司披露 2023 年年报

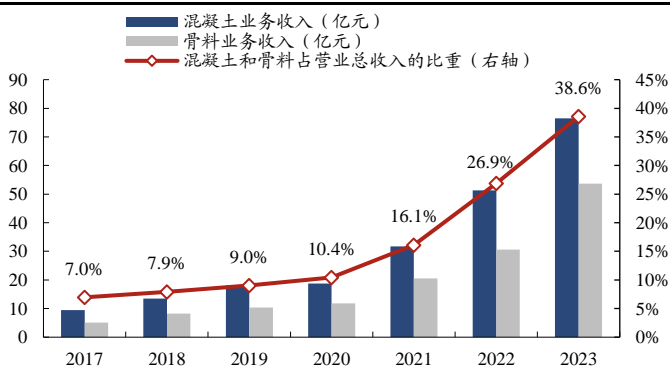
公司披露 2023 年年报，全年实现营业总收入 337.57 亿元，同比+10.8%，实现归母净利润 27.62 亿元，同比+2.3%，实现扣非后归母净利润 23.22 亿元，同比-10.0%。其中 Q4 单季度实现营业总收入 95.92 亿元，同比+10.8%，实现归母净利润 8.88 亿元，同比+87.2%，实现扣非后归母净利润 4.99 亿元，同比+11.4%。公司拟向全体股东分配现金红利 0.53 元/股（含税）。

## 2. 点评

**水泥、混凝土销量超额完成经营计划，骨料延续高增长，非水泥毛利占比提升至 44%。**

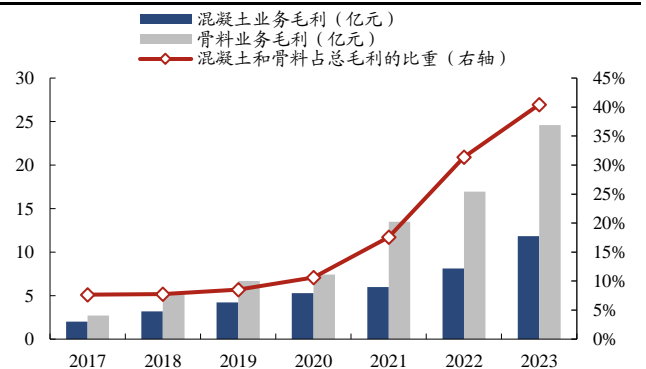
(1) 水泥及熟料实现销量 6190 万吨，同比+2.5%，逆势实现正增长，完成经营计划的 109%，预计主要得益于海外销量增长的贡献，公司 2023 年成功完成对 Oman Cement Company SAOG 64.66%股权、Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd.,100%股权的收购，坦桑尼亚马文尼公司二期 4500 吨/日水泥熟料生产线项目投产，海外合计新增产能 854 万吨/年，截至 2023 年底，公司海外有效水泥粉磨能力达到 2091 万吨/年。我们测算 2023 年水泥及熟料单吨销售均价/毛利分别为 311 元/81 元，分别同比-29 元/-3 元。(2) 混凝土业务全年实现销量 2727 万方，同比+66.4%，完成经营计划的 109%，得益于混凝土业务全面展开的成效，2023 年全年发展混凝土新站点合计 23 家，产能已达到 1.22 亿方（含委托加工产能）。我们测算 2023 年混凝土单方均价/毛利分别为 284 元/36 元，分别同比-29 元/-14 元。(3) 骨料业务全年实现对外销量 13137 万吨，同比+99.7%，得益于 2023 年内新增产能 6700 万吨，年末骨料产能达 2.77 亿吨/年。我们测算 2023 年骨料单吨销售均价/毛利分别为 41 元/22 元，分别同比-6 元/-7 元。(4) 2023 年骨料、混凝土业务毛利贡献占公司毛利额的比重分别达到 27.3%/13.1%，分别同比提升 6.1pct/3.0pct，非水泥毛利占比达到 44%，同比提升 8pct。(5) 分季度来看，公司 2023 年 Q4 营收同比+10.8%，延续平稳增长，预计继续得益于骨料、混凝土销量的快速增长，单季毛利率 27.7%，环比 Q3 下降 2.3pct，预计主要是因为水泥均价和吨毛利因需求走弱环比 Q3 下降。

图1：公司混凝土和骨料业务收入规模及比重



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图2：公司混凝土和骨料业务毛利规模及比重

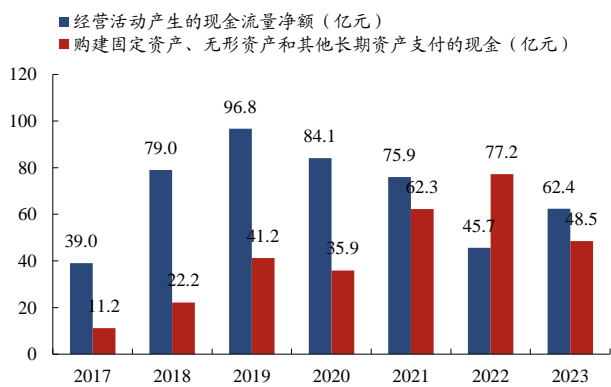


数据来源：公司年报、Wind、东吴证券研究所

**期间费用率小幅增加，资产处置收益贡献非经常性收益。**(1)公司 2023 年期间费用率为 12.9%，同比提升 1.4pct。(2)其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.5%/5.4%/0.9%/2.1%，同比分别持平/+0.2pct/0.6pct/+0.6pct，财务费用率提升预计主要是由于长期借款余额增加导致利息支出增长。(3)公司确认资产处置收益 4.27 亿元，同比增加 4.37 亿元，主要是因为公司获得工业用地收储补偿；(4)公司 2023 年销售净利率为 9.5%，同比-0.4pct。

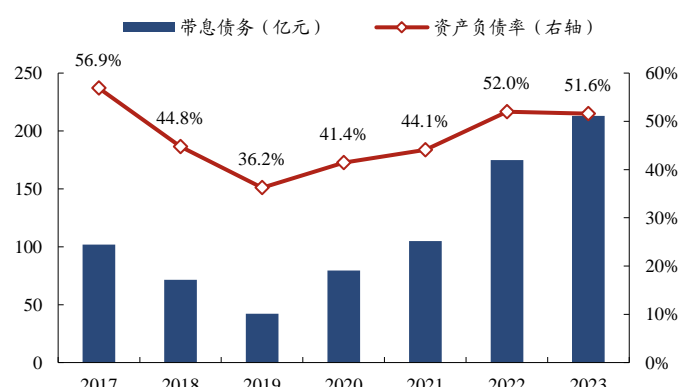
**资本开支加强控制，现金流质量保持较好。**(1)公司 2023 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 48.50 亿元，同比-37.2%，主要是行业环境变化，公司合理控制投资节奏所致。根据公司年报，2023 年公司计划资本性支出 69 亿元，重点聚焦于骨料、混凝土、海外水泥的产能及替代燃料建设。(2)公司 2023 年经营活动产生的现金流量净额为 62.36 亿元，同比+36.5%，反映公司在混凝土业务体量持续增长背景下，现金流仍保持良好。(3)公司 2023 年末资产负债率为 51.6%，同比下降 0.4pct，环比 2023 年三季度末上升 0.6pct；2023 年末带息债务余额 213.01 亿元，同比增加 38.13 亿元，环比 2023 年三季度末上升 19.21 亿元。

图3：公司经营活动现金流及资本开支情况



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图4：公司带息债务与负债率情况



数据来源：公司年报、Wind、东吴证券研究所

**行业供需仍待再平衡，景气继续筑底，公司一体化战略持续推进强化综合竞争力，一体化+海外布局持续贡献新增量。**(1)节后水泥市场开工需求弱于预期，区域稳价取决于错峰自律执行效果，南方部分市场存竞争加剧的情况，行业景气继续承压。但中长期来看，一方面财政和准财政工具发力下基建实物需求有望加快落地，另一方面全行业盈利回到 2015 年的历史前低之下，叠加碳交易政策有望落地，利好低效、过剩产能出清和行业集中度进一步提升，强化了景气反弹的基础。(2)一体化战略持续推进下公司骨料、混凝土业务体量继续稳步扩张，年报披露 2024 年骨料、混凝土计划销量分别为 1.56 亿吨/3052 万方，较 2023 年实际完成值分别增长 19%/12%。公司绿色低碳持续取得新成果，数字化建设稳步推进，集团合并热值替代率达到 20%，较 2022 年提升 6 个百分点，国内标杆水平窑线占比达到 63%。海外粉磨产能达到 2091 万吨/年，同比增长 69%，一体化和海外布局有望持续贡献新业绩增量。

### 3. 盈利预测与投资建议

水泥行业供需仍待再平衡，景气继续筑底，公司一体化及绿色低碳战略持续强化主业竞争力，资本开支支撑一体化+海外稳步拓展，有望为公司持续贡献新的增长点。基于地产投资继续下行，我们下调 2024-2025 年归母净利润至 25.45/32.17 亿元（前值为 33.57/38.10 亿元），新增 2026 年归母净利润预测为 35.81 亿元，3 月 29 日收盘价对应市盈率 11.2/8.8/7.9 倍，维持“增持”评级。

### 4. 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。

## 华新水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>15,220</b>	<b>16,270</b>	<b>19,422</b>	<b>22,951</b>	<b>营业总收入</b>	<b>33,757</b>	<b>35,884</b>	<b>39,647</b>	<b>43,523</b>
货币资金及交易性金融资产	5,851	5,894	8,466	10,980	营业成本(含金融类)	24,741	26,774	28,915	31,739
经营性应收款项	3,698	3,867	4,262	4,678	税金及附加	745	792	875	960
存货	3,463	4,255	4,357	4,870	销售费用	1,519	1,610	1,821	1,946
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,819	1,894	2,139	2,383
其他流动资产	2,207	2,254	2,338	2,423	研发费用	301	316	332	349
<b>非流动资产</b>	<b>53,581</b>	<b>56,300</b>	<b>57,963</b>	<b>59,630</b>	财务费用	699	646	674	696
长期股权投资	513	548	588	633	加:其他收益	175	210	231	254
固定资产及使用权资产	29,433	32,552	34,655	36,482	投资净收益	59	58	67	71
在建工程	3,615	2,707	2,354	2,277	公允价值变动	(36)	0	0	0
无形资产	15,958	16,431	16,304	16,177	减值损失	(206)	(108)	(119)	(131)
商誉	769	769	769	769	资产处置收益	427	0	0	0
长期待摊费用	957	957	957	957	<b>营业利润</b>	<b>4,352</b>	<b>4,012</b>	<b>5,069</b>	<b>5,644</b>
其他非流动资产	2,336	2,336	2,336	2,336	营业外净收支	(25)	(27)	(30)	(33)
<b>资产总计</b>	<b>68,800</b>	<b>72,571</b>	<b>77,385</b>	<b>82,581</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,326</b>	<b>3,985</b>	<b>5,040</b>	<b>5,611</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,934</b>	<b>19,221</b>	<b>20,234</b>	<b>21,548</b>	减:所得税	1,108	1,020	1,291	1,439
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,365	6,721	6,721	6,721	<b>净利润</b>	<b>3,218</b>	<b>2,965</b>	<b>3,748</b>	<b>4,173</b>
经营性应付款项	8,762	9,482	10,241	11,241	减:少数股东损益	456	420	531	591
合同负债	717	776	838	920	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,762</b>	<b>2,545</b>	<b>3,217</b>	<b>3,581</b>
其他流动负债	2,089	2,242	2,435	2,666	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	1.22	1.55	1.72
非流动负债	16,571	18,071	19,371	20,471	EBIT	4,644	4,498	5,565	6,146
长期借款	8,623	9,623	10,423	11,023	EBITDA	8,440	8,413	9,642	10,424
应付债券	3,964	4,464	4,964	5,464	毛利率(%)	26.71	25.39	27.07	27.08
租赁负债	1,349	1,349	1,349	1,349	归母净利率(%)	8.18	7.09	8.11	8.23
其他非流动负债	2,635	2,635	2,635	2,635	收入增长率(%)	10.79	6.30	10.49	9.78
<b>负债合计</b>	<b>35,505</b>	<b>37,293</b>	<b>39,606</b>	<b>42,019</b>	归母净利润增长率(%)	2.34	(7.86)	26.40	11.32
归属母公司股东权益	28,933	30,496	32,466	34,658					
少数股东权益	4,362	4,782	5,313	5,904					
<b>所有者权益合计</b>	<b>33,295</b>	<b>35,278</b>	<b>37,779</b>	<b>40,563</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>68,800</b>	<b>72,571</b>	<b>77,385</b>	<b>82,581</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,236	6,986	8,452	8,958	每股净资产(元)	13.92	14.67	15.62	16.67
投资活动现金流	(6,454)	(6,604)	(5,703)	(5,907)	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	(952)	(339)	(177)	(537)	ROIC(%)	6.71	5.97	6.98	7.23
现金净增加额	(1,246)	43	2,571	2,514	ROE-摊薄(%)	9.55	8.35	9.91	10.33
折旧和摊销	3,796	3,915	4,078	4,277	资产负债率(%)	51.61	51.39	51.18	50.88
资本开支	(4,629)	(6,627)	(5,730)	(5,933)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.28	11.16	8.83	7.93
营运资本变动	(1,240)	(148)	353	211	P/B(现价)	0.98	0.93	0.87	0.82

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。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>