

华新水泥 (600801.SH)

2023 年年报点评：非水泥业务大幅增长，海外发展稳步突破

买入

核心观点

收入逆势稳健增长，资产处置贡献收益。2023 年公司实现营收 337.6 亿元，同比+10.8%，归母净利润 27.6 亿元，同比+2.34%，扣非归母净利润 23.2 亿元，同比-10.0%，EPS 为 1.33 元/股，并拟 10 派 5.3 元（含税），受益非水泥业务和海外拓展贡献成长，收入逆势稳健增长。Q4 单季实现营收 95.9 亿元，同比+10.8%，归母净利润 8.9 亿元，同比+87.2%，扣非归母净利润 5.0 亿元，同比+11.4%，其中资产处置贡献收益 4.2 亿元，主因获得工业用地收储补偿。

非水泥业务大幅增长，海外发展稳步突破。分产品看，1) 全年水泥熟料销量 6190 万吨，同比+2.5%，实现收入 192.8 亿元，同比-6.4%，测算水泥熟料吨收入/吨成本/吨毛利 311/231/81 元/吨，同比-29/-27/-3.0 元/吨，单位盈利下降主因需求下行、竞争加剧导致价格承压，毛利率 26%，同比+1.4pp；2) 混凝土销量 2727 万方，同比+66.4%，实现收入 76.5 亿元，同比+49.1%，毛利率 15.5%，同比-0.4pp；3) 骨料销量 1.3 亿吨，同比+100%，实现收入 53.6 亿元，同比+75%，毛利率 45.9%，同比-9.4pp，受益一体化业务全面展开，骨料和混凝土销量和收入同比均实现大幅增长，非水泥业务整体收入占比同比提高 10pp 至 43%，已成为公司利润重要贡献点。分地区看，海外发展稳步突破，通过完成 Oman Cement 64.66% 股权和 Natal Portland Cement 100% 股权收购，叠加坦桑尼亚二期生产线投产，水泥粉磨产能已达 2091 万吨，同比+69%，海外熟料产能排名全国第二，实现收入 54.4 亿元，同比+30%。

费用率小幅提升，现金流同比改善，分红率保持稳定。2023 年实现综合毛利率 26.7%，同比+0.5pp，期间费用率 12.9%，同比+1.4pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别持平/+0.2pp/+0.6pp/+0.6pp，盈利能力总体平稳，费用率小幅提升。受益盈利同比增加，现金流同比改善，实现经营性净现金流 62.4 亿元，同比+36.5%，截至 2023 年末资产负债率 51.6%，同比基本持平，同时拟现金分红 11.0 亿元，分红率稳定 40%。

风险提示：需求恢复不及预期；竞争加剧供给格局恶化；成本上涨超预期。

投资建议：盈利底部区间，战略扩张稳步推进贡献成长，维持“买入”评级

目前水泥盈利已接近底部，未来进一步向下空间有限，同时公司持续一体化转型和海外发展，非水泥业务和海外市场逐步放量贡献新增长点，未来有望持续提供支撑。基于整体需求复苏偏缓，下调 24-25 年盈利预测，预计 24-26 年 EPS 为 1.36/1.61/1.83 元/股，对应 PE 为 10.3/8.7/7.6x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,470	33,757	35,471	37,945	40,728
(+/-%)	-6.1%	10.8%	5.1%	7.0%	7.3%
净利润(百万元)	2699	2762	2821	3345	3808
(+/-%)	-49.7%	2.3%	2.1%	18.6%	13.8%
每股收益(元)	1.29	1.33	1.36	1.61	1.83
EBIT Margin	14.3%	13.7%	14.6%	15.8%	16.4%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	9.5%	9.2%	10.3%	10.9%
市盈率 (PE)	10.8	10.5	10.3	8.7	7.6
EV/EBITDA	9.2	8.0	7.5	6.6	6.2
市净率 (PB)	1.07	1.00	0.95	0.89	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：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.95 元
总市值/流通市值	29002/29002 百万元
52 周最高价/最低价	16.40/11.28 元
近 3 个月日均成交额	127.04 百万元

市场走势



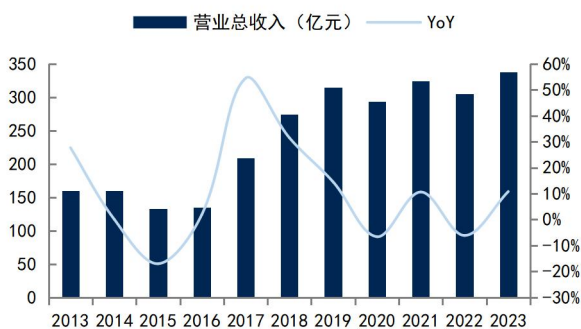
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华新水泥 (600801.SH) - 2023 年中报点评：非水泥业务表现亮眼，看好未来内生增长》——2023-08-29
- 《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

收入逆势稳健增长，资产处置贡献收益。2023 年公司实现营收 337.6 亿元，同比+10.8%，归母净利润 27.6 亿元，同比+2.34%，扣非归母净利润 23.2 亿元，同比-10.0%，EPS 为 1.33 元/股，并拟 10 派 5.3 元（含税），尽管受国内水泥需求持续下滑影响，非水泥业务和海外拓展贡献成长，收入逆势稳健增长。Q4 单季度实现营收 95.9 亿元，同比+10.8%，归母净利润 8.9 亿元，同比+87.2%，扣非归母净利润 5.0 亿元，同比+11.4%，其中资产处置贡献收益 4.2 亿元，主因公司获得工业用地收储补偿。

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

非水泥业务大幅增长，海外发展稳步突破。分产品看，1) 公司全年水泥熟料销量 6190 万吨，同比+2.5%，实现收入 192.8 亿元，同比-6.4%，测算公司水泥熟料吨收入/吨成本/吨毛利分别为 311/231/81 元/吨，同比-29/-27/-3.0 元/吨，单位盈利下降主因需求下行、竞争加剧导致价格承压，毛利率 26%，同比+1.4pp；2) 混凝土销量 2727 万方，同比+66.4%，实现收入 76.5 亿元，同比+49.1%，单方收入/成本/毛利分别为 281/237/43 元/方，分别同比-33/-26/-6 元，毛利率 15.5%，同比-0.4pp；3) 骨料销量 1.3 亿吨，同比+100%，实现收入 53.6 亿元，同比+75%，吨收入/吨成本/吨毛利分别为 41/22/19 元，分别同比-6/+1/-7 元/吨，毛利率 45.9%，同比-9.4pp，受益一体化业务全面展开，骨料和混凝土销量和收入同比均实现大幅增长，非水泥业务整体收入占比同比提高 10pp 至 43%，已成为公司利润重要贡献点。分地区看，海外发展稳步突破，通过完成 Oman Cement 64.66% 股权和 Natal Portland Cement 100% 股权收购，

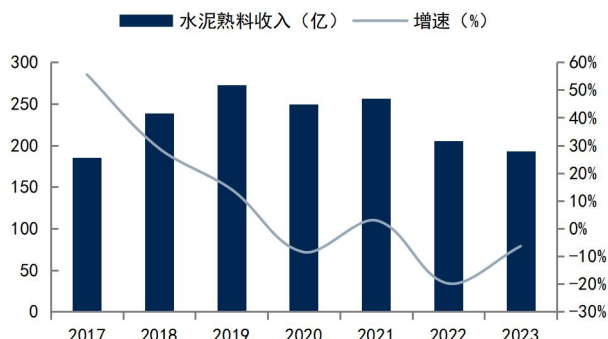
叠加坦桑尼亚二期生产线投产，水泥粉磨产能已达 2091 万吨，同比+69%，海外熟料产能排名全国第二，实现收入 54.4 亿元，同比+30%。

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



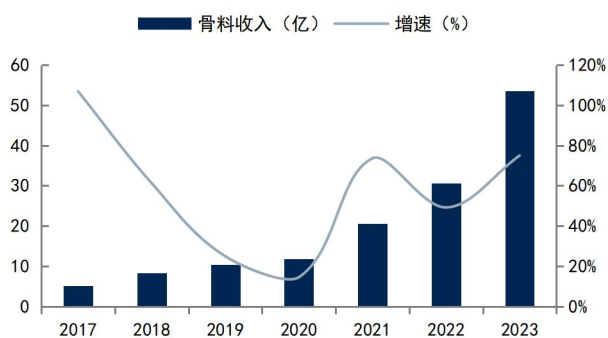
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 华新水泥骨料业务收入及增速



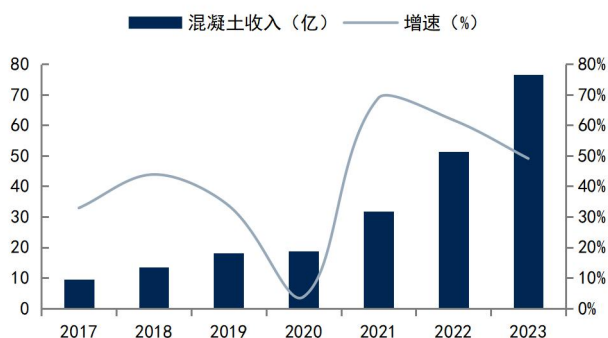
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 华新水泥混凝土销量及增速



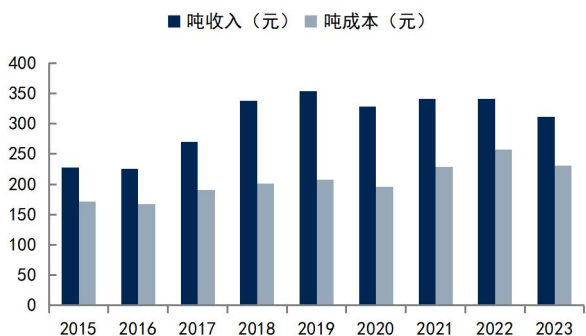
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 华新水泥混凝土业务收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 华新水泥水泥熟料吨收入和吨成本 (单位: 元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 华新水泥骨料吨收入、吨成本 (单位: 元)



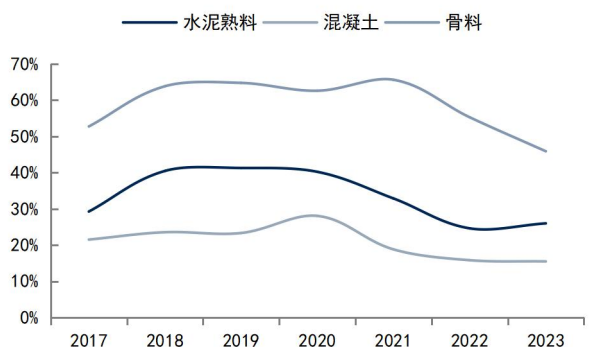
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 华新水泥商混单方收入、吨成本 (单位: 元)



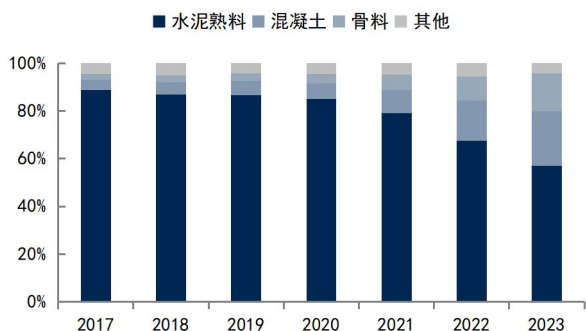
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 华新水泥各业务毛利率 (单位: %)



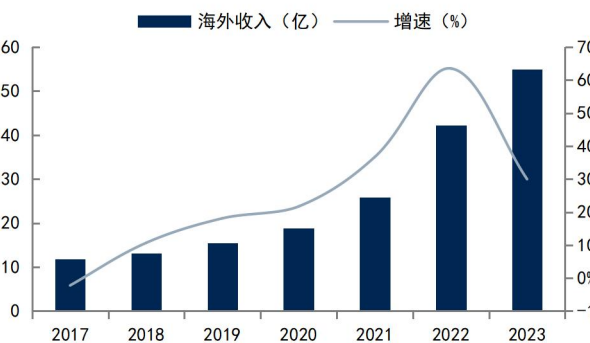
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 华新水泥分产品收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

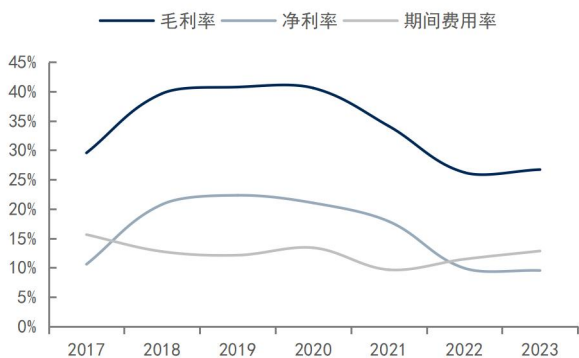
图16: 华新水泥海外业务收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

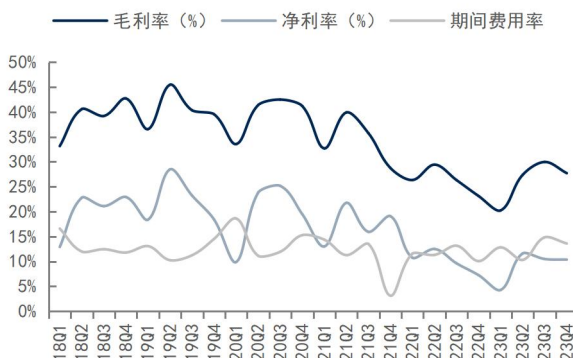
费用率小幅提升，现金流同比改善，分红率保持稳定。2023 年实现综合毛利率 26.7%，同比+0.5pp，期间费用率 12.9%，同比+1.4pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别持平/+0.2pp/+0.6pp/+0.6pp，盈利能力总体平稳，费用率小幅提升。受益盈利同比增加，现金流同比改善，实现经营性净现金流 62.4 亿元，同比+36.5%，截至 2023 年末资产负债率 51.6%，同比基本持平，同时拟现金分红 11.0 亿元，分红率稳定 40%。

图17：华新水泥毛利率、净利率和期间费用率



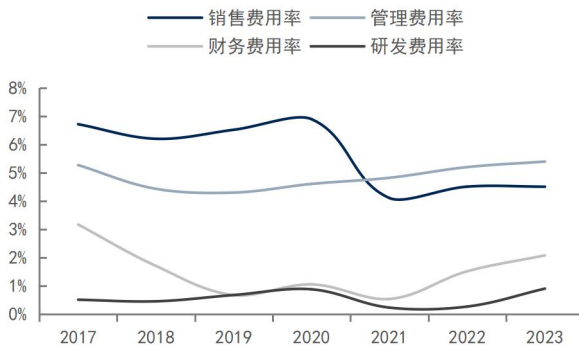
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18：华新水泥单季度毛利率、净利率和期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19：华新水泥期间费用率



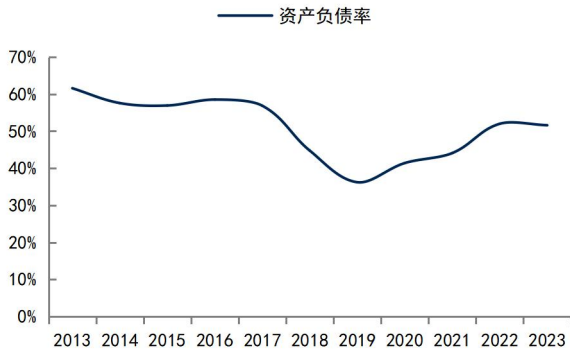
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20：华新水泥经营性净现金流及增速



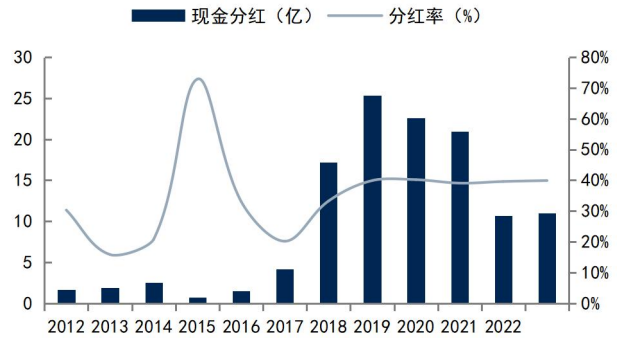
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 华新水泥资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 华新水泥现金分红和分红率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 盈利底部区间, 战略扩张稳步推进贡献成长, 维持“买入”评级。目前水泥盈利已接近底部, 未来进一步向下空间有限, 同时公司持续一体化转型和海外发展, 非水泥业务和海外市场逐步放量贡献新增长点, 未来有望持续提供支撑。基于整体需求复苏偏缓, 下调 24-25 年盈利预测, 预计 24-26 年 EPS 为 1.36/1.61/1.83 元/股, 对应 PE 为 10.3/8.7/7.6x, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7038	5849	8267	8727	10865	营业收入	30470	33757	35471	37945	40728
应收款项	2406	3275	3441	3608	3911	营业成本	22482	24741	25661	27039	28816
存货净额	3405	3463	3462	3542	3802	营业税金及附加	586	745	780	835	896
其他流动资产	1559	2631	1419	1518	1629	销售费用	1372	1519	1596	1708	1833
流动资产合计	14450	15220	16591	17397	20210	管理费用	1583	1819	1932	2022	2124
固定资产	29296	31367	33095	34198	34762	研发费用	78	301	319	342	367
无形资产及其他	15183	15958	16320	16831	17515	财务费用	458	699	727	731	705
投资性房地产	4873	5743	5743	5743	5743	投资收益	17	59	0	0	0
长期股权投资	439	513	713	863	1013	资产减值及公允价值变动	(95)	(174)	(200)	(200)	(200)
资产总计	64242	68800	72461	75032	79243	其他收入	110	233	(169)	(192)	(217)
短期借款及交易性金融负债	5020	7365	7500	7875	8269	营业利润	4023	4352	4406	5219	5937
应付款项	9096	8762	8322	8949	9416	营业外净收支	(34)	(25)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	2509	2807	4075	3653	4213	利润总额	3988	4326	4376	5189	5907
流动负债合计	16625	18934	19898	20477	21898	所得税费用	965	1108	1094	1297	1477
长期借款及应付债券	11708	12587	12587	12587	12587	少数股东损益	325	456	461	547	623
其他长期负债	5070	3984	4951	4892	5346	归属于母公司净利润	2699	2762	2821	3345	3808
长期负债合计	16779	16571	17539	17479	17933	现金流量表 (百万元)					
负债合计	33403	35505	37436	37956	39831	净利润	2699	2762	2821	3345	3808
少数股东权益	3392	4362	4399	4444	4495	资产减值准备	79	24	21	5	3
股东权益	27446	28933	30625	32632	34917	折旧摊销	2465	3414	3677	4080	4384
负债和股东权益总计	64242	68800	72461	75032	79243	公允价值变动损失	95	174	200	200	200
关键财务与估值指标						财务费用	458	699	727	731	705
每股收益	1.29	1.33	1.36	1.61	1.83	营运资本变动	1171	(3970)	2876	(196)	810
每股红利	1.34	1.06	0.54	0.64	0.73	其它	(92)	69	16	40	48
每股净资产	13.09	13.92	14.73	15.70	16.80	经营活动现金流	6417	2474	9611	7474	9252
ROIC	8%	8%	7%	8%	9%	资本开支	0	(3994)	(6000)	(5900)	(5835)
ROE	10%	10%	9%	10%	11%	其它投资现金流	670	40	(0)	(0)	(0)
毛利率	26%	27%	28%	29%	29%	投资活动现金流	755	(4028)	(6200)	(6050)	(5985)
EBIT Margin	14%	14%	15%	16%	16%	权益性融资	109	221	0	0	0
EBITDA Margin	22%	24%	25%	27%	27%	负债净变化	2200	1341	0	0	0
收入增长	-6%	11%	5%	7%	7%	支付股利、利息	(2813)	(2195)	(1128)	(1338)	(1523)
净利润增长率	-50%	2%	2%	19%	14%	其它融资现金流	(7853)	1853	135	375	394
资产负债率	57%	58%	58%	57%	56%	融资活动现金流	(8970)	365	(993)	(963)	(1129)
股息率	9.7%	7.6%	3.9%	4.6%	5.3%	现金净变动	(1798)	(1189)	2417	461	2138
P/E	10.8	10.5	10.3	8.7	7.6	货币资金的期初余额	8836	7038	5849	8267	8727
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	货币资金的期末余额	7038	5849	8267	8727	10865
EV/EBITDA	9.2	8.0	7.5	6.6	6.2	企业自由现金流	0	(1105)	4440	2485	4378
						权益自由现金流	0	2088	4030	2311	4243

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。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所提及的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