

一体化转型助力淡季坚守盈利

华泰研究

2023年4月28日 | 中国内地/中国香港

季报点评

水泥

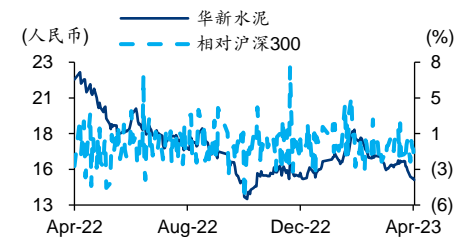
	6655 HK	600801 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 14.81	人民币: 18.04

研究员	龚劼
SAC No. S0570519110002	gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354	+(86) 21 2897 2097
研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

基本数据

(港币/人民币)	6655 HK	600801 CH
目标价	14.81	18.04
收盘价 (截至4月28日)	8.19	14.75
市值(百万)	17,171	30,925
6个月平均日成交额(百万)	5.98	164.51
52周价格范围	6.74-15.06	13.42-22.30
BVPS	13.09	13.12

股价走势图



资料来源: Wind

市场挑战下淡季维持盈利, 但同环比均进一步收缩

华新水泥 1Q23 实现归属于母公司净利润 2.5 亿元, 同环比均收缩(同比-63.1%, 环比-47.7%)。但在不少同行均已出现亏损的情况下, 公司仍在淡季坚守盈利, 体现了一体化转型的成效。海外相对更平稳的水泥价格和非水泥业务的强劲增长, 部分平抑了国内水泥主业盈利的波动。维持 23/24/25 年 EPS 预测 2.00/2.38/2.78 元不变。维持华新水泥-A 的目标价 18.04 元, 基于 9x2023 年 P/E, 与 2011 年以来历史平均一致; 维持华新水泥-H 目标价 14.81 港元, 基于 6.5x2023 年 P/E, 较华新水泥-A 2011 年以来平均 P/E 折价 28%, 与水泥板块 2014 年以来 A-H 折价一致。维持“买入”。

1Q23 水泥业务量价回落, 产业链延伸继续贡献增长

考虑到公司约 25% 产能位于国内错峰生产天数较多的省份及中亚冬季气温较低的地区, 我们预计公司 1Q23 的水泥业务销量延续同比回落的态势。得益于海外市场相对更为平稳的水泥市场, 我们预计公司 ASP 的下行幅度显著小于国内大部分同行。由于煤炭价格同比大致平稳, 考虑到销量同比回落带来的固定成本占比提升, 我们预计公司吨毛利同比降幅略大于 ASP。公司 2022 年底骨料和商混产能分别达到 2.1 亿吨/6875 万方, 同比分别 +36.4%/+23.8%, 在新产能的释放下, 我们预计骨料和商混销量均有显著增长, 为公司盈利带来积极贡献。

需求温和复苏, 行业共识是关键

春节以来, 在基建投资维持强劲增长的情况下, 重点工程市场的需求维持了较强增长, 弥补了房建投资继续承压的不利影响, 水泥需求整体呈现温和复苏的态势。但考虑行业产能规模本已过剩, 尽管需求在去年的低基数上初步实现了企稳, 但行业共识或仍将是水泥价格修复的关键。我们看好行业共识凝聚下, 水泥价格有望在 2023 年实现逐季改善, 推动公司国内水泥主业盈利的修复。

骨料市场竞争逐步加剧, 沿江布局构筑优势

在需求已从高峰回落、小型矿山的退出正在放缓及大型骨料矿山投放加速的情况下, 我们预计骨料市场的竞争未来或将逐步加剧, 成本管控和市场竞争将更为重要。截至 2022 年底, 公司在长江沿线具备直接水运物流的生产基地已经投运了 1.1 亿吨骨料产能(占公司已投运骨料产能 52%), 构筑了较强的竞争力。随着后续相关物流基础设施建设完成投运, 公司骨料业务的竞争力有望得到进一步释放。

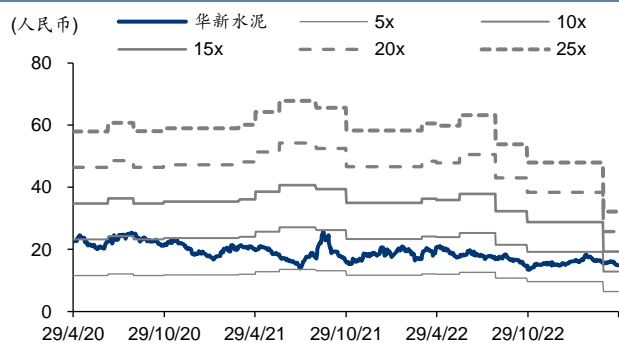
风险提示: 房地产调控严于预期, 水泥行业共识弱于预期, 骨料行业产能扩张快于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	32,464	30,470	35,505	39,324	43,073
+/-%	10.59	(6.14)	16.52	10.76	9.53
归属母公司净利润 (人民币百万)	5,364	2,699	4,204	4,987	5,825
+/-%	(4.74)	(49.68)	55.75	18.64	16.81
EPS (人民币, 最新摊薄)	2.56	1.29	2.00	2.38	2.78
ROE (%)	19.76	9.80	13.66	14.55	15.19
PE (倍)	5.77	11.46	7.36	6.20	5.31
PB (倍)	1.16	1.13	1.01	0.91	0.82
EV EBITDA (倍)	5.86	20.26	4.54	3.54	2.74

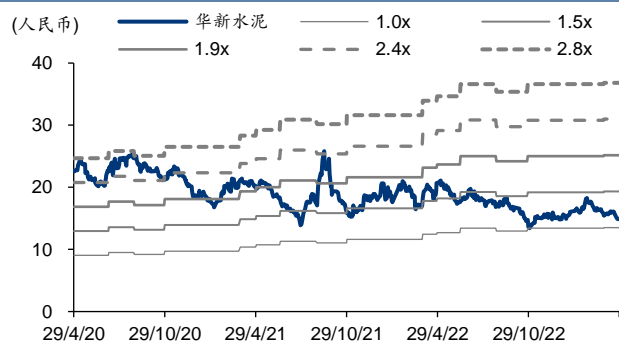
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 华新水泥 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 华新水泥 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,127	14,450	16,769	18,411	20,012
现金	8,836	7,038	9,171	9,775	11,003
应收账款	956.58	1,383	984.40	1,825	1,621
其他应收账款	356.01	477.96	1,795	1,795	1,795
预付账款	339.32	353.87	353.90	353.90	353.90
存货	3,542	3,405	4,276	4,101	4,964
其他流动资产	2,096	1,792	189.30	562.20	274.30
非流动资产	36,423	49,791	53,995	53,444	52,760
长期投资	523.61	438.89	438.90	438.90	438.90
固定投资	21,326	22,713	24,065	24,638	24,778
无形资产	7,378	15,183	19,323	18,843	18,341
其他非流动资产	7,195	11,456	10,169	9,525	9,203
资产总计	52,550	64,242	70,764	71,856	72,772
流动负债	12,714	16,625	17,007	18,175	18,540
短期借款	642.95	593.42	593.40	593.40	593.40
应付账款	7,112	8,366	729.20	729.20	729.20
其他流动负债	4,958	7,665	15,684	16,853	17,217
非流动负债	10,458	16,779	19,279	15,279	11,279
长期借款	5,082	7,282	14,208	10,208	6,208
其他非流动负债	5,376	9,497	5,070	5,070	5,070
负债合计	23,172	33,403	36,285	33,454	29,819
少数股东权益	2,648	3,392	3,898	4,498	5,198
股本	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
资本公积	2,031	1,976	1,228	1,228	0.00
留存公积	23,518	24,121	26,145	29,468	33,319
归属母公司股东权益	26,730	27,446	30,581	33,904	37,755
负债和股东权益	52,550	64,242	70,764	71,856	72,772

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	7,595	4,568	8,096	9,119	9,892
净利润	5,805	3,285	4,709	5,587	6,526
折旧摊销	2,180	2,178	2,797	3,050	3,184
财务费用	279.00	437.10	425.00	381.00	219.00
投资损失	(27.00)	(27.40)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(781.97)	(1,640)	195.00	131.00	(7.00)
其他经营现金	139.93	334.34	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(6,794)	(8,383)	(6,970)	(2,470)	(2,470)
资本支出	(7,229)	(7,718)	(7,477)	(3,406)	(3,812)
长期投资	300.00	(300.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	135.39	(365.34)	507.30	935.69	1,342
筹资活动现金	(632.25)	1,772	1,006	(6,046)	(6,193)
短期借款	(38.00)	(49.50)	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,018	2,200	2,500	(4,000)	(4,000)
普通股增加	153.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,765)	(378.86)	(1,494)	(2,046)	(2,193)
现金净增加额	130.23	(1,934)	2,133	604.00	1,228

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	32,464	30,470	35,505	39,324	43,073
营业成本	21,392	22,482	24,858	27,109	29,337
营业税金及附加	604.61	585.79	682.60	756.00	828.10
营业费用	1,331	1,372	1,599	1,770	1,939
管理费用	1,635	1,583	1,844	2,042	2,237
财务费用	170.26	458.49	425.30	381.50	218.90
资产减值损失	(35.10)	(113.84)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(4.50)	18.99	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.45	17.14	30.00	30.00	0.00
营业利润	7,444	4,023	6,036	7,194	8,432
营业外收入	23.18	40.70	250.90	250.90	250.90
营业外支出	94.55	75.18	75.20	75.20	75.20
利润总额	7,373	3,988	6,211	7,369	8,608
所得税	1,568	964.53	1,502	1,782	2,082
净利润	5,805	3,024	4,709	5,587	6,526
少数股东损益	441.41	324.69	505.70	600.00	700.80
归属母公司净利润	5,364	2,699	4,204	4,987	5,825
EBITDA	5,316	2,131	9,008	10,420	11,792
EPS (人民币, 基本)	2.58	1.30	2.00	2.38	2.78

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	10.59	(6.14)	16.52	10.76	9.53
营业利润	(3.31)	(45.96)	50.05	19.18	17.22
归属母公司净利润	(4.74)	(49.68)	55.75	18.64	16.81
获利能力 (%)					
毛利率	34.10	26.22	29.99	31.06	31.89
净利率	17.88	9.92	13.26	14.21	15.15
ROE	19.76	9.80	13.66	14.55	15.19
ROIC	21.57	9.15	13.62	16.75	20.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.10	52.00	51.28	46.56	40.98
净负债比率 (%)	7.95	42.06	29.34	14.35	0.66
流动比率	1.27	0.87	0.99	1.01	1.08
速动比率	0.93	0.60	0.71	0.77	0.79
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.52	0.53	0.55	0.60
应收账款周转率	40.33	26.05	30.00	28.00	25.00
应付账款周转率	3.45	2.90	5.47	37.18	40.23
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.56	1.29	2.00	2.38	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	3.62	2.18	3.86	4.35	4.72
每股净资产(最新摊薄)	12.75	13.09	14.59	16.17	18.01
估值比率					
PE (倍)	5.77	11.46	7.36	6.20	5.31
PB (倍)	1.16	1.13	1.01	0.91	0.82
EV EBITDA (倍)	5.86	20.26	4.54	3.54	2.74

免责声明

分析师声明

本人，龚劼、王帅，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华新水泥（6655 HK）、华新水泥（600801 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准

中性： 预计行业股票指数基本与基准持平

减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准15%以上

增持： 预计股价超越基准5%~15%

持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出： 预计股价弱于基准15%以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司