

增持 (维持)

华新水泥 (600801)

Q4 业绩承压，关注全产业链+海外业务增长

2023年03月30日

投资要点

市场数据

市场数据日期 2023-03-29

收盘价(元)	15.44
总股本(百万股)	2096.60
流通股本(百万股)	2096.60
净资产(百万元)	27446.31
总资产(百万元)	64241.68
每股净资产(元)	13.09

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】华新水泥 2022 年中报点评: 水泥业务承压, 一体化成效显著》2022-08-27

《【兴证建材】华新水泥 2021 年中报点评: 成本提高业绩承压, 关注环保转型战略》2022-03-30

《【兴证建材】华新水泥 2021 年中报点评: Q2 量价承压符合预期, 关注低碳白皮书》2021-08-28

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

● **公司发布 2022 年报:** 实现营业收入 304.70 亿元, 同比-6.14%; 实现归母净利润 26.99 亿元, 同比-49.68%。其中 Q4 实现营业收入 86.59 亿元, 同比-13.49%; 实现归母净利润 4.74 亿元, 下降 73.66%。分产品来看, 公司的水泥、混凝土、骨料、商品熟料和其他产品分别实现营业收入 188.30 亿元、51.33 亿元、30.65 亿元、17.58 亿元、16.85 亿元, 分别同比变动-21.76%、+61.64%、+49.25%、+9.46%、+7.91%。

● **吨指标方面:** 2022 年公司水泥及熟料吨均价 340.86 元, 同比下降 0.28 元; 吨成本 256.98 元, 同比增长 27.98 元; 吨毛利 83.88 元, 同比下降 28.26 元。吨期间费用 57.80 元 (同比+15.18 元), 其中, 吨销售费用 22.71 元 (同比+5.02 元), 吨管理费用 26.20 元 (同比+4.48 元), 吨财务费用 7.59 元 (同比+5.33 元), 吨研发费用 1.29 元 (同比+0.34 元)。(扣非后归母口径)吨净利 42.69 元, 同比下降 27.80 元, (净利润口径)吨净利 44.68 元, 同比下降 32.45 元。**具体看水泥业务成本构成:** 原材料、燃料及动力、折摊、人工及其他成本分别同比-24.7%、-10.4%、-4.7%、-13.4%, 原材料、人工及其他成本下降明显。

● **2022 年公司实现综合毛利率 26.22%, 较去年-7.89pct。**分产品来看, 水泥、混凝土、骨料、商品熟料和其他产品毛利率分别为 25.94%、15.81%、55.27%、10.30%、24.73%, 分别同比-7.89pct、-2.99pct、-10.35pct、-7.89pct、-19.59pct。

● **2021 年公司实现净利率 9.92%, 较去年下降 7.96pct; 期间费用率为 11.46%, 同期比较+1.58pct。**销售费用率为 4.50%, 同比上升 0.40pct, 销售费用同比+3.05%; 管理费用率为 5.19%, 同比上升 0.16pct, 管理费用同比-3.19%; 研发费用率为 0.26%, 同比上升 0.04pct, 研发费用同比+9.47%; 财务费用率为 1.50%, 同比上升 0.98pct, 财务费用同比+169.29%, 主要系汇兑损失及利息支出增加。

● **2023 年经营计划:** 2023 年公司计划销售水泥及熟料约 5,700 万吨(同比-23.45%), 骨料约 1.3 亿吨(同比+66.20%), 混凝土 2,500 万方(同比+38.35%), 环保业务总处置量 450 万吨(同比+14.21%), 总收入预计达到 350 亿元(同比-5.41%)。2023 年公司计划资本性支出约 110 亿元, 重点集中于骨料、混凝土的产能建设, 环保及新材料业务的拓展, 以及海外水泥业务的布局。

● **盈利预测及评级:** 我们调整公司 2023-2025 年的预测归母净利润分别为 29.15、29.97 元、31.61 亿元, 3 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 11.1 倍、10.8 倍、10.2 倍, 维持“增持”评级。

● **风险提示:** 房地产基建市场需求下行; 国际宏观经济波动; 原材料、燃料价格大幅波动; 疫情反复, 交通管制下水泥出厂受阻。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30470	31186	32153	33375
同比增长	-6.1%	2.4%	3.1%	3.8%
归母净利润(百万元)	2699	2915	2997	3161
同比增长	-49.7%	8.0%	2.8%	5.4%
毛利率	26.2%	26.5%	26.6%	26.8%
ROE	9.8%	9.6%	9.2%	8.9%
每股收益(元)	1.29	1.39	1.43	1.51
市盈率	12.0	11.1	10.8	10.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- **公司发布 2022 年报:** 2022 年公司实现营业收入 304.70 亿元, 同比-6.14%; 实现归母净利润 26.99 亿元, 同比-49.68%。其中 Q4 实现营业收入 86.59 亿元, 同比-13.49%; 实现归母净利润 4.74 亿元, 下降 73.66%。

点评

- **2022 年公司实现营业收入 304.70 亿元, 同比-6.14%, 主要系受水泥行业景气度快速下滑的影响, 而公司混凝土、骨料业务实现较快增长。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 65.31 亿元、78.58 亿元、74.21 亿元、86.59 亿元, 分别同比变动+5.52%、-8.14%、-3.74%、-13.49%, 四季度同比降幅较大, 主因销量减少所致。
 - 2) 分产品来看, 公司的水泥、混凝土、骨料、商品熟料和其他产品分别实现营业收入 188.30 亿元、51.33 亿元、30.65 亿元、17.58 亿元、16.85 亿元, 分别同比变动-21.76%、+61.64%、+49.25%、+9.46%、+7.91%。骨料业务增长主要系 2022 年内阳新亿吨机制砂石项目(一期)、秭归、宜昌、渠县二期、红河等 20 条骨料生产线先后投产, 公司骨料产能已达到 2.1 亿吨/年; 混凝土业务增长, 主要系公司积极通过拓展委托代加工、租赁、收购等方式扩大市场范围, 快速提升市场占有率, 2022 年完成 30 余家站点的租赁、在建、收购, 20 余家委托代加工站点的布局, 业务拓展到长三角、海口等新市场, 并对武汉市场重新布局。公司自有混凝土产能已达到 6875 万方。
 - 3) 分地区来看, 华东地区实现营收 54.33 亿元, 同比+37.62%; 华中地区实现营收 115.33 亿元, 同比-19.46%; 华南地区实现营收 5.85 亿元, 同比-55.38%; 西南地区实现营收 86.96 亿元, 同比-15.59%; 境外营收 42.23 亿元, 同比+63.50%。海外业务增长主要系公司海外产能扩张所致, 2022 年公司海外水泥粉磨产能达到 1237 万吨/年。
 - 4) 产能、产量、销量方面, 水泥产量 5902 万吨, 同比-19.14%, 销量 5469 万吨, 同比-22.03%; 熟料产量 5077 万吨, 同比-17.70%, 销量 571 万吨, 同比+11.52%。
- **吨指标分析:** 2022 年公司水泥及熟料吨均价 340.86 元, 同比下降 0.28 元; 吨成本 256.98 元, 同比增长 27.98 元; 吨毛利 83.88 元, 同比下降 28.26 元。吨期间费用 57.80 元(同比+15.18 元), 其中, 吨销售费用 22.71 元(同比+5.02 元), 吨管理费用 26.20 元(同比+4.48 元), 吨财务费用 7.59 元(同比+5.33 元), 吨研发费用 1.29 元(同比+0.34 元)。(扣非后归母口径)吨净利 42.69 元, 同比下降 27.80 元,(净利润口径)吨净利 44.68 元, 同比下降 32.45 元。

- **2022 年公司实现综合毛利率 26.22%，较去年-7.89pct。**
 - 1) 分季度来看，公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 26.34%、29.42%、26.32%、23.13%，分别同比变动-4.11pct、-7.53pct、-7.66pct、-10.90pct，2022 年毛利率降幅持续增加，主要系水泥市场价格走弱，原燃材料价格全年高企，企业生产成本大幅上涨所致。
 - 2) 分产品来看，公司的水泥、混凝土、骨料、商品熟料和其他产品毛利率分别为 25.94%、15.81%、55.27%、10.30%、24.73%，分别同比-7.89pct、-2.99pct、-10.35pct、-7.89pct、-19.59pct。
 - 3) **具体看水泥业务成本构成：**原材料、燃料及动力、折摊、人工及其他成本分别同比-24.7%、-10.4%、-4.7%、-13.4%，原材料、人工及其他成本上升明显。

- **2022 年公司实现净利率 9.92%，较去年-7.96pct；期间费用率为 11.46%，同期比较+1.58pct。**
 - 1) 销售费用率为 4.50%，同比上升 0.40pct，销售费用同比+3.05%；
 - 2) 管理费用率为 5.19%，同比上升 0.16pct，管理费用同比-3.19%；
 - 3) 研发费用率为 0.26%，同比上升 0.04pct，研发费用同比+9.47%；
 - 4) 财务费用率为 1.50%，同比上升 0.98pct，财务费用同比+169.29%，主要系汇兑损失和利息支出增加。

- **2022 年资产减值损失+信用损失为 1.35 亿元，较去年同期上升 115.72%。**

- **2022 年公司经营性现金流净额为 45.68 亿元，同比-39.86%，主要系本年盈利下降所致；每股经营性现金流净额为 2.18 元，较去年减少 1.44 元/股。**
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-0.15 元、0.76 元、0.59 元、0.98 元，分别较去年同期变动-0.29 元、-0.20 元、-0.01 元、-0.94 元。
 - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年度收、付现比分别为 94.27%、90.85%，分别较上年同期变动-3.52、-4.20 个百分点。
 - 3) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额-83.83 亿元，同比-23.39%，主要系骨料、混凝土等新项目增加及在建项目持续投入所致；筹资活动产生的现金流量净额 17.72 亿元，同比+380.24%，主要系资本支出之借款增加。

- **优势继续扩大水泥产能规模，海内外成长空间充足。**自上市以来，公司通过持续的并购和投资新建，在国 14 省市及海外塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚和马拉维等国布局，具备水泥产能 1.18 亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）、水泥设备制造 5 万吨/年、商品混凝土 6,875 万方/年、骨料 2.1 亿吨/年、综合环保墙材 5.4 亿块/年、加气混凝土产品（砖、板）95 万方/年、砂浆 132 万吨/年、超高性能混凝土 40 万吨/年、民用幕墙挂板 80 万平方/年、工业防腐瓦板 300 万平米/年、石灰 69 万吨/年、水泥包装袋 7 亿只/年及废弃物处置 1,571 万吨/年的总体产能

- **2023 年经营计划。**2023 年公司计划销售水泥及熟料约 5,700 万吨, 骨料约 1.3 亿吨, 混凝土 2,500 万方, 环保业务总处置量 450 万吨, 总收入预计达到 350 亿元。2023 年公司计划资本性支出约 110 亿元, 重点集中于骨料、混凝土的产能建设, 环保及新材料业务的拓展, 以及海外水泥业务的布局。公司 2023 年末预计总资产 700 亿元, 资产负债率维持在 50%左右。
- **盈利预测及评级:**我们调整公司 2023-2025 年的预测归母净利润分别为 29.15、29.97 元、31.61 亿元, 3 月 29 日收盘价对应的 PE 分别为 11.1 倍、10.8 倍、10.2 倍, 维持“增持”评级。
-
- **风险提示:** 房地产基建市场需求下行; 国际宏观经济波动; 原材料、燃料价格大幅波动; 疫情反复, 交通管制下水泥出厂受阻。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	14450	15398	15465	15605	营业收入	30470	31186	32153	33375
货币资金	7038	7905	7771	7694	营业成本	22482	22922	23604	24424
交易性金融资产	42	426	345	322	税金及附加	586	584	607	630
应收票据及应收账款	1929	1462	1612	1709	销售费用	1372	1381	1414	1477
预付款项	354	382	383	398	管理费用	1583	1607	1662	1725
存货	3405	3498	3644	3744	研发费用	78	80	82	86
其他	1683	1726	1710	1739	财务费用	458	470	500	510
非流动资产	49791	55001	59860	64573	其他收益	217	212	215	214
长期股权投资	439	479	473	470	投资收益	17	21	19	20
固定资产	22721	23191	22036	20957	公允价值变动收益	19	11	14	13
在建工程	6575	7575	8075	8375	信用减值损失	-22	-17	-20	-20
无形资产	15183	19755	24912	30217	资产减值损失	-114	-82	-85	-89
商誉	619	603	615	612	资产处置收益	-7	5	3	2
长期待摊费用	817	941	1080	1216	营业利润	4023	4293	4430	4663
其他	3438	2457	2669	2726	营业外收入	41	35	37	36
资产总计	64242	70399	75325	80178	营业外支出	75	82	79	80
流动负债	16625	20038	19586	19206	利润总额	3988	4246	4387	4619
短期借款	593	5649	4617	3775	所得税	965	986	1033	1082
应付票据及应付账款	9096	8,639	9,062	9,404	净利润	3024	3260	3355	3537
其他	6936	5749	5906	6027	少数股东损益	325	346	357	376
非流动负债	16779	16342	18928	21108	归属母公司净利润	2699	2915	2997	3161
长期借款	7282	9275	11337	13375	EPS(元)	1.29	1.39	1.43	1.51
其他	9497	7067	7592	7732					
负债合计	33403	36380	38514	40314					
股本	2097	2097	2097	2097	主要财务比率				
资本公积	1976	1976	1976	1976	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
未分配利润	23010	25924	28347	31016	成长性				
少数股东权益	3392	3738	4095	4471	营业收入增长率	-6.1%	2.4%	3.1%	3.8%
股东权益合计	30838	34020	36811	39864	营业利润增长率	-46.0%	6.7%	3.2%	5.3%
负债及权益合计	64242	70399	75325	80178	归母净利润增长率	-49.7%	8.0%	2.8%	5.4%
					盈利能力				
					毛利率	26.2%	26.5%	26.6%	26.8%
					归母净利率	8.9%	9.3%	9.3%	9.5%
					ROE	9.8%	9.6%	9.2%	8.9%
					偿债能力				
					资产负债率	52.0%	51.7%	51.1%	50.3%
					流动比率	0.87	0.77	0.79	0.81
					速动比率	0.66	0.59	0.60	0.62
					营运能力				
					资产周转率	52.2%	46.3%	44.1%	42.9%
					应收账款周转率	2272.8%	2181.0%	2378.9%	2317.2%
					存货周转率	628.5%	643.3%	640.9%	641.0%
					每股资料(元)				
					每股收益	1.29	1.39	1.43	1.51
					每股经营现金	2.18	2.21	3.17	3.27
					每股净资产	13.09	14.44	15.60	16.88
					估值比率(倍)				
					PE	12.0	11.1	10.8	10.2
					PB	1.2	1.1	1.0	0.9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2699	2915	2997	3161
折旧和摊销	2545	2534	2695	2794
资产减值准备	114	-563	19	20
资产处置损失	7	-5	-3	-2
公允价值变动损失	-19	-11	-14	-13
财务费用	412	470	500	510
投资损失	-17	-21	-19	-20
少数股东损益	325	346	357	376
营运资金的变动	-1640	-1090	137	15
经营活动产生现金流量	4568	4626	6639	6847
投资活动产生现金流量	-8383	-7857	-7189	-7303
融资活动产生现金流量	1772	4098	416	378
现金净变动	-1934	867	-134	-78
现金的期初余额	8550	7038	7905	7771
现金的期末余额	6616	7905	7771	7694

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn