

华新水泥（600801.SH）/建筑材料

证券研究报告/公司点评

2023年4月30日

评级：买入（维持）
市场价格：14.75
分析师：孙颖
执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理：刘毅男

Email: liuyn01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	32,464	30,470	35,006	40,127	46,885
增长率 yoy%	10.6%	-6.1%	14.9%	14.6%	16.8%
净利润（百万元）	5,364	2,699	3,876	4,664	5,825
增长率 yoy%	-4.7%	-49.7%	43.6%	20.3%	24.9%
每股收益（元）	2.56	1.29	1.85	2.22	2.78
每股现金流量	3.62	2.18	4.23	5.36	6.55
净资产收益率	18%	8.8%	11.5%	12.2%	13.5%
P/E	5.8	11.5	8.0	6.6	5.3
P/B	1.2	1.1	1.1	0.9	0.8

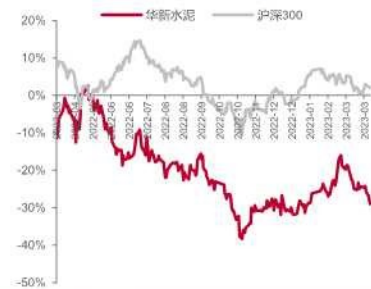
备注：股价取自 2023 年 4 月 28 日收盘价；每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年一季报。2023Q1 公司实现营收 66.3 亿元，同比+1.49%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比-63.1%；扣非归母净利润 2.3 亿元，同比-64.0%；经营活动现金流量净额 3.3 亿元，同比+203.9%。
- 市场需求维持弱势，非水泥业务继续放量支持收入略有增长。**水泥主业方面，我们预计 2023Q1 公司所在市场区域整体仍旧偏弱，特别是 1-2 月春节等多重因素拖累较大，虽然重点工程项目等需求保持良好态势，但地产景气不佳及资金短缺仍对水泥需求产生明显影响，单季度公司销量或同比略有下降。而 2022Q1 价格高基数影响下，2023Q1 吨价预计同比亦有显著下降。但我们预计非水泥业务方面继续成为推动收入增长的核心因素，在 2022 年产能投放支持下，预计骨料、混凝土业务继续放量，带动非水泥业务继续保持快速增长，一体化发展贡献成长动能。
- 非水泥业务毛利占比进一步提高，单吨盈利望筑底修复。**从成本角度来看，虽然销量下滑对成本分摊造成影响，但在煤炭价格稳中有降作用下（23Q1 煤炭行业价格同比-3.7%），公司吨成本或略有下降；吨毛利预计同比明显下降，主要受价格下滑影响。23Q1 公司综合毛利率 20.2%，同比-6.1pct，我们预计骨料、混凝土业务受价格下降影响，单位毛利有所下降，但受自身量增带动及水泥主业毛利下降影响，整体非水泥业务毛利占比实现显著上升。从费用角度来看，23Q1 公司吨费用 76.5 元/吨，同比+11.5 元，或与量减造成费用分摊提高有关。综上，预计 23Q1 吨归母净利润仍旧处于底部区间。但考虑 Q1 通常为公司吨成本高点，伴随后续需求弱复苏+Q2 错峰支持下价格趋稳，叠加煤价稳中有落，我们预计公司单吨盈利有望逐步实现修复，且非水泥业务亦提供较强的盈利韧性。
- 投资建议：**公司水泥主业布局在中西南地区，两湖地区供需韧性较强且西南地区存在边际改善空间，同时，公司海外水泥熟料产能持续扩张叠加骨料、商混、环保、新材料等业务快速发展将带来新的盈利增长点。展望 23 年，基建支撑+地产修复，水泥需求望弱复苏，叠加错峰趋严，价格有望逐步修复，在煤价趋稳背景下，行业盈利望筑底回升。公司依托于海外水泥熟料以及国内骨料、商混等产能增量释放，以及主业出色的降耗降本技术能力，有望率先走出行业压力期，实现业绩修复。
- 盈利预测：**预计公司 23-25 年归母净利润分别为 38.8、46.6、58.3 亿元；当前股价对应 PE 分别为 8.0、6.6、5.3 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**需求不及预期；供给增加超预期；新生产线建设延迟风险；成本大幅上涨。

基本状况

总股本(百万股)	2,097
流通股本(百万股)	1,362
市价(元)	14.75
市值(百万元)	30,925
流通市值(百万元)	20,088

股价与行业-市场走势对比

相关报告
【公司点评】全年需求承压，非水泥业务驱动未来成长 20230329

【公司点评】非水泥业务对冲主业经营压力，一体化发展成效凸显 20220825

【公司点评】非水泥业务驱动收入增长，一体化转型加速推进 20220429

【公司点评】非水泥业务贡献加大，水泥主业发展保持稳健 20220330

【公司深度】华新水泥深度报告：百年老店全产业链一体化，五年倍增蓝图初展 20210522

图表 1: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,038	8,401	10,409	11,751	营业收入	30,470	35,006	40,127	46,885
应收票据	546	392	449	630	营业成本	22,482	24,564	27,755	31,927
应收账款	1,383	1,070	1,362	1,678	税金及附加	586	631	735	870
预付账款	354	437	457	532	销售费用	1,372	1,540	1,686	1,889
存货	3,405	3,429	4,072	4,816	管理费用	1,583	1,794	1,987	2,275
合同资产	0	0	0	0	研发费用	78	90	80	94
其他流动资产	1,724	1,719	2,036	2,376	财务费用	458	706	1,043	1,278
流动资产合计	14,450	15,448	18,785	21,783	信用减值损失	-22	-21	-23	-22
其他长期投资	132	151	173	202	资产减值损失	-114	-100	-82	-80
长期股权投资	439	439	439	439	公允价值变动收益	19	10	5	3
固定资产	22,713	27,666	32,204	36,364	投资收益	17	15	15	15
在建工程	6,457	6,457	5,457	3,457	其他收益	217	200	200	200
无形资产	15,183	22,055	28,240	33,807	营业利润	4,023	5,789	6,954	8,670
其他非流动资产	4,867	3,867	3,926	4,011	营业外收入	40	32	32	32
非流动资产合计	49,791	60,635	70,440	78,280	营业外支出	75	94	94	94
资产合计	64,242	76,083	89,225	100,064	利润总额	3,988	5,727	6,892	8,608
短期借款	593	8,791	14,769	18,001	所得税	964	1,385	1,667	2,082
应付票据	729	621	806	943	净利润	3,024	4,342	5,225	6,526
应付账款	8,366	7,881	8,988	10,435	少数股东损益	325	466	561	701
预收款项	0	171	49	72	归属母公司净利润	2,699	3,876	4,664	5,825
合同负债	682	672	963	1,074	NOPLAT	3,371	4,877	6,016	7,495
其他应付款	826	826	826	826	EPS (按最新股本摊薄)	1.29	1.85	2.22	2.78
一年内到期的非流动负债	4,427	4,427	4,427	4,427					
其他流动负债	1,002	1,027	1,056	1,096					
流动负债合计	16,625	24,417	31,884	36,874					
长期借款	7,282	8,492	9,592	10,592					
应付债券	4,426	4,426	4,426	4,426					
其他非流动负债	5,070	5,070	5,070	5,070					
非流动负债合计	16,779	17,988	19,088	20,088					
负债合计	33,403	42,405	50,972	56,962					
归属母公司所有者权益	27,446	29,401	32,995	36,724					
少数股东权益	3,392	4,277	5,258	6,378					
所有者权益合计	30,838	33,678	38,253	43,102					
负债和股东权益	64,242	76,083	89,225	100,064					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,568	8,877	11,242	13,728
现金收益	6,027	8,669	11,026	13,580
存货影响	137	-23	-644	-744
经营性应收影响	-727	484	-289	-491
经营性应付影响	1,475	-422	1,170	1,606
其他影响	-2,344	169	-22	-222
投资活动现金流	-8,383	-14,386	-14,469	-13,510
资本支出	-14,090	-15,445	-14,482	-13,502
股权投资	85	0	0	0
其他长期资产变化	5,622	1,059	13	-8
融资活动现金流	1,772	6,872	5,234	1,125
借款增加	6,462	9,407	7,078	4,232
股利及利息支付	-2,813	-3,352	-4,698	-5,551
股东融资	546	212	212	212
其他影响	-2,423	605	2,642	2,232

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-6.1%	14.9%	14.6%	16.8%
EBIT增长率	-41.1%	44.7%	23.3%	24.6%
归母公司净利润增长率	-49.7%	43.6%	20.3%	24.9%
获利能力				
毛利率	26.2%	29.8%	30.8%	31.9%
净利率	9.9%	12.4%	13.0%	13.9%
ROE	8.8%	11.5%	12.2%	13.5%
ROIC	9.4%	10.7%	11.0%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	52.0%	55.7%	57.1%	56.9%
债务权益比	70.7%	92.7%	100.1%	98.6%
流动比率	0.9	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.7	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.5
应收账款周转天数	14	13	11	12
应付账款周转天数	124	119	109	110
存货周转天数	56	50	49	50
每股指标 (元)				
每股收益	1.29	1.85	2.22	2.78
每股经营现金流	2.18	4.23	5.36	6.55
每股净资产	13.09	14.02	15.74	17.52
估值比率				
P/E	11	8	7	5
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	44	31	24	20

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。