

**公司发布 2023 年年报：**2023 年实现营收 337.57 亿元，同比+10.79%，归母净利 27.62 亿元，同比+2.34%，扣非归母净利 23.22 亿元，同比-9.95%。其中，23Q4 营收 95.92 亿元，同比+10.77%，归母净利 8.8 亿元，同比+87.34%，扣非净利 4.98 亿元，同比+11.63%。2023 年公司毛利率 26.71%，同比+0.49pct，净利率 9.53%，同比-0.39pct，其中 23Q4 毛利率 27.71%，同比+4.58pct、环比-2.25pct。

**水泥主业结构优化，水泥+业务实现高增。**受行业下游需求疲软影响，全年公司水泥熟料净销量 6190 万吨，同比+2.48%，预计主要来自海外并购增长贡献。水泥、熟料分别实现收入 183.32 亿元、9.47 亿元，分别同比-2.64%、-46.14%，分别占比 54.3%、2.81%（2022 年分别占比 61.80%、5.77%），水泥及熟料的收入占比下降明显，结构进一步优化。吨价格 311 元，同比-29 元（同比-8.63%），吨成本 231 元，同比-26 元（同比-10.29%）主要系煤炭及原材料价格下降，吨毛利 81 元，同比-3 元（同比-3.52%）。

**积极推进水泥+业务布局，结构优化：**①骨料销量 1.31 亿吨，同比翻倍，实现收入 53.64 亿元，同比大幅增加 75.01%。期末产能 2.77 亿吨（较年初+6700 万吨），同比增幅 32%，骨料吨价格 41 元，同比-6 元（同比-12.36%），吨毛利 19 元，同比-7 元（同比-27.25%），毛利率约 46%。②混凝土销量 2727 万方，同比增长 66%，实现收入 76.52 亿元，同比高增 49.08%。期末产能 1.22 亿方（较年初+5325 万吨），单方价格 281 元，同比-32 元（同比-10.40%），单方毛利 43 元，同比-6 元（同比-12.36%），毛利率约 15.5%。

**费用合理资本支出减少，现金流改善落实分红。**2023 年公司财务费用为 6.99 亿，同比+52.62%，财务费用率 2.07%，主因有息负债增加，期末短期借款 6.44 亿，同比+8.60%；一年内到期的非流动负债 67.21 亿（比年初+23.94 亿），同比+51.82%；长期借款 86.23 亿（比年初+13.41 亿），同比+18.42%；应付债券 39.64 亿（比年初-4.62 亿），同比-10.44%。公司资本开支计划同比减少，2023 年计划 110 亿、实际使用 69.17 亿，2024 年计划 69 亿，同比-37.27%。期末经营性现金流净额为 62.36 亿元，同比+36.51%，公司计划 2023 年每股分红 0.53 元（含税），现金分红率 39.89%（2022 年 39.59%）。

**海外业绩快速增长，打造未来成本竞争力。**2023 年公司海外营业收入达到 54.39 亿元，同比+30%，占整体比例 16%。海外水泥有效水泥粉磨年产能 2091 万吨，同比大幅增长 69%。报告期完成对 Oman Cement Company SAOG 64.66%股权、Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd.100%股权的收购。海外业务拓展到中东、南部非洲，加之坦桑尼亚马文尼公司二期 4500 吨/日产线投产，合计新增产能 854 万吨/年。

公司在水泥生产能耗管控方面表现出色，年度累计使用替代燃料 437 万吨，较上年增加 50 万吨；集团合并热值替代率达到 20%，较 2022 年提升 6pct，其中国内实现 23%，较 2022 年上升 7 个 pct。国内窑线综合能耗 94.7kg/tcl，达到标杆水平的窑线 33 条，占比达到 63%，国内吨水泥二氧化碳直接排放强度降至 576.47 千克。

**投资建议：**前瞻性布局海外、“水泥+”及低碳，华新水泥面对未来国内地产基建需求的放缓，相对同行有更多选择、转型之路坚定。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 30.5、34.3、37.0 亿元，3 月 29 日收盘价对应动态 PE 为 9x、8x、8x，维持“推荐”评级。

**风险提示：**基建项目、地产政策落地不及预期的风险，原材料价格波动风险。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 33,757 | 36,753 | 40,354 | 43,027 |
| 增长率 (%)          | 10.8   | 8.9    | 9.8    | 6.6    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 2,762  | 3,048  | 3,429  | 3,699  |
| 增长率 (%)          | 2.3    | 10.3   | 12.5   | 7.9    |
| 每股收益 (元)         | 1.33   | 1.47   | 1.65   | 1.78   |
| PE               | 10     | 9      | 8      | 8      |
| PB               | 1.0    | 0.9    | 0.9    | 0.8    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**13.66 元**

**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang\_yj@mszq.com

#### 相关研究

- 1.华新水泥 (600801.SH) 2023 年三季报点评：Q3 业绩略低于预期，看好公司长期成长性-2023/10/30
- 2.华新水泥 (600801.SH) 2023 年半年报点评：低估的水泥龙头，水泥+驱动未来成长-2023/08/26
- 3.华新水泥 (600801.SH) 2023 年半年度业绩快报点评：国际视野，多元并行，显著低估-2023/08/06
- 4.华新水泥 (600801.SH) 事件点评：拟收购中东阿曼水泥厂，“一带一路”沿线布局-2023/03/14
- 5.华新水泥 (600801.SH) 2022 年一季报点评：弹性看西南，成长看水泥+-2022/04/30

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 33,757 | 36,753 | 40,354 | 43,027 |
| 营业成本      | 24,741 | 26,848 | 29,448 | 31,395 |
| 营业税金及附加   | 745    | 845    | 928    | 990    |
| 销售费用      | 1,519  | 1,654  | 1,816  | 1,936  |
| 管理费用      | 1,819  | 2,058  | 2,260  | 2,409  |
| 研发费用      | 301    | 331    | 363    | 387    |
| EBIT      | 4,644  | 5,153  | 5,701  | 6,081  |
| 财务费用      | 699    | 760    | 749    | 735    |
| 资产减值损失    | -138   | -41    | -45    | -48    |
| 投资收益      | 59     | 74     | 81     | 86     |
| 营业利润      | 4,352  | 4,793  | 5,391  | 5,814  |
| 营业外收支     | -25    | -20    | -20    | -20    |
| 利润总额      | 4,326  | 4,773  | 5,371  | 5,794  |
| 所得税       | 1,108  | 1,223  | 1,376  | 1,484  |
| 净利润       | 3,218  | 3,551  | 3,995  | 4,310  |
| 归属于母公司净利润 | 2,762  | 3,048  | 3,429  | 3,699  |
| EBITDA    | 8,440  | 9,066  | 9,846  | 10,449 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 5,849  | 7,180  | 8,964  | 11,077 |
| 应收账款及票据     | 2,535  | 2,683  | 2,476  | 2,586  |
| 预付款项        | 418    | 440    | 487    | 534    |
| 存货          | 3,463  | 4,061  | 4,462  | 4,749  |
| 其他流动资产      | 2,955  | 2,723  | 2,844  | 2,987  |
| 流动资产合计      | 15,220 | 17,087 | 19,233 | 21,933 |
| 长期股权投资      | 513    | 513    | 513    | 513    |
| 固定资产        | 27,752 | 29,944 | 32,136 | 34,136 |
| 无形资产        | 15,958 | 15,973 | 15,988 | 15,988 |
| 非流动资产合计     | 53,581 | 55,575 | 57,562 | 57,549 |
| 资产合计        | 68,800 | 72,662 | 76,795 | 79,482 |
| 短期借款        | 644    | 644    | 644    | 644    |
| 应付账款及票据     | 8,762  | 10,103 | 11,154 | 11,860 |
| 其他流动负债      | 9,527  | 9,599  | 9,902  | 8,940  |
| 流动负债合计      | 18,934 | 20,347 | 21,701 | 21,445 |
| 长期借款        | 8,623  | 8,623  | 8,623  | 8,623  |
| 其他长期负债      | 7,948  | 7,948  | 7,948  | 7,948  |
| 非流动负债合计     | 16,571 | 16,571 | 16,571 | 16,571 |
| 负债合计        | 35,505 | 36,918 | 38,272 | 38,016 |
| 股本          | 2,079  | 2,079  | 2,079  | 2,079  |
| 少数股东权益      | 4,362  | 4,865  | 5,431  | 6,042  |
| 股东权益合计      | 33,295 | 35,744 | 38,523 | 41,465 |
| 负债和股东权益合计   | 68,800 | 72,662 | 76,795 | 79,482 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 10.79 | 8.87  | 9.80  | 6.62  |
| EBIT 增长率        | 2.06  | 10.98 | 10.62 | 6.67  |
| 净利润增长率          | 2.34  | 10.34 | 12.51 | 7.89  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 26.71 | 26.95 | 27.03 | 27.03 |
| 净利润率            | 8.18  | 8.29  | 8.50  | 8.60  |
| 总资产收益率 ROA      | 4.01  | 4.19  | 4.47  | 4.65  |
| 净资产收益率 ROE      | 9.55  | 9.87  | 10.36 | 10.44 |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 0.80  | 0.84  | 0.89  | 1.02  |
| 速动比率            | 0.48  | 0.51  | 0.56  | 0.68  |
| 现金比率            | 0.31  | 0.35  | 0.41  | 0.52  |
| 资产负债率 (%)       | 51.61 | 50.81 | 49.84 | 47.83 |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 19.42 | 22.34 | 19.08 | 17.09 |
| 存货周转天数          | 49.97 | 50.44 | 52.09 | 52.80 |
| 总资产周转率          | 0.51  | 0.52  | 0.54  | 0.55  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.33  | 1.47  | 1.65  | 1.78  |
| 每股净资产           | 13.92 | 14.85 | 15.92 | 17.04 |
| 每股经营现金流         | 3.00  | 4.20  | 4.56  | 3.92  |
| 每股股利            | 0.53  | 0.58  | 0.66  | 0.71  |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 10    | 9     | 8     | 8     |
| PB              | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.8   |
| EV/EBITDA       | 5.20  | 4.84  | 4.45  | 4.20  |
| 股息收益率 (%)       | 3.88  | 4.28  | 4.82  | 5.20  |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 3,218  | 3,551  | 3,995  | 4,310  |
| 折旧和摊销       | 3,796  | 3,912  | 4,145  | 4,368  |
| 营运资金变动      | -1,240 | 788    | 907    | -933   |
| 经营活动现金流     | 6,236  | 8,725  | 9,475  | 8,146  |
| 资本开支        | -4,629 | -5,297 | -5,487 | -3,683 |
| 投资          | -2,094 | 0      | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -6,454 | -5,223 | -5,406 | -3,597 |
| 股权募资        | 221    | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 1,416  | 0      | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流     | -952   | -2,170 | -2,284 | -2,436 |
| 现金净流量       | -1,246 | 1,331  | 1,784  | 2,113  |

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                  |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026