

海外及骨料结构性贡献，财务费用影响整体表现

2024 年 04 月 28 日

► **公司发布 2024 年一季报：**2024Q1 实现营收 70.84 亿元，同比+6.87%；归母净利润 1.77 亿元，同比-28.43%；扣非归母净利润 1.52 亿元，同比-35.09%。2024Q1 公司毛利率 21.89%，同比+1.66pct，环比-5.82 pct，净利率 4.12%，同比-0.15pct。

► **国内水泥业务承压**

2024Q1 受雨水偏多、房地产投资偏弱、基建项目开工不足等影响，下游需求不足，根据国家统计局数据，2024Q1 全国水泥产量 33684 万吨，绝对值同比-16.28%。供需矛盾进一步加剧，2024Q1 全国水泥均价 362 元/吨，同比-15.40%，华东地区均价 363 元/吨，同比-17.73%，华中地区均价 340 元/吨，同比-20.57%，西南地区均价 332 元/吨，同比-13.94%。我们预计公司国内水泥业务表现与行业整体水平相近。

► **骨料及海外水泥同比新增产能明显，结构性贡献增量**

毛利率同比实现提升 1.66pct，预计受益煤价同比下行（2024Q1 京唐港动力末煤(Q5500)平仓均价 907 元/吨，同比-20.03%），以及骨料与海外业务的结构性支持。

首先，2024Q1 公司骨料、海外水泥产能同比增加明显（2023 年 4 月投产年产 3000 万吨机制砂石项目，并分别于 2023 年 6 月和 12 月完成对 Oman Cement Company SAOG 64.66%股权、Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd.100%股权的收购。加之 2024 年 1 月坦桑尼亚马文尼公司二期 4500 吨/日产线投产，合计新增海外水泥产能 854 万吨/年），预计海外合资子公司收益占比提升，提振整体业绩表现。

► **汇兑损益影响较多**

2024Q1 公司期间费用率 15.15%，同比+2.32pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.60%、6.49%、0.48%、2.57%，分别同比-0.01pct、+0.50pct、+0.30pct、+1.53pct，其中增幅明显的是财务费用，2024Q1 为 1.82 亿元，去年同期 6857 万元，预计主要受汇兑损益影响。一季度末经营性现金流净额 1.60 亿元，同比-67.77%，主要系存货等营运资金投入增加。

► **国内看供给端结构优化，海外看高效产能持续扩张**

国内方面，短期需求端需要政策驱动、内生疲软，我们认为水泥行业重点在供给端，行业过剩背景下，错峰生产是锦上添花，去产能才是雪中送炭。2023 年水泥行业 CR5 为 46%，CR10 近 60%，集中度仍然偏低、且区域属性较强。2023 年景气度呈现前高后低，我们认为今年有望前低后高，主因下半年碳交易的预期渐浓，叠加地产逐渐企稳、行业的需求预期企稳，供需关系有望迎来好转。

海外方面，公司中期目标达到 5000 万吨产能规模（2023 年海外有效水泥粉磨年产能 2091 万吨），公司善于优选高盈利区域、打造独特竞争力。

► **投资建议：**公司前瞻性布局海外、“水泥+”，及低碳环保业内领先，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 年归母净利润分别为 28.17、33.37、37.77 亿元，现价对应 PE 为 11x、9x、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，成本端价格波动风险。

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	35,538	38,025	40,543
增长率 (%)	10.8	5.3	7.0	6.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,762	2,817	3,337	3,777
增长率 (%)	2.3	2.0	18.4	13.2
每股收益 (元)	1.33	1.36	1.61	1.82
PE	11	11	9	8
PB	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.72 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 年年报点评：传统产业出海范本，结构优化步伐坚定-2024/03/30

2.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

3.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

4.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

5.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

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	35,538	38,025	40,543
营业成本	24,741	26,100	27,609	29,159
营业税金及附加	745	817	875	932
销售费用	1,519	1,635	1,711	1,824
管理费用	1,819	1,990	2,053	2,189
研发费用	301	320	342	365
EBIT	4,644	4,808	5,587	6,235
财务费用	699	762	754	741
资产减值损失	-138	-40	-42	-45
投资收益	59	71	76	81
营业利润	4,352	4,433	5,247	5,936
营业外收支	-25	-20	-20	-20
利润总额	4,326	4,413	5,227	5,916
所得税	1,108	1,130	1,339	1,515
净利润	3,218	3,283	3,888	4,400
归属于母公司净利润	2,762	2,817	3,337	3,777
EBITDA	8,440	8,720	9,732	10,603

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,849	7,054	8,625	10,789
应收账款及票据	2,535	2,595	2,333	2,437
预付款项	418	427	457	496
存货	3,463	3,948	4,183	4,410
其他流动资产	2,955	2,681	2,764	2,898
流动资产合计	15,220	16,705	18,362	21,031
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	55,601	57,589	57,575
资产合计	68,800	72,306	75,950	78,606
短期借款	644	644	644	644
应付账款及票据	8,762	9,822	10,458	11,016
其他流动负债	9,527	9,631	9,875	8,904
流动负债合计	18,934	20,097	20,978	20,564
长期借款	8,623	8,623	8,623	8,623
其他长期负债	7,948	8,056	8,056	8,056
非流动负债合计	16,571	16,679	16,679	16,679
负债合计	35,505	36,776	37,657	37,243
股本	2,079	2,079	2,079	2,079
少数股东权益	4,362	4,827	5,378	6,001
股东权益合计	33,295	35,530	38,294	41,363
负债和股东权益合计	68,800	72,306	75,950	78,606

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.79	5.27	7.00	6.62
EBIT 增长率	2.06	3.54	16.19	11.61
净利润增长率	2.34	2.00	18.44	13.18
盈利能力 (%)				
毛利率	26.71	26.56	27.39	28.08
净利率	8.18	7.93	8.78	9.32
总资产收益率 ROA	4.01	3.90	4.39	4.80
净资产收益率 ROE	9.55	9.18	10.14	10.68
偿债能力				
流动比率	0.80	0.83	0.88	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	50.86	49.58	47.38
经营效率				
应收账款周转天数	19.42	22.71	19.35	17.09
存货周转天数	49.97	51.11	53.01	53.05
总资产周转率	0.51	0.50	0.51	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	1.36	1.61	1.82
每股净资产	13.92	14.77	15.83	17.01
每股经营现金流	3.00	4.02	4.43	3.94
每股股利	0.53	0.54	0.64	0.72
估值分析				
PE	11	11	9	8
PB	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.50	5.32	4.77	4.38
股息收益率 (%)	3.60	3.67	4.35	4.92

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,218	3,283	3,888	4,400
折旧和摊销	3,796	3,912	4,145	4,368
营运资金变动	-1,240	705	715	-1,003
经营活动现金流	6,236	8,360	9,202	8,194
资本开支	-4,629	-5,309	-5,510	-3,708
投资	-2,094	0	0	0
投资活动现金流	-6,454	-5,238	-5,434	-3,627
股权募资	221	0	0	0
债务募资	1,416	225	0	0
筹资活动现金流	-952	-1,917	-2,196	-2,404
现金净流量	-1,246	1,204	1,571	2,164

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。	公司评级	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