

# 华新水泥（600801）

## 2024 年一季报点评：一体化+海外布局对冲国内水泥景气下行

增持（维持）

2024 年 04 月 29 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

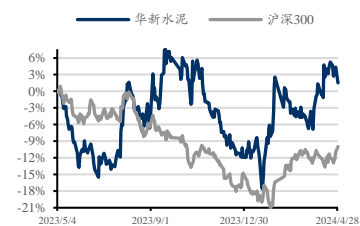
证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	30,470	33,757	35,884	39,647	43,523
同比（%）	(6.14)	10.79	6.30	10.49	9.78
归母净利润（百万元）	2,699	2,762	2,545	3,217	3,581
同比（%）	(49.68)	2.34	(7.86)	26.40	11.32
EPS-最新摊薄（元/股）	1.30	1.33	1.22	1.55	1.72
P/E（现价&最新摊薄）	11.03	10.78	11.70	9.25	8.31

### 股价走势



### 投资要点

- **事件：**公司披露 2024 年一季报，Q1 分别实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 70.84 亿元/1.77 亿元/1.52 亿元，分别同比+6.9%/-28.4%/-35.1%。
- **收入逆势持续增长，预计主要得益于骨料、混凝土拉动。**（1）2024Q1 营业收入同比+6.9%，增速明显高于全国水泥产量一季度 11.8%的同比降幅，公司表现明显优于行业，预计主要得益于骨料、混凝土等非水泥业务以及海外并购贡献增量；（2）2024Q1 实现毛利率 21.9%，同比提升 1.7pct，预计主要得益于高毛利的海外水泥与国内骨料收入占比提升的拉动，环比下降 5.8pct，主要是 Q1 国内水泥需求超预期下降加剧市场竞争导致均价环比下跌所致。
- **期间费用率小幅上升，盈利水平受国内水泥拖累筑底。**（1）2024Q1 期间费用率为 15.1%，同比+2.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 5.6%/6.5%/0.5%/1.5%，同比分别持平/+0.5/+0.3/+1.5pct，财务费用率的上升主要因带息债务同比增加；（2）2024Q1 销售净利率/归母净利率分别为 4.1%/2.5%，同比下降 0.1/1.2pct，环比 2023Q4 下降 6.2/6.7pct，因国内水泥盈利影响仍处历史低位，少数股东损益比例上升预计主要是投产骨料公司及并购阿曼水泥公司的少数股权所致。
- **资本开支继续收紧，资产负债率维持稳定。**（1）2024Q1 实现经营活动净现金流 1.07 亿元，同比-67.8%，主要受存货等营运资金投入增加影响；（2）2024Q1 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 5.69 亿元，同比-49.5%，反映行业下行期资本开支的主动收紧；（3）截至一季度末公司带息债务为 221.36 亿元，环比 2023Q4 增加 3.9%，资产负债率 51.8%，环比 2023Q4 小幅上升 0.2pct。
- **行业供需仍待再平衡，景气继续筑底，公司一体化战略持续推进强化综合竞争力，一体化+海外布局持续贡献增量。**（1）上半年旺季需求同比仍显偏弱，后续仍需观察实物需求的释放情况，财政工具和准财政工具有望进一步发力，财政前置下基建投资增速有望维持高位，但仍待向实物需求进一步传导。需求不足背景下，行业库存控制依赖错峰停窑，但跨区域流动和企业市场策略的影响下，行业竞争将反复，行业景气将继续低位震荡，但也为进一步的市场整合带来机遇。（2）一体化战略持续推进下公司骨料、混凝土业务体量继续稳步扩张，2023 年海外粉磨产能新增 854 万吨/年达到 2091 万吨/年，一体化和海外布局有望持续贡献业绩新增量。
- **盈利预测与投资评级：**水泥行业供需仍待再平衡，景气继续筑底，公司一体化及绿色低碳战略持续强化主业竞争力，资本开支支撑一体化+海外稳步拓展，有望为公司持续贡献新的增长点。我们维持 2024-2026 年归母净利润预测为 25.45/32.17/35.81 亿元，4 月 29 日收盘价对应市盈率 11.7/9.3/8.3 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求恢复不及预期；非水泥+海外业务扩张不及预期；房地产需求超预期下行；市场竞争加剧的风险。

### 市场数据

收盘价(元)	14.32
一年最低/最高价	11.28/15.45
市净率(倍)	1.02
流通 A 股市值(百万元)	19,250.03
总市值(百万元)	29,771.22

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.03
资产负债率(% ,LF)	51.81
总股本(百万股)	2,079.00
流通 A 股(百万股)	1,344.28

### 相关研究

- 《华新水泥(600801): 2023 年年报点评：一体化及海外布局持续贡献增量》  
2024-03-31
- 《华新水泥(600801): 2023 年三季报点评：单季业绩平稳增长，第二曲线持续贡献增量》  
2023-10-28

华新水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>15,220</b>	<b>16,270</b>	<b>19,422</b>	<b>22,951</b>	<b>营业总收入</b>	<b>33,757</b>	<b>35,884</b>	<b>39,647</b>	<b>43,523</b>
货币资金及交易性金融资产	5,851	5,894	8,466	10,980	营业成本(含金融类)	24,741	26,774	28,915	31,739
经营性应收款项	3,698	3,867	4,262	4,678	税金及附加	745	792	875	960
存货	3,463	4,255	4,357	4,870	销售费用	1,519	1,610	1,821	1,946
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,819	1,894	2,139	2,383
其他流动资产	2,207	2,254	2,338	2,423	研发费用	301	316	332	349
<b>非流动资产</b>	<b>53,581</b>	<b>56,300</b>	<b>57,963</b>	<b>59,630</b>	财务费用	699	646	674	696
长期股权投资	513	548	588	633	加:其他收益	175	210	231	254
固定资产及使用权资产	29,433	32,552	34,655	36,482	投资净收益	59	58	67	71
在建工程	3,615	2,707	2,354	2,277	公允价值变动	(36)	0	0	0
无形资产	15,958	16,431	16,304	16,177	减值损失	(206)	(108)	(119)	(131)
商誉	769	769	769	769	资产处置收益	427	0	0	0
长期待摊费用	957	957	957	957	<b>营业利润</b>	<b>4,352</b>	<b>4,012</b>	<b>5,069</b>	<b>5,644</b>
其他非流动资产	2,336	2,336	2,336	2,336	营业外净收支	(25)	(27)	(30)	(33)
<b>资产总计</b>	<b>68,800</b>	<b>72,571</b>	<b>77,385</b>	<b>82,581</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,326</b>	<b>3,985</b>	<b>5,040</b>	<b>5,611</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,934</b>	<b>19,221</b>	<b>20,234</b>	<b>21,548</b>	减:所得税	1,108	1,020	1,291	1,439
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,365	6,721	6,721	6,721	<b>净利润</b>	<b>3,218</b>	<b>2,965</b>	<b>3,748</b>	<b>4,173</b>
经营性应付款项	8,762	9,482	10,241	11,241	减:少数股东损益	456	420	531	591
合同负债	717	776	838	920	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,762</b>	<b>2,545</b>	<b>3,217</b>	<b>3,581</b>
其他流动负债	2,089	2,242	2,435	2,666	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	1.22	1.55	1.72
非流动负债	16,571	18,071	19,371	20,471	EBIT	4,644	4,498	5,565	6,146
长期借款	8,623	9,623	10,423	11,023	EBITDA	8,440	8,413	9,642	10,424
应付债券	3,964	4,464	4,964	5,464	毛利率(%)	26.71	25.39	27.07	27.08
租赁负债	1,349	1,349	1,349	1,349	归母净利率(%)	8.18	7.09	8.11	8.23
其他非流动负债	2,635	2,635	2,635	2,635	收入增长率(%)	10.79	6.30	10.49	9.78
<b>负债合计</b>	<b>35,505</b>	<b>37,293</b>	<b>39,606</b>	<b>42,019</b>	归母净利润增长率(%)	2.34	(7.86)	26.40	11.32
归属母公司股东权益	28,933	30,496	32,466	34,658					
少数股东权益	4,362	4,782	5,313	5,904					
<b>所有者权益合计</b>	<b>33,295</b>	<b>35,278</b>	<b>37,779</b>	<b>40,563</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>68,800</b>	<b>72,571</b>	<b>77,385</b>	<b>82,581</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,236	6,986	8,452	8,958	每股净资产(元)	13.92	14.67	15.62	16.67
投资活动现金流	(6,454)	(6,604)	(5,703)	(5,907)	最新发行在外股份(百万股)	2,079	2,079	2,079	2,079
筹资活动现金流	(952)	(339)	(177)	(537)	ROIC(%)	6.71	5.97	6.98	7.23
现金净增加额	(1,246)	43	2,571	2,514	ROE-摊薄(%)	9.55	8.35	9.91	10.33
折旧和摊销	3,796	3,915	4,078	4,277	资产负债率(%)	51.61	51.39	51.18	50.88
资本开支	(4,629)	(6,627)	(5,730)	(5,933)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.78	11.70	9.25	8.31
营运资本变动	(1,240)	(148)	353	211	P/B (现价)	1.03	0.98	0.92	0.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>