

需求影响价格及吨毛利，成本管控优秀

2024年08月29日

【投资要点】

- ◆ 公司发布2024年中报，H1收入及利润同比下降。公司H1实现收入455.7亿元，同比-30.44%（均为调整后按照国内会计准则口径），实现归母净利润33.26亿元，同比-48.56%；对应Q2实现收入242.4亿元，同比-28.85%，归母净利润18.2亿元，同比-53.46%。
- ◆ 地产需求承压，水泥量价受到影响，拖累收入及利润表现。2024H1全国固定资产投资增速同比放缓至3.9%，地产开发投资同比下降10.1%，对水泥需求产生不利影响，使得2024H1全国水泥产量同比下降10%至8.5亿吨。根据公司半年报披露数据，2024H1，公司自产自销水泥熟料产品1.26亿吨，同比下降3.35%，我们测算2024H1公司水泥熟料产品平均价格240元/吨，同比下降66元/吨；吨毛利52元/吨，同比下降30元/吨。水泥价格和吨毛利的下降是公司收入及利润下降的主要原因。
- ◆ 南部及西部地区需求降幅相对较少。根据公司半年报披露数据，公司东部/中部/南部/西部地区收入同比降幅分别为25.25%/26.30%/18.9%/14.77%，其中南部及西部地区需求降幅相对较小，判断主要因为粤港澳大湾区建设及西南地区基建需求仍然较为旺盛，对当地需求形成一定支撑。
- ◆ 原材料成本下降部分对冲价格下降，吨三费同比总体保持平稳。根据公司半年报披露，由于煤炭价格同比下降及煤电耗降低，公司2024H1原材料/燃料动力成本分别下降5元/吨及30元/吨左右，使得水泥熟料自产品综合成本同比下降16.03%，部分对冲价格下滑的影响。我们估算2024H1水泥及熟料产品吨三费22-23元/吨，同比总体保持平稳，体现公司良好成本管控能力。
- ◆ 混凝土及骨料业务收入稳定增长。根据公司半年报披露，2024H1，公司新增骨料产能200万吨，混凝土产能480万立方米，骨料及混凝土业务收入同比增长29.84%/20.60%，但由于市场需求承压价格受到影响，两项业务毛利率同比仍然分别降低9.71%/4.20个百分点。
- ◆ 关注2024H2基建及地产政策效果。我们注意到近期国家出台多项政策支持房地产行业企稳，并要求专项债加速发行从而对基建形成更好支撑。如果上述政策在2024H2见效，则水泥需求及价格有望回升，对公司业绩产生积极影响。

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	2004.94
流通市值（百万元）	925.66
52周最高/最低（元）	58.30/18.05
52周最高/最低（PE）	2883.08/23.52
52周最高/最低（PB）	5.09/1.51
52周涨幅（%）	-35.66
52周换手率（%）	1197.41

相关研究

【投资建议】

- ◆ 公司在上半年行业整体处于阶段性亏损的背景下实现盈利，充分体现了公司竞争力处于行业领先地位。如果 2024H2 基建及地产需求回暖，则公司有望成为重点受益标的之一。且公司现金及资产质量优异，目前估值 0.6 倍 PB 左右，股息率 4.55%，有一定安全边际。预计 2024-2026 年，公司归母净利润为 82.5/88.2/94.8 亿元，对应目前股价 13.2/12.3/11.5 倍 PE。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	1409.99	1117.63	1194.11	1273.20
增长率(%)	6.80%	-20.74%	6.84%	6.62%
EBITDA（亿元）	193.82	169.49	183.41	192.46
归属母公司净利润（亿元）	104.30	82.48	88.16	94.76
增长率(%)	-33.40%	-20.92%	6.88%	7.49%
EPS(元/股)	1.97	1.56	1.66	1.79
市盈率（P/E）	11.45	13.16	12.32	11.46
市净率（P/B）	0.65	0.57	0.55	0.52
EV/EBITDA	3.84	3.33	2.79	2.16

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 基建及地产需求不及预期。
- ◆ 成本高于预期从而使得毛利率不及预期。
- ◆ 汇率等因素使得财务费用高于预期。

资产负债表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1010.96	978.33	1072.05	1182.13
货币资金	683.62	738.13	801.10	908.25
应收及预付	131.31	74.54	88.50	87.45
存货	101.00	89.28	98.71	99.80
其他流动资产	95.03	76.38	83.74	86.63
非流动资产	1450.93	1484.24	1491.41	1485.87
长期股权投资	77.65	80.65	83.65	86.65
固定资产	855.65	909.37	926.69	932.76
在建工程	108.42	94.74	83.79	75.03
无形资产	323.80	316.74	313.46	306.22
其他长期资产	85.42	82.75	83.82	85.21
资产总计	2461.89	2462.58	2563.46	2668.01
流动负债	296.60	230.85	255.92	272.85
短期借款	44.80	19.80	29.80	39.80
应付及预收	65.68	57.28	61.96	63.81
其他流动负债	186.12	153.78	164.17	169.25
非流动负债	185.61	185.61	185.61	185.61
长期借款	156.12	156.12	156.12	156.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	29.49	29.49	29.49	29.49
负债合计	482.20	416.46	441.53	458.47
实收资本	52.99	52.99	52.99	52.99
资本公积	106.29	105.69	105.69	105.69
留存收益	1716.78	1779.26	1852.42	1937.18
归属母公司股东权益	1853.21	1917.21	1990.37	2075.13
少数股东权益	126.48	128.90	131.56	134.41
负债和股东权益	2461.89	2462.58	2563.46	2668.01

利润表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1409.99	1117.63	1194.11	1273.20
营业成本	1176.37	949.77	1013.21	1079.78
税金及附加	10.24	4.99	5.37	5.75
销售费用	34.24	20.43	22.07	23.61
管理费用	56.52	34.04	36.78	39.36
研发费用	18.60	10.21	11.03	11.81
财务费用	-11.19	-3.20	-4.21	-4.90
资产减值损失	-3.01	-1.00	-1.34	-1.79
公允价值变动收益	-2.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.44	5.09	3.68	4.29
资产处置收益	0.46	0.23	0.18	0.24
其他收益	5.65	3.41	2.94	3.42
营业利润	131.38	108.92	115.13	123.72
营业外收入	6.49	1.00	2.00	3.00
营业外支出	1.86	2.50	3.00	3.50
利润总额	136.00	107.42	114.13	123.22
所得税	28.51	22.51	23.31	25.61
净利润	107.49	84.90	90.82	97.61
少数股东损益	3.19	2.42	2.66	2.85
归属母公司净利润	104.30	82.48	88.16	94.76
EBITDA	193.82	169.49	183.41	192.46

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	201.06	189.61	154.21	179.85
净利润	107.49	84.90	90.82	97.61
折旧摊销	74.45	65.28	73.49	74.14
营运资金变动	35.84	36.53	-15.62	2.98
其它	-16.72	2.91	5.53	5.11
投资活动现金流	-193.07	-94.63	-79.38	-65.58
资本支出	-139.34	-102.57	-80.03	-66.83
投资变动	-72.40	-3.28	-3.03	-3.04
其他	18.68	11.22	3.68	4.29
筹资活动现金流	-54.36	-40.47	-11.86	-7.11
银行借款	3.65	-25.00	10.00	10.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	6.77	-0.60	0.00	0.00
其他	-64.78	-14.88	-21.86	-17.11
现金净增加额	-46.07	54.52	62.97	107.15
期初现金余额	161.58	115.51	170.03	233.00
期末现金余额	115.51	170.03	233.00	340.15

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	6.80%	-20.74%	6.84%	6.62%
营业利润增长	-32.54%	-17.10%	5.71%	7.46%
归属母公司净利润增长	-33.40%	-20.92%	6.88%	7.49%
获利能力 (%)				
毛利率	16.57%	-39.49%	-37.75%	-37.18%
净利率	7.62%	12.47%	12.35%	12.40%
ROE	5.63%	4.30%	4.43%	4.57%
ROIC	4.27%	3.64%	3.72%	3.83%
偿债能力				
资产负债率 (%)	19.59%	16.91%	17.22%	17.18%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	3.41	4.24	4.19	4.33
速动比率	2.93	3.67	3.60	3.77
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.28	0.29	0.30
应收账款周转率	28.10	21.29	32.48	31.34
存货周转率	10.80	9.98	10.78	10.88
每股指标 (元)				
每股收益	1.97	1.56	1.66	1.79
每股经营现金流	3.79	3.58	2.91	3.39
每股净资产	34.97	36.18	37.56	39.16
估值比率				
P/E	11.45	13.16	12.32	11.46
P/B	0.65	0.57	0.55	0.52
EV/EBITDA	3.84	3.33	2.79	2.16

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。