

► **公司发布 2024 年半年报：**2024H1 实现营收 162.37 亿元，同比+2.56%，归母净利 7.31 亿元，同比-38.74%，扣非归母净利 6.8 亿元，同比-41.88%。其中，24Q2 营收 91.54 亿元，同比-0.54%，归母净利 5.53 亿元，同比-41.45%，扣非净利 5.29 亿元，同比-43.57%。2024 年上半年公司毛利率为 23.65%，同比-0.73pct，净利率为 6.29%，同比-2.24pct；24Q2 毛利率为 25.02%，同比-2.35pct、环比+3.13pct。

► **国内水泥业务承压，海外水泥业务持续扩张。**上半年国内水泥需求持续弱势表现，24H1 全国累计水泥产量 8.5 亿吨，绝对值同比下降 10.76%，为 2011 年以来同期最低水平，同期公司水泥及熟料产品销售 2848.44 万吨，同比-4.9%，其中海外销量 759.76 万吨，同比高增 47%；国内销量测算同比-16%左右。**价格方面**，24H1 公司水泥销售均价同比-6.7%至 304.24 元/吨，测算吨毛利同比-15.3%至 63 元/吨（国内外合计）。

截至 24H1 末，公司在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、南非、莫桑比克、阿曼、津巴布韦等 12 个国家合计拥有海外熟料/水泥粉磨产能 1544、2254 万吨/年，水泥粉磨产能同比+34.4%。公司持续加大海外产能布局，上半年莫桑比克 3000 吨/日水泥熟料线按建设计划推进，并启动马拉维 2000 吨/日水泥熟料新线、赞比亚及南非产线升级改造、津巴布韦 30 万吨/年粉磨站等项目的建设，建成投产后可合计新增海外熟料/水泥粉末产能各 301、266 万吨/年，较 24H1 末分别同比+19.5%、+11.8%。上半年公司境外业务毛利率 33.19%，显著优于国内 20.78%的水平，看好海外项目的持续扩张有望为公司业绩持续贡献增量。

► **“水泥+”业务保持高增，骨料盈利能力表现优异。**公司的水泥+业务上半年实现 69.04 亿元收入，同比+29.38%，营收占比同比提升 8.81pct 至 42.52%。**骨料方面**，上半年实现销售 7152.61 万吨，同比增长 41.6%，均价同比-3.3%至 41.41 元/吨，测算吨毛利在 19.63 元/吨，同比+1.7%，毛利率同比+2.29pct 至 47.41%。**混凝土方面**，上半年销售 1470.05 万方，同比增长 34.25%，均价同比-7.5%至 268.2 元/方，测算单位毛利在 31.15 元/方，同比-17.5%，毛利率同比-1.41pct 至 11.61%。

► **汇兑损益影响费用，应收账款随混凝土业务扩张而增长。**24H1 公司期间费用率为 13.34%，同比+1.98pct，其中，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.85%、5.59%、0.44%、2.46%，分别同比+0.481pct、+0.52pct、+0.07pct、+0.91pct，上半年公司财务费用为 4 亿元，同比+63.09%，主因汇兑损失增加所致。截至 24H1 末公司应收账款余额为 31.85 亿元，同比+40.97%，主要系混凝土业务规模扩大所致，经营性现金流净额 17.31 亿元，同比-18.64%。

► **投资建议：**前瞻性布局海外、“水泥+”、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 20.27、21.81、23.52 亿元，现价对应 PE 为 11x、10x、9x，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	34,914	36,797	39,069
增长率 (%)	10.8	3.4	5.4	6.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,762	2,027	2,181	2,352
增长率 (%)	2.3	-26.6	7.6	7.8
每股收益 (元)	1.33	0.97	1.05	1.13
PE	8	11	10	9
PB	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.70 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang@mszq.com

相关研究

- 1.华新水泥 (600801.SH) 2024 年一季报点评：海外及骨料结构性贡献，财务费用影响整体表现-2024/04/28
- 2.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
- 3.华新水泥 (600801.SH) 2023 年三季度点评：Q3 业绩略低于预期，看好公司长期成长性-2023/10/30
- 4.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
- 5.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

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	34,914	36,797	39,069
营业成本	24,741	26,361	27,743	29,411
营业税金及附加	745	803	846	899
销售费用	1,519	1,676	1,766	1,914
管理费用	1,819	1,955	2,061	2,203
研发费用	301	314	331	352
EBIT	4,644	3,872	4,132	4,387
财务费用	699	768	791	786
资产减值损失	-138	-40	-42	-45
投资收益	59	70	74	78
营业利润	4,352	3,168	3,408	3,673
营业外收支	-25	-20	-20	-20
利润总额	4,326	3,148	3,388	3,653
所得税	1,108	787	847	913
净利润	3,218	2,361	2,541	2,740
归属于母公司净利润	2,762	2,027	2,181	2,352
EBITDA	8,440	7,785	8,277	8,755

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,849	4,086	4,760	6,310
应收账款及票据	2,535	5,590	5,463	5,220
预付款项	418	432	459	500
存货	3,463	3,987	4,203	4,448
其他流动资产	2,955	3,479	3,199	3,306
流动资产合计	15,220	17,574	18,085	19,785
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	55,416	57,404	58,390
资产合计	68,800	72,990	75,489	78,175
短期借款	644	644	644	644
应付账款及票据	8,762	9,920	10,509	11,111
其他流动负债	9,527	10,534	10,711	10,925
流动负债合计	18,934	21,098	21,864	22,680
长期借款	8,623	8,623	8,623	8,623
其他长期负债	7,948	8,596	8,596	8,596
非流动负债合计	16,571	17,219	17,219	17,219
负债合计	35,505	38,317	39,083	39,899
股本	2,079	2,079	2,079	2,079
少数股东权益	4,362	4,696	5,057	5,445
股东权益合计	33,295	34,673	36,406	38,276
负债和股东权益合计	68,800	72,990	75,489	78,175

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	3.43	5.39	6.17
EBIT 增长率	2.06	-16.61	6.70	6.18
净利润增长率	2.34	-26.63	7.63	7.82
盈利能力 (%)				
毛利率	26.71	24.50	24.61	24.72
净利率	8.18	5.80	5.93	6.02
总资产收益率 ROA	4.01	2.78	2.89	3.01
净资产收益率 ROE	9.55	6.76	6.96	7.16
偿债能力				
流动比率	0.80	0.83	0.83	0.87
速动比率	0.48	0.50	0.51	0.55
现金比率	0.31	0.19	0.22	0.28
资产负债率 (%)	51.61	52.50	51.77	51.04
经营效率				
应收账款周转天数	19.42	38.60	50.07	45.13
存货周转天数	49.97	50.87	53.14	52.95
总资产周转率	0.51	0.49	0.50	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	0.97	1.05	1.13
每股净资产	13.92	14.42	15.08	15.79
每股经营现金流	3.00	2.23	4.02	4.09
每股股利	0.53	0.39	0.42	0.45
估值分析				
PE	8	11	10	9
PB	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.57	4.96	4.66	4.41
股息收益率 (%)	4.95	3.63	3.91	4.22

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,218	2,361	2,541	2,740
折旧和摊销	3,796	3,912	4,145	4,368
营运资金变动	-1,240	-2,513	785	524
经营活动现金流	6,236	4,633	8,349	8,501
资本开支	-4,629	-5,630	-5,854	-5,074
投资	-2,094	0	0	0
投资活动现金流	-6,454	-5,327	-5,780	-4,996
股权募资	221	0	0	0
债务募资	1,416	1,004	0	0
筹资活动现金流	-952	-1,070	-1,894	-1,956
现金净流量	-1,246	-1,764	674	1,549

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