

华新水泥（600801）

2024年中报点评：骨料、海外水泥表现亮眼，静待国内水泥改善

增持（维持）

2024年09月02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）	30470	33757	35091	38070	41122
同比（%）	(6.14)	10.79	3.95	8.49	8.02
归母净利润（百万元）	2699	2762	2113	2558	2801
同比（%）	(49.68)	2.34	(23.49)	21.04	9.50
EPS-最新摊薄（元/股）	1.30	1.33	1.02	1.23	1.35
P/E（现价&最新摊薄）	8.24	8.05	10.53	8.70	7.94

股价走势



投资要点

- **事件：**公司披露2024年中报，上半年实现营业总收入162.4亿元，同比+2.6%，实现归母净利润7.31亿元，同比-38.7%。
- **国内水泥承压加剧，骨料、海外水泥持续贡献增量。**（1）上半年公司水泥及熟料销量2848万吨，同比-5%，其中国内外销量分别为2089万吨/760万吨，同比分别-16%/+41%，上半年莫桑比克3000t/d熟料生产线按计划推进，并启动马拉维2000t/d熟料新生产线等项目的建设，预计投产后可新增熟料产能约300万吨/年，水泥粉磨产能合计约270万吨/年，公司海外布局持续拓展。（2）公司上半年分别实现骨料、混凝土销售7153万吨/1470万方，同比分别+42%/+34%。（3）从收入贡献来看，上半年国内水泥、海外水泥、骨料、商混占比分别为31%/22%/18%/24%，同比分别-16/+7/+5/+4pct。
- **结构持续优化下毛利率显现韧性，汇兑损失致财务费用率上升。**（1）上半年综合毛利率23.7%，同比仅减少0.7pct，主要得益于高毛利的骨料和海外水泥业务收入占比提升。我们测算上半年水泥、骨料、商混单位毛利分别为63元/吨、20元/吨、31元/方，分别同比下降11元/吨、基本持平、下降7元/方。（2）从毛利贡献来看，水泥&熟料、骨料、商混占比分别为47%/37%/12%，较2023年全年的占比分别-9/+9/-1pct。（3）上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为4.9%/5.6%/0.4%/2.5%，同比分别+0.5/+0.5/+0.1/+0.9pct，主要是分母端产品价格下降的影响，财务费用率上升主要因发生汇兑损失1.15亿元（去年同期为-0.23亿元）。（4）Q2毛利率环比上升3.1pct至25.0%，预计水泥吨毛利基本平稳，得益于高毛利的骨料继续放量。
- **资本开支有所放缓，资产负债率基本保持平稳。**（1）上半年公司实现经营活动净现金流17.3亿元，同比-18.6%，表现略好于盈利端；（2）上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为14.4亿元，同比-20.6%；（3）二季度末带息债务余额、资产负债率分别为216.0亿元、52.2%，环比一季度末分别-5.3亿元/+0.4pct。
- **全行业亏损下行业自律改善奠定国内水泥景气反弹基础，中长期期待政策加速供给侧出清。**上半年水泥行业亏损面超50%，龙头企业引领推动行业自律改善，供给侧调控的力度和持续性明显增强，随着季节性需求恢复，下半年全国价格中枢有望反弹。中长期双碳、环保政策进一步趋严为供给侧带来更强约束，中短期产业政策对行业自律的约束有望强化，有利于行业竞争格局的优化和供给侧的加速出清，需继续观察落地节奏。
- **盈利预测与投资评级：**国内水泥行业自律改善，景气有望筑底反弹，公司一体化及绿色低碳战略持续强化主业竞争力，海外及国内一体化业务稳步拓展，持续贡献新增量。基于国内水泥需求下行超预期，我们下调2024-2026年归母净利润预测为21.1/25.6/28.0亿元（前值为25.5/32.2/35.8亿元），对应市盈率11/9/8倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**国内水泥需求超预期下行；非水泥+海外业务扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(元)	10.70
一年最低/最高价	10.38/16.09
市净率(倍)	0.78
流通A股市值(百万元)	14,383.75
总市值(百万元)	22,245.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.80
资产负债率(%,LF)	52.18
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)：2024年一季报点评：一体化+海外布局对冲国内水泥景气下行》

2024-04-29

《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
流动资产	15,220	15,586	18,271	21,082	营业总收入	33,757	35,091	38,070	41,122
货币资金及交易性金融资产	5,851	4,898	6,831	8,853	营业成本(含金融类)	24,741	26,579	28,506	30,730
经营性应收款项	3,698	4,228	4,685	5,060	税金及附加	745	774	840	907
存货	3,463	4,224	4,452	4,799	销售费用	1,519	1,531	1,701	1,818
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,819	1,785	1,956	2,184
其他流动资产	2,207	2,237	2,303	2,370	研发费用	301	316	332	349
非流动资产	53,581	56,300	57,963	59,630	财务费用	699	737	647	658
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)	(106)	(115)	(124)
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	营业利润	4,352	3,530	4,271	4,677
其他非流动资产	2,336	2,336	2,336	2,336	营业外净收支	(25)	(26)	(28)	(31)
资产总计	68,800	71,886	76,233	80,713	利润总额	4,326	3,504	4,242	4,646
流动负债	18,934	18,722	19,596	20,597	减:所得税	1,108	895	1,084	1,188
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,365	6,721	6,721	6,721	净利润	3,218	2,609	3,158	3,458
经营性应付款项	8,762	9,015	9,669	10,423	减:少数股东损益	456	496	600	657
合同负债	717	770	826	891	归属母公司净利润	2,762	2,113	2,558	2,801
其他流动负债	2,089	2,215	2,380	2,562	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	1.02	1.23	1.35
非流动负债	16,571	18,071	19,371	20,471	EBIT	4,644	4,105	4,735	5,133
长期借款	8,623	9,623	10,423	11,023	EBITDA	8,440	8,020	8,812	9,410
应付债券	3,964	4,464	4,964	5,464	毛利率(%)	26.71	24.26	25.12	25.27
租赁负债	1,349	1,349	1,349	1,349	归母净利率(%)	8.18	6.02	6.72	6.81
其他非流动负债	2,635	2,635	2,635	2,635	收入增长率(%)	10.79	3.95	8.49	8.02
负债合计	35,505	36,793	38,967	41,068	归母净利润增长率(%)	2.34	(23.49)	21.04	9.50
归属母公司股东权益	28,933	30,236	31,809	33,530					
少数股东权益	4,362	4,858	5,458	6,115					
所有者权益合计	33,295	35,094	37,266	39,645					
负债和股东权益	68,800	71,886	76,233	80,713					

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	5,817	7,548	8,152	每股净资产(元)	13.92	14.54	15.30	16.13
投资活动现金流	(6,454)	(6,603)	(5,702)	(5,905)	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)	(166)	87	(225)	ROIC(%)	6.71	5.47	5.97	6.12
现金净增加额	(1,246)	(953)	1,933	2,022	ROE-摊薄(%)	9.55	6.99	8.04	8.35
折旧和摊销	3,796	3,915	4,078	4,277	资产负债率(%)	51.61	51.18	51.12	50.88
资本开支	(4,629)	(6,626)	(5,728)	(5,931)	P/E (现价&最新股本摊薄)	8.05	10.53	8.70	7.94
营运资本变动	(1,240)	(958)	46	129	P/B (现价)	0.77	0.74	0.70	0.66

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>