

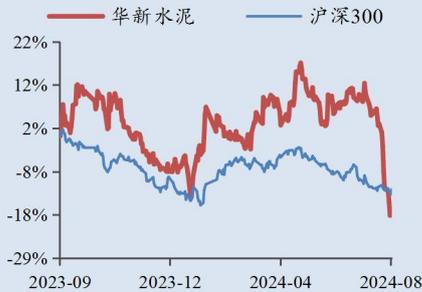
收入逆势增长，水泥+及海外收入支撑业绩

——华新水泥（600801.SH）2024年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年08月30日

当前价格（元）	10.70
52周价格区间（元）	10.38-16.09
总市值（百万元）	22,245.25
流通市值（百万元）	14,383.75
总股本（万股）	207,899.56
流通股（万股）	134,427.56
近一月换手（%）	12.15

分析师：彭棋

执业证书编号：S0230523080002

邮箱：pengq@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

2024年8月30日，华新水泥发布2024年半年报：2024年上半年公司实现营业收入162.37亿元，同比增长2.56%；实现归属上市公司股东的净利润7.31亿元，同比下滑38.74%。

观点：

- **收入逆势增长，水泥价格下滑利润承压。**2024年上半年，国内水泥市场需求继续深度下滑，全国累计水泥产量8.5亿吨，绝对值同比下降10.76%，产量为2011年以来同期最低水平。受行业需求大幅萎缩，产能过剩更趋严重的影响，行业竞争加剧，水泥价格低位运行。在行业整体需求下滑的背景下，公司营业收入实现逆势增长，2024年上半年公司实现营业收入162.37亿元，同比增长2.56%。受国内水泥及商品熟料价格和销量同比下降影响，公司实现水泥及商品熟料销量2848.44万吨，同比下滑4.9%，水泥产品因销售价格较上年同期下滑21.76元/吨至304.24元/吨，成本较上年同期下降10.39元/吨至241.24元/吨，导致公司整体利润承压，综合毛利率较去年同期的24.38%减少0.73个百分点。展望下半年，行业错峰生产力度加大，行业实际产能受限，有望带动公司盈利能力提升。
- **骨料、混凝土业务收入大幅增长。**2024年上半年，骨料业务实现营业收入29.62亿元，同比增长36.96%；混凝土业务营业收入39.43亿元，同比增长24.21%。盈利能力来看，公司骨料业务因销售均价下滑1.40元/吨至41.41元/吨，成本下降1.72元/吨至21.78元/吨；混凝土业务因销售价格下降21.68元/方至268.20元/方，成本下降15.09元/方至237.05元/方。骨料方面，公司是中国水泥行业第一家建设规模化、环保化骨料工厂的企业，经过十多年的摸索与扩张，骨料业务规模大幅提升，国内产能分布于湖北、云南、重庆、湖南、四川、贵州、河南及西藏等8省市。海外在塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚和南非运营6个骨料工厂。
- **海外业务快速增长支撑业绩。**2024年上半年，公司海外水泥及商品熟料销量759.76万吨，同比增长47.0%。公司作为首批走出去的中国水泥企业之一，截至2024年6月30日，公司已在塔吉克斯坦、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个国家布局，公司海外水泥熟料产能为1,544万吨/年，水泥粉磨

能力已达 2,254 万吨/年；另还有莫桑比克新建生产线、马拉维新建生产线、赞比亚生产线升级、南非生产线升级、津巴布韦粉磨站等在建项目，在建熟料产能合计约 300 万吨/年，在建水泥粉磨产能合计约 270 万吨/年。报告期内公司海外业务实现营业收入 35.78 亿元，同比增长 55.41%，海外水泥销量及业绩的提升成为稳定公司业绩的重要支撑。

- **盈利预测及投资评级：**在水泥市场需求持续下滑的背景下，公司收入逆势增长，骨料、海外水泥销量及业绩的提升成为稳定公司业绩的重要支撑。我们假设公司 2024-2026 年营业收入增速分别为 1.07%、9.58%、4.82%。据此我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 341.17 亿元、373.84 亿元、391.87 亿元，归母净利润 18.74 亿元、24.34 亿元、26.02 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.9、9.1、8.5 倍。参考 2024 年可比公司平均估值 20.4 倍 PE，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观环境出现不利变化；水泥需求不及预期；水泥价格上涨不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅变化等。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,470	33,757	34,117	37,384	39,187
增长率（%）	-6.14	10.79	1.07	9.58	4.82
归母净利润（百万元）	2,699	2,762	1,874	2,434	2,602
增长率（%）	-49.68	2.34	-32.15	29.87	6.91
ROE（%）	9.80	9.67	7.20	8.42	8.63
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.29	1.33	0.90	1.17	1.25
市盈率（P/E）	8.3	8.1	11.9	9.1	8.5
市净率（P/B）	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

数据来源：Wind，华龙证券研究所

可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS（元）					市盈率 PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600801.SH	华新水泥	222.5	1.29	1.33	0.90	1.17	1.25	8.3	8.1	11.9	9.1	8.5
600585.SH	海螺水泥	1,108.6	3.0	2.0	1.6	1.8	2.0	7.1	10.6	12.9	11.5	10.5
000877.SZ	天山股份	336.3	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4	9.0	20.9	20.7	14.4	11.6
000672.SZ	上峰水泥	62.3	1.0	0.8	0.6	0.7	0.8	6.6	8.4	10.9	8.8	7.7
002233.SZ	塔牌集团	83.3	0.2	0.6	0.6	0.6	0.7	31.3	11.2	12.5	11.0	9.7
000401.SZ	冀东水泥	115.6	0.5	-0.6	0.1	0.2	0.4	8.5	-7.7	44.8	19.1	12.1
	平均值	341.2						12.5	8.7	20.4	13.0	10.3

数据来源：Wind，华龙证券研究所（本表华新水泥、上峰水泥盈利预测取自华龙证券研究所，其余公司盈利预测及评级均取自 Wind 一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,450	15,220	15,440	16,172	17,417	营业收入	30,470	33,757	34,117	37,384	39,187
现金	7,038	5,849	5,814	6,439	7,639	营业成本	22,482	24,741	25,777	28,173	29,533
应收票据及应收账款	1,929	2,535	3,141	3,026	3,525	税金及附加	586	745	659	741	788
其他应收款	478	747	769	892	849	销售费用	1,372	1,519	1,705	1,692	1,815
预付账款	354	418	362	493	403	管理费用	1,583	1,819	1,798	1,952	2,065
存货	3,405	3,463	3,146	3,114	2,792	研发费用	78	301	133	164	194
其他流动资产	1,246	2,207	2,208	2,208	2,208	财务费用	458	699	773	746	656
非流动资产	49,791	53,581	54,075	56,475	58,236	资产和信用减值损失	-135	-206	-205	-157	-132
长期股权投资	439	513	536	546	556	其他收益	217	175	160	190	186
固定资产	22,721	27,752	26,778	27,098	26,678	公允价值变动收益	19	-36	6	7	8
无形资产	15,228	16,027	17,684	19,616	21,893	投资净收益	17	59	56	40	43
其他非流动资产	11,404	9,288	9,076	9,216	9,109	资产处置收益	-7	427	113	137	167
资产总计	64,242	68,800	69,514	72,647	75,654	营业利润	4,023	4,352	3,401	4,133	4,408
流动负债	16,625	18,934	17,778	20,552	24,666	营业收入	41	63	48	44	49
短期借款	593	644	644	644	644	营业外支出	75	88	90	87	85
应付票据及应付账款	9,096	8,762	7,686	8,011	8,443	利润总额	3,988	4,326	3,359	4,090	4,372
其他流动负债	6,936	9,527	9,448	11,897	15,578	所得税	965	1,108	860	1,047	1,120
非流动负债	16,779	16,571	17,045	15,982	13,286	净利润	3,024	3,218	2,499	3,042	3,253
长期借款	11,708	12,587	12,392	11,529	9,333	少数股东损益	325	456	625	608	651
其他非流动负债	5,070	3,984	4,653	4,453	3,953	归属母公司净利润	2,699	2,762	1,874	2,434	2,602
负债合计	33,403	35,505	34,823	36,534	37,952	EBITDA	7,025	8,715	7,329	8,333	8,915
少数股东权益	3,392	4,362	4,987	5,595	6,246	EPS (元)	1.29	1.33	0.90	1.17	1.25
股本	2,097	2,079	2,079	2,079	2,079						
资本公积	1,976	1,586	1,586	1,586	1,586						
留存收益	24,121	25,815	27,322	29,160	31,121						
归属母公司股东权益	27,446	28,933	29,705	30,517	31,456						
负债和股东权益	64,242	68,800	69,514	72,647	75,654						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,568	6,236	5,301	6,986	8,155
净利润	3,024	3,218	2,499	3,042	3,253
折旧摊销	2,545	3,534	3,090	3,381	3,730
财务费用	458	699	773	746	656
投资损失	-17	-59	-56	-40	-43
营运资金变动	-1,640	-1,205	-1,091	-157	604
其他经营现金流	197	49	86	13	-44
投资活动现金流	-8,383	-6,454	-3,410	-5,597	-5,273
资本支出	7,718	4,850	3,561	5,771	5,481
长期投资	-300	7	-23	-10	-10
其他投资现金流	-365	-1,611	174	184	218
筹资活动现金流	1,772	-952	-1,927	-764	-1,682
短期借款	-50	51	0	0	0
长期借款	3,299	879	-196	-862	-2,196
普通股增加	0	-18	0	0	0
资本公积增加	-55	-390	0	0	0
其他筹资现金流	-1,422	-1,474	-1,731	99	514
现金净增加额	-1,934	-1,246	-36	625	1,200

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	-6.14	10.79	1.07	9.58	4.82
营业利润同比增速(%)	-45.96	8.18	-21.85	21.53	6.67
归属于母公司净利润同比增速(%)	-49.68	2.34	-32.15	29.87	6.91
获利能力					
毛利率(%)	26.22	26.71	24.45	24.64	24.63
净利率(%)	9.92	9.53	7.32	8.14	8.30
ROE(%)	9.80	9.67	7.20	8.42	8.63
ROIC(%)	7.16	7.76	6.26	6.98	7.10
偿债能力					
资产负债率(%)	52.00	51.61	50.09	50.29	50.17
净负债比率(%)	42.06	44.62	42.78	43.81	40.47
流动比率	0.87	0.80	0.87	0.79	0.71
速动比率	0.60	0.52	0.59	0.54	0.52
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.51	0.49	0.53	0.53
应收账款周转率	26.05	18.54	13.00	13.00	13.00
应付账款周转率	2.90	3.06	3.50	4.00	4.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.29	1.33	0.90	1.17	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	3.00	2.55	3.36	3.92
每股净资产(最新摊薄)	13.09	13.92	14.29	14.68	15.13
估值比率					
P/E	8.3	8.1	11.9	9.1	8.5
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.49	4.76	5.74	5.24	4.91

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046