

# 华新水泥（600801）

证券研究报告  
2024年09月02日

## 国内水泥仍有承压，骨料、海外业绩持续增长

### 公司上半年实现归母净利润 7.31 亿元，同比下滑 38.7%

公司发布 24 年中报，上半年实现收入/归母净利润 162.37/7.31 亿元，同比 2.56%/-38.74%，实现扣非归母净利润 6.80 亿元，同比-41.88%。其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 91.54/5.53 亿元，同比-0.54%/-41.45%，扣非归母净利润 5.29 亿元，同比-43.57%。

### 国内水泥仍有承压，海外水泥持续增长

公司上半年水泥业务实现收入 86.7 亿元，同比下滑 11.25%，其中国内/国外收入分别为 51.06/35.78 亿元，同比-31.57%/+55.41%。上半年公司实现水泥及熟料销量 2848 万吨，同比下滑 4.9%（其中海外水泥及商品熟料销量 759.76 万吨，同比增长 47.0%），综合吨均价/吨成本/吨毛利分别为 304.24/241.24/63 元，同比分别下滑 21.8/10.4/11.4 元。24H1 公司海外水泥业务收入占水泥业务比重已达 41.3%，同比提升 17.7pct。公司持续推动海外业务的发展，24 年上半年公司莫桑比克 3000 吨/日水泥熟料生产线按建设计划推进，马拉维 2,000 吨/日水泥熟料新生产线、赞比亚及南非原生产线升级改造、津巴布韦 30 万吨/年粉磨站等项目已启动建设，该等项目建成投产后预计可新增熟料产能合计约 300 万吨/年，水泥粉磨产能合计约 270 万吨/年。截至 24 年上半年末，公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦等 12 个国家布局，海外水泥熟料产能达 1,544 万吨/年，水泥粉磨能力达 2,254 万吨/年，成为中亚水泥市场的领军者，未来海外水泥业务仍有较大增长空间。

### 非水泥业务盈利贡献提升，Q2 盈利环比提升

公司上半年非水泥业务实现收入 75.7 亿元，同比增长 24.7%，其中骨料业务收入 29.62 亿元，同比增长 36.96%，销量 7152.61 万吨，同比增长 41.60%，毛利率同比+2.29pct 达 47.41%，年产能同比增长 16.7%达 2.8 亿吨。混凝土业务收入 39.43 亿元，同比增长 24.21%，销量 1,470.05 万方，同比增长 34.25%，毛利率 11.61%，同比-1.41pct。上半年非水泥业务的收入占公司营业收入总额的 47%，同比+8pct，逐步成为公司业绩重要支撑。公司上半年实现毛利率 23.65%，同比-0.73pct，其中 Q2 单季度整体毛利率 25.02%，同比/环比分别-2.36/+3.13pct。24 年上半年期间费用率 13.35%，同比+1.99pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.48/+0.53/+0.07/+0.91pct，财务费用主要系汇兑损失增加所致，最终实现净利率 6.29%，同比-2.23pct。

### 非水泥及海外业务前景可期，维持“买入”评级

23 年公司累计现金分红 11 亿元，分红率达 40%，对应当前股息率 4.95%。在国内水泥需求下降的背景下，公司骨料、混凝土、海外业务成长性均开始兑现，我们继续看好公司中长期成长性。考虑到公司上半年业绩下滑，下调公司 24-26 年归母净利润为 21.9/27.3/32.2 亿元（前值 32.3/36.5/41.3 亿元），参考可比公司，给予公司 24 年 13 倍 PE，对应目标价 13.69 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司产品售价下跌风险、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,470.38	33,757.09	33,066.18	34,548.19	36,733.65
增长率(%)	(6.14)	10.79	(2.05)	4.48	6.33
EBITDA(百万元)	7,063.77	8,507.56	8,114.50	9,041.62	10,004.30
归属母公司净利润(百万元)	2,698.87	2,762.12	2,189.31	2,730.55	3,220.99
增长率(%)	(49.68)	2.34	(20.74)	24.72	17.96
EPS(元/股)	1.30	1.33	1.05	1.31	1.55
市盈率(P/E)	8.24	8.05	10.16	8.15	6.91
市净率(P/B)	0.81	0.77	0.74	0.70	0.66
市销率(P/S)	0.73	0.66	0.67	0.64	0.61
EV/EBITDA	5.65	4.63	4.05	3.44	2.95

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.7 元
目标价格	13.7 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,344.28
流通 A 股股本(百万股)	1,344.28
A 股总市值(百万元)	14,383.75
流通 A 股市值(百万元)	14,383.75
每股净资产(元)	13.80
资产负债率(%)	52.18
一年内最高/最低(元)	16.09/10.38

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**林晓龙** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523050002  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



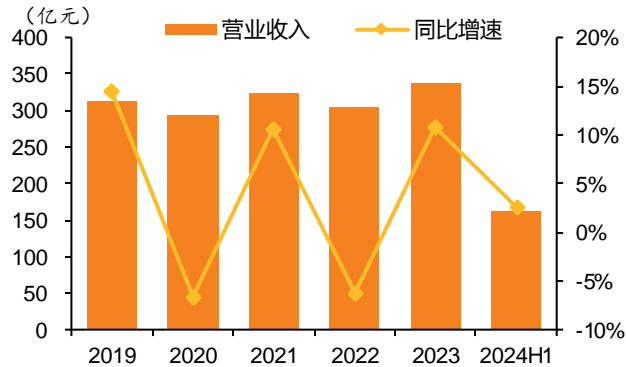
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《华新水泥-季报点评:Q1 骨料、海外水泥贡献增量，费用增加拖累利润》2024-04-30
- 《华新水泥-年报点评报告:非水泥利润贡献增大，海外业务前景可期》2024-03-30
- 《华新水泥-季报点评:Q3 毛利率环比逆势提升，继续推进海外布局》2023-10-30

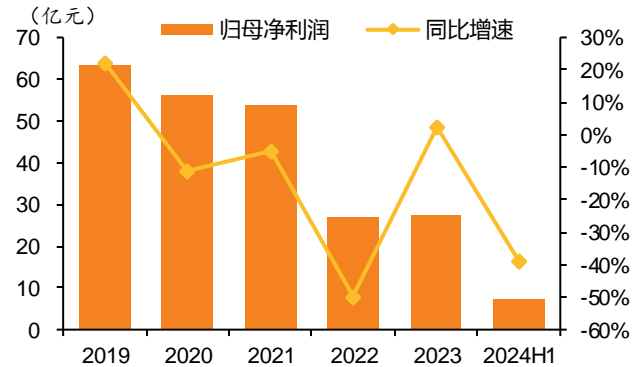
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2024 上半年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2024 上半年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
600425.SH	青松建化	50	3.13	0.30	0.29	0.37	0.47	10.43	10.79	8.46	6.66
000877.SZ	天山股份	336	4.73	0.53	0.23	0.23	0.33	8.99	20.86	20.68	14.38
600585.SH	海螺水泥	1,109	20.92	2.96	1.97	1.63	1.81	7.07	10.62	12.87	11.54
<b>平均值</b>								<b>8.03</b>	<b>15.74</b>	<b>14.00</b>	<b>12.96</b>
600801.SH	华新水泥	222	10.70	1.30	1.33	1.05	1.31	8.24	8.05	10.16	8.15

注：数据截至 20240830 收盘，除华新水泥为天风预测外，其余公司 24 年 BPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,038.34	5,849.47	2,666.65	4,903.89	6,454.16	营业收入	30,470.38	33,757.09	33,066.18	34,548.19	36,733.65
应收票据及应收账款	1,928.59	2,534.57	1,295.73	2,989.14	1,566.78	营业成本	22,481.90	24,741.41	24,620.59	25,043.67	26,177.21
预付账款	353.87	417.88	366.58	417.18	406.09	营业税金及附加	585.79	744.93	660.40	705.52	646.51
存货	3,405.12	3,462.94	3,611.24	2,820.02	4,541.61	销售费用	1,371.82	1,518.89	1,471.45	1,530.49	1,616.28
其他	1,724.37	2,954.73	1,754.14	2,516.35	2,116.69	管理费用	1,582.54	1,819.31	1,769.04	1,831.05	1,946.88
<b>流动资产合计</b>	<b>14,450.30</b>	<b>15,219.59</b>	<b>9,694.34</b>	<b>13,646.58</b>	<b>15,085.33</b>	研发费用	78.16	301.10	294.94	308.16	327.65
长期股权投资	438.89	512.86	512.86	512.86	512.86	财务费用	458.49	698.52	748.27	791.68	905.48
固定资产	22,720.80	27,752.37	26,606.77	25,401.16	24,135.55	资产/信用减值损失	(135.39)	(205.87)	(181.89)	(160.81)	(166.32)
在建工程	6,575.47	3,614.81	6,114.81	8,614.81	11,114.81	公允价值变动收益	18.99	(36.44)	0.01	0.02	0.02
无形资产	15,228.18	16,027.17	14,657.20	13,287.23	11,917.26	投资净收益	17.14	59.29	25.00	25.00	25.00
其他	4,828.04	5,673.46	4,629.79	4,924.49	4,816.75	其他	(11.63)	(235.55)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>49,791.38</b>	<b>53,580.68</b>	<b>52,521.44</b>	<b>52,740.56</b>	<b>52,497.24</b>	<b>营业利润</b>	<b>4,022.57</b>	<b>4,351.50</b>	<b>3,344.63</b>	<b>4,201.83</b>	<b>4,972.32</b>
<b>资产总计</b>	<b>64,241.68</b>	<b>68,800.27</b>	<b>62,215.78</b>	<b>66,387.14</b>	<b>67,582.58</b>	营业外收入	40.70	62.79	42.22	48.57	51.19
短期借款	593.42	644.33	600.00	400.00	200.00	营业外支出	75.18	88.04	85.92	83.05	85.67
应付票据及应付账款	9,095.51	8,762.47	8,522.23	9,631.10	9,117.84	<b>利润总额</b>	<b>3,988.09</b>	<b>4,326.25</b>	<b>3,300.93</b>	<b>4,167.35</b>	<b>4,937.85</b>
其他	6,254.35	8,810.39	6,907.95	7,907.40	8,270.78	所得税	964.53	1,108.15	845.52	1,067.45	1,264.81
<b>流动负债合计</b>	<b>15,943.27</b>	<b>18,217.20</b>	<b>16,030.18</b>	<b>17,938.50</b>	<b>17,588.62</b>	<b>净利润</b>	<b>3,023.55</b>	<b>3,218.10</b>	<b>2,455.41</b>	<b>3,099.90</b>	<b>3,673.04</b>
长期借款	7,282.09	8,623.02	4,000.00	3,600.00	3,300.00	少数股东损益	324.69	455.98	266.10	369.36	452.05
应付债券	4,426.29	3,964.48	3,906.21	4,098.99	3,989.89	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,698.87</b>	<b>2,762.12</b>	<b>2,189.31</b>	<b>2,730.55</b>	<b>3,220.99</b>
其他	5,070.24	3,983.67	3,700.79	4,251.57	3,978.68	每股收益(元)	1.30	1.33	1.05	1.31	1.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>16,778.61</b>	<b>16,571.17</b>	<b>11,607.00</b>	<b>11,950.56</b>	<b>11,268.57</b>						
<b>负债合计</b>	<b>33,403.50</b>	<b>35,505.39</b>	<b>27,637.18</b>	<b>29,889.05</b>	<b>28,857.19</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	3,391.88	4,361.93	4,521.59	4,743.21	5,014.44	<b>成长能力</b>					
股本	2,096.60	2,079.00	2,079.00	2,079.00	2,079.00	营业收入	-6.14%	10.79%	-2.05%	4.48%	6.33%
资本公积	1,975.89	1,586.01	1,586.01	1,586.01	1,586.01	营业利润	-45.96%	8.18%	-23.14%	25.63%	18.34%
留存收益	24,121.48	25,815.17	27,128.76	28,767.09	30,699.68	归属于母公司净利润	-49.68%	2.34%	-20.74%	24.72%	17.96%
其他	(747.66)	(547.23)	(736.77)	(677.22)	(653.74)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>30,838.18</b>	<b>33,294.88</b>	<b>34,578.60</b>	<b>36,498.08</b>	<b>38,725.39</b>	毛利率	26.22%	26.71%	25.54%	27.51%	28.74%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>64,241.68</b>	<b>68,800.27</b>	<b>62,215.78</b>	<b>66,387.14</b>	<b>67,582.58</b>	净利率	8.86%	8.18%	6.62%	7.90%	8.77%
						ROE	9.83%	9.55%	7.28%	8.60%	9.55%
						ROIC	12.24%	10.35%	7.16%	9.13%	10.76%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	52.00%	51.61%	44.42%	45.02%	42.70%
净利润	3,023.55	3,218.10	2,189.31	2,730.55	3,220.99	净负债率	31.42%	42.36%	28.80%	22.70%	16.39%
折旧摊销	2,545.29	3,534.38	3,715.58	3,775.58	3,835.58	流动比率	0.87	0.80	0.60	0.76	0.86
财务费用	412.20	768.05	748.27	791.68	905.48	速动比率	0.66	0.62	0.38	0.60	0.60
投资损失	(17.14)	(59.29)	(25.00)	(25.00)	(25.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(772.94)	(3,675.50)	2,843.90	(319.55)	(424.31)	应收账款周转率	20.11	15.13	17.27	16.13	16.13
其它	(623.26)	2,449.81	266.12	369.37	452.06	存货周转率	8.77	9.83	9.35	10.74	9.98
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,567.69</b>	<b>6,235.56</b>	<b>9,738.18</b>	<b>7,322.62</b>	<b>7,964.80</b>	总资产周转率	0.52	0.51	0.50	0.54	0.55
资本支出	10,945.24	7,595.41	3,982.88	3,149.22	3,972.89	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(84.73)	73.98	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.30	1.33	1.05	1.31	1.55
其他	#####	#####	(7,657.91)	(6,824.25)	(7,647.92)	每股经营现金流	2.20	3.00	4.68	3.52	3.83
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8,383.34)</b>	<b>(6,453.90)</b>	<b>(3,675.03)</b>	<b>(3,675.03)</b>	<b>(3,675.03)</b>	每股净资产	13.20	13.92	14.46	15.27	16.22
债权融资	6,003.97	2,525.37	(8,074.26)	(229.94)	(1,293.77)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(955.95)	(1,308.92)	(1,171.70)	(1,180.42)	(1,445.73)	市盈率	8.24	8.05	10.16	8.15	6.91
其他	(3,276.19)	(2,168.21)	0.00	0.00	0.00	市净率	0.81	0.77	0.74	0.70	0.66
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,771.84</b>	<b>(951.75)</b>	<b>(9,245.96)</b>	<b>(1,410.35)</b>	<b>(2,739.50)</b>	EV/EBITDA	5.65	4.63	4.05	3.44	2.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.68	7.74	7.47	5.91	4.79
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,043.81)</b>	<b>(1,170.10)</b>	<b>(3,182.81)</b>	<b>2,237.24</b>	<b>1,550.27</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com