

研究所：

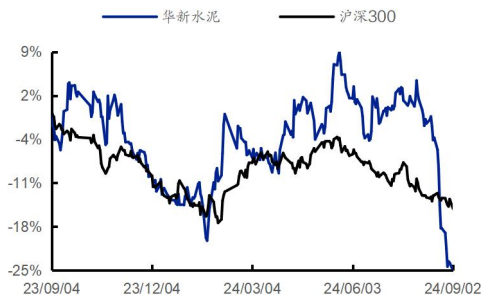
证券分析师：

张艺露 S0350523110003  
zhangyl01@ghzq.com.cn

## 海外水泥、骨料业务表现亮眼，国内水泥承压

### ——华新水泥（600801）2024 中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/09/02

表现	1M	3M	12M
华新水泥	-26.0%	-26.1%	-19.2%
沪深 300	-3.5%	-8.8%	-13.9%

市场数据

2024/09/02

当前价格（元）	10.54
52 周价格区间（元）	10.37-16.09
总市值（百万）	21,912.61
流通市值（百万）	14,168.67
总股本（万股）	207,899.56
流通股本（万股）	134,427.56
日均成交额（百万）	116.66
近一月换手（%）	0.56

### 事件：

2024 年 8 月 30 日，华新水泥发布 2024 年半年报：2024H1，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 162.4/7.3/6.8 亿元，分别同比 +2.6%/-38.7%/-41.9%；2024Q2，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 91.5/5.5/5.3 亿元，分别同比-0.5%/-41.4%/-43.6%。

### 投资要点：

■ **国内水泥需求承压，海外水泥同比量价齐升表现亮眼。**2024H1 水泥业务收入 83.7 亿元，同比-9.0%；收入占比为 51.5%，同比+6.5pct；其中，国内/国外收入分别为 51.1/35.8 亿元，同比-31.6%/+55.4%；毛利率为 20.7%，同比-2.1pct。2024H1 公司水泥与商品熟料合计销量为 2848.4 万吨，同比-4.9%；其中，国内/海外销量为 2088.7/759.8 万吨，同比-15.7%/+47.0%。2024H1 吨售价/吨成本/吨毛利分别为 304.2/241.2/63.0 元/吨，同比-6.7%/-4.1%/-18.0%，其中海外/国内吨售价为 470.9/244.5 元/吨，同比+5.7%/-18.8%。海外产能方面，2024H1，公司海外水泥粉磨产能已达 2254 万吨/年，较 2023 年末增加 163 万吨/年，同期，公司在建海外熟料/粉磨产能达 300 万/270 万吨/年，预计有望进一步增厚海外水泥收入。

■ **非水泥业务同比高增，盈利水平优于水泥主业。**非水泥业务方面，2024H1 骨料/混凝土收入分别为 29.6/39.4 亿元，同比 +37.0%/+24.2%；毛利率分别为 47.4%/11.6%，同比+2.3/-1.4pct；销量分别为 7152.6 万吨/1470.1 万方，同比+41.6%/+34.3%。产能方面，截至 2024H1 公司具备骨料产能 2.8 亿吨/年，商品混凝土 52184 方/小时（含委托加工产能）。

■ **盈利能力环比改善，汇兑损失拖累费用。**2024H1 公司毛利率/归母净利率/扣非归母净利率分别为 23.7%/4.5%/4.2%，分别同比 -0.7/-3.0/-3.2pct。2024H1 期间费用率 13.3%，同比+2.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.9%/5.6%/0.4%/2.5%，同比 +0.5/+0.5/+0.1/+0.9pct。费用率整体有所提升主要系费用支出较为刚性同时收入下滑所致，其中，财务费用增加较多主要系汇兑损失增加。2024H1 公司资产负债率/有息负债率为 52.2%/31.3%，同比 +1.1/+3.3pct。2024H1 公司经营性净现金流 17.3 亿元，同比-18.6%，主要系支付给职工以及为职工支付的现金增加所致；同期，收现比为 88.9%，同比-2.2pct。单季度来看，2024Q2 毛利率/归母净利率/

扣非归母净利率为 25.0%/6.0%/5.8%，同比-2.4/-4.2/-4.4pct、环比+3.1/+3.5/+3.6pct。2024Q2 经营性净现金流 16.2 亿元，同比-9.6%；同期，收现比 89.4%、同/环比-0.2/+1.2pct。

- **盈利预测和投资评级：**公司为水泥龙头之一，主攻华中及西南地区。我们认为公司看点主要有：1) 公司先发布局海外水泥产能，有望受益于海外水泥高景气度；2) 公司较早切入骨料业务并拥有大量骨料矿山，与其他水泥企业相比，公司骨料业务毛利水平更高，在水泥需求承压背景下，骨料业务有望贡献业绩增量。我们预计 2024-2026 年营业收入为 349.1/373.5/405.6 亿元，归母净利润为 20.0/21.7/23.7 亿元，EPS 为 1.0/1.0/1.1 元，PE 为 10.9/10.1/9.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外基建投资不及预期；海外水泥价格下滑风险；国内水泥需求继续恶化风险；原材料价格大幅上涨风险；骨料及混凝土业务毛利率下滑风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33757	34910	37351	40560
增长率(%)	11	3	7	9
归母净利润（百万元）	2762	2004	2165	2370
增长率(%)	2	-27	8	9
摊薄每股收益（元）	1.33	0.96	1.04	1.14
ROE(%)	10	7	7	7
P/E	9.35	10.93	10.12	9.25
P/B	0.89	0.72	0.69	0.66
P/S	0.77	0.63	0.59	0.54
EV/EBITDA	4.89	5.25	5.52	5.49

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华新水泥盈利预测表

证券代码:	600801		股价:	10.54	投资评级:	买入	日期:	2024/09/02	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	10%	7%	7%	7%	EPS	1.33	0.96	1.04	1.14
毛利率	27%	23%	22%	22%	BVPS	13.92	14.55	15.18	15.86
期间费率	12%	12%	12%	12%	<b>估值</b>				
销售净利率	8%	6%	6%	6%	P/E	9.35	10.93	10.12	9.25
<b>成长能力</b>					P/B	0.89	0.72	0.69	0.66
收入增长率	11%	3%	7%	9%	P/S	0.77	0.63	0.59	0.54
利润增长率	2%	-27%	8%	9%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.51	0.49	0.50	0.52	营业收入	33757	34910	37351	40560
应收账款周转率	18.54	13.64	12.06	11.33	营业成本	24741	27036	29041	31598
存货周转率	7.20	7.60	7.76	7.98	营业税金及附加	745	733	784	852
<b>偿债能力</b>					销售费用	1519	1606	1681	1825
资产负债率	52%	52%	52%	51%	管理费用	1819	1955	2054	2190
流动比	0.80	0.80	0.78	0.81	财务费用	699	632	701	776
速动比	0.52	0.53	0.51	0.54	其他费用/(-收入)	301	314	261	243
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	4352	3137	3387	3705
现金及现金等价物	5851	5190	4043	4352	营业外净收支	-25	-30	-30	-30
应收款项	2535	3441	3801	4274	利润总额	4326	3107	3357	3675
存货净额	3463	3655	3833	4089	所得税费用	1108	777	839	919
其他流动资产	3371	3637	3612	3741	净利润	3218	2330	2517	2756
<b>流动资产合计</b>	<b>15220</b>	<b>15923</b>	<b>15289</b>	<b>16455</b>	少数股东损益	456	326	352	386
固定资产	27752	28540	28325	27141	归属于母公司净利润	2762	2004	2165	2370
在建工程	3615	3923	4184	4407	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	21701	24121	26975	30004	经营活动现金流	6236	5542	5528	6123
长期股权投资	513	663	813	963	净利润	2762	2004	2165	2370
<b>资产总计</b>	<b>68800</b>	<b>73170</b>	<b>75586</b>	<b>78970</b>	少数股东损益	456	326	352	386
短期借款	644	744	844	944	折旧摊销	3796	3814	3539	3321
应付款项	8762	9087	8551	8865	公允价值变动	36	20	20	20
合同负债	717	733	784	852	营运资金变动	-1240	-1048	-991	-414
其他流动负债	8810	9347	9494	9686	投资活动现金流	-6454	-6989	-6137	-5042
<b>流动负债合计</b>	<b>18934</b>	<b>19911</b>	<b>19674</b>	<b>20348</b>	资本支出	-4629	-5357	-4274	-3183
长期借款及应付债券	12587	13287	13987	14687	长期投资	-2094	-1800	-1800	-1800
其他长期负债	3984	5032	5332	5532	其他	270	168	-63	-59
<b>长期负债合计</b>	<b>16571</b>	<b>18319</b>	<b>19319</b>	<b>20219</b>	筹资活动现金流	-952	771	-568	-801
<b>负债合计</b>	<b>35505</b>	<b>38231</b>	<b>38993</b>	<b>40567</b>	债务融资	1416	2204	1100	1000
股本	2079	2079	2079	2079	权益融资	221	9	0	0
股东权益	33295	34939	36593	38403	其它	-2589	-1442	-1668	-1801
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>68800</b>	<b>73170</b>	<b>75586</b>	<b>78970</b>	现金净增加额	-1246	-691	-1177	279

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【建材&建筑小组介绍】

张艺露，建材建筑行业首席分析师，3年建材建筑、2年钢铁煤炭及中小盘卖方研究经验，香港科技大学硕士、北京理工大学本科，曾就职于华泰证券，曾获2022年机构投资者·财新行业最佳分析师团队建筑材料第二名，2021年建筑材料第一名、基础设施建筑与工程第一名。

## 【分析师承诺】

张艺露，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。