



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

海外及骨料中流砥柱，支撑业绩韧性

——华新水泥 2024 年中报点评

增持（维持）

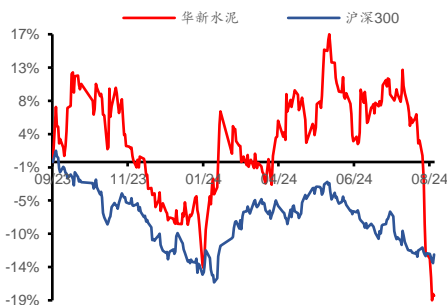
行业： 建筑材料
日期： 2024年09月02日

分析师： 方晨
Tel: 021-53686475
E-mail: fangchen@shzq.com
SAC 编号: S0870523060001

基本数据

最新收盘价（元）	10.70
12mth A 股价格区间（元）	10.62-15.87
总股本（百万股）	2,079.00
无限售 A 股/总股本	64.66%
流通市值（亿元）	222.45

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《骨料和海外双极驱动，一体化布局领跑行业》

——2024 年 08 月 19 日

■ 投资摘要

事件概述：

2024年8月30日，华新水泥发布2024年半年报，2024上半年公司实现营业收入162.37亿元，同比增长2.56%；归母净利润7.31亿元，同比下降38.74%；扣非归母净利润6.80亿元，同比下降41.88%。其中，Q2单季度实现净利润7.30亿元，环比增长150%。

点评：

国内水泥：2024H1 国内水泥行业低迷，公司国内水泥业务承压。

2024 上半年，受基建增速放缓以及房地产开发投资进一步下降影响，国内水泥行业延续需求低迷以及价格低位运行，行业面临持续亏损。根据中国水泥协会信息研究中心测算，上半年水泥行业约亏损 10 亿元。公司上半年国内水泥业务实现营业收入 51.06 亿元，同比下降 31.57%，主要受国内水泥熟料销量及价格下降的双重影响。其中，经推算，公司上半年国内水泥及熟料销量约 2088.68 万吨，同比下降约 15.72%。

海外业务：海外业务放量，营收同比增长 55.41%，支撑公司业绩。

2024 上半年公司海外水泥业务实现营业收入 35.78 亿元，同比增长 55.41%，成为公司业绩的重要支撑。公司海外业务进一步快速增长，一方面受益于海外水泥熟料销量增长，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%；另一方面则受益于海外业务的盈利能力，根据我们测算，上半年公司海外水泥吨售价约 470.94 元/吨，远高于国内水泥平均售价 244.46 元/吨。

公司继续加速海外布局。2024 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，并启动马拉维、赞比亚、南非、津巴布韦等项目建设。等项目建成投产后，预计公司海外水泥熟料产能将达到 1845 万吨/年，水泥粉磨能力将达到 2520 万吨/年。

非水泥业务：营收占比提升至 47%，骨料业务放量+毛利率抬升，继续贡献增长极。

2024 上半年公司非水泥业务稳步提升，营收占比提升至 47%。尤其是高毛利骨料业务，上半年实现毛利润约 14.04 亿元，占毛利润约 36.56%，已经成为公司利润重要贡献点。公司骨料业务的增长，一是公司骨料业务放量，2024 上半年公司骨料实现销量 7152.61 万吨，同比增长 41.60%；二是成本优势，2024 上半年公司骨料吨成本下降 1.72 元/吨至 21.78 元/吨，毛利率 47.41%，较去年同期抬升 2.29 个百分点。

■ 投资建议

前瞻性布局高毛利海外+骨料业务，成为公司重要利润贡献点，我们看好公司海外及非水泥业务成长性，并继续保持行业领先。我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 347.37/378.26/414.09 亿元，同比分别

为 2.90%/8.89%/9.47%；归母净利润分别 25.02/28.35/32.34 亿元，同比增速分别为-9.43%/13.31%/14.08%；当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 8.89/7.85/6.88 倍，维持“增持”评级

■ 风险提示

水泥需求不及预期，海外业务拓展不及预期，原材料波动风险，汇率风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33757	34737	37826	41409
年增长率	10.8%	2.9%	8.9%	9.5%
归母净利润	2762	2502	2835	3234
年增长率	2.3%	-9.4%	13.3%	14.1%
每股收益（元）	1.33	1.20	1.36	1.56
市盈率（X）	8.05	8.89	7.85	6.88
市净率（X）	0.77	0.71	0.67	0.63

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 08 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5849	6705	9449	13430
应收票据及应收账款	2535	2630	2911	2621
存货	3463	3966	4166	4474
其他流动资产	3373	3931	4565	5222
流动资产合计	15220	17233	21091	25747
长期股权投资	513	513	513	513
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	27752	30512	29787	28961
在建工程	3615	4115	4615	5115
无形资产	15958	15943	15428	14413
其他非流动资产	5743	5585	5585	5585
非流动资产合计	53581	56667	55927	54586
资产总计	68800	73900	77018	80333
短期借款	644	644	644	644
应付票据及应付账款	8762	9743	10635	11240
合同负债	717	807	843	922
其他流动负债	8810	9272	9378	9616
流动负债合计	18934	20467	21500	22422
长期借款	8623	8623	8623	8623
应付债券	3964	3964	3964	3964
其他非流动负债	3984	4632	4632	4632
非流动负债合计	16571	17219	17219	17219
负债合计	35505	37686	38719	39641
股本	2079	2079	2079	2079
资本公积	1586	1595	1595	1595
留存收益	25815	28302	30003	31943
归属母公司股东权益	28933	31548	33249	35189
少数股东权益	4362	4666	5049	5503
股东权益合计	33295	36214	38298	40692
负债和股东权益合计	68800	73900	77018	80333

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	6236	5806	8654	9543
净利润	3218	2806	3218	3688
折旧摊销	3796	2190	4676	4776
营运资金变动	-1240	-76	-109	214
其他	462	886	869	866
投资活动现金流量	-6454	-5272	-3992	-3486
资本支出	-4629	-5539	-4029	-3529
投资变动	-2094	0	0	0
其他	270	267	37	44
筹资活动现金流量	-952	336	-1917	-2076
债权融资	1416	1004	0	0
股权融资	221	9	0	0
其他	-2589	-677	-1917	-2076
现金净流量	-1246	855	2745	3981

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33757	34737	37826	41409
营业成本	24741	26038	28161	30489
营业税金及附加	745	764	832	911
销售费用	1519	1563	1702	2070
管理费用	1819	1808	1991	2189
研发费用	301	313	340	373
财务费用	699	666	649	594
资产减值损失	-138	-65	-65	-65
投资收益	59	35	37	44
公允价值变动损益	-36	0	0	0
营业利润	4352	3720	4297	4925
营业外收支净额	-25	-44	-34	-34
利润总额	4326	3677	4262	4891
所得税	1108	871	1044	1203
净利润	3218	2806	3218	3688
少数股东损益	456	304	383	454
归属母公司股东净利润	2762	2502	2835	3234

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	26.7%	25.0%	25.6%	26.4%
净利率	8.2%	7.2%	7.5%	7.8%
净资产收益率	9.5%	7.9%	8.5%	9.2%
资产回报率	4.0%	3.4%	3.7%	4.0%
投资回报率	6.3%	5.7%	6.2%	6.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	10.8%	2.9%	8.9%	9.5%
EBIT 增长率	2.1%	-6.5%	13.1%	11.7%
归母净利润增长率	2.3%	-9.4%	13.3%	14.1%
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	1.20	1.36	1.56
每股净资产	13.92	15.17	15.99	16.93
每股经营现金流	3.00	2.79	4.16	4.59
每股股利	0.53	0.48	0.55	0.62
营运能力指标				
总资产周转率	0.51	0.49	0.50	0.53
应收账款周转率	18.54	15.32	15.99	17.79
存货周转率	7.20	7.01	6.93	7.06
偿债能力指标				
资产负债率	51.6%	51.0%	50.3%	49.3%
流动比率	0.80	0.84	0.98	1.15
速动比率	0.52	0.53	0.65	0.79
估值指标				
P/E	8.05	8.89	7.85	6.88
P/B	0.77	0.71	0.67	0.63
EV/EBITDA	4.89	5.70	3.60	2.98

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断