

华新水泥(600801.SH)/建筑材料

证券研究报告/公司点评

2024年9月5日

评级：买入（维持）

市场价格：10.49元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：刘铭政

执业证书编号：S0740524070003

Email: liumz01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,470	33,757	34,594	38,215	40,938
增长率 yoy%	-6.1%	10.8%	2.5%	10.5%	7.1%
归母净利润(百万元)	2,699	2,762	2,151	2,573	2,876
增长率 yoy%	-49.7%	2.3%	-22.1%	19.6%	11.8%
每股收益(元)	1.30	1.33	1.03	1.24	1.38
每股现金流量	2.20	3.00	3.87	3.39	3.95
净资产收益率	9%	8%	6%	7%	7%
P/E	8.1	7.9	10.1	8.5	7.6
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

备注：股价取自2024年9月4日收盘价；每股指标按照最新股本数全面摊薄

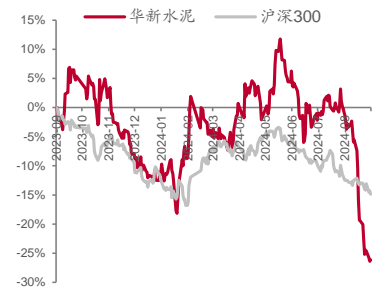
投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年报。24H1公司实现营收162.4亿元，同比+2.6%；实现归母净利润7.3亿元，同比-38.7%；实现扣非归母净利润6.8亿元，同比-41.9%。单二季度公司实现营收91.5亿元，同比-0.5%，环比+29.2%；实现归母净利润5.5亿元，同比-41.4%，环比+211.7%；实现扣非归母净利润5.3亿元，同比-43.6%，环比+248.4%。
- 国内水泥熟料量价走弱，海外扩张对冲收入压力。**24H1公司国内水泥业务收入51.1亿元，同比-31.6%，但同期海外水泥业务收入达35.8亿元，同比+55.4%，对冲国内需求疲弱影响。**销量来看**，24H1公司水泥及熟料销量2848.4万吨，同比-4.9%，其中国内市场销量2088.7万吨，同比-15.7%；海外市场销量759.8万吨，同比+47.0%。上半年公司莫桑比克3000t/d水泥熟料产线按建设计划推进，并启动马拉维2000t/d水泥熟料新产线、赞比亚及南非原产线升级改造、津巴布韦30万吨/年粉磨站等项目建设，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。**价格来看**，24H1在市场需求弱势影响下，公司水泥及熟料吨价格为304.2元/吨，同比-21.8元，我们预计24Q2吨价格或环增同降。
- 价格改善+成本下行，24Q2水泥吨盈利预计环比改善。**24H1公司水泥熟料吨成本241.2元/吨，同比-10.4元，主要受益于煤价回落。价格下行压力下，24H1公司水泥熟料吨毛利为63.0元/吨，同比-11.4元，预计24Q2吨毛利环比略有提升。24H1公司吨费用76.1元/吨，同比+5.3元；期间费用率13.3%，同比+2.0pcts，其中财务费用率同比+0.9pcts至2.5%，主要受汇兑损失影响。24H1公司吨归母净利为25.6元/吨，同比-14.2元，我们预计在水泥复价、成本下降影响下，24Q2公司吨盈利环比有所改善。
- 非水泥业务保持高增，骨料盈利水平表现优异。**24H1公司骨料、商混业务收入分别同比+37.0%、+24.2%，合计收入占比同比+8.8pcts至42.5%。**骨料业务**，24H1销量7152.6万吨，同比+41.6%；吨价格41.4元/吨，同比-1.4元；吨毛利19.6元/吨，同比+0.3元，受益成本下降，骨料毛利率同比+2.3pcts至47.4%。**混凝土业务**，24H1销量1470.1万方，同比+34.3%；单价268.2元/方，同比-21.7元；方毛利31.3元/方，同比-6.6元。
- 投资建议及盈利预测：**公司水泥主业布局中西南地区，两湖供需存韧性且西南存在边际改善空间；海外水泥熟料产能持续扩张叠加非水泥业务快速发展将带来新盈利增长点。基于公司24年中报及行业盈利情况，我们调整盈利预测，预计24-26年公司归母净利润为21.5、25.7、28.8亿元（前次预测24-25年为32.3、37.7亿元）；当前股价对应PE分别为10.1、8.5、7.6倍，对应PB分别0.7、0.7、0.6倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**需求不及预期、供给增加超预期、新生产线建设延迟风险、原燃料价格大涨风险、国际化经营风险、信息更新不及时风险。

基本状况

总股本(百万股)	2,079
流通股本(百万股)	1,344
市价(元)	10.49
市值(百万元)	21,809
流通市值(百万元)	14,101

股价与行业-市场走势对比



相关报告

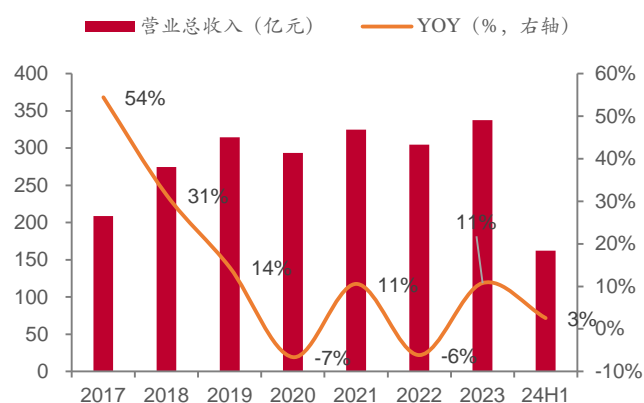
【公司点评】海外渐成水泥主业“稳定器”，一体化推动盈利中枢上移 20231030

【公司点评】非水泥利润占比过半，内生增长增强盈利韧性 20230826

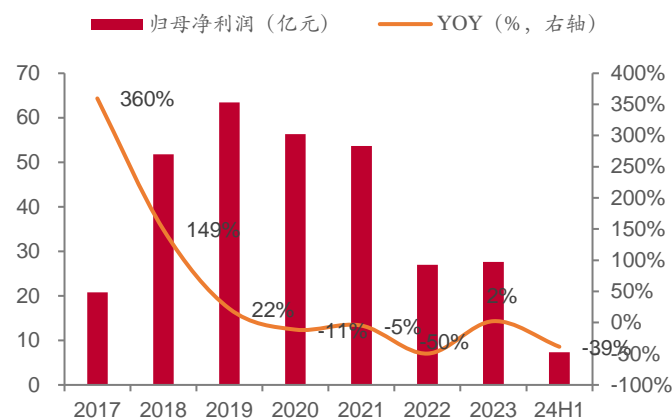
【公司点评】需求短期仍处弱势，非水泥业务占比进一步提高 20230430

【公司点评】全年需求承压，非水泥业务驱动未来成长 20230329

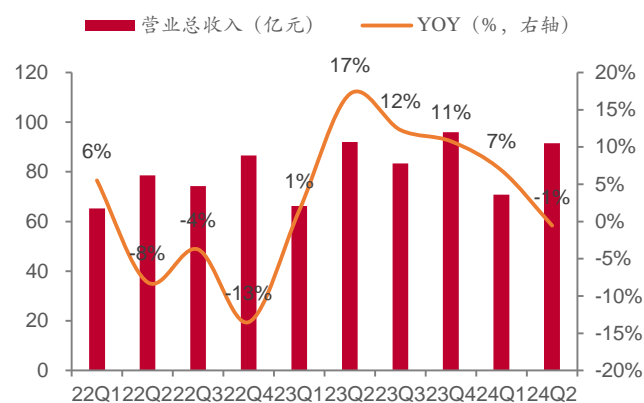
【公司点评】非水泥业务对冲主业经营压力，一体化发展成效凸显 20220825

图表 1: 24H1 营收 162.4 亿元, 同比+2.6%


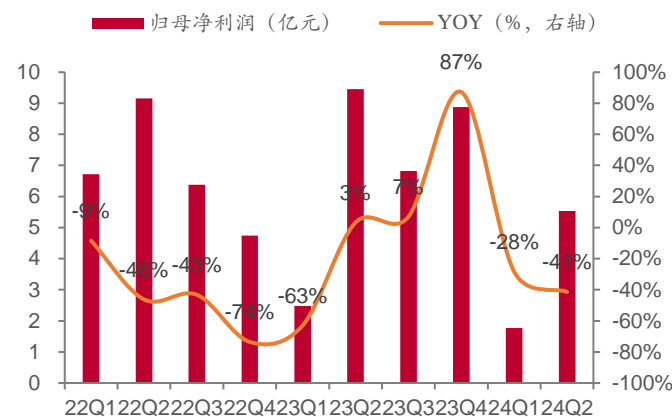
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 24H1 归母净利润 7.3 亿元, 同比-38.7%


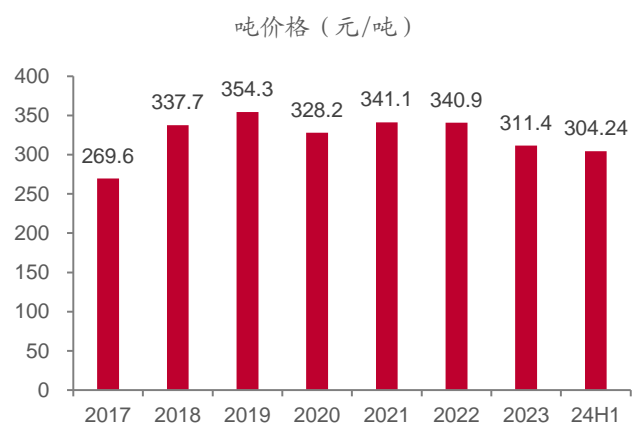
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 24Q2 营业收入 91.5 亿元, 同比-0.5%


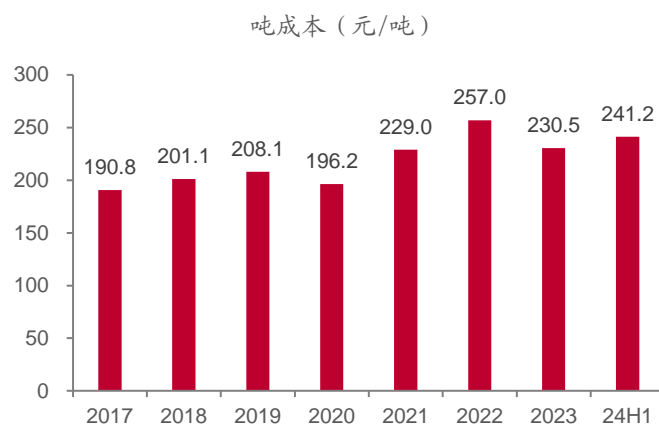
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 24Q2 归母净利润 5.5 亿元, 同比-41.4%


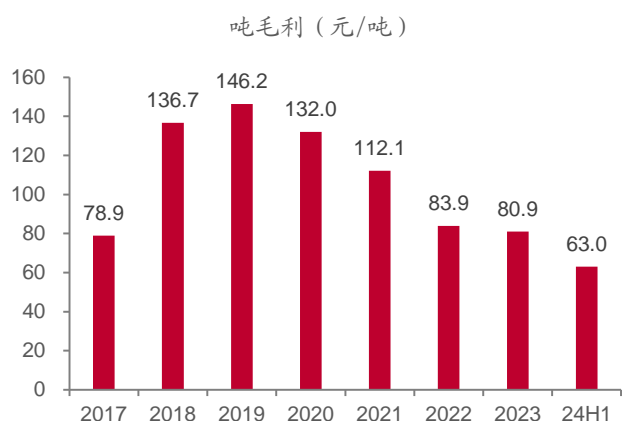
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 24H1 水泥熟料吨价格 304.2 元/吨


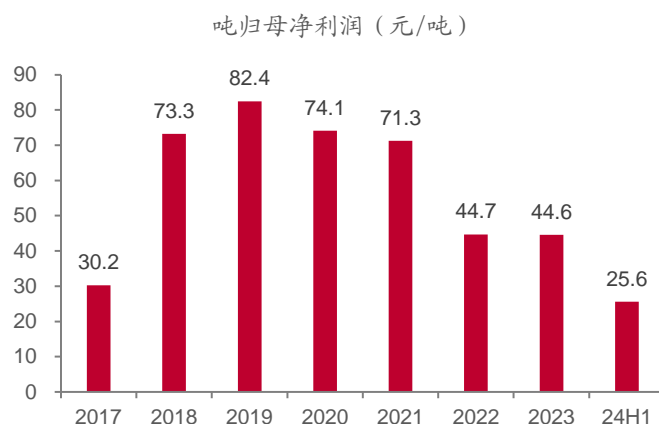
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 24H1 水泥熟料吨成本 241.2 元/吨


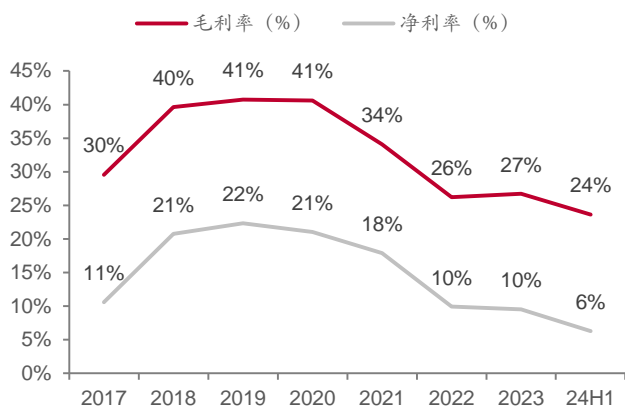
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 24H1 水泥熟料吨毛利 63.0 元/吨


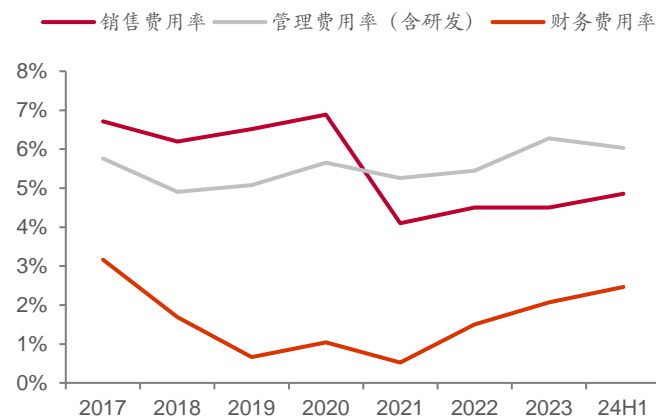
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 24H1 水泥熟料吨归母净利润 25.6 元/吨


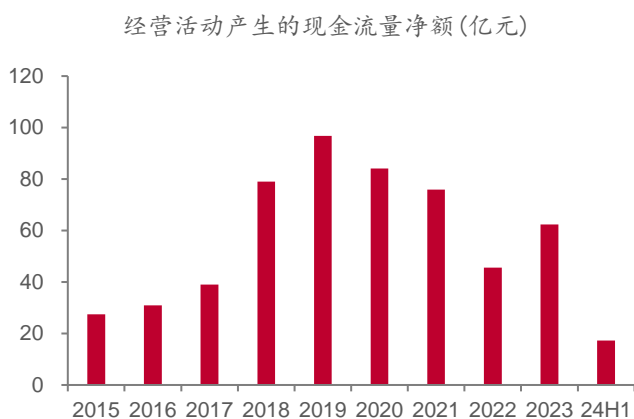
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 9: 23H1 毛利率 24.4%，同比-0.7pcts


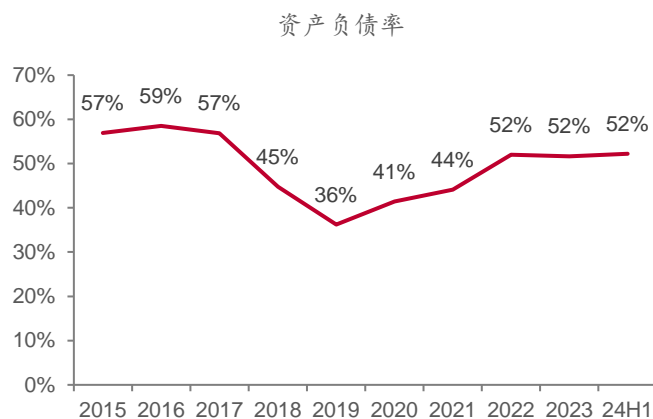
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 24H1 期间费用率 13.4%，同比+2.0pcts


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 11: 24H1 经营活动现金净流量 17.3 亿元


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 24H1 末资产负债率 52.2%，同比+1.1pcts


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,849	13,838	15,286	20,705	营业收入	33,757	34,594	38,215	40,938
应收票据	275	282	311	334	营业成本	24,741	26,213	28,870	30,768
应收账款	2,259	2,212	2,479	2,674	税金及附加	745	763	843	903
预付账款	418	443	488	520	销售费用	1,519	1,557	1,720	1,843
存货	3,463	3,669	4,041	4,306	管理费用	1,819	1,864	2,060	2,206
合同资产	0	0	0	0	研发费用	301	309	341	365
其他流动资产	2,955	3,022	3,338	3,576	财务费用	699	668	501	499
流动资产合计	15,220	23,465	25,943	32,114	信用减值损失	-68	-45	-45	-45
其他长期投资	81	83	92	98	资产减值损失	-138	-126	-126	-126
长期股权投资	513	513	513	513	公允价值变动收益	-36	-36	-36	-36
固定资产	27,740	25,651	23,742	21,996	投资收益	59	38	38	38
在建工程	3,509	3,509	3,509	3,509	其他收益	175	216	216	216
无形资产	15,958	19,009	22,158	23,878	营业利润	4,352	3,395	4,055	4,529
其他非流动资产	5,780	5,828	5,902	5,958	营业外收入	62	63	63	63
非流动资产合计	53,581	54,593	55,914	55,952	营业外支出	88	88	88	88
资产合计	68,800	78,058	81,857	88,066	利润总额	4,326	3,370	4,030	4,504
短期借款	644	4,027	1,886	1,113	所得税	1,108	863	1,032	1,154
应付票据	935	991	1,092	1,163	净利润	3,218	2,507	2,998	3,350
应付账款	7,827	8,293	9,133	9,733	少数股东损益	456	355	425	475
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,762	2,151	2,573	2,876
合同负债	717	735	812	870	NOPLAT	3,738	3,003	3,370	3,722
其他应付款	921	921	921	921	EPS (按最新股本摊薄)	1.33	1.03	1.24	1.38
一年内到期的非流动负债	6,721	8,065	9,678	11,614					
其他流动负债	1,168	1,180	566	606					
流动负债合计	18,934	24,212	24,088	26,021					
长期借款	8,623	9,964	11,305	12,646					
应付债券	3,964	3,964	3,964	3,964					
其他非流动负债	3,984	3,984	3,984	3,984					
非流动负债合计	16,571	17,912	19,253	20,594					
负债合计	35,505	42,124	43,341	46,615					
归属母公司所有者权益	28,933	31,217	33,374	35,834					
少数股东权益	4,362	4,717	5,142	5,617					
所有者权益合计	33,295	35,934	38,516	41,451					
负债和股东权益	68,800	78,058	81,857	88,066					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,236	8,043	7,044	8,216
现金收益	7,451	7,238	7,706	8,230
存货影响	-58	-206	-372	-266
经营性应收影响	-532	142	-215	-123
经营性应付影响	-237	521	941	672
其他影响	-388	348	-1,016	-297
投资活动现金流	-6,454	-5,039	-5,493	-4,386
资本支出	-6,388	-5,026	-5,446	-4,355
股权投资	-74	0	0	0
其他长期资产变化	8	-13	-47	-31
融资活动现金流	-952	4,984	-103	1,589
借款增加	3,224	6,068	813	2,504
股利及利息支付	-2,195	-884	-958	-1,011
股东融资	221	0	0	0
其他影响	-2,202	-200	42	96

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	10.8%	2.5%	10.5%	7.1%
EBIT增长率	13.0%	-19.7%	12.2%	10.4%
归母公司净利润增长率	2.3%	-22.1%	19.6%	11.8%
获利能力				
毛利率	26.7%	24.2%	24.5%	24.8%
净利率	9.5%	7.2%	7.8%	8.2%
ROE	8.3%	6.0%	6.7%	6.9%
ROIC	9.8%	6.7%	7.1%	7.3%
偿债能力				
资产负债率	51.6%	54.0%	52.9%	52.9%
债务权益比	71.9%	83.5%	80.0%	80.4%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	19	23	22	23
应付账款周转天数	118	111	109	110
存货周转天数	50	49	48	49
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	1.03	1.24	1.38
每股经营现金流	3.00	3.87	3.39	3.95
每股净资产	13.92	15.02	16.05	17.24
估值比率				
P/E	7.9	10.1	8.5	7.6
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：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）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。