

# 宁夏建材（600449）

证券研究报告  
2024年10月24日

## Q3 毛利率提升，看好公司水泥行情修复+数字物流成长共振

公司三季度实现归母净利润 1.18 亿元，同比下滑 15.51%

公司发布 24 年三季报，前三季度实现收入/归母净利润 67.73/1.71 亿元，同比-9.55%/-41.41%，前三季度实现扣非归母净利润 1.40 亿元，同比-46.93%。其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 24.73/1.18 亿元，同比-23.31%/-15.51%，扣非归母净利润 1.12 亿元，同比-11.36%。

### Q3 利润降幅收窄，水泥价格提升，数字物流业务量有望增长

Q3 公司利润降幅有收窄，预计主要系旺季水泥价格修复所致。截止 24 年 9 月底，公司在主营地区宁夏/内蒙古产能分别为 760/465 万吨，Q3 宁夏/内蒙古地区 Q3 水泥吨均价分别为 426/415 元，同比分别+9.3%/-0.3%，环比分别+7.2%/+3.5%，水泥产量分别为 494/1249 万吨，同比分别-9.4%/-14.7%，我们测算 Q3 公司水泥销量约在 400 万吨附近，吨净利约 30 元左右。供给端看，宁夏和内蒙古计划分别于今年 10 月 20 日和 11 月 1 日开始，至明年 Q1 末实行采暖季错峰 150 天，内蒙古错峰天数较去年增加 30 天。近期财政部提出将大力支持地方政府化债，我们认为基建投资增速有望回升，利好水泥需求端改善。伴随供给端收缩，价格仍存提涨预期，Q4 业绩或将继续改善。数字物流业务方面，公司控股子公司赛马物联“我找车”运营项目开展多元化增值服务，过去三年数字物流业务收入复合增速高达 233%，毛利率有提升空间。公司智慧物流业务充分发挥了与中国建材集团的协同效应，我们认为未来有望持续扩展至中国建材集团内的其他成员企业以及外部的能源、建材行业客户，业务量有望迅速增长。

### Q3 毛利率提升，资本结构有所优化

公司前三季度整体毛利率 6.56%，同比-1.97pct，其中 Q3 整体毛利率 9.40%，同比/环比分别+0.41/+2.63pct。前三季度期间费用率 3.59%，同比+0.03pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.07/-0.08/+0.10/+0.08pct，财务费用增加主要系借款增加相应计提的利息费用增加所致，最终实现净利率 2.56%，同比-1.53pct。Q3 单季度实现净利率 5.07%，同比/环比+0.55/+2.65pct。24Q3 末资产负债率 32.24%，同比-0.47pct，资本结构有所优化。公司前三季度经营性现金流净额 3.06 亿元，同比-1.23 亿元，收现比同比+2.13pct 达 68.94%，付现比同比+3.65pct 达 60.92%。

### 看好公司中长期成长性，维持“买入”评级

公司实控人为中国建材集团，具有较强的国资背景，未来中建材集团仍将稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题，看好公司长期发展。考虑到公司 Q3 净利率同比环比均有提升，且 Q4 水泥或仍有涨价预期，上调公司 24-26 年归母净利润预测至 2.1/3.3/4.5 亿元（前值：2.0/3.0/3.8 亿元），对应 PE 分别为 30/19/14 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**水泥需求不及预期、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)	8,657.63	10,410.06	12,178.99	13,657.20	15,429.46
增长率(%)	49.71	20.24	16.99	12.14	12.98
EBITDA(百万元)	1,088.80	636.61	614.18	784.25	940.99
归属母公司净利润(百万元)	528.95	297.40	213.19	331.49	448.27
增长率(%)	(33.98)	(43.78)	(28.31)	55.49	35.23
EPS(元/股)	1.11	0.62	0.45	0.69	0.94
市盈率(P/E)	12.10	21.53	30.03	19.32	14.28
市净率(P/B)	0.91	0.90	0.88	0.85	0.82
市销率(P/S)	0.74	0.62	0.53	0.47	0.41
EV/EBITDA	3.58	10.20	6.67	3.37	2.97

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	13.39 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	478.18
流通 A 股股本(百万股)	478.18
A 股总市值(百万元)	6,402.84
流通 A 股市值(百万元)	6,402.84
每股净资产(元)	15.07
资产负债率(%)	32.24
一年内最高/最低(元)	22.55/8.93

### 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



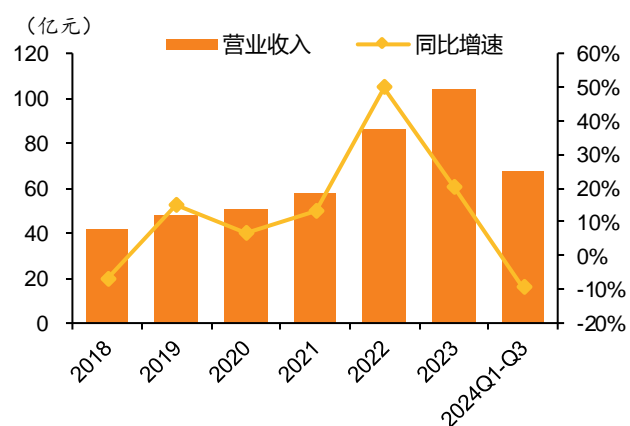
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《宁夏建材-公司专题研究:强国资背景护航发展，数字物流业务成长可期》 2024-09-08
- 《宁夏建材-半年报点评:水泥收入规模收缩，数字物流成长可期》 2024-08-25
- 《宁夏建材-年报点评报告:基础建材业绩有所承压，看好数字物流及协同发展》 2024-03-28

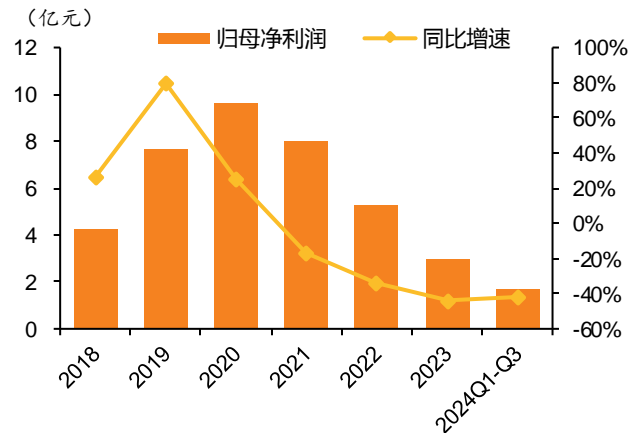
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018–2024 年前三季度营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018–2024 年前三季度归母净利润及同比增速



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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,433.03	1,123.43	1,230.41	2,470.83	2,332.45
应收票据及应收账款	1,694.71	1,974.09	1,408.96	1,625.97	1,802.80
预付账款	70.77	72.57	70.39	95.79	95.64
存货	404.45	276.49	990.07	415.04	1,161.18
其他	1,029.16	2,301.18	2,252.95	2,295.12	2,315.78
<b>流动资产合计</b>	<b>4,632.11</b>	<b>5,747.77</b>	<b>5,952.79</b>	<b>6,902.76</b>	<b>7,707.85</b>
长期股权投资	2.90	1.70	1.70	1.70	1.70
固定资产	3,902.05	4,332.84	4,054.31	3,771.75	3,437.05
在建工程	451.35	53.90	80.34	78.20	78.20
无形资产	572.90	613.81	594.15	573.89	553.02
其他	513.89	499.66	530.76	509.22	507.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,443.09</b>	<b>5,501.91</b>	<b>5,261.27</b>	<b>4,934.77</b>	<b>4,577.50</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,075.20</b>	<b>11,249.68</b>	<b>11,214.06</b>	<b>11,837.53</b>	<b>12,285.34</b>
短期借款	380.27	400.21	600.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	1,420.25	2,124.85	1,653.53	2,554.60	2,317.36
其他	512.60	445.63	830.28	584.68	960.96
<b>流动负债合计</b>	<b>2,313.12</b>	<b>2,970.69</b>	<b>3,083.81</b>	<b>3,539.28</b>	<b>3,678.32</b>
长期借款	0.00	442.48	200.00	150.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	223.29	233.62	245.88	234.26	237.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>223.29</b>	<b>676.09</b>	<b>445.88</b>	<b>384.26</b>	<b>387.92</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,640.07</b>	<b>3,716.38</b>	<b>3,529.69</b>	<b>3,923.54</b>	<b>4,066.25</b>
少数股东权益	394.36	388.08	400.79	420.92	448.18
股本	478.18	478.18	478.18	478.18	478.18
资本公积	1,985.02	1,985.02	1,985.02	1,985.02	1,985.02
留存收益	4,541.67	4,652.56	4,789.23	4,997.69	5,276.80
其他	35.91	29.45	31.14	32.17	30.92
<b>股东权益合计</b>	<b>7,435.13</b>	<b>7,533.29</b>	<b>7,684.37</b>	<b>7,913.98</b>	<b>8,219.10</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,075.20</b>	<b>11,249.68</b>	<b>11,214.06</b>	<b>11,837.53</b>	<b>12,285.34</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	578.39	328.14	213.19	331.49	448.27
折旧摊销	364.47	346.24	363.94	367.16	367.77
财务费用	31.27	23.29	(4.64)	16.18	33.41
投资损失	(15.17)	(28.11)	(21.64)	(24.88)	(23.26)
营运资金变动	(30.45)	(24.40)	(219.22)	964.08	(786.83)
其它	(141.03)	146.54	37.44	49.81	61.74
<b>经营活动现金流</b>	<b>787.47</b>	<b>791.70</b>	<b>369.08</b>	<b>1,703.85</b>	<b>101.09</b>
资本支出	690.46	405.96	79.93	73.82	8.54
长期投资	0.17	(1.20)	0.00	0.00	0.00
其他	(984.06)	(1,806.30)	(185.73)	(146.73)	(33.43)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(293.43)</b>	<b>(1,401.54)</b>	<b>(105.79)</b>	<b>(72.91)</b>	<b>(24.88)</b>
债权融资	15.51	511.32	(74.36)	(256.63)	(27.67)
股权融资	(175.69)	(126.00)	(81.95)	(133.89)	(186.92)
其他	(251.67)	(122.38)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(411.85)</b>	<b>262.95</b>	<b>(156.30)</b>	<b>(390.52)</b>	<b>(214.59)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>82.19</b>	<b>(346.89)</b>	<b>106.98</b>	<b>1,240.42</b>	<b>(138.38)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>8,657.63</b>	<b>10,410.06</b>	<b>12,178.99</b>	<b>13,657.20</b>	<b>15,429.46</b>
营业成本	7,517.78	9,684.04	11,399.02	12,646.01	14,185.97
营业税金及附加	124.41	92.52	108.24	121.38	137.13
销售费用	57.24	72.08	79.16	87.41	97.21
管理费用	257.82	278.26	322.74	359.18	402.71
研发费用	17.56	33.21	38.85	43.57	49.22
财务费用	(4.60)	(4.93)	(4.64)	16.18	33.41
资产/信用减值损失	(2.12)	31.38	17.16	23.89	24.14
公允价值变动收益	11.06	12.57	17.62	17.79	17.97
投资净收益	15.17	28.11	21.64	24.88	23.26
其他	(126.85)	(197.32)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>790.15</b>	<b>380.15</b>	<b>292.04</b>	<b>450.04</b>	<b>589.19</b>
营业外收入	6.91	8.64	7.75	7.77	8.05
营业外支出	65.32	4.77	27.08	32.39	21.41
<b>利润总额</b>	<b>731.74</b>	<b>384.03</b>	<b>272.70</b>	<b>425.41</b>	<b>575.83</b>
所得税	153.35	55.88	39.68	61.90	83.79
<b>净利润</b>	<b>578.39</b>	<b>328.14</b>	<b>233.02</b>	<b>363.51</b>	<b>492.04</b>
少数股东损益	49.44	30.74	19.83	32.02	43.77
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>528.95</b>	<b>297.40</b>	<b>213.19</b>	<b>331.49</b>	<b>448.27</b>
每股收益(元)	1.11	0.62	0.45	0.69	0.94

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	49.71%	20.24%	16.99%	12.14%	12.98%
营业利润	-23.75%	-51.89%	-23.18%	54.10%	30.92%
归属于母公司净利润	-33.98%	-43.78%	-28.31%	55.49%	35.23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.17%	6.97%	6.40%	7.40%	8.06%
净利率	6.11%	2.86%	1.75%	2.43%	2.91%
ROE	7.51%	4.16%	2.93%	4.42%	5.77%
ROIC	12.74%	6.09%	4.85%	8.00%	14.25%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.20%	33.04%	31.48%	33.14%	33.10%
净负债率	-13.86%	-2.85%	-5.21%	-23.77%	-21.14%
流动比率	1.92	1.89	1.93	1.95	2.10
速动比率	1.75	1.80	1.61	1.83	1.78
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.74	5.67	7.20	9.00	9.00
存货周转率	21.78	30.58	19.23	19.44	19.58
总资产周转率	0.90	0.98	1.08	1.18	1.28
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.11	0.62	0.45	0.69	0.94
每股经营现金流	1.65	1.66	0.77	3.56	0.21
每股净资产	14.72	14.94	15.23	15.67	16.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.10	21.53	30.03	19.32	14.28
市净率	0.91	0.90	0.88	0.85	0.82
EV/EBITDA	3.58	10.20	6.67	3.37	2.97
EV/EBIT	5.37	22.13	16.38	6.33	4.88

### 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