

华新水泥（600801）

2024年三季度报点评：国内水泥景气拖累，海外增量对冲

增持（维持）

2024年10月27日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	30470	33757	34130	37206	40261
同比（%）	(6.14)	10.79	1.10	9.01	8.21
归母净利润（百万元）	2699	2762	1736	2127	2361
同比（%）	(49.68)	2.34	(37.16)	22.53	11.01
EPS-最新摊薄（元/股）	1.30	1.33	0.83	1.02	1.14
P/E（现价&最新摊薄）	10.17	9.94	15.81	12.90	11.62

股价走势



投资要点

- **事件：**公司披露 2024 年三季度报，前三季度实现营业收入/归母净利润 247.19 亿元/11.38 亿元，同比+2.3%/-39.3%，单三季度实现营业收入/归母净利润 84.82 亿元/4.08 亿元，同比+1.8%/-40.2%。
- **国内水泥景气筑底，Q3 收入保持平稳，毛利率环比仍处低位。**（1）2024Q3 营收同比+1.8%，主要得益于海外水泥并购产能增量持续释放对中国国内水泥销量下行；（2）2024Q3 实现毛利率 24.7%，同比下降 5.2pct，预计主要是国内水泥需求超预期下行，Q3 行业竞争反复，盈利底部震荡，Q3 毛利率环比-0.3pct，基本保持平稳。预计 Q4 随着沿江水泥错峰强化，公司国内产能集中的华中区域价格反弹落地，毛利率有望改善。
- **期间费用控制较好，盈利水平受国内水泥拖累筑底。**（1）2024Q3 期间费用率为 14.3%，同比-0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 4.8%/5.4%/0.5%/3.6%，同比分别-0.2/-0.6/-0.8/+1.0pct，管理、研发费用率同比下降反映公司费用控制成果良好，财务费用率的上升预计因汇兑损失影响；（2）2024Q3 销售净利率/归母净利率分别为 6.6%/4.8%，同比下降 3.9/3.4pct，环比 2024Q2 下降 1.4/1.2pct，主要因上年同期国内水泥盈利基数较高，骨料等高毛利业务增速放缓所致。
- **资本开支力度延续收缩，资产负债率有所下降。**（1）前三季度公司实现经营活动净现金流 33.82 亿元，同比-3.5%，好于盈利端表现；（2）前三季度公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 19.77 亿元，同比-16.5%，资本开支力度有所收紧；（3）截至三季度末公司带息债务为 212.02 亿元，环比 2024 年中报减少 4.02 亿元，资产负债率 51.5%，环比 2024 年中报小幅下降 0.7pct。
- **行业供给侧自律持续强化，奠定国内水泥景气反弹基础，中长期期待政策加速供给侧出清。**（1）水泥全行业亏损状态有望持续强化供给侧控制力度，结合错峰方案优化及实物需求企稳回升，9 月份以来错峰效果和涨价落实情况明显改善，水泥价格反弹的持续性将好于前三季度，公司产能集中的华中市场有望明显受益。（2）公司海外产能并购和扩张稳步推进，上半年海外水泥收入占比达到 22%，骨料产能有望随着亿吨机制砂基地配备矿山投产进一步释放。
- **盈利预测与投资评级：**国内水泥行业自律改善，景气有望筑底反弹，公司一体化及绿色低碳战略持续强化主业竞争力，海外及国内一体化业务稳步拓展，持续贡献新增量。基于国内水泥需求下行超预期，我们下调 2024-2026 年归母净利润预测为 17.4/21.3/23.6 亿元（前值为 21.1/25.6/28.0 亿元），对应市盈率 16/13/12 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**国内水泥需求超预期下行；非水泥+海外业务扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(元)	13.20
一年最低/最高价	9.91/16.09
市净率(倍)	0.95
流通 A 股市值(百万元)	17,744.44
总市值(百万元)	27,442.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.91
资产负债率(%，LF)	51.52
总股本(百万股)	2,079.00
流通 A 股(百万股)	1,344.28

相关研究

《华新水泥(600801)：2024 年中报点评：骨料、海外水泥表现亮眼，静待国内水泥改善》

2024-09-02

《华新水泥(600801)：2024 年一季报点评：一体化+海外布局对冲国内水泥景气下行》

2024-04-29

华新水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,220	14,564	16,289	18,329	营业总收入	33,757	34,130	37,206	40,261
货币资金及交易性金融资产	5,851	4,078	5,041	6,292	营业成本(含金融类)	24,741	26,138	28,063	30,277
经营性应收款项	3,698	4,117	4,583	4,957	税金及附加	745	753	821	888
存货	3,463	4,153	4,382	4,728	销售费用	1,519	1,531	1,701	1,818
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,819	1,785	1,956	2,184
其他流动资产	2,207	2,215	2,284	2,351	研发费用	301	316	332	349
非流动资产	53,581	56,300	57,963	59,630	财务费用	699	922	967	1,007
长期股权投资	513	548	588	633	加:其他收益	175	210	231	254
固定资产及使用权资产	29,433	32,552	34,655	36,482	投资净收益	59	58	67	71
在建工程	3,615	2,707	2,354	2,277	公允价值变动	(36)	0	0	0
无形资产	15,958	16,431	16,304	16,177	减值损失	(206)	(103)	(112)	(121)
商誉	769	769	769	769	资产处置收益	427	50	0	0
长期待摊费用	957	957	957	957	营业利润	4,352	2,900	3,551	3,943
其他非流动资产	2,336	2,336	2,336	2,336	营业外净收支	(25)	(26)	(28)	(30)
资产总计	68,800	70,864	74,252	77,959	利润总额	4,326	2,875	3,523	3,912
流动负债	18,934	18,515	19,391	20,388	减:所得税	1,108	732	898	998
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,365	6,721	6,721	6,721	净利润	3,218	2,143	2,626	2,915
经营性应付款项	8,762	8,865	9,518	10,269	减:少数股东损益	456	407	499	554
合同负债	717	757	813	877	归属母公司净利润	2,762	1,736	2,127	2,361
其他流动负债	2,089	2,172	2,338	2,520	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	0.83	1.02	1.14
非流动负债	16,571	17,571	18,271	18,971	EBIT	4,644	3,606	4,333	4,745
长期借款	8,623	9,123	9,323	9,523	EBITDA	8,440	7,522	8,411	9,022
应付债券	3,964	4,464	4,964	5,464	毛利率(%)	26.71	23.42	24.57	24.80
租赁负债	1,349	1,349	1,349	1,349	归母净利率(%)	8.18	5.09	5.72	5.86
其他非流动负债	2,635	2,635	2,635	2,635	收入增长率(%)	10.79	1.10	9.01	8.21
负债合计	35,505	36,087	37,662	39,359	归母净利润增长率(%)	2.34	(37.16)	22.53	11.01
归属母公司股东权益	28,933	30,009	31,322	32,779					
少数股东权益	4,362	4,769	5,268	5,822					
所有者权益合计	33,295	34,778	36,590	38,600					
负债和股东权益	68,800	70,864	74,252	77,959					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,236	5,292	6,995	7,589	每股净资产(元)	13.92	14.43	15.07	15.77
投资活动现金流	(6,454)	(6,553)	(5,701)	(5,904)	最新发行在外股份(百万股)	2,079	2,079	2,079	2,079
筹资活动现金流	(952)	(512)	(331)	(434)	ROIC(%)	6.71	4.84	5.60	5.86
现金净增加额	(1,246)	(1,773)	963	1,252	ROE-摊薄(%)	9.55	5.78	6.79	7.20
折旧和摊销	3,796	3,915	4,078	4,277	资产负债率(%)	51.61	50.92	50.72	50.49
资本开支	(4,629)	(6,576)	(5,728)	(5,930)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.94	15.81	12.90	11.62
营运资本变动	(1,240)	(960)	38	128	P/B (现价)	0.95	0.91	0.88	0.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>