

华新水泥 (600801.SH)

优于大市

2024年三季度报点评：国内水泥仍有拖累，关注复价带来的盈利改善

核心观点

收入同比逆势增长，国内水泥价格下滑拖累盈利。2024年1-9月实现营收247.19亿元，同比+2.29%，归母净利润11.38亿元，同比-39.26%，扣非归母净利润10.63亿元，同比-41.69%，EPS为0.55元/股；其中Q3单季营收84.82亿元，同比+1.78%，Q1、Q2单季同比+6.87%/-0.54%，归母净利润4.08亿元，同比-40.17%，Q1、Q2单季同比-28.43%/-41.45%，扣非归母净利润3.83亿元，同比-41.34%，Q1、Q2单季同比-35.09%/-43.57%，收入逆势增长，但受国内水泥需求价格下滑拖累，业绩延续下滑趋势。

毛利率同环比下滑，费用率有所提升。2024年1-9月，公司实现综合毛利率24.0%，同比-2.28pp，Q1、Q2、Q3单季度毛利率分别为21.9%、25.0%、24.7%，Q3同比-5.23pp，环比-0.28pp，单季度毛利率同比/环比下滑，盈利能力仍有承压。费用端有所提升，1-9月期间费用率13.69%，同比+1.13pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为4.84%/5.52%/2.86%/0.47%，分别同比+0.25/+0.15/+0.95/-0.21pp，财务费用率增加预计主要受汇兑损益影响。1-9月实现经营性现金流净额33.82亿元，同比-3.5%，盈利承压背景下，现金流保持相对稳定；截至9月末，公司资产负债率51.52%，较6月末降低0.66pp。

海外业务持续推进，非水泥业务稳步发展。公司坚持实施一体化发展战略，并持续推动海外业务的发展。截至24年上半年，公司非水泥业务收入占比达47%，持续稳步提升，同时公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等12个国家布局，海外水泥熟料产能达1,544万吨/年，水泥粉磨能力已达2,254万吨/年，上半年莫桑比克3,000吨/日水泥熟料生产线按建设计划推进，并启动马拉维2,000吨/日水泥熟料新生产线、赞比亚及南非原生产线升级改造、津巴布韦30万吨/年粉磨站等项目的建设，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。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；供给增加超预期；

投资建议：复价推动盈利修复，非水泥海外稳步兑现增量，维持“优于大市”近期政策持续利好促进需求端边际改善，叠加供给端持续错峰生产，水泥价格积极推涨，9月以来公司核心区域湖北地区水泥价格加速修复，目前已实现连续4轮推涨，为短期业绩修复提供支撑，中期有望进一步受益供给端政策带来的出清，同时骨料、混凝土和海外业务稳步兑现增量，看好中长期成长性。考虑到目前整体需求依旧疲软，下调盈利预测，预计2024-2026年EPS为0.88/1.00/1.19元/股（调整前1.36/1.61/1.83元/股），对应PE为16.0/14.0/11.8X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,470	33,757	34,421	36,671	39,215
(+/-%)	-6.1%	10.8%	2.0%	6.5%	6.9%
净利润(百万元)	2699	2762	1827	2086	2478
(+/-%)	-49.7%	2.3%	-33.9%	14.2%	18.8%
每股收益(元)	1.29	1.33	0.88	1.00	1.19
EBIT Margin	14.3%	13.7%	10.7%	11.3%	12.3%
净资产收益率(ROE)	9.8%	9.5%	6.1%	6.7%	7.6%
市盈率(PE)	10.9	10.6	16.0	14.0	11.8
EV/EBITDA	9.2	8.1	9.1	8.2	7.5
市净率(PB)	1.08	1.01	0.97	0.94	0.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

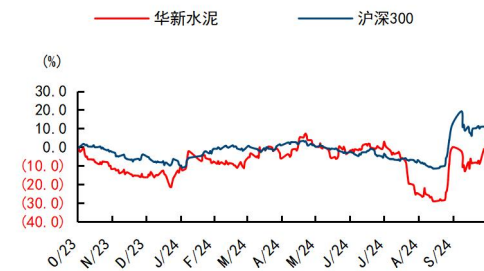
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.87元
总市值/流通市值	30915/30915百万元
52周最高价/最低价	16.09/9.91元
近3个月日均成交额	142.51百万元

市场走势



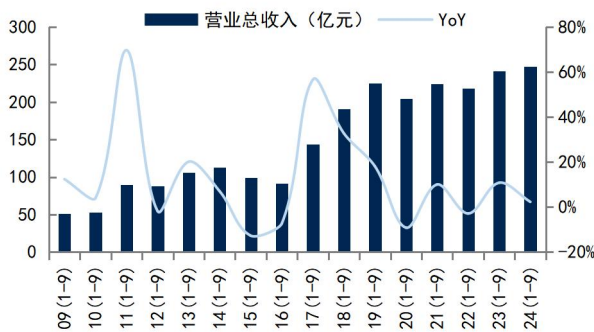
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华新水泥(600801.SH)-2023年年报点评：非水泥业务大幅增长，海外发展稳步突破》——2024-04-10
- 《华新水泥(600801.SH)-2023年中报点评：非水泥业务表现亮眼，看好未来内生增长》——2023-08-29
- 《华新水泥(600801.SH)-2022年年报点评：一体化转型成效显著，海外业务扩张迅速》——2023-04-03

收入同比逆势增长，国内水泥价格下滑拖累盈利。2024年1-9月实现营收247.19亿元，同比+2.29%，归母净利润11.38亿元，同比-39.26%，扣非归母净利润10.63亿元，同比-41.69%，EPS为0.55元/股；其中Q3单季营收84.82亿元，同比+1.78%，Q1、Q2单季同比+6.87%/-0.54%，归母净利润4.08亿元，同比-40.17%，Q1、Q2单季同比-28.43%/-41.45%，扣非归母净利润3.83亿元，同比-41.34%，Q1、Q2单季同比-35.09%/-43.57%，收入逆势增长，但受国内水泥需求价格下滑拖累，业绩延续下滑趋势。

图1：华新水泥营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华新水泥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



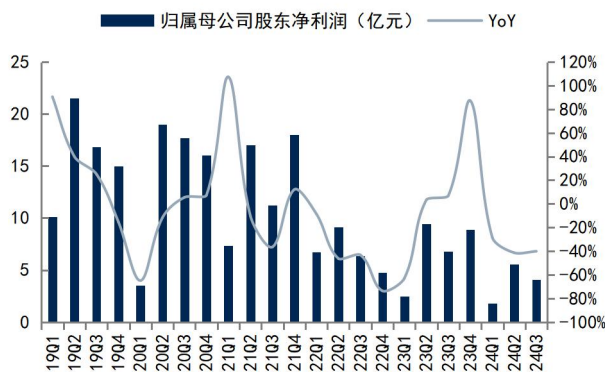
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华新水泥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

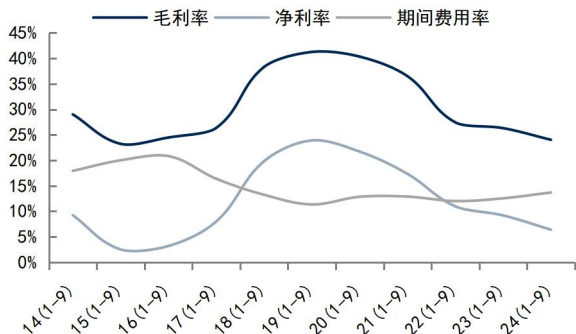
图4：华新水泥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

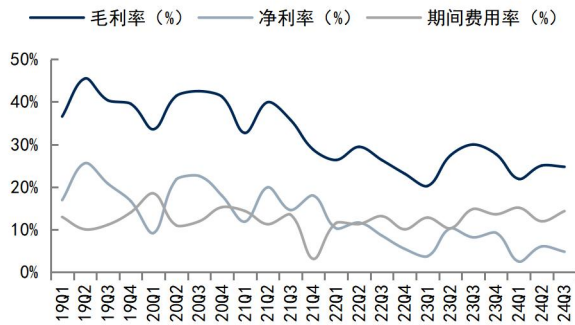
毛利率同环比下滑，费用率有所提升。2024年1-9月，公司实现综合毛利率24.0%，同比-2.28pp，Q1、Q2、Q3单季度毛利率分别为21.9%、25.0%、24.7%，Q3同比-5.23pp，环比-0.28pp，单季度毛利率同比/环比下滑，盈利能力仍有承压。费用端有所提升，1-9月期间费用率13.69%，同比+1.13pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为4.84%/5.52%/2.86%/0.47%，分别同比+0.25/+0.15/+0.95/-0.21pp，财务费用率增加预计主要受汇兑损益影响。1-9月实现经营性现金流净额33.82亿元，同比-3.5%，盈利承压背景下，现金流保持相对稳定；截至9月末，公司资产负债率51.52%，较6月末降低0.66pp。

图5：华新水泥毛利率和净利率及期间费用率（单位：%）



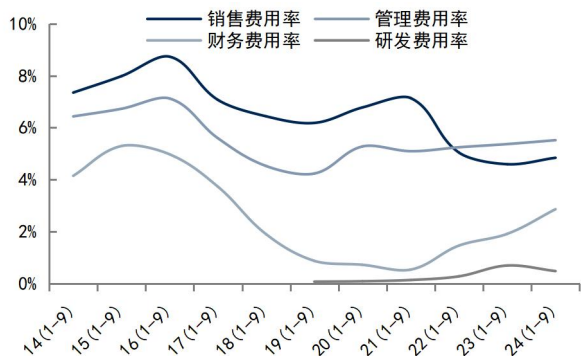
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：华新水泥单季度毛利率和净利率及期间费用率（单位：%）



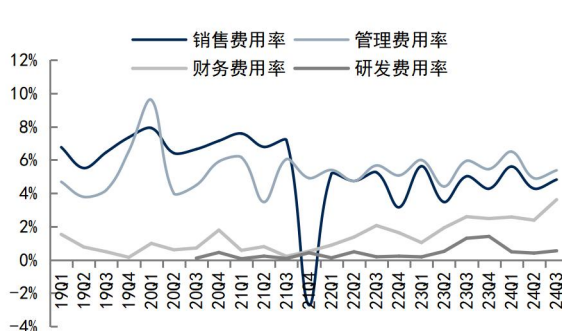
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：华新水泥期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华新水泥单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：华新水泥经营性净现金流及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：华新水泥资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外业务持续推进，非水泥业务稳步发展。公司坚持实施一体化发展战略，并持续推动海外业务的发展。截至 24 年上半年，公司非水泥业务收入占比达 47%，持续稳步提升，同时公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等 12 个国家布局，海外

水泥熟料产能达 1,544 万吨/年,水泥粉磨能力已达 2,254 万吨/年,上半年莫桑比克 3,000 吨/日水泥熟料生产线按建设计划推进,并启动马拉维 2,000 吨/日水泥熟料新生产线、赞比亚及南非原生产线升级改造、津巴布韦 30 万吨/年粉磨站等项目的建设,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。

复价推动盈利修复,非水泥海外稳步兑现增量,维持“优于大市”评级。近期政策持续利好促进需求端边际改善,叠加供给端持续错峰生产,水泥价格积极推涨,9 月以来公司核心区域湖北地区水泥价格加速修复,目前已实现连续 4 轮推涨,为短期业绩修复提供支撑,中期有望进一步受益供给端政策带来的出清,同时骨料、混凝土和海外业务稳步兑现增量,看好中长期成长性。考虑到目前整体需求依旧疲软,下调盈利预测,预计 2024-2026 年 EPS 为 0.88/1.00/1.19 元/股(调整前 1.36/1.61/1.83 元/股),对应 PE 为 16.0/140./11.8X,维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7038	5849	7253	6983	8221	营业收入	30470	33757	34421	36671	39215
应收款项	2406	3275	3673	3835	4142	营业成本	22482	24741	25614	27166	28737
存货净额	3405	3463	3814	3930	4183	营业税金及附加	586	745	861	917	980
其他流动资产	1559	2631	1377	1467	1569	销售费用	1372	1519	1721	1797	1882
流动资产合计	14450	15220	16119	16217	18117	管理费用	1583	1819	2187	2288	2403
固定资产	29296	31367	33095	34198	34762	研发费用	78	301	344	367	392
无形资产及其他	15183	15958	16320	16831	17515	财务费用	458	699	780	770	797
投资性房地产	4873	5743	5743	5743	5743	投资收益	17	59	0	0	0
长期股权投资	439	513	713	863	1013	资产减值及公允价值变动	(95)	(174)	(200)	(200)	(200)
资产总计	64242	68800	71989	73852	77151	其他收入	110	233	(194)	(267)	(342)
短期借款及交易性金融负债	5020	7365	8000	8400	8820	营业利润	4023	4352	2864	3266	3874
应付款项	9096	8762	7896	8551	8922	营业外净收支	(34)	(25)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	2509	2807	4139	3728	4261	利润总额	3988	4326	2834	3236	3844
流动负债合计	16625	18934	20035	20679	22003	所得税费用	965	1108	708	809	961
长期借款及应付债券	11708	12587	12587	12587	12587	少数股东损益	325	456	299	341	405
其他长期负债	5070	3984	4951	4892	5346	归属于母公司净利润	2699	2762	1827	2086	2478
长期负债合计	16779	16571	17539	17479	17933	现金流量表 (百万元)					
负债合计	33403	35505	37574	38158	39937	净利润	2699	2762	1827	2086	2478
少数股东权益	3392	4362	4386	4414	4447	资产减值准备	79	24	21	5	3
股东权益	27446	28933	30029	31280	32767	折旧摊销	2465	3414	3677	4080	4384
负债和股东权益总计	64242	68800	71989	73852	77151	公允价值变动损失	95	174	200	200	200
关键财务与估值指标						财务费用	458	699	780	770	797
每股收益	1.29	1.33	0.88	1.00	1.19	营运资本变动	1171	(3970)	1972	(179)	699
每股红利	1.34	1.06	0.35	0.40	0.48	其它	(92)	69	3	23	30
每股净资产	13.09	13.92	14.44	15.05	15.76	经营活动现金流	6417	2474	7700	6215	7794
ROIC	8%	8%	5%	6%	6%	资本开支	0	(3994)	(6000)	(5900)	(5835)
ROE	10%	10%	6%	7%	8%	其它投资现金流	670	40	(0)	(0)	(0)
毛利率	26%	27%	26%	26%	27%	投资活动现金流	755	(4028)	(6200)	(6050)	(5985)
EBIT Margin	14%	14%	11%	11%	12%	权益性融资	109	221	0	0	0
EBITDA Margin	22%	24%	21%	22%	23%	负债净变化	2200	1341	0	0	0
收入增长	-6%	11%	2%	7%	7%	支付股利、利息	(2813)	(2195)	(731)	(834)	(991)
净利润增长率	-50%	2%	-34%	14%	19%	其它融资现金流	(7853)	1853	635	400	420
资产负债率	57%	58%	58%	58%	58%	融资活动现金流	(8970)	365	(96)	(434)	(571)
股息率	9.6%	7.5%	2.5%	2.9%	3.4%	现金净变动	(1798)	(1189)	1403	(270)	1238
P/E	10.9	10.6	16.0	14.0	11.8	货币资金的期初余额	8836	7038	5849	7253	6983
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	货币资金的期末余额	7038	5849	7253	6983	8221
EV/EBITDA	9.2	8.1	9.1	8.2	7.5	企业自由现金流	0	(1105)	2419	1103	2864
						权益自由现金流	0	2088	2469	926	2686

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032