

公司研究

全资收购巴西骨料资产，正式进军南美市场

——华新水泥（600801.SH）收购巴西骨料资产公告点评

买入（维持）

当前价：12.47元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：陈奇凡

执业证书编号：S0930523050002

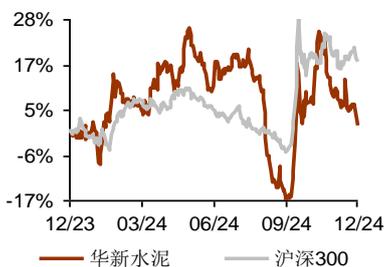
021-52523819

chenqf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.79
总市值(亿元):	259.25
一年最低/最高(元):	9.91/15.65
近3月换手率:	45.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.96	-0.95	-15.35
绝对	-5.67	22.74	2.45

资料来源：Wind

要点

事件：

2024年12月16日晚，公司公告旗下全资子公司签署股权收购协议，计划以总代价1.866亿美元收购巴西 EMBUS.A.ENGENHARIAECOMÉRCIO 公司100%的股权，该公司主营业务包括骨料及砂石产品的生产与销售，并持有四座位于巴西圣保罗州的骨料工厂。

点评：

拟作价 1.866 亿美元，收购标的资产 100% 股权。

2024年12月16日，买方（华新水泥全资子公司）与卖方（独立第三方）签署股权收购协议，买方有条件同意收购，而卖方有条件同意出售标的公司 A

（ITATUBAPARTICIPAÇÃOESLTDA 公司，以下简称标的公司 A）100%股权及标的公司 B（EMBUS.A.ENGENHARIAECOMÉRCIO 公司，以下简称标的公司 B）40%股权，总代价约为 1.866 亿美元（并根据交割日财务报表净现金和运营资金进行调整）。待收购事项完成后，标的公司将成华新水泥全资子公司。因此，标的公司的财务业绩将并入华新水泥的综合财务账目内。

卖方群体 1 共有 6 名自然人股东，合计持有标的公司 A100%股权，标的公司 A 是一家控股公司，其唯一资产为标的公司 B60%的股权。因此，通过收购标的公司 A100%股权，买方可间接持有标的公司 B60%股权。卖方群体 2 共有 5 名自然人股东，合计持有标的公司 B40%股权。

根据股权收购协议，收购标的公司总代价为 1.866 亿美元（并根据交割日财务报表净现金和运营资金进行调整）。其中，标的公司 A100%股权的代价金额为 1.12 亿美元（总代价 1.866 亿美元的 60%，并根据交割日财务报表净现金和运营资金进行调整），标的公司 B40%股权的代价金额为 0.746 亿美元（总代价 1.866 亿美元的 40%，并根据交割日财务报表净现金和运营资金进行调整）。交割完成后，考虑交割完成之日标的公司净现金及营运资金水平，对标的公司于交割日之实际股权价值重新进行核定计算，双方得出标的公司于交割日时之实际股权价值。

标的资产拥有 880 万吨骨料年产能，2023 年税后利润约 1713 万美元。

标的公司 B 在巴西圣保罗州拥有四座骨料工厂，总产能共计 880 万吨/年（2023 年实际产量 620 万吨），位于圣保罗州的核心经济区域大都会区。四座骨料工厂地理位置卓越，目标市场区位优势明显，资源储量丰富。标的公司 B 于 2023 年 12 月 31 日的经审核资产净值为 6943 万美元，在 21 年/22 年/23 年/24 年前三季度的税后利润分别为 380.1/515.6/1713.3/1282.0 万美元，按照 12 月 16 日美元兑人民币汇率 7.2852 计算，对应税后利润分别为 0.28/0.38/1.25/0.93 亿人民币，占华新水泥各报告期归母净利润比重分别为 0.5%/1.4%/4.5%/8.2%，在国内市场水泥业务利润下滑以及标的资产盈利能力上升背景下，标的资产利润占公司利润比重逐年提升。

海外布局先行者，收入占比遥遥领先。

近十余年，海外发展（包括新建或收购）一直是公司的重要战略之一。公司在成功整合和发展收购公司、实现收购后业绩提升以及实现海外投资目标回报方面拥有良好的业绩记录。海外发展有两大好处：首先，该战略使公司能够依靠人才基础以及在工业技术和产业链整合方面积累的专业知识和能力实现业绩再增长；其次，它有效地抵消了国内建材市场需求下降的不利影响。

截至 24H1，公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、南非、莫桑比克、阿曼、津巴布韦等 12 个国家布局，公司海外水泥熟料产能为 1,544 万吨/年，水泥粉磨能力已达 2,254 万吨/年；另还有莫桑比克新建生产线、马拉维新建生产线、赞比亚生产线升级、南非生产线升级、津巴布韦粉磨站等在建项目，在建熟料产能合计约 300 万吨/年，在建水泥粉磨产能合计约 270 万吨/年。混凝土业务方面，公司在柬埔寨、坦桑尼亚、塔吉克斯坦和南非运营 10 家混凝土搅拌站。骨料业务方面，公司在塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚和南非运营 6 个骨料工厂。24H1，公司海外业务收入占比 23%，同比+8pcts，该占比在国内水泥企业中遥遥领先。

率先进入巴西市场，开拓南美洲建材市场的里程碑事件。

巴西是拉美区域最大的经济体，国土面积居世界第五位。2023 年国内生产总值达 2.2 万亿美元，全球排名第九。巴西拥有丰富的自然资源，人口数量达 2.13 亿。巴西外商投资环境友好，具备巨大的经济发展潜力，是首个与中国建立全面战略伙伴关系的拉美国家。

该项目是公司积极推进海外多业务发展战略，布局新兴潜力市场的关键举措之一，是公司开拓南美洲建材市场的里程碑事件。该项目若成功实施，将成为公司甚至中国水泥企业首次进入巴西建材市场的项目。公司将充分利用自身在整合收购企业方面丰富的成功经验以及自身的产业、技术和管理能力，通过此次收购进一步提升标的公司业绩，实现投资收益的增长。

投资建议：华新水泥作为国内水泥企业中开拓海外业务的先行者，近几年海外业务收入占比持续提升。此次全资收购巴西骨料业务资产宣告公司正式进入南美市场，在非洲、东南亚、中亚、中东以外开辟新的市场，助力公司海外业务进一步扩大布局。2024 年，受地产需求下滑及基建需求增速放缓影响，水泥行业需求及价格出现较大幅度下滑，结合 24 年前三季度经营数据，我们下调公司 24-26 年归母净利润预测分别至 20.1/28.9/33.2 亿元，下调幅度为-29%/-10%/-11%，对应 24 年 PE 估值约 13x。考虑到 24Q4 国内南方各区域水泥价格普遍上调，我们仍看好水泥企业盈利水平底部反转，对公司维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期风险，行业供需格局恶化的风险，原燃材料价格大幅上涨风险，股权收购进度不及预期风险，汇兑损益风险等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	30,470	33,757	33,822	35,230	36,834
营业收入增长率	-6.14%	10.79%	0.19%	4.16%	4.55%
归母净利润 (百万元)	2,699	2,762	2,009	2,891	3,323
归母净利润增长率	-49.68%	2.34%	-27.26%	43.91%	14.93%
EPS (元)	1.29	1.33	0.97	1.39	1.60
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.83%	9.55%	6.73%	9.07%	9.76%
P/E	10	9	13	9	8
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-12-17

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,470	33,757	33,822	35,230	36,834
营业成本	22,482	24,741	26,671	27,164	28,019
折旧和摊销	2,465	3,414	3,345	3,534	3,743
税金及附加	586	745	746	307	321
销售费用	1,372	1,519	1,461	1,522	1,591
管理费用	1,583	1,819	1,750	1,823	1,906
研发费用	78	301	290	302	315
财务费用	458	699	281	278	265
投资收益	17	59	56	40	43
营业利润	4,023	4,352	3,302	4,491	5,083
利润总额	3,988	4,326	3,260	4,448	5,047
所得税	965	1,108	772	1,054	1,195
净利润	3,024	3,218	2,488	3,394	3,851
少数股东损益	325	456	479	503	528
归属母公司净利润	2,699	2,762	2,009	2,891	3,323
EPS(元)	1.29	1.33	0.97	1.39	1.60

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,568	6,236	6,517	6,877	7,543
净利润	2,699	2,762	2,009	2,891	3,323
折旧摊销	2,465	3,414	3,345	3,534	3,743
净营运资金增加	-301	2,603	-451	550	571
其他	-296	-2,544	1,614	-97	-94
投资活动产生现金流	-8,383	-6,454	-7,394	-6,146	-6,143
净资本支出	-7,682	-4,629	-6,117	-6,186	-6,186
长期投资变化	439	513	0	0	0
其他资产变化	-1,140	-2,337	-1,277	40	43
融资活动现金流	1,772	-952	888	-487	-956
股本变化	0	-18	0	0	0
债务净变化	6,462	3,224	2,265	643	471
无息负债变化	3,769	-1,122	-541	342	493
净现金流	-1,934	-1,246	11	244	444

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	26.2%	26.7%	21.1%	22.9%	23.9%
EBITDA 率	23.8%	25.1%	19.0%	22.2%	23.4%
EBIT 率	15.4%	14.6%	9.1%	12.2%	13.2%
税前净利润率	13.1%	12.8%	9.6%	12.6%	13.7%
归母净利润率	8.9%	8.2%	5.9%	8.2%	9.0%
ROA	4.7%	4.7%	3.5%	4.5%	4.9%
ROE (摊薄)	9.8%	9.5%	6.7%	9.1%	9.8%
经营性 ROIC	8.0%	7.1%	4.2%	5.6%	6.0%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	52%	52%	52%	51%	50%
流动比率	0.87	0.80	0.75	0.81	0.89
速动比率	0.66	0.62	0.57	0.62	0.69
归母权益/有息债务	1.64	1.45	1.34	1.39	1.46
有形资产/有息债务	2.82	2.53	2.37	2.41	2.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	64,242	68,800	71,910	75,437	79,090
货币资金	7,038	5,849	5,861	6,105	6,549
交易性金融资产	42	1	1	1	1
应收账款	1,383	2,259	2,264	2,358	2,465
应收票据	546	275	276	287	300
其他应收款 (合计)	478	747	743	774	810
存货	3,405	3,463	3,749	3,822	3,949
其他流动资产	1,205	2,206	2,226	2,655	3,143
流动资产合计	14,450	15,220	15,570	16,461	17,691
其他权益工具	1,013	965	965	965	965
长期股权投资	439	513	513	513	513
固定资产	22,713	27,740	27,508	27,520	27,651
在建工程	6,457	3,509	5,178	6,430	7,369
无形资产	15,183	15,958	16,961	17,944	18,908
商誉	619	769	769	769	769
其他非流动资产	848	633	628	628	628
非流动资产合计	49,791	53,581	56,340	58,976	61,398
总负债	33,403	35,505	37,229	38,214	39,177
短期借款	593	644	1,568	870	0
应付账款	8,366	7,827	8,437	8,593	8,864
应付票据	729	935	1,008	1,027	1,059
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	89	67	66	66	66
流动负债合计	16,625	18,934	20,660	20,304	19,926
长期借款	7,282	8,623	9,964	11,305	12,646
应付债券	4,426	3,964	3,964	3,964	3,964
其他非流动负债	887	1,180	1,186	1,186	1,186
非流动负债合计	16,779	16,571	16,569	17,910	19,251
股东权益	30,838	33,295	34,681	37,223	39,912
股本	2,097	2,079	2,079	2,079	2,079
公积金	3,088	2,698	2,698	2,698	2,698
未分配利润	23,010	24,703	25,611	27,650	29,811
归属母公司权益	27,446	28,933	29,840	31,880	34,041
少数股东权益	3,392	4,362	4,841	5,343	5,871

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.50%	4.50%	4.32%	4.32%	4.32%
管理费用率	5.19%	5.39%	5.17%	5.17%	5.17%
财务费用率	1.50%	2.07%	0.83%	0.79%	0.72%
研发费用率	0.26%	0.89%	0.86%	0.86%	0.86%
所得税率	24%	26%	24%	24%	24%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.51	0.53	0.41	0.56	0.63
每股经营现金流	2.18	3.00	3.13	3.31	3.63
每股净资产	13.09	13.92	14.35	15.33	16.37
每股销售收入	14.53	16.24	16.27	16.95	17.72

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	10	9	13	9	8
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.6	6.5	8.9	7.5	7.0
股息率	4.1%	4.3%	3.3%	4.5%	5.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP