

华润建材科技（01313）

证券研究报告
2025 年 03 月 18 日

25 年水泥涨价盈利弹性可期，优质资产或被显著低估

公司 24 年全年实现归母净利润 2.11 亿元，同比下降 67.25%

公司发布 24 年年报，全年实现收入/归母净利润 230.38/2.11 亿元，同比 -10.47%/-67.25%，实现扣非归母净利润 2.11 亿元，同比 -36.73%。其中 Q4 单季度实现收入 70.4 亿元，同比 -16.4%，归母净利润 -0.98 亿元，同比增亏，扣非归母净利润 -0.98 亿元，同比减亏。24 年公司共计提减值 5 亿元，其中商誉/固定资产/存货减值分别计提 2.68/1.59/0.66 亿元。

水泥主业量价有所下滑，25 年水泥涨价盈利弹性可期

24 年公司水泥熟料收入 1.5 亿元，同比下降 20%，销量同比 -11% 达 6171 万吨，测算吨均价同比下滑 29 元（-11%）达 244 元，吨成本同比下降 33 元（-14%）达 207 元，主要受煤炭采购价格同比降低 14% 影响，吨毛利同比提升 4 元（+13%）达 37 元。Q4 水泥价格环比修复，预计 25 年同比正增，Q2 雨季前仍有提涨预期。公司部署了 25 年稳定利润基本盘重点工作，看好公司 25Q1 及全年利润弹性。24 年公司骨料/商混收入分别同比 +56%/+22% 达 25.2/41.6 亿元，销量同比分别 +52%/+40% 达 6935 万吨/1303 万方，单吨/单方价格同比分别 +3%/-13% 达 36.4/319 元，毛利率同比分别 -19%/+0.3pct 达 35.1%/12.2%。24 年公司投产六个骨料项目，新增年产能 1900 万吨，未来有望持续为公司提供业绩增长点。

现金流运营好转，资本结构有所优化

24 年公司自由现金流达 8.6 亿元，实现自 21 年以来首次转正。公司 24 年末期股息每股 0.01 港元，全年股息每股 0.03 港元，全年派息比率同比 +44pct 达 91%。公司计划 25 年资本开支同比减少 11.9 亿元达 25.2 亿元，而 24 年折旧摊销已达 28.3 亿元，未来有望继续维持较高分红率。24 年公司整体毛利率 16.50%，同比 +1.77pct，其中，Q4 单季度整体毛利率 19.31%，同比/环比分别 +2.31/+3.70pct。24 年公司销售/管理/财务费用率同比分别 -0.12/+2.39/+0.55pct 达 1.84%/11.42%/2.33%，最终实现净利率 0.48%，同比 -1.93pct。24 年资产负债率 36.50%，同比 -0.65pct，资本结构有所优化。

优质资产或被显著低估，维持“买入”评级

公司 PB 估值仅 0.28x，处十年来 12% 分位，居水泥同行中低位水平。考虑到公司 24 年业绩下滑，小幅下调 25-26 年归母净利润分别为 12.1/13.8（前值 12.3/15.2 亿元），预计 27 年归母净利润为 15.8 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨、国内基建、地产需求回落超预期、文中测算具有一定主观性等。

投资评级

行业	地产建筑业/建筑
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	1.89 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	6,982.94
港股总市值(百万港元)	13,197.75
每股净资产(港元)	6.82
资产负债率(%)	36.50
一年内最高/最低(港元)	2.31/1.03

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

- 《华润建材科技-首次覆盖报告:华南水泥龙头，水泥骨料双轮驱动，高分红低估值显优势》 2024-09-19
- 《华润水泥控股-公司深度研究:系列报告一：华南龙头，引吭高歌》 2018-08-12

公司历年经营情况

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入合计（百万元）	25,550	23,038	23,921	24,922	26,325
YoY	-20.7%	-9.8%	3.8%	4.2%	5.6%
综合毛利率	15%	16%	19%	20%	21%
整体毛利润（百万元）	3,762	3,800	4,508	5,080	5,603
费用及其他					
销售费用（百万元）	-506	-425	-426	-466	-482
销售费用率	-2.0%	-1.8%	-1.8%	-1.9%	-1.8%
管理费用（百万元）	-2,322	-2,630	-2,257	-2,487	-2,706
管理费用率	-9.1%	-11.4%	-9.4%	-10.0%	-10.3%
财务费用（百万元）	-536	-536	-430	-517	-544
财务费用率	-2.1%	-2.3%	-1.8%	-2.1%	-2.1%
其他收入（百万元）	572	310	322	335	354
其他收入占总收入比例	2.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
应占联营公司损益	-101	-114	-118	-123	-130
应占联营公司损益占收入比例	-0.40%	-0.49%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
应占共同控制实体损益	47	44	46	48	50
应占共同控制实体损益占收入比例	0.18%	0.19%	0.2%	0.2%	0.2%
汇兑净收益	-1	1	1.0	1.0	2.0
除税前溢利	914	450	1,646	1,871	2,148
所得税	-295	-340	-494	-561	-644
有效所得税率	32.3%	75.6%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润（百万元）	619	110	1,152	1,310	1,503
少数股东权益（百万元）	-25	-101	-58	-65	-75
少数股东权益/净利润	-4.0%	-91.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
归母净利润（百万元）	644	211	1,209	1,375	1,578
YoY	-62.8%	-67.2%	473.2%	13.7%	14.8%
归母净利率	2.5%	0.9%	5.1%	5.5%	6.0%
股本（百万股）	6,983	6,983	6,983	6,983	6,983
EPS（元/股）	0.09	0.03	0.17	0.20	0.23

资料来源：Wind、天风证券研究所

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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