

# 2024年年报点评：海外发展持续提速，国内景气有望反弹

**增持（维持）**

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	33757	34217	38243	39957	41680
同比（%）	10.79	1.36	11.77	4.48	4.31
归母净利润（百万元）	2762	2416	2738	3064	3334
同比（%）	2.34	(12.52)	13.30	11.91	8.82
EPS-最新摊薄（元/股）	1.33	1.16	1.32	1.47	1.60
P/E（现价&最新摊薄）	9.76	11.16	9.85	8.80	8.09

## 投资要点

- 公司披露2024年年报，全年实现营业总收入342.17亿元，同比+1.4%，实现归母净利润24.16亿元，同比-12.5%，实现扣非后归母净利润17.84亿元，同比-23.2%。公司拟分配现金红利0.46元/股（含税）。**
- 海外业务表现亮眼，一体化发展继续贡献增量，海外、骨料及混凝土毛利贡献分别达到32%/44%。（1）水泥及熟料实现销量6027万吨，同比-3%，主要是国内水泥销量承压所致，测算国内外水泥及熟料销量分别同比-12%/+37%至4407万吨/1620万吨。公司2024年境外营收同比增长46.5%至80.43亿元，预计主要得益于海外水泥销量高增长的贡献。我们测算2024年水泥及熟料单吨综合均价/毛利分别为312元/73元，同比基本持平/-8元，吨毛利降幅小于行业，主要因海外水泥收入占比提升，2024年境外业务毛利率33.1%。（2）2024年分别实现骨料/混凝土销量14323万吨/3181万方，同比增长9%/17%，分别对应单位毛利19元/吨、32元/方，分别同比基本持平、-12元/方，混凝土单位盈利下降主要是国内水泥价格下跌盈利下滑所致。（3）我们测算公司2024年境外地区、骨料、混凝土贡献毛利占毛利总额的比重分别为32%/32%/12%，骨料、混凝土占比同比+5pct/-1pct。**
- Q4盈利大幅改善，得益于国内水泥反弹及非经常性收益集中确认。分季度来看，2024Q4营收同比-1.0%，毛利率环比+1.7pct，预计主要得益于国内水泥价格反弹、单位盈利改善，2024Q4销售净利率、扣非后销售净利率分别为14.5%/7.6%，环比+7.9pct/+3.1pct，除了国内水泥盈利改善以外，也得益于Q4单季财务费用环比-3.26亿元，预计与汇兑损失冲回有关，以及Q4因厂区征收集中确认资产处置收益7.30亿元。**
- 资本性支出力度和负债率维持，持续增强中长期发展动能。（1）公司2024年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为45.35亿元，同比-6.5%，2025年公司计划资本性支出133亿元，规模显著扩张，预计因海外并购落地以及海外产能建设、替代燃料建设投入。（2）公司2024年经营活动产生的现金流量净额为59.77亿元，同比-4.1%，主要因盈利下降。（3）公司2024年末资产负债率为49.8%，同比下降1.8pct。（4）公司持续推进海外现有工厂技改降本提产，截至2024年底海外水泥产能超2250万吨/年，同比增长8%，签约尼日利亚产能1060万吨/年水泥项目、巴西产能880万吨/年骨料项目两项并购，海外业务版图完善、扩大，其中巴西项目已于2025年3月完成收购。集团合并热值替代率同比提升1.7pct至21.7%，绿色低碳化保持行业领先地位。**
- 盈利预测与投资评级：**海外率先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着国内水泥行业供给自律加强、景气反弹，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，海外持续拓展，支撑中长期发展动能。暂假设尼日利亚项目2025年内完成交割，我们上调2025-2026年归母净利润至27.4/30.6亿元（前值为23.5/27.5亿元），新增2027年归母净利润预测为33.3亿元，对应市盈率10/9/8倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**并购完成和时点的不确定性，市场竞争加剧、国内水泥需求超预期下行的风险。

2025年03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 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	12.97
一年最低/最高价	9.91/16.09
市净率(倍)	0.89
流通A股市值(百万元)	17,435.26
总市值(百万元)	26,964.57

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.57
资产负债率(% ,LF)	49.80
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)：首次落子南美，骨料加速海外布局》

2024-12-17

《华新水泥(600801)：收购豪瑞尼日利亚资产，海外水泥加速壮大》

2024-12-02

## 1. 事件

公司披露 2024 年年报，全年实现营业总收入 342.17 亿元，同比+1.4%，实现归母净利润 24.16 亿元，同比-12.5%，实现扣非后归母净利润 17.84 亿元，同比-23.2%。公司拟分配现金红利 0.46 元/股（含税）。

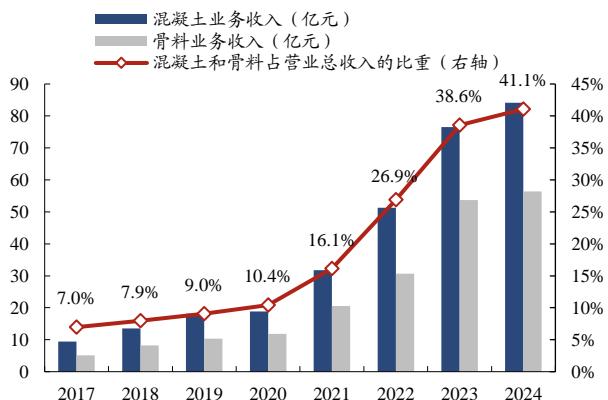
## 2. 点评

**海外业务表现亮眼，一体化发展继续贡献增量，海外、骨料及混凝土毛利贡献分别达到 32%/44%。**（1）水泥及熟料实现销量 6027 万吨，同比-3%，主要是国内水泥销量承压所致，测算国内外水泥及熟料销量分别同比-12%/+37%至 4407 万吨/1620 万吨。公司 2024 年境外营收同比增长 46.5% 至 80.43 亿元，预计主要得益于海外水泥销量高增长的贡献。我们测算 2024 年水泥及熟料单吨综合均价/毛利分别为 312 元/73 元，同比基本持平/-8 元，吨毛利降幅小于行业，主要因海外水泥收入占比提升，2024 年境外业务毛利率 33.1%。（2）2024 年分别实现骨料/混凝土销量 14323 万吨/3181 万方，同比增长 9%/17%，分别对应单位毛利 19 元/吨、32 元/方，分别同比基本持平、-12 元/方，混凝土单位盈利下降主要是国内水泥价格下跌盈利下滑所致。（3）我们测算公司 2024 年境外地区、骨料、混凝土贡献毛利占公司毛利总额的比重分别为 32%/32%/12%，其中骨料、混凝土的比重分别同比+5pct/-1pct。

**Q4 盈利大幅改善，得益于国内水泥反弹及非经常性收益集中确认。**分季度来看，2024Q4 营收同比-1.0%，毛利率环比+1.7pct，预计主要得益于国内水泥价格反弹、单位盈利改善，2024Q4 销售净利率、扣非后销售净利率分别为 14.5%/7.6%，环比+7.9pct/+3.1pct，除了国内水泥盈利改善以外，也得益于 Q4 单季财务费用环比-3.26 亿元，预计与汇兑损失冲回有关，以及 Q4 因厂区征收集中确认资产处置收益 7.30 亿元。

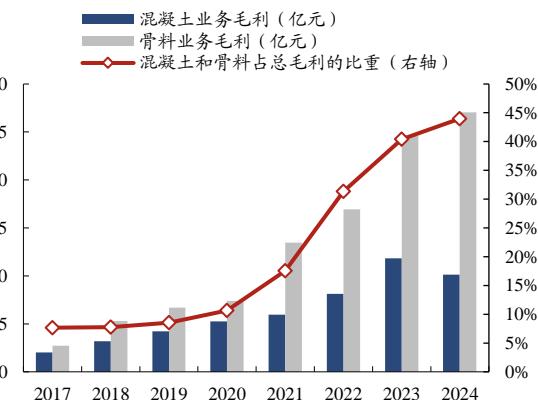
**资本性支出力度和负债率维持，持续增强中长期发展动能。**（1）公司 2024 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 45.35 亿元，同比-6.5%，2025 年公司计划资本性支出 133 亿元，规模显著扩张，预计因海外并购落地以及海外产能建设、替代燃料建设投入。（2）公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额为 59.77 亿元，同比-4.1%，主要因盈利下降。（3）公司 2024 年末资产负债率为 49.8%，同比下降 1.8pct。（4）公司持续推进海外现有工厂技改降本提产，截至 2024 年底海外水泥产能超 2250 万吨/年，同比增长 8%，签约尼日利亚产能 1060 万吨/年水泥项目、巴西产能 880 万吨/年骨料项目两项重要并购，海外业务版图进一步完善扩大，其中巴西项目已于 2025 年 3 月完成收购。集团合并热值替代率同比提升 1.7pct 至 21.7%，绿色低碳化保持行业领先地位。

图1：公司非水泥业务收入占比提升



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图2：公司非水泥业务收入占比提升



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与投资评级

海外率先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着国内水泥行业供给自律加强、景气反弹，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，海外持续拓展，支撑中长期发展动能。暂假设尼日利亚项目 2025 年内完成交割，我们上调 2025-2026 年归母净利润预测至 27.4/30.6 亿元（前值为 23.5/27.5 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 33.3 亿元，对应市盈率 10/9/8 倍，维持“增持”评级。

### 4. 风险提示

并购完成和时点的不确定性，市场竞争加剧、国内水泥需求超预期下行的风险。

## 华新水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>15,792</b>	<b>17,470</b>	<b>19,868</b>	<b>22,590</b>	<b>营业总收入</b>	<b>34,217</b>	<b>38,243</b>	<b>39,957</b>	<b>41,680</b>
货币资金及交易性金融资产	6,841	7,831	10,503	13,097	营业成本(含金融类)	25,771	27,784	28,641	29,634
经营性应收款项	3,999	4,435	4,638	4,849	税金及附加	809	905	945	986
存货	3,058	3,164	3,182	3,293	销售费用	1,500	1,773	1,853	1,938
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,880	2,071	2,182	2,292
其他流动资产	1,894	2,040	1,544	1,351	研发费用	239	263	276	290
<b>非流动资产</b>	<b>53,721</b>	<b>57,480</b>	<b>57,638</b>	<b>57,248</b>	<b>财务费用</b>	<b>686</b>	<b>841</b>	<b>919</b>	<b>959</b>
长期股权投资	585	585	585	585	加:其他收益	223	245	269	296
固定资产及使用权资产	29,923	34,400	35,743	36,396	投资净收益	80	78	86	92
在建工程	3,531	3,165	2,883	2,741	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	15,080	14,178	13,275	12,373	减值损失	(172)	(140)	(147)	(153)
商誉	1,209	1,759	1,759	1,759	资产处置收益	750	0	0	0
长期待摊费用	981	981	981	981	<b>营业利润</b>	<b>4,224</b>	<b>4,789</b>	<b>5,350</b>	<b>5,817</b>
其他非流动资产	2,412	2,412	2,412	2,412	营业外净收支	(112)	(125)	(131)	(136)
<b>资产总计</b>	<b>69,513</b>	<b>74,950</b>	<b>77,506</b>	<b>79,837</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,112</b>	<b>4,664</b>	<b>5,220</b>	<b>5,681</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,169</b>	<b>19,301</b>	<b>19,798</b>	<b>20,346</b>	减:所得税	1,158	1,318	1,475	1,606
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,916	7,116	7,216	7,316	<b>净利润</b>	<b>2,953</b>	<b>3,346</b>	<b>3,745</b>	<b>4,075</b>
经营性应付款项	8,420	9,078	9,358	9,682	减:少数股东损益	537	609	681	741
合同负债	716	800	836	872	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,416</b>	<b>2,738</b>	<b>3,064</b>	<b>3,334</b>
其他流动负债	2,117	2,307	2,388	2,476					
非流动负债	16,446	18,446	17,946	16,946	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.32	1.47	1.60
长期借款	9,599	11,599	11,099	10,099					
应付债券	2,446	2,446	2,446	2,446	EBIT	4,152	5,505	6,139	6,639
租赁负债	1,129	1,129	1,129	1,129	EBITDA	8,057	10,296	11,531	12,630
其他非流动负债	3,273	3,273	3,273	3,273					
<b>负债合计</b>	<b>34,615</b>	<b>37,747</b>	<b>37,744</b>	<b>37,292</b>	毛利率(%)	24.69	27.35	28.32	28.90
归属母公司股东权益	30,291	31,988	33,866	35,908	归母净利率(%)	7.06	7.16	7.67	8.00
少数股东权益	4,606	5,215	5,896	6,637					
<b>所有者权益合计</b>	<b>34,898</b>	<b>37,203</b>	<b>39,762</b>	<b>42,545</b>	收入增长率(%)	1.36	11.77	4.48	4.31
<b>负债和股东权益</b>	<b>69,513</b>	<b>74,950</b>	<b>77,506</b>	<b>79,837</b>	归母净利润增长率(%)	(12.52)	13.30	11.91	8.82

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,977	8,899	10,354	10,911	每股净资产(元)	14.57	15.39	16.29	17.27
投资活动现金流	(3,672)	(8,597)	(5,595)	(5,644)	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	(1,472)	672	(2,087)	(2,673)	ROIC(%)	5.44	6.90	7.27	7.61
现金净增加额	849	990	2,672	2,594	ROE-摊薄(%)	7.98	8.56	9.05	9.28
折旧和摊销	3,905	4,791	5,392	5,990	资产负债率(%)	49.80	50.36	48.70	46.71
资本开支	(4,096)	(8,675)	(5,681)	(5,736)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.16	9.85	8.80	8.09
营运资本变动	(1,060)	142	564	209	P/B(现价)	0.89	0.84	0.80	0.75

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提供。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>