



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

增持（维持）

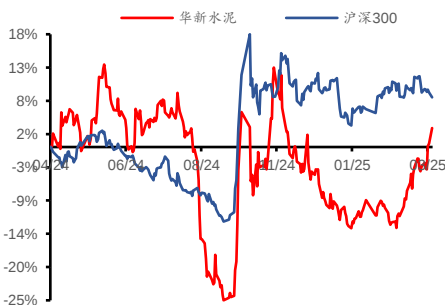
行业： 建筑材料
日期： 2025年04月01日

分析师： 方晨
Tel: 021-53686475
E-mail: fangchen@shzq.com
SAC 编号: S0870523060001

基本数据

最新收盘价（元）	13.88
12mth A 股价格区间（元）	10.10-15.87
总股本（百万股）	2,079.00
无限售 A 股/总股本	64.66%
流通市值（亿元）	288.56

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《业绩维持韧性，国内水泥提涨业绩回稳可期》

——2024 年 10 月 29 日

《海外及骨料中流砥柱，支撑业绩韧性》

——2024 年 09 月 02 日

《骨料和海外双极驱动，一体化布局领跑行业》

——2024 年 08 月 19 日

海外支撑业绩韧性，加速国际化布局

——华新水泥 2024 年报点评

■ 投资摘要

事件概述：

华新水泥公布2024年报：2024年公司实现营业收入342.17亿元，同比增长1.36%；归母净利润24.16亿元，同比下降12.52%；扣非归母净利润17.84亿元，同比下降23.15%。其中，2024年非流动性资产处置损益约7.42亿，对公司利润实现增厚。

单季度方面，2024Q4单季度实现营业收入94.98亿元，同比下降0.98%；归母净利润12.78亿元，同比增长43.94%。

国内错峰停产力度加大，水泥价格企稳修复。销售端看，2024 年国内水泥行业受需求持续萎缩影响，全年产量同比下降 9.5%，行业全年利润同比下降 20%左右。公司克服不利影响，2024 年实现水泥熟料销售 6,027 万吨，同比下滑 3%。价格端看，自 2024 年三季度开始，随着国内错峰力度加大，水泥价格逐步企稳。根据测算，2024 年下半年公司吨售价 318.53 元/吨，环比增长 4.7%；其中 2024 年下半年公司国内水泥吨售价 245.91 元/吨，环比上半年微增 0.6%。

海外营收高增，对冲国内水泥下滑。2024 年公司海外发展显著，实现营业收入 79.84 亿元，同比增长 47%；海外水泥销量 1,620 万吨，同比增长 37%，公司通过海外水泥销售收入对冲国内水泥熟料收入下滑。根据推算，2024 年公司海外水泥熟料吨售价 492.84 元/吨，远高于国内水泥吨售价；其中 2024 年下半年公司海外水泥吨售价为 512.18 元/吨，环比上半年增长 8.8%。

资本开支加速，加深国际化布局。产能扩张方面，2024 年公司成功签约尼日利亚水泥产能 1,060 万吨/年以及巴西骨料产能 880 万吨/年项目，加速国际化布局。展望 2025 年，公司计划资本性支出 133 亿元，将近 2024 年的 2 倍，将集中于骨料及海外水泥产能、替代燃料建设，我们预计海外营收将进一步增长。

一体化业务稳步推进，非水泥业务重要利润贡献点。2024 年公司非水泥业务营收占比 45%，营收同比增长 6.55%，一体化业务稳步推进。其中，公司骨料业务保持增长，2024 年公司骨料销量 14,323 万吨，同比增长 9%；骨料营收 56.42 亿元，同比增长 5.18%，骨料毛利率 47.92%，同比抬升 2.04 个百分点。从利润角度看，2024 年公司非水泥业务 op.EBITDA 占比为 56%，已成为重要利润贡献点。

■ 投资建议

加速布局海外业务，骨料业务稳步增长，成为公司重要利润贡献点，我们看好公司海外及非水泥业务成长性，并继续保持行业领先。我们预计公司 2025-2027 年分别实现收入 362.12/385.19/405.44 亿元，同比分别为 5.83%/6.37%/5.26%；归母净利润分别 23.09/25.34/28.68 亿元，同比增

速分别为-4.46%/9.76%/13.20%；当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 12.50/11.39/10.06 倍，维持“增持”评级

■ 风险提示

水泥价格修复不及预期，海外业务拓展不及预期，原材料波动风险，汇率风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34217	36212	38519	40544
年增长率	1.4%	5.8%	6.4%	5.3%
归母净利润	2416	2309	2534	2868
年增长率	-12.5%	-4.5%	9.8%	13.2%
每股收益（元）	1.16	1.11	1.22	1.38
市盈率（X）	11.94	12.50	11.39	10.06
市净率（X）	0.95	0.91	0.87	0.83

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 03 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6809	6729	9655	13434
应收票据及应收账款	3172	3142	3200	3007
存货	3058	3687	3778	3872
其他流动资产	2752	2800	2737	2510
流动资产合计	15792	16358	19371	22823
长期股权投资	585	585	585	585
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	28408	29630	29658	29494
在建工程	3531	3656	3779	3899
无形资产	15080	15055	14980	14855
其他非流动资产	6117	6944	7368	7756
非流动资产合计	53721	55869	56370	56590
资产总计	69513	72227	75741	79412
短期借款	297	297	297	297
应付票据及应付账款	8420	8241	8680	9084
合同负债	716	779	818	860
其他流动负债	8736	8783	8947	9039
流动负债合计	18169	18100	18742	19280
长期借款	9599	9599	9599	9599
应付债券	2446	2846	3146	3446
其他非流动负债	4401	4901	5401	5901
非流动负债合计	16446	17346	18146	18946
负债合计	34615	35446	36888	38226
股本	2079	2079	2079	2079
资本公积	1580	1580	1580	1580
留存收益	27130	28540	30071	31804
归属母公司股东权益	30291	31702	33233	34966
少数股东权益	4606	5079	5620	6220
股东权益合计	34898	36781	38853	41186
负债和股东权益合计	69513	72227	75741	79412

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	5977	6806	8497	9376
净利润	2953	2781	3075	3468
折旧摊销	3905	4032	4290	4475
营运资金变动	-1060	-775	502	835
其他	178	768	630	598
投资活动现金流量	-3672	-5830	-4262	-4108
资本支出	-4096	-5343	-4174	-4120
投资变动	512	-300	50	18
其他	-88	-187	-137	-6
筹资活动现金流量	-1472	-1071	-1309	-1488
债权融资	-56	900	800	800
股权融资	446	0	0	0
其他	-1862	-1971	-2109	-2288
现金净流量	849	-80	2926	3779

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34217	36212	38519	40544
营业成本	25771	26970	28668	30003
营业税金及附加	809	828	896	935
销售费用	1500	1616	1713	1796
管理费用	1880	1941	2086	2199
研发费用	239	290	308	324
财务费用	686	1326	1366	1349
资产减值损失	-81	-60	-60	-60
投资收益	80	52	64	65
公允价值变动损益	11	0	0	0
营业利润	4224	3815	4254	4824
营业外收支净额	-112	-57	-65	-78
利润总额	4112	3758	4189	4746
所得税	1158	977	1114	1277
净利润	2953	2781	3075	3468
少数股东损益	537	473	541	600
归属母公司股东净利润	2416	2309	2534	2868

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	24.7%	25.5%	25.6%	26.0%
净利率	7.1%	6.4%	6.6%	7.1%
净资产收益率	8.0%	7.3%	7.6%	8.2%
资产回报率	4.3%	3.9%	4.2%	4.5%
投资回报率	5.4%	6.5%	6.7%	7.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.4%	5.8%	6.4%	5.3%
EBIT 增长率	-10.6%	22.5%	9.3%	9.7%
归母净利润增长率	-12.5%	-4.5%	9.8%	13.2%
每股指标 (元)				
每股收益	1.16	1.11	1.22	1.38
每股净资产	14.57	15.25	15.99	16.82
每股经营现金流	2.88	3.27	4.09	4.51
每股股利	0.46	0.44	0.48	0.55
营运能力指标				
总资产周转率	0.49	0.51	0.52	0.52
应收账款周转率	13.09	12.65	13.66	14.60
存货周转率	7.90	8.00	7.68	7.84
偿债能力指标				
资产负债率	49.8%	49.1%	48.7%	48.1%
流动比率	0.87	0.90	1.03	1.18
速动比率	0.65	0.64	0.77	0.94
估值指标				
P/E	11.94	12.50	11.39	10.06
P/B	0.95	0.91	0.87	0.83
EV/EBITDA	4.77	4.73	4.16	3.60

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断