

华新水泥（600801）

证券研究报告

2025 年 05 月 15 日

所得税税率拖累利润，主业表现符合预期

公司一季度实现归母净利润 2.34 亿元，同比上升 31.8%

公司发布一季度报告，实现收入/归母净利润 71.6/2.34 亿元，同比 +1.1%/31.8%，扣非归母净利润 2.36 亿，同比+55.34%。

一季度预计量缩价增，海外产能释放支撑主业韧性

一季度公司所在中南/西南地区水泥产量同比-0.2%/-6.7%，我们预计公司 Q1 国内水泥熟料销量同比个位数下滑，价格方面，一季度中南/西南地区水泥价格同比分别+32.3/+52.1 元，我们预计公司国内水泥熟料吨均价同比实现 30 元+增长。成本端，一季度煤炭价格同比低 177 元，但由于公司产能发挥率同比降低，预计煤炭降价优势未能完全体现，Q1 吨成本同比预计仅小幅下降。海外方面，受益于新建产能的投产，我们预计一季度销量同比个位数增长，吨毛利同比/环比略增。整体来看，主业表现基本符合预期，后续来看，4 月份华中/西南水泥均价环比分别-20/-11 元，旺季水泥价格表现略低于预期，主要因为供给端错峰执行不力影响，但煤炭成本仍维持低位且产能发挥率进一步提升，固摊的减少将带动成本端进一步下降，需求端有望受益稳增长提振，价格仍有可能再推涨。海外方面，随着去年底莫桑比克纳卡拉工程 3000T/D 项目建成投产以及尼日利亚收购，海外利润环比增长预计将会更显著。（数据来源：数字水泥网）

毛利率提升叠加费用率结构性波动，所得税激增拖累利润释放

一季度公司毛利率 26.11%，同比+4.23pct，费用率 16.5%，同比+1.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.3/-0.1/-0.0/+1.8pct，财务费用增长较多，公司一季度所得税 1.55 亿元，同比增加 0.95 亿元，计算所得税税率达到 31%（去年同期 17%），拖累利润。

非水泥及海外业务前景可期，维持“买入”评级

24 年公司累计现金分红 9.6 亿元，分红率达 40%，对应当前股息率 3.67%。在国内水泥需求下降的背景下，公司骨料、混凝土、海外业务成长性均开始兑现，我们继续看好公司中长期成长性。维持 25 年-27 年归母净利润 31.4/35.5/40.7 亿，对应 25 年 PE 8.2X，维持“买入”评级。

风险提示：公司水泥销量不及预期、水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨等。

投资评级

行业	建筑材料/水泥
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,344.28
流通 A 股股本(百万股)	1,344.28
A 股总市值(百万元)	16,857.22
流通 A 股市值(百万元)	16,857.22
每股净资产(元)	14.66
资产负债率(%)	50.87
一年内最高/最低(元)	16.09/9.91

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

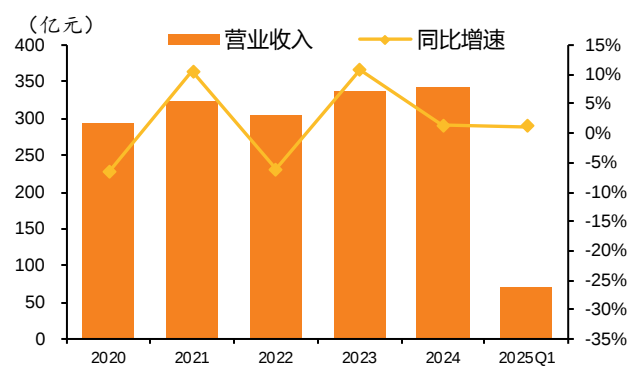
- 1 《华新水泥-年报点评报告:非水泥板块量增带动业绩贡献提升，海外连攻数城，利润释放正当时》 2025-03-27
- 2 《华新水泥-公司研究简报:海外产能密集布局，盈利有望迈上新台阶》 2025-01-24
- 3 《华新水泥-季报点评:短期盈利压力仍在释放，看好公司海外+非水泥业务发展》 2024-10-28

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,757.09	34,217.35	35,866.85	37,144.90	38,491.70
增长率(%)	10.79	1.36	4.82	3.56	3.63
EBITDA(百万元)	8,507.56	7,897.76	9,590.83	10,412.01	11,476.08
归属母公司净利润(百万元)	2,762.12	2,416.28	3,144.62	3,554.28	4,067.55
增长率(%)	2.34	(12.52)	30.14	13.03	14.44
EPS(元/股)	1.33	1.16	1.51	1.71	1.96
市盈率(P/E)	9.44	10.79	8.29	7.33	6.41
市净率(P/B)	0.90	0.86	0.81	0.76	0.71
市销率(P/S)	0.77	0.76	0.73	0.70	0.68
EV/EBITDA	4.63	4.68	3.60	3.37	2.69

资料来源：wind，天风证券研究所

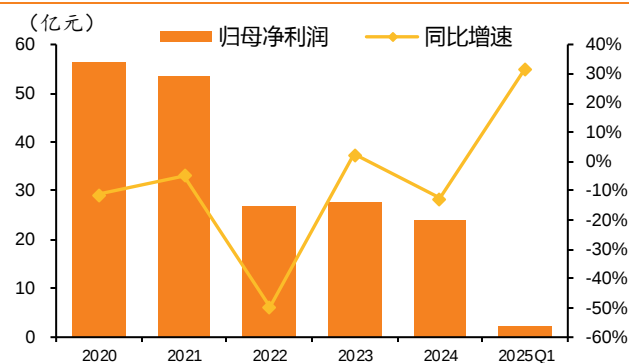
公司历年经营情况

图 1：公司 2020–2025 年第一季度营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2020–2025 年第一季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,849.47	6,809.00	5,941.80	5,449.69	9,478.44
应收票据及应收账款	2,534.57	3,172.40	2,189.69	3,684.51	2,402.68
预付账款	417.88	314.89	449.95	319.43	450.26
存货	3,462.94	3,057.77	4,041.33	2,566.24	4,615.62
其他	2,954.73	2,437.55	1,775.50	3,118.50	1,864.16
流动资产合计	15,219.59	15,791.61	14,398.27	15,138.36	18,811.17
长期股权投资	512.86	584.75	584.75	584.75	584.75
固定资产	27,752.37	28,408.45	26,953.58	25,438.70	23,863.82
在建工程	3,614.81	3,530.75	6,030.75	8,530.75	11,030.75
无形资产	16,027.17	15,140.96	14,263.04	13,385.13	12,507.21
其他	5,673.46	6,056.17	5,805.38	5,799.90	5,647.43
非流动资产合计	53,580.68	53,721.08	53,637.50	53,739.22	53,633.97
资产总计	68,800.27	69,512.69	68,035.77	68,877.59	72,445.13
短期借款	644.33	296.81	600.00	400.00	200.00
应付票据及应付账款	8,762.47	8,419.81	9,668.02	8,342.09	9,748.19
其他	8,810.39	8,736.34	8,669.24	9,327.37	9,187.77
流动负债合计	18,217.20	17,452.96	18,937.26	18,069.46	19,135.97
长期借款	8,623.02	9,598.77	4,000.00	3,600.00	3,300.00
应付债券	3,964.48	2,445.75	3,612.17	3,340.80	3,132.90
其他	3,983.67	4,401.46	4,485.12	4,290.09	4,392.23
非流动负债合计	16,571.17	16,445.98	12,097.29	11,230.89	10,825.13
负债合计	35,505.39	34,614.88	31,034.55	29,300.35	29,961.10
少数股东权益	4,361.93	4,606.38	4,922.89	5,316.29	5,782.63
股本	2,079.00	2,079.00	2,079.00	2,079.00	2,079.00
资本公积	1,586.01	1,580.48	1,580.48	1,580.48	1,580.48
留存收益	25,815.17	27,129.59	29,016.36	31,148.93	33,589.46
其他	(547.23)	(497.64)	(597.51)	(547.46)	(547.54)
股东权益合计	33,294.88	34,897.80	37,001.21	39,577.24	42,484.04
负债和股东权益总计	68,800.27	69,512.69	68,035.77	68,877.59	72,445.13

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,218.10	2,953.47	3,144.62	3,554.28	4,067.55
折旧摊销	3,534.38	3,586.90	3,532.79	3,592.79	3,652.79
财务费用	768.05	812.30	665.48	696.50	798.38
投资损失	(59.29)	(79.88)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(3,675.50)	568.69	1,996.11	(2,583.21)	1,983.35
其它	2,449.81	(1,864.16)	527.84	655.99	777.56
经营活动现金流	6,235.56	5,977.32	9,841.84	5,891.35	11,254.63
资本支出	7,595.41	3,248.15	3,616.34	3,895.04	3,597.86
长期投资	73.98	71.89	0.00	0.00	0.00
其他	(14,123.29)	(6,992.07)	(7,265.31)	(7,575.12)	(7,279.43)
投资活动现金流	(6,453.90)	(3,672.03)	(3,648.97)	(3,680.08)	(3,681.57)
债权融资	2,525.37	(1,678.84)	(5,491.35)	(1,069.45)	(1,606.32)
股权融资	(1,308.92)	44.06	(1,568.73)	(1,633.93)	(1,937.99)
其他	(2,168.21)	162.52	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(951.75)	(1,472.26)	(7,060.08)	(2,703.38)	(3,544.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,170.10)	833.03	(867.21)	(492.11)	4,028.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,757.09	34,217.35	35,866.85	37,144.90	38,491.70
营业成本	24,741.41	25,770.52	25,365.07	25,708.82	26,086.95
营业税金及附加	744.93	809.48	776.51	834.20	677.45
销售费用	1,518.89	1,499.74	1,596.07	1,645.52	1,693.63
管理费用	1,819.31	1,880.02	1,918.88	1,968.68	2,040.06
研发费用	301.10	238.74	250.25	259.17	268.57
财务费用	698.52	686.48	665.48	696.50	798.38
资产/信用减值损失	(205.87)	(171.98)	(150.22)	(131.32)	(128.97)
公允价值变动收益	(36.44)	11.05	0.32	0.32	0.32
投资净收益	59.29	79.88	25.00	25.00	25.00
其他	(235.55)	(810.37)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,351.50	4,223.79	5,169.67	5,926.00	6,823.02
营业外收入	62.79	29.63	44.37	45.60	39.87
营业外支出	88.04	141.51	101.58	110.38	117.82
利润总额	4,326.25	4,111.91	5,112.47	5,861.22	6,745.06
所得税	1,108.15	1,158.44	1,440.32	1,651.27	1,900.27
净利润	3,218.10	2,953.47	3,672.14	4,209.95	4,844.79
少数股东损益	455.98	537.19	527.52	655.67	777.24
归属于母公司净利润	2,762.12	2,416.28	3,144.62	3,554.28	4,067.55
每股收益（元）	1.33	1.16	1.51	1.71	1.96

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.79%	1.36%	4.82%	3.56%	3.63%
营业利润	8.18%	-2.93%	22.39%	14.63%	15.14%
归属于母公司净利润	2.34%	-12.52%	30.14%	13.03%	14.44%
获利能力					
毛利率	26.71%	24.69%	29.28%	30.79%	32.23%
净利率	8.18%	7.06%	8.77%	9.57%	10.57%
ROE	9.55%	7.98%	9.80%	10.37%	11.08%
ROIC	10.35%	8.30%	9.95%	11.73%	12.66%
偿债能力					
资产负债率	51.61%	49.80%	45.62%	42.54%	41.36%
净负债率	42.36%	34.82%	22.14%	21.00%	8.18%
流动比率	0.80	0.87	0.76	0.84	0.98
速动比率	0.62	0.70	0.55	0.70	0.74
营运能力					
应收账款周转率	15.13	11.99	13.38	12.65	12.65
存货周转率	9.83	10.49	10.10	11.24	10.72
总资产周转率	0.51	0.49	0.52	0.54	0.54
每股指标（元）					
每股收益	1.33	1.16	1.51	1.71	1.96
每股经营现金流	3.00	2.88	4.73	2.83	5.41
每股净资产	13.92	14.57	15.43	16.48	17.65
估值比率					
市盈率	9.44	10.79	8.29	7.33	6.41
市净率	0.90	0.86	0.81	0.76	0.71
EV/EBITDA	4.63	4.68	3.60	3.37	2.69
EV/EBIT	7.74	8.35	5.70	5.14	3.94

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com