



华新水泥 (600801.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

尼日利亚资产完成交割，百尺竿头更进一步

业绩简评

事件一：2025 年 8 月 29 日，公司发布 2025 年半年报公告：25H1 实现归母净利 11.03 亿元，同比+51.05%，扣非归母净利 10.70 亿元，同比+57.29%，最终结果落在中报预告中值附近。其中，25Q2 单季度归母净利 8.70 亿元，同比+57.22%，扣非归母净利 8.34 亿元，同比+57.84%。

事件二：公司发布资产交割公告：已于 8 月 29 日完成尼日利亚资产的股权交割，支付交易对价 7.7386 亿美元，标的公司纳入合并报表。

经营分析

(1) 结构方面：①水泥仍是主业，本身受国内水泥价格同比提高、海外水泥量价齐升的影响，25H1 水泥收入占比 57% (去年同期为 53%)，其中海外水泥收入同比+15.37%。②混凝土收入占比 21.54%，收入同降 12.33%，和混凝土销量、价格双双下滑有关，销量 1324.80 万方、同降 9.88%，单价同降 7.3 元。③骨料占比 17.22%，整体收入下滑 6.72%和骨料单价下滑有关，而销量 7605.26 万吨，同增 6.33%，预计和报告期完成巴西恩布骨料收购有关。

(2) 单吨指标方面：①国内水泥吨价格 259.66 元，同比提升 16.08 元，销量下滑 7.37% (行业整体下滑 4.3%)，海外水泥吨价格 492.11 元，同增 21.16 元，海外销量实现 838.84 万吨 (海外水泥粉磨产能 2470 万吨、在 12 个国家有海外基地)，同增 10.41%，上半年津巴布韦、赞比亚、南非的产线均有技改增量，正在推进马拉维、莫桑比克产线建设。②混凝土单方价格 260.9 元，同降 7.3 元，单方成本下降 10.4 元，单方毛利 34.3 元，同增约 3.1 元。③骨料单吨价格 36.3 元，同比下滑 5.1 元，吨毛利 17.4 元，同比下滑 2.2 元。

尼日利亚资产完成交割，百尺竿头更进一步

公司支付对价 7.7386 亿美元，最终持有标的公司 83.81% 股权，纳入合并报表范畴。去年 12 月公告拟收购以来，遇到过一些阻力。我们看好尼日利亚销售前景，在《华新水泥：周期成长，筑梦全球》的深度报告中分析过该市场的特征，例如 2023 年人均水泥消费量 122kg，撒哈拉沙漠以南均值 130kg，全球均值 541kg，在尼日利亚人口基数和增长的背景下，显然潜力十足。我们看好尼日利亚资产的正贡献。

盈利预测、估值与评级

在考虑尼日利亚项目并表的情况下，我们上调 2025-2027 年公司归母净利润为 28、35 和 37 亿元，同比增速分别为 16%、25%、7%，对应 PE 分别为 12、9、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

非洲产能增长过快的风险、国内价格竞争激烈、汇率波动等。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

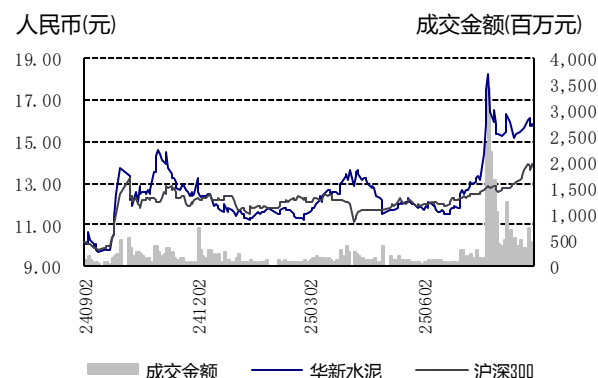
分析师：王龙 (执业 S1130525010002)

wanglong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.74 元

相关报告：

1. 《华新水泥公司点评：利润表现超预期，持续看好水泥出海先锋》，2025.7.15
2. 《华新水泥公司点评：持续激励，持续动力》，2025.5.28
3. 《华新水泥公司点评：财务费用影响较大，出海势头保持强劲》，2025.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,757	34,217	36,647	38,620	41,221
营业收入增长率	10.79%	1.36%	7.10%	5.38%	6.74%
归母净利润(百万元)	2,762	2,416	2,813	3,503	3,740
归母净利润增长率	2.34%	-12.52%	16.41%	24.55%	6.77%
摊薄每股收益(元)	1.329	1.162	1.353	1.685	1.799
每股经营性现金流净额	3.02	2.89	3.17	3.83	4.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.55%	7.98%	8.81%	10.29%	10.31%
P/E	9.36	10.41	11.63	9.34	8.75
P/B	0.89	0.83	1.02	0.96	0.90

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	30,470	33,757	34,217	36,647	38,620	41,221
增长率		10.8%	1.4%	7.1%	5.4%	6.7%
主营业务成本	-22,482	-24,741	-25,771	-27,256	-27,594	-29,351
%销售收入	73.8%	73.3%	75.3%	74.4%	71.4%	71.2%
毛利	7,988	9,016	8,447	9,391	11,026	11,871
%销售收入	26.2%	26.7%	24.7%	25.6%	28.6%	28.8%
营业税金及附加	-586	-745	-809	-733	-850	-907
%销售收入	1.9%	2.2%	2.4%	2.0%	2.2%	2.2%
销售费用	-1,372	-1,519	-1,500	-1,594	-1,661	-1,896
%销售收入	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.6%
管理费用	-1,583	-1,819	-1,880	-2,016	-2,124	-2,391
%销售收入	5.2%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.8%
研发费用	-78	-301	-239	-183	-193	-206
%销售收入	0.3%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	4,370	4,631	4,019	4,865	6,199	6,471
%销售收入	14.3%	13.7%	11.7%	13.3%	16.1%	15.7%
财务费用	-458	-699	-686	-757	-676	-636
%销售收入	1.5%	2.1%	2.0%	2.1%	1.7%	1.5%
资产减值损失	-135	-206	-172	-176	-121	-99
公允价值变动收益	19	-36	11	7	8	8
投资收益	17	59	80	39	59	59
%税前利润	0.4%	1.4%	1.9%	0.9%	1.1%	1.0%
营业利润	4,023	4,352	4,224	4,583	5,621	5,969
营业利润率	13.2%	12.9%	12.3%	12.5%	14.6%	14.5%
营业外收支	-34	-25	-112	-42	-60	-71
税前利润	3,988	4,326	4,112	4,541	5,561	5,898
利润率	13.1%	12.8%	12.0%	12.4%	14.4%	14.3%
所得税	-965	-1,108	-1,158	-1,129	-1,458	-1,558
所得税率	24.2%	25.6%	28.2%	24.9%	26.2%	26.4%
净利润	3,024	3,218	2,953	3,413	4,103	4,340
少数股东损益	325	456	537	600	600	600
归属于母公司的净利润	2,699	2,762	2,416	2,813	3,503	3,740
净利率	8.9%	8.2%	7.1%	7.7%	9.1%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,024	3,218	2,953	3,413	4,103	4,340
少数股东损益	325	456	537	600	600	600
非现金支出	2,782	4,002	4,077	3,359	3,426	3,486
非经营收益	431	256	6	-604	484	486
营运资金变动	-1,640	-1,205	-1,029	418	-54	237
经营活动现金净流	4,597	6,271	6,008	6,585	7,959	8,549
资本开支	-7,682	-4,629	-4,096	-3,572	-2,715	-2,026
投资	-366	-2,094	512	7	8	8
其他	-335	270	-88	39	59	59
投资活动现金净流	-8,383	-6,454	-3,672	-3,526	-2,648	-1,958
股权募资	546	221	446	2	0	0
债权募资	4,292	1,416	1,040	-1,127	-2,970	-1,321
其他	-3,066	-2,589	-2,959	-1,707	-1,918	-2,003
筹资活动现金净流	1,772	-952	-1,472	-2,831	-4,888	-3,325
现金净流量	-1,905	-1,211	880	228	423	3,266

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,038	5,849	6,809	6,706	6,895	9,995
应收款项	2,934	4,028	4,922	5,374	5,537	5,799
存货	3,405	3,463	3,058	3,734	3,780	4,021
其他流动资产	1,073	1,879	1,003	1,443	1,445	1,465
流动资产	14,450	15,220	15,792	17,257	17,657	21,279
%总资产	22.5%	22.1%	22.7%	24.3%	25.0%	29.2%
长期投资	1,616	1,593	1,604	1,604	1,604	1,604
固定资产	29,296	31,367	31,939	32,998	32,912	32,022
%总资产	45.6%	45.6%	45.9%	46.5%	46.6%	43.9%
无形资产	16,664	17,753	17,331	16,784	16,316	15,867
非流动资产	49,791	53,581		53,645	53,020	51,612
%总资产	77.5%	77.9%	77.3%	75.7%	75.0%	70.8%
资产总计	64,242	68,800	69,513	70,902	70,677	72,892
短期借款	5,020	7,365	6,916	6,878	3,907	2,586
应付款项	10,011	9,767	9,431	11,095	10,978	11,610
其他流动负债	1,594	1,802	1,822	1,856	2,200	2,361
流动负债	16,625	18,934	18,169	19,828	17,086	16,557
长期贷款	7,282	8,623	9,599	9,599	9,599	9,599
其他长期负债	9,497	7,948	6,847	4,338	4,154	4,054
负债	33,403	35,505	34,615	33,766	30,839	30,209
普通股股东权益	27,446	28,933	30,291	31,930	34,032	36,276
其中：股本	2,097	2,079	2,079	2,079	2,079	2,079
未分配利润	23,010	24,703	26,018	27,705	29,807	32,052
少数股东权益	3,392	4,362	4,606	5,206	5,806	6,406
负债股东权益合计	64,242	68,800	69,513	70,902	70,677	72,892

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.287	1.329	1.162	1.353	1.685	1.799
每股净资产	13.091	13.917	14.570	15.358	16.369	17.449
每股经营现金净流	2.193	3.016	2.890	3.168	3.828	4.112
每股股利	0.510	0.530	0.460	0.541	0.674	0.720
回报率						
净资产收益率	9.83%	9.55%	7.98%	8.81%	10.29%	10.31%
总资产收益率	4.20%	4.01%	3.48%	3.97%	4.96%	5.13%
投入资本收益率	6.88%	6.34%	5.25%	6.52%	8.20%	8.31%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.14%	10.79%	1.36%	7.10%	5.38%	6.74%
EBIT 增长率	-41.18%	5.98%	-13.23%	21.06%	27.41%	4.39%
净利润增长率	-49.68%	2.34%	-12.52%	16.41%	24.55%	6.77%
总资产增长率	22.25%	7.10%	1.04%	2.00%	-0.32%	3.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.0	19.7	27.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	56.4	50.7	46.2	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	125.6	119.4	110.3	120.0	116.6	115.6
固定资产周转天数	272.2	300.1	303.0	278.6	254.1	223.1
偿债能力						
净负债/股东权益	31.29%	42.35%	34.73%	32.81%	22.65%	10.79%
EBIT 利息保障倍数	9.5	6.6	5.9	6.4	9.2	10.2
资产负债率	52.00%	51.61%	49.80%	47.62%	43.63%	41.44%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	13	19	52
增持	0	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.24	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究