

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 业绩维持韧性，国内水泥提涨业绩回稳可期

——华新水泥 2024 年三季度报点评

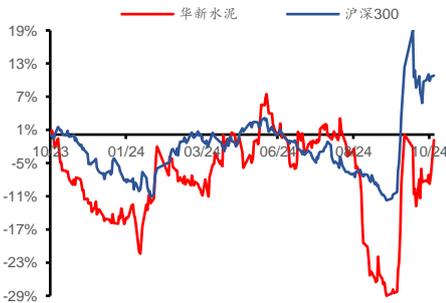
## 增持（维持）

行业： 建筑材料  
日期： 2024年10月29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）	14.09
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）	292.93

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告：

- 《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
- 《骨料和海外双极驱动，一体化布局领跑行业》  
——2024 年 08 月 19 日

## ■ 投资摘要

## 事件概述：

华新水泥发布2024年三季度报，2024年前三季度公司实现营业收入247.19亿元，同比增长2.29%；归母净利润11.38亿元，同比下降39.26%。单季度方面，2024Q3公司实现营收84.82亿元，同比增长1.78%；归母净利润4.08亿元，同比下降40.17%。

## 点评：

国内水泥需求恢复仍然偏弱，公司业绩维持韧性。三季度尽管水泥价格企稳，但行业需求仍然承压。2024年1-9月，全国累计水泥产量13.27亿吨，同比下降-10.70%，累计产量为2010年以来同期最低水平。需求端偏弱，一方面有房地产开发投资持续筑底，以及地方政府债务压力下资金不足，带来新开工项目偏少；另一方面也有夏季高温及台风天气带来的需求阶段性下降。在国内水泥需求偏弱的背景下，公司2024Q3单季度营收同比转正，显示公司业绩维持韧性。

2024 前三季度财务费用率抬升，或是汇兑损益推动。费用率方面，2024 年前三季度财务费用率为 2.86%，同比变化+0.95pct，环比变化+0.39pct，明显抬升。拆分来看，2024 前三季度财务费用 7.06 亿元，除利息外的财务费用为 2.62 亿元。考虑到汇兑损益主要体现在财务费用，且 2024H1 公司汇兑损益 1.15 亿元，我们认为汇兑损益或是推动财务费用抬升的主要因素之一。

国内水泥价格提涨，或带动全年业绩修复。自 9 月以来，各地水泥价格经历多轮提涨，包括武汉在内的华中三省多地也大面积涨价。2024 年 10 月华中水泥价格指数环比增长 6.53%，增速进一步扩大。随着 9、10 月水泥价格涨价的落地，或能带动国内水泥业务的修复，全年业绩回稳可期。

公司海外业务继续发力，仍是公司业绩重要支撑点。公司海外业务继续发力，2024 年 9 月华新莫桑比克 Dondo 工厂 3000T/D 熟料项目正式启动，预计 2024 年 11 月动工，2025 年底投产。我们认为，未来随着 Dondo 工厂熟料产线的建设，或将提高公司在莫桑比克市场的竞争力。

## ■ 投资建议

前瞻性布局高毛利海外+骨料业务，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。同时，随着水泥价格逐步回升，国内业务有望逐步修复。我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 349.62/381.01/416.78 亿元，同比分别为 3.57%/8.98%/9.39%；归母净利润分别 25.04/29.01/31.28 亿元，同比增速分别为-9.35%/15.85%/7.82%；当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 11.70/10.10/9.37 倍，维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

水泥需求不及预期，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33757	34962	38101	41678
年增长率	10.8%	3.6%	9.0%	9.4%
归母净利润	2762	2504	2901	3128
年增长率	2.3%	-9.4%	15.9%	7.8%
每股收益（元）	1.33	1.20	1.40	1.50
市盈率（X）	10.61	11.70	10.10	9.37
市净率（X）	1.01	0.93	0.89	0.84

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年10月28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	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5849	4891	7726	11698
应收票据及应收账款	2535	2648	2933	2638
存货	3463	3956	4181	4527
其他流动资产	3373	3940	4577	5238
流动资产合计	15220	15435	19417	24101
长期股权投资	513	513	513	513
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	27752	30512	29787	28961
在建工程	3615	4115	4615	5115
无形资产	15958	15943	15428	14413
其他非流动资产	5743	5640	5640	5640
非流动资产合计	53581	56723	55982	54641
<b>资产总计</b>	<b>68800</b>	<b>72157</b>	<b>75399</b>	<b>78743</b>
短期借款	644	644	644	644
应付票据及应付账款	8762	9717	10674	11373
合同负债	717	812	849	928
其他流动负债	8810	7654	7770	8021
流动负债合计	18934	18828	19937	20965
长期借款	8623	8623	8623	8623
应付债券	3964	3964	3964	3964
其他非流动负债	3984	4742	4742	4742
非流动负债合计	16571	17329	17329	17329
<b>负债合计</b>	<b>35505</b>	<b>36158</b>	<b>37267</b>	<b>38295</b>
股本	2079	2079	2079	2079
资本公积	1586	1584	1584	1584
留存收益	25815	28242	29982	31859
归属母公司股东权益	28933	31333	33074	34950
少数股东权益	4362	4666	5059	5498
<b>股东权益合计</b>	<b>33295</b>	<b>35999</b>	<b>38132</b>	<b>40448</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>68800</b>	<b>72157</b>	<b>75399</b>	<b>78743</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>6236</b>	<b>5690</b>	<b>8770</b>	<b>9492</b>
净利润	3218	2808	3293	3567
折旧摊销	3796	2190	4676	4776
营运资金变动	-1240	-111	-67	284
其他	462	803	869	866
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-6454</b>	<b>-5266</b>	<b>-3992</b>	<b>-3486</b>
资本支出	-4629	-5530	-4029	-3529
投资变动	-2094	0	0	0
其他	270	264	37	44
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-952</b>	<b>-1305</b>	<b>-1943</b>	<b>-2034</b>
债权融资	1416	-533	0	0
股权融资	221	-2	0	0
其他	-2589	-771	-1943	-2034
<b>现金净流量</b>	<b>-1246</b>	<b>-958</b>	<b>2835</b>	<b>3972</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>33757</b>	<b>34962</b>	<b>38101</b>	<b>41678</b>
营业成本	24741	25969	28265	30849
营业税金及附加	745	769	838	917
销售费用	1519	1573	1715	2084
管理费用	1819	1820	2005	2203
研发费用	301	315	343	375
财务费用	699	927	685	628
资产减值损失	-138	-65	-65	-65
投资收益	59	35	37	44
公允价值变动损益	-36	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>4352</b>	<b>3723</b>	<b>4396</b>	<b>4765</b>
营业外收支净额	-25	-44	-34	-34
<b>利润总额</b>	<b>4326</b>	<b>3680</b>	<b>4361</b>	<b>4730</b>
所得税	1108	872	1068	1164
净利润	3218	2808	3293	3567
少数股东损益	456	304	392	439
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2762</b>	<b>2504</b>	<b>2901</b>	<b>3128</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	26.7%	25.7%	25.8%	26.0%
净利率	8.2%	7.2%	7.6%	7.5%
净资产收益率	9.5%	8.0%	8.8%	8.9%
资产回报率	4.0%	3.5%	3.8%	4.0%
投资回报率	6.3%	6.3%	6.5%	6.7%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	10.8%	3.6%	9.0%	9.4%
EBIT 增长率	2.1%	-0.8%	9.5%	6.2%
归母净利润增长率	2.3%	-9.4%	15.9%	7.8%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.33	1.20	1.40	1.50
每股净资产	13.92	15.07	15.91	16.81
每股经营现金流	3.00	2.74	4.22	4.57
每股股利	0.53	0.48	0.56	0.60
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.51	0.50	0.52	0.54
应收账款周转率	18.54	15.36	16.00	17.78
存货周转率	7.20	7.00	6.95	7.09
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	51.6%	50.1%	49.4%	48.6%
流动比率	0.80	0.82	0.97	1.15
速动比率	0.52	0.48	0.61	0.76
<b>估值指标</b>				
P/E	10.61	11.70	10.10	9.37
P/B	1.01	0.93	0.89	0.84
EV/EBITDA	4.89	6.55	4.29	3.72

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

<b>股票投资评级：</b>	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
<b>行业投资评级：</b>	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