

建筑材料

证券研究报告

2024年02月27日

出海系列报告之一：当前建材企业出海进展如何？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

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

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:节后复工缓慢推进,继续看好短期躁动行情》
2024-02-25
- 《建筑材料-行业研究周报:过去十年建材板块节后表现如何?》
2024-02-18
- 《建筑材料-行业研究周报:建材业绩预告总结:水泥玻纤盈利达历史底部,消费建材减值风险进一步出清》
2024-02-04

建材出海有望提速,推荐科达制造、华新水泥,关注天山股份、北新建材、苏博特

2022年建材行业整体实现海外收入490亿元,占比6.1%,收入规模和占比分别位列中信29个一级行业中的22/19位,当前国内仍面临有效需求不足、部分行业产能过剩等问题,而另一方面,以美日韩为代表的海外市场将迎来补库拐点,东南亚等地发展中国家需求仍有增长潜力,我们认为扩张海外市场或将成为企业实现利润增长的主要路径。当前国内企业中**科达制造**、**华新水泥**已占据出海先发优势,海外利润已成为公司主要增长点,我们认为华新水泥凭借品牌优势及拉法基股东持续赋能,未来有望通过收购进一步扩大海外产能规模,科达制造深耕非洲陶瓷市场,自建产能仍有增长潜力,中长期有望围绕“大建材”战略进行拓展,逐步切入洁具、玻璃等品类。**天山股份**、**北新建材**、**苏博特**有望在公司战略推进及自身禀赋加持下加快出海脚步。

水泥、瓷砖公司出海进展较快,玻璃/玻纤以出口为主

从建材各子板块来看,2022年玻纤/玻璃/水泥/消费建材海外收入占比分别为23.3%/15.4%/2.6%/3.5%,其中玻纤、玻璃主要以出口为主。出海方面,水泥企业已在东南亚中亚等一带一路国家展开布局,截至23年末海外熟料产能达6341万吨,同比增长36%,另有在建产能超过2660万吨,其中西部水泥新建产能弹性最大,华新以并购为主,落地速度或快于新建。玻璃板块中,光伏玻璃多选择马来西亚、越南建厂,缘于产业链配套及降低纯碱、超白石英砂等原材料成本优势。玻纤海外产能共54.6万吨,其中巨石一家独大,产能达41.6万吨,这主要是出于减少出口关税政策影响的原因,海外市场仍为欧美、日韩等发达国家。消费建材整体出海进展较慢,主要系国内行业集中度仍有较大提升空间,科达制造系出海先行者,公司16年携手森大集团出海,已成长为非洲建筑陶瓷龙头,23H1海外建材业务毛利占比超过50%,看好海外增长弹性。

制造工艺、品牌力及渠道是发力方向,地缘政治/管理/建设/融资受到掣肘

我国建材企业出海竞争力主要体现在生产制造工艺及品牌、渠道建设等方面,前者在水泥等重资产行业体现的更为明显,中材国际目前已是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商,助力国内水泥企业加快境外业务扩张。后者多体现在消费建材等轻资产行业,当前头部企业一方面在产品性能、设计等方面力争与国际接轨,另一方面通过加强与国外品牌战略合作等方式逐渐强化海外影响力,为后续出海奠定基础。出海建厂面临掣肘因素包括地缘政治不稳定、人力资源管理风险、配套建设条件风险、融资和汇率风险等。

海外龙头拉法基豪瑞、宣伟扩张路径值得借鉴

通过复盘海外龙头发展路径,我们发现其共性在于,一是核心主业竞争优势明显,抗周期能力相对较强,二是其商业模式较优,内生造血能力强,三是均选择收购为主的方式进行外延扩张。不同点在于,拉法基更看重公司规模以及区域格局,通过收购区域水泥龙头实现快速做大做强,而在供给集中度不高的地区,多采用自建产能的方式,最大化发挥自身生产优势。而宣伟更看重渠道的布局和品类的扩张,被收购公司在当地往往已完成销售渠道的搭建,区别于国内的自营渠道,公司在收购后通常保留其原有的经销模式,而在品类扩张方面,公司围绕涂料板块扩充产品矩阵,由传统建筑涂料向工业涂料、木器涂料等品类延伸。我国企业出海路径与海外龙头存在一定相似之处,未来出海前景仍值得期待。

风险提示:海外市场竞争加剧、需求不及预期、企业投资不审慎、产能建设进展不及预期等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-02-27	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600499.SH	科达制造	11.70	买入	2.18	1.26	1.10	1.24	5.37	9.29	10.64	9.44
600801.SH	华新水泥	13.84	买入	1.30	1.29	1.87	2.20	10.65	10.73	7.40	6.29
000786.SZ	北新建材	28.20	买入	1.86	2.22	2.53	2.82	15.16	12.70	11.15	10.00
000877.SZ	天山股份	6.77	买入	0.52	0.30	0.66	0.85	13.02	22.57	10.26	7.96
603916.SH	苏博特	8.84	买入	0.69	0.47	0.83	1.05	12.81	18.81	10.65	8.42

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 当前各细分子行业海外收入占比如何？	5
1.1. 建材行业海外收入占比仅个位数，出海比例较低	5
1.2. 水泥：出海一带一路国家，23年开始逐渐提速	6
1.3. 玻璃：产业链配套是出海重要因素，关注新型玻璃未来出海进展	8
1.4. 玻纤：需求仍集中于发达国家，巨石海外布局一家独大	9
1.5. 消费建材：瓷砖、卫浴龙头出海进展领先	11
2. 出海之路，机遇与挑战并存	12
2.1. 出海竞争力在于生产技术水平以及品牌、渠道建设	12
2.2. 地缘政治&人力资源管理&配套建设条件&融资和汇率风险或为主要掣肘	14
3. 他山之石，海外龙头成长路径对我国企业出海启示	18
3.1. 水泥行业：华新水泥 vs 拉法基豪瑞	18
3.1.1. 华新水泥：布局一带一路国家，海外打开新增长极	18
3.1.2. 拉法基豪瑞：世界水泥龙头，并购实现全球扩张	20
3.2. 消费建材行业：科达制造 vs 宣伟	24
3.2.1. 科达制造：非洲建材先行者，有望逐步向“大建材”集团迈进	24
3.2.2. 宣伟：全球涂料龙头，渠道与品类并重	27
4. 投资建议	32
5. 风险提示	32

图表目录

图 1：2022 年中信一级行业海外收入	5
图 2：2022 年中信一级行业海外收入占比	5
图 3：2022 年中信一级行业海外收入同比增速	6
图 4：2016-2023 年我国水泥企业海外熟料产能布局情况	7
图 5：2023 年海外投产情况 TOP10（万吨产能）	7
图 6：2023 年海外在建情况 TOP10（万吨产能）	7
图 7：全球主要生产地区或国家平板玻璃产量占比	8
图 8：2021-2023E 我国浮法、光伏玻璃出口量及占比	8
图 9：我国及全球玻纤产量情况	10

图 10: 我国玻纤出口量及占比	10
图 11: 水泥标准比较	12
图 12: 2023 全球武装冲突暴力事件与死亡人数	15
图 13: 中国与世界主要地区人均年净收入 (美元)	16
图 14: 部分建材公司成本占比	16
图 15: 六大洲各国家城镇化率热力图	17
图 16: 2014-2022 年华新水泥按地区收入占比	20
图 17: 2014-2022 年华新水泥海外业务收入增速及同比增速	20
图 18: Lafarge (拉法基) 全球化扩张进程复盘	21
图 19: 2005~2014 年拉法基五大洲水泥产能变化趋势	23
图 20: 1971-2022 年五大洲 GDP 年均增速及拉法基重要扩张事项	24
图 21: 科达制造分地区收入占比	25
图 22: 科达制造海外收入及同比增速	25
图 23: 科达制造分地区毛利占比	26
图 24: 科达制造海外毛利率 vs 国内毛利率	26
图 25: 2023 年全球十大建筑装饰漆品牌销售收入	27
图 26: Sherwin (宣伟) 全球化扩张进程复盘	27
图 27: 美国新建住房销量	28
图 28: 美国建筑涂料需求	28
图 29: 宣伟直营店数量	28
图 30: 2022 年宣伟门店布局	28
图 31: 宣伟海外收入占比	29
图 32: 宣伟海外营业利润占比	29
图 33: 宣伟分业务收入占比	31
图 34: 宣伟分业务营业利润占比	31
图 35: 宣伟经营活动现金流	31
图 36: 宣伟现金流量/净利润	31
表 1: 水泥公司海外业务收入及占比	8
表 2: 我国玻璃企业海外光伏压延产能情况	8
表 3: 玻璃公司海外业务收入及占比	9
表 4: 玻纤企业海外产能布局情况	10
表 5: 玻纤公司海外业务收入及占比	10
表 6: 消费建材公司海外业务收入及占比	11
表 7: 中材国际项目持续引领中国水泥工业史	12
表 8: 消费建材企业海外品牌力打造途径及取得成效	13
表 9: 世界主要区域的军事冲突情况	15
表 10: 主要出海融资方式	18
表 11: 华新水泥海外扩张情况	19
表 12: 华新水泥海外布局地区及产能	19
表 13: 拉法基扩张进程中重要收购/建厂事项	21

表 14: 拉法基收购的 Cementia 水泥资产的产能情况 (截止 2014 年底)	22
表 15: 拉法基收购的 Blue Circle 水泥资产一览 (截止 2014 年底)	22
表 16: 拉法基收购的 Orascom 主要水泥资产一览 (截止 2014 年底)	23
表 17: 科达制造海外扩张时间梳理.....	25
表 18: 2019-2022 年科达制造产能布局情况梳理	26
表 19: 宣伟收购公司梳理	29

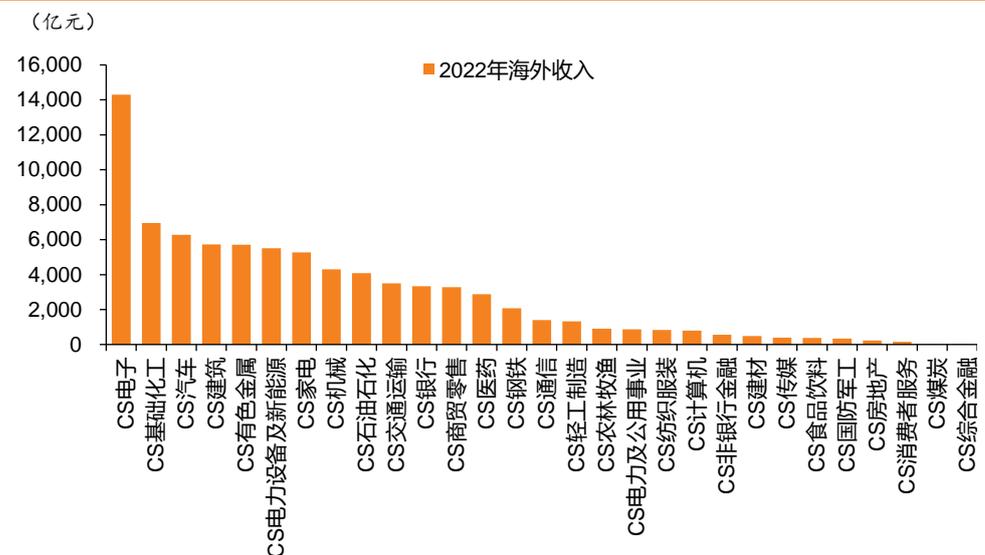
1. 当前各细分子行业海外收入占比如何？

1.1. 建材行业海外收入占比仅个位数，出海比例较低

内需增长动能放缓，海外扩张迎来发展机遇。23 年中央经济工作会议指出，当前我国经济仍面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等问题。1-12 月社会消费品零售总额同比增长 7.2%，较前期增长动能有所放缓，固定资产投资同比增长 3%，其中房地产开发投资同比下滑 9.6%，考虑当前居民杠杆率仍然偏高，房地产景气度下滑等不利因素，预计内需的修复仍需时日。而另一方面，以美日韩为代表的海外市场将迎来补库拐点，东南亚等地发展中国家仍面临广阔发展前景，我们认为扩张海外市场或将成为企业实现利润增长的主要路径。

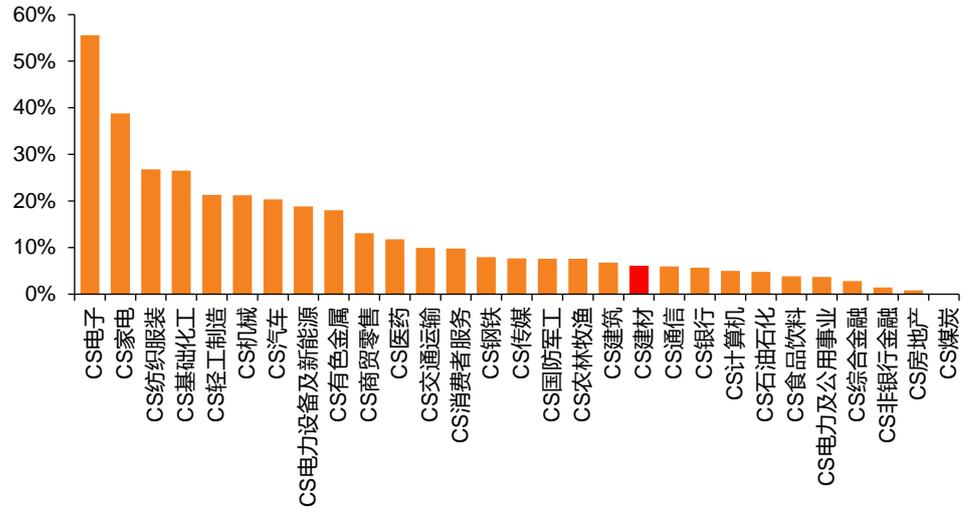
当前建材板块海外收入占比仅 6.1%，未来增长潜力较大。公司拓展海外市场分出口和出海两种方式，其中出海主要是指通过在海外建厂经营、销售、售后服务等方式，将产业链铺设到海外，而出口单纯指将商品销售到海外。和出口相比，出海的优势在于降低运输和成本费用，能对下游需求变化做出更及时的反馈，提高供货及时性和服务时效性，且可以减少关税政策的影响。2022 年建材行业实现海外收入 490 亿元，排全部 29 个中信一级行业中的第 22 位，占全部收入比重约 6.1%，2022 年海外收入同比增速达 15.3%，分别排在 19/15 位，我们预计多以产品出口销售为主，出海比例相对较低。

图 1：2022 年中信一级行业海外收入



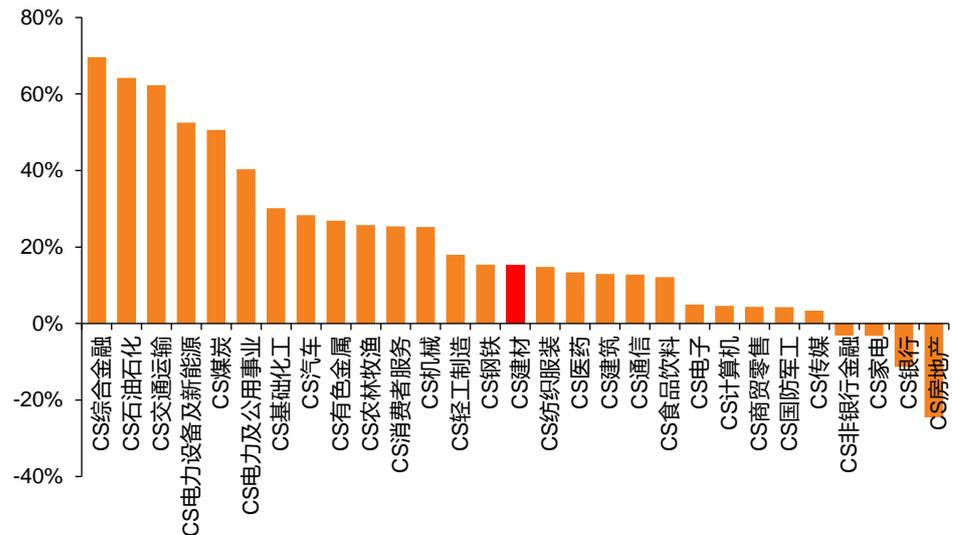
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：2022 年中信一级行业海外收入占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：2022 年中信一级行业海外收入同比增速

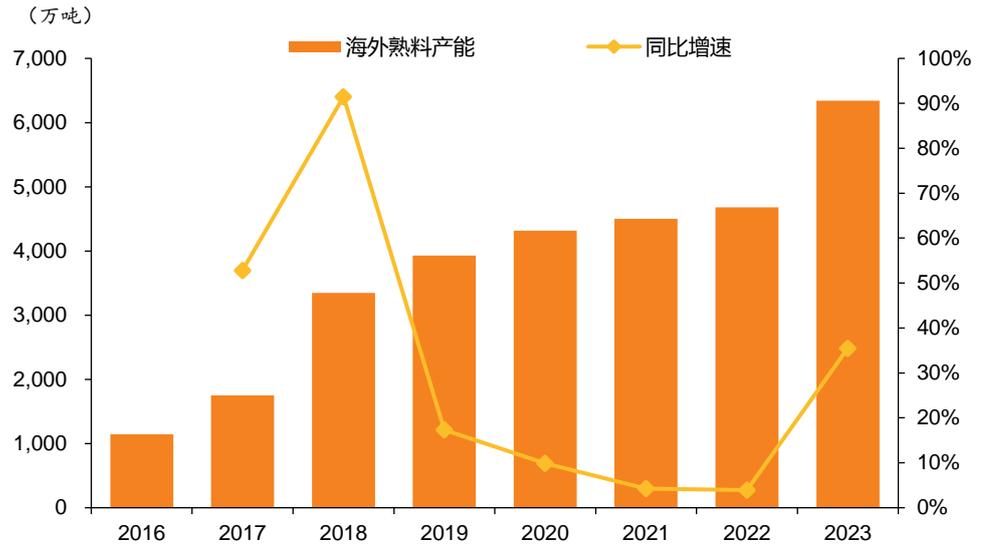


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 水泥：出海一带一路国家，23 年开始逐渐提速

海外产能占比相对较低，23 年开始逐渐提速。我国既是水泥制造大国也是水泥制造强国，具备领先全球的装备技术，由于水泥的短腿属性，我国水泥出海主要通过海外直接投资建设厂来“以外供外”。截至 2023 年末我国在海外布局的水泥熟料年产能达 6341 万吨，同比增长 36%，占比由 16 年的不到 1%提升至 23 年的 3.4%，但整体来看，出口占比仍然相对较低。23 年我国水泥出海速度明显加快，主要系国内需求拐点已现，产能过剩压力持续加大，盈利中枢不断下移倒逼具备扩张实力的头部企业加快出海步伐。

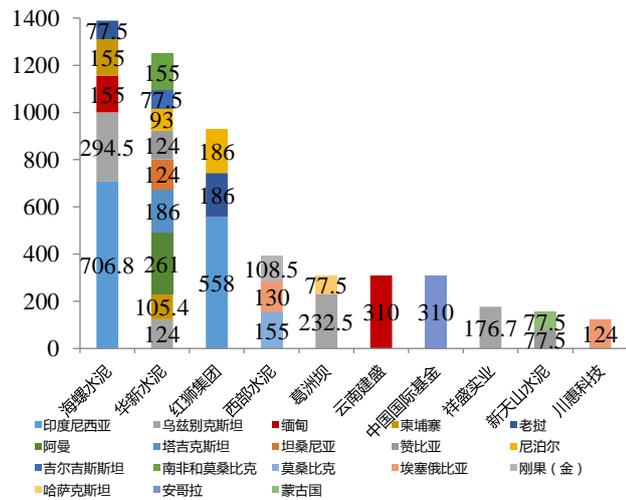
图 4：2016-2023 年我国水泥企业海外熟料产能布局情况



资料来源：水泥网、天风证券研究所

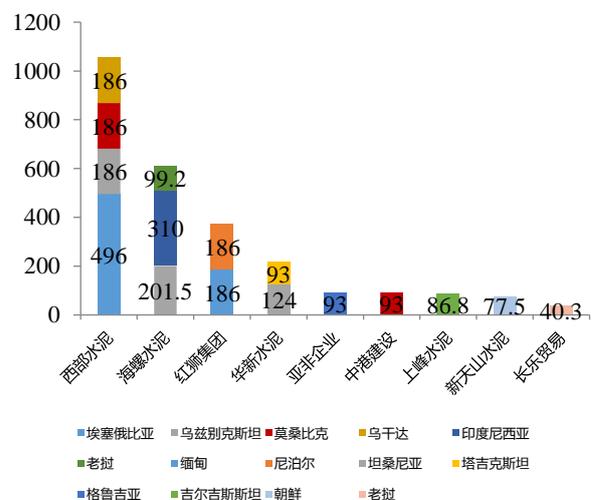
从主要出海方向来看，我国水泥企业重点布局东南亚中亚等一带一路国家，从出海路径来看，大多数企业以自建生产线为主。截至 23 年末海外水泥熟料布局排名前三的企业分别是海螺水泥、华新水泥、红狮集团，熟料产能分别为 1389/1250/930 万吨。2022 年我国水泥板块整体海外收入 98.9 亿元，占比达 2.6%，从上市公司收入情况及占比来看，华新水泥的收入体量最大，2022 年达到 42 亿元，占比约 14%，其次为海螺水泥，西部水泥增长最为明显，海外收入由 2020 年的 0.3 亿迅速提升至 2022 年的 11.3 亿，23 年上半年已达 12.1 亿元，占比达到 27.5%，且从当前水泥企业海外在建产能来看，西部水泥当前在建项目最多，合计产能达到 1054 万吨，海外增长弹性或最大。天山股份虽然 23H1 海外收入仅 3.4 亿元（占比 0.6%），但 23 年 12 月公司携手中材国际拟对中材水泥增资，中材水泥作为中建材集团基础建材国际化业务平台，有望借助集团赋能加快海外布局。而华新水泥虽然当前海外在建项目较少，但公司主要是通过外延收购方式进行海外扩张，实际产能落地进展可能会更快。

图 5：2023 年海外投产情况 TOP10 (万吨产能)



资料来源：水泥网、天风证券研究所

图 6：2023 年海外在建情况 TOP10 (万吨产能)



资料来源：水泥网、天风证券研究所

表 1: 水泥公司海外业务收入及占比

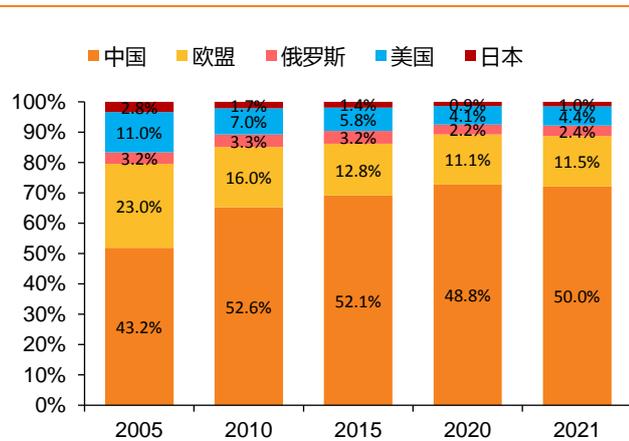
公司	海外业务收入 (亿元)				海外业务占比			
	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1
海螺水泥	27.1	32.7	39.7	21.8	1.5%	1.9%	3.0%	3.3%
华新水泥	18.9	25.8	42.2	23.8	6.4%	8.0%	13.9%	15.0%
天山股份		4.8	5.7	3.4		0.3%	0.4%	0.6%
西部水泥	0.3	4.8	11.3	12.1	0.4%	6.0%	13.3%	27.5%

资料来源: Wind、天风证券研究所

1.3. 玻璃: 产业链配套是出海重要因素, 关注新型玻璃未来出海进展

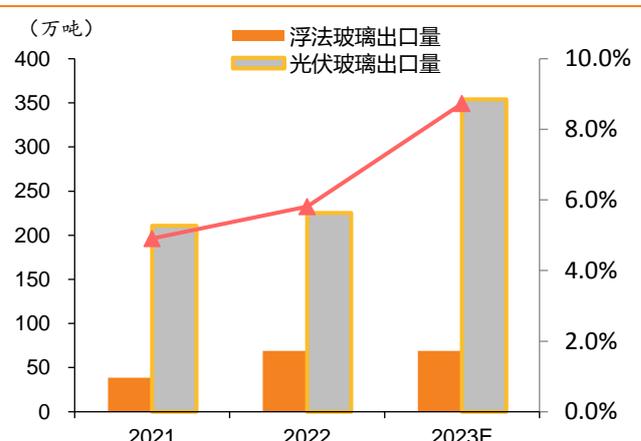
23 年平板玻璃出口占比达 8.7%，出海品种以光伏压延为主。我国玻璃工业经过改革开放以来的跨越式发展，09 年就已成为世界上规模最大的平板玻璃生产国。根据中国建材信息网，截至 2021 年底全球共有平板玻璃熔炉 578 座，日熔量达到 29.3 万 t/d，年产量达到 10160 万吨，其中我国产量达到 5083.2 万吨，占全球平板玻璃总产量的 50%，截至 23 年底，我国在产平板玻璃（浮法+光伏）日熔量合计达 27.15 万 t/d。与水泥不同的是，玻璃扩张海外市场主要通过国内出口为主，2022 年我国平板玻璃出口量达 294.2 万吨，其中浮法/光伏玻璃出口量分别为 68.9/225.3 万吨，占我国平板玻璃产量比重达 5.8%，我们预计 23 年或提升至 8.7% 左右，出口占比低原因主要系光伏玻璃下游产业链仍集中在我国，2022 年我国光伏组件产量达 294.7GW，占全球产量比重达到 84.8%，光伏组件出口 153.6GW，占比达到 52%。因此我国玻璃企业在海外布局相对较少，根据卓创资讯，目前中国玻璃企业在海外主要以光伏压延玻璃生产线为主，多集中在马来西亚，我们预计主要缘于对低价石英砂、纯碱等原材料配套的考虑。

图 7: 全球主要生产地区或国家平板玻璃产量占比



资料来源:《全球玻璃工业现状与发展趋势》刘志海, 天风证券研究所

图 8: 2021-2023E 我国浮法、光伏玻璃出口量及占比



资料来源: Wind、玻多多微信公众号、上海有色网等, 天风证券研究所

表 2: 我国玻璃企业海外光伏压延产能情况

企业名称	日熔量 (吨/日)	点火或计划投产时间	国家	品种
信义光能	900	2016 年 11 月 16 日点火	马来西亚	压延
信义光能	1000	2018 年 12 月 31 日点火	马来西亚	压延
信义光能	1000	预计 2024 年上半年点火	马来西亚	压延
信义光能	1000	预计 2024 年上半年点火	马来西亚	压延
福莱特	1000	2020 年 12 月 17 日点火	越南	压延
福莱特	1000	2021 年 2 月 16 日点火	越南	压延
福莱特	2*1600	待定	印度尼西亚中爪哇岛	压延
旗滨集团	1200	2023 年 10 月 28 日点火	马来西亚	压延

旗滨集团	1200	预计 2024 年点火	马来西亚	压延
旗滨集团	1200	待定	马来西亚	压延

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

新型玻璃品种海外收入占比较高，关注金晶科技未来出海进展。2022 年我国玻璃板块整体海外收入 114.9 亿元，占比达 15.4%，从上市公司情况来看，浮法玻璃方面海外收入占比较高的公司主要为中国玻璃、信义玻璃和凯盛科技，22 年占比在 30%左右，过去三年整体呈现上升趋势。中国玻璃于尼日利亚、哈萨克斯坦设有浮法玻璃生产基地，于意大利拥有一家中性药玻的工程装备及技术服务公司；信义玻璃北美、欧洲、日本等地出售汽车玻璃、建筑玻璃等，且在马来西亚设有生产基地。在光伏玻璃方面，海外收入占比较高的公司主要是信义光能、福莱特，23 年上半年占比在 20%左右，福莱特过去三年海外收入占比略有下滑，信义光能基本保持稳定。除此之外，海外收入占比提升较快的主要是金晶科技，公司通过马来西亚基地为美国第一太阳能公司供应薄膜电池的背板玻璃，目前在马来西亚拥有两座玻璃窑炉，日熔量合计 1100 吨，公司 TCO 产品未来或也将进入 FS 供应链，海外收入仍然存在较大的增长空间。新型玻璃海外收入占比较高，山东药玻过去三年基本稳定在 24-30%，公司与中美上海施贵宝、葛兰素、勃林格、赛诺菲等 3000 多家中外制药厂家建立了长期稳定的供货关系，生产的药用玻璃远销欧、美、俄、日、韩、东南亚等多个国家和地区；凯盛科技 22 年海外收入占比达 33.6%，过去三年呈下降趋势，公司已建立起覆盖国内外多个国家和地区的营销网络，为亚马逊、三星、维苏威等国际国内知名品牌提供服务。

表 3：玻璃公司海外业务收入及占比

公司	海外业务收入（亿元）				海外业务占比			
	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1
旗滨集团	7.0	8.9	13.2	7.3	7.3%	6.1%	9.9%	10.6%
南玻 A	11.3	12.7	11.7	6.9	10.6%	9.3%	7.7%	8.3%
金晶科技	5.5	6.0	13.5		11.3%	8.7%	18.1%	
耀皮玻璃	3.1	4.3	4.7		7.5%	9.2%	9.8%	
福莱特	18.1	23.3	33.8	21.6	28.9%	26.7%	21.8%	22.3%
亚玛顿	7.3	6.5	4.0	2.7	40.7%	31.8%	12.7%	16.1%
中国玻璃	6.0	11.0	13.9	6.2	18.9%	21.7%	32.0%	29.6%
信义光能	20.5	27.6	37.9	23.6	19.8%	21.0%	20.7%	21.0%
信义玻璃	41.9	55.3	73.1	35.0	26.7%	22.2%	31.8%	30.1%
山东药玻	10.3	9.6	10.8		30.0%	24.8%	25.7%	
凯盛科技	29.4	31.2	15.5		58.1%	49.3%	33.6%	

资料来源：Wind、天风证券研究所

1.4. 玻纤：需求仍集中于发达国家，巨石海外布局一家独大

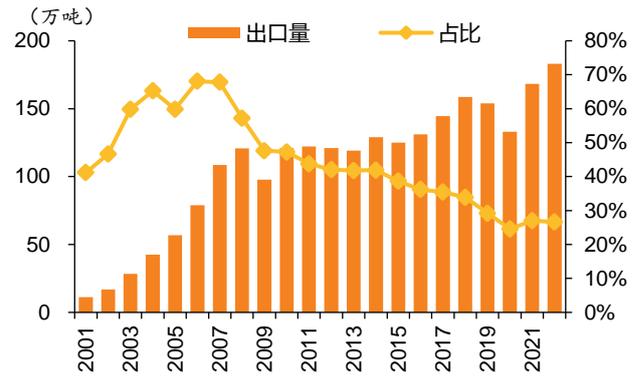
玻纤出口量占比稳定在 25-30%，中国巨石海外产能布局较多。2007 年之前，全球玻纤生产主要集中在欧美地区。随着全球产业转移，我国玻纤产能不断提高，2007 年我国玻纤产能首次超越美国，成为全球玻纤第一生产大国。截至 22 年末我国玻纤企业总产量达 687 万吨，占全球玻纤产能比重约 69%。和玻璃类似，玻纤同样以国内出口为主，最高时接近 70%（08 年之前），2022 年我国玻纤及制品出口量为 183 万吨，占总产量的比重约 27%，近几年占比情况均稳定在 25-30%。我国玻纤出口主要以北美、欧洲，日韩等发达国家为主，源于发达国家对玻纤复合材料的应用更成熟，以最早发明并工业化应用的美国市场为例，玻纤下游应用种类超过 60,000 种。中国虽然近几年已经超越美国发展成为最大的玻纤生产国和消费国，但目前成熟并广泛应用的下游领域仅有美国的十分之一。海外布局方面，目前中国企业海外总产能达 54.6 万吨，其中中国巨石/重庆国际/四川威远分别 41.6/8/5 万吨，中国巨石在出海方面遥遥领先。

图 9：我国及全球玻纤产量情况



资料来源：国际复材招股书、聚众云信息公众号、天风证券研究所

图 10：我国玻纤出口量及占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 4：玻纤企业海外产能布局情况

企业	基地	生产线	产能	备注
中国巨石	埃及	1 线	8 万吨	冷修技改
		2 线	8 万吨	在产
		3 线	4 万吨	在产
		4 线	12 万吨	在产
	美国	1 线	9.6 万吨	在产
	印度	1 线	10 万吨	拟建设，进程暂停
CPIC	巴西	1 线	5 万吨	在产
	巴林	1 线	3 万吨	在产
		2 线	8 万吨	在建
四川威远 (至诚)	泰国	1 线	5 万吨	在产
泰山玻纤	马来西亚	1 线		拟建设，暂无动工计划

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2022 年玻纤板块整体实现海外收入 63.2 亿元，占比达 23.3%。从上市公司收入情况来看，2020-2022 年主要玻纤企业海外收入均实现稳步增长，23 年预计同比有所下滑，主要与海外经济增速放缓有关，从占比来看，过去几年玻纤公司海外收入占比波动并不大，其中巨石、国际复材基本维持在 30-40% 水平，长海股份、正威新材维持在 20-30% 水平，中材科技、山东玻纤在 10% 上下，我们预计短期来看，玻纤公司在海外业务收入情况或仍然受发达国家经济周期影响，24 年海外需求有望逐步企稳回升。

表 5：玻纤公司海外业务收入及占比

公司	海外业务收入 (亿元)				海外业务占比			
	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1
中国巨石	37.3	61.7	75.3	30.1	32%	31%	37%	38%
中材科技	14.7	22.4	29.7	12.0	8%	11%	13%	10%
长海股份	4.1	5.6	7.2	3.6	20%	22%	24%	27%
正威新材	3.5	4.3	4.0	2.2	21%	29%	28%	24%
山东玻纤	1.7	3.5	4.0	1.6	8%	13%	14%	14%
国际复材	21.1	29.3	30.9	13.8	30%	35%	39%	39%

资料来源：Wind、天风证券研究所

1.5. 消费建材：瓷砖、卫浴龙头出海进展领先

2022 年消费建材板块整体实现海外收入 48 亿元，占比仅 3.5%。当前消费建材行业整体出海节奏相对较慢，我们认为主要原因系除石膏板行业之外其他消费建材子行业供给格局仍然较为分散，和海外龙头相比，头部企业国内市占率存在较大提升空间。从上市公司收入情况来看，海外收入相对较高的主要是公元股份、惠达卫浴以及科达制造。惠达卫浴自 1996 年开始海外销售，涵盖品牌出海和产品出海两种模式，公司已建立了覆盖 100 多个国家和地区的销售网络，主要出口美国、加拿大、法国、巴基斯坦、韩国，在发展中国家主要通过 OBM 方式，在发达国家主要通过 ODM 及 OEM 方式，其中以 OEM 为主(占比 80%)，过去三年公司海外收入占比维持在 25% 上下。公元股份出口产品主要以太阳能光伏组件、太阳能灯具等产品，销售市场以北美、南美、欧洲为主，过去三年收入占比逐渐提升，23 年预计在 20% 左右，目前子公司公元新能正筹备北交所上市工作。科达制造系消费建材出海领航者，公司自 2013 年开始海外收入占比快速提升，早期以陶机出口为主，16 年公司携手森大集团将业务延伸至下游建筑陶瓷领域，开启了海外建材销售的第一步，截至 2022 年，公司与战略合作伙伴已在非洲 5 国合资建设并运营 6 个陶瓷厂，建筑陶瓷年产量达 1.23 亿平方米，公司未来计划将产品逐步延伸至洁具、玻璃等大建材品类，预计海外收入占比有望持续提升。

表 6：消费建材公司海外业务收入及占比

公司	海外业务收入 (亿元)				海外业务占比			
	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1
兔宝宝	1.9	2.4	2.6	1.4	2.9%	2.5%	2.9%	4.2%
北新建材	0.7	1.1	1.5	1.0	0.4%	0.5%	0.8%	0.8%
凯伦股份	0.3	0.7	0.6		1.5%	2.6%	2.7%	0.0%
东方雨虹	2.5	3.6	4.7	3.8	1.1%	1.1%	1.5%	2.3%
伟星新材	1.3	1.6	2.8	1.3	2.5%	2.5%	4.0%	5.9%
公元股份	8.5	13.3	16.3	7.4	12.0%	15.0%	20.5%	20.2%
雄塑科技	0.1	0.1	0.2	0.1	0.4%	0.5%	1.0%	1.0%
惠达卫浴	7.7	9.7	9.0	3.3	24.0%	24.9%	26.4%	20.1%
蒙娜丽莎	0.3	0.2	0.3	0.2	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%
华立股份	1.0	1.2	0.9	0.2	11.8%	10.1%	11.8%	6.7%
科顺股份	0.4	0.7	1.0		0.7%	1.0%	1.3%	0.0%
坚朗五金	7.1	6.3	7.7	3.3	10.6%	7.2%	10.1%	10.0%
科达制造	34.5	46.2	62.0	29.3	46.7%	47.1%	55.6%	61.8%

资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 出海之路，机遇与挑战并存

2.1. 出海竞争力在于生产技术水平以及品牌、渠道建设

我国建材企业出海竞争力主要体现在生产制造工艺及品牌、渠道建设等方面，前者在水泥等重资产行业体现的更为明显，后者多体现在消费建材等轻资产行业。

在重资产行业，以水泥制造为例，我国有着近 130 年的水泥生产历史。我国水泥工业已达到引领世界的水平。一是从技术、装备水平来看，主要体现在技术经济指标上。我国 2014 年开始执行的《水泥工业大气污染排放标准》规定，水泥生产中主要的污染物粉尘、氮氧化物、二氧化硫三者排放指标分别为三者的排放指标分别为 $30\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $400\text{g}/\text{m}^3$ 和 $200\text{g}/\text{m}^3$ ，重点地区则为 $20\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $320\text{g}/\text{m}^3$ 和 $100\text{g}/\text{m}^3$ ，部分省份超低排放要求比国家标准更低，相比发达国家处于领先水平。

图 11：水泥标准比较

污染物	颗粒物	SO ₂	NO _x
GB4915-2013	一般 30 重点 20	一般 200 重点 100	一般 400 重点 320
美国	新源~4 现有源~14	~80	~300
欧盟BAT	10 - 20	50 - 400	200 - 450
欧洲国家	德国	20	350
	其他	30-50 下限为一些企业的 许可证要求	200-500 下限为一些企业的 许可证要求
日本	一般地区 100 特殊地区 50	K值法	按规模划分，大型 500；小型700

资料来源：水泥网、天风证券研究所

二是从研发和制造能力上，目前我国无论在预分解技术还是粉磨技术都处于领先地位，具有从 2000t/d 到 12000t/d 各型生产线的设计、制造、施工、管理能力。中材国际目前已是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，也是国际水泥技术装备工程市场少数具有完整产业链的企业之一。公司拥有国际领先的自主知识产权的新型干法水泥生产线工艺技术以及完整的水泥技术装备工程全产业链资源，为客户提供从水泥项目咨询、工程设计、装备制造与成套供货、土建施工、安装调试、运营维护全过程的系统集成服务。截至 21 年末，新型干法水泥生产线的设计或建设公司承接了 90% 以上。22h1 末公司在全球 84 个国家和地区累计承接 288 条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 15 年保持世界第一。截至 22 年 10 月，公司业绩遍布全球 84 个国家，国际市场份额达 60%，先后在国内外承接过都江堰拉法基、阿联酋 UCC、阿尔巴尼亚 FK 等里程碑式水泥项目。

表 7：中材国际项目持续引领中国水泥工业史

时间	事件	意义
2002	铜陵海螺 5000t/d 水泥熟料生产线建成投产	国内第一条全部采用国产化主机设备的 5000t/d 熟料水泥生产线
	都江堰拉法基水泥 3500t/d 新型干法生产线点火	欧美发达国家企业在中国投资的第一个水泥项目，也是中国第一个 EPC 总承包项目
2004	设计和建设的中国第一条 10000t/d 水泥线在铜陵海螺点火成功	从开工到投产仅用 18 个月
2005	越南福山 5000t/d 总承包项目竣工	中国出口海外的第一条 5000t/d 水泥生产线
2006	阿尔巴尼亚 3000t/d 总承包项目竣工	中国第一条出口欧洲的水泥生产线
2007	阿联酋 UCC 10000t/d 总承包工程竣工	中国出口海外的第一条万吨生产线，全部采用了中材国际自主知识产权技术和主要装备

2008	沙特 SCC 2×10000t/d 项目完工	当时中国出口海外的最大规模的水泥生产线
2009	越南福山 5000t/d 新型干法水泥生产线二线投产	第一个采用 100%国产化 SINOMA 装备的海外水泥工程项目
2015	总承包泰安中联 5000t/d 水泥生产线	中国水泥行业第一条世界级低能耗新型干法水泥全智能生产线
2016	总承包建设（2018 年投产）埃及 GOE Beni Suef 6×6000t/d 熟料水泥生产线	世界水泥行业迄今在同一地点、同一时间、同步建设完成的最大规模的水泥生产线项目
2019	槐坎南方 7500t/d 项目完工	项目排放指标、能耗指标在全国乃至国际上都处于领先
2021	冀东铜川 10000t/d 熟料水泥生产线项目完工	“高度智能化、超低能耗、超低排放”智能化万吨示范线

资料来源：中材国际公众号，天风证券研究所

中材国际增资中材水泥，助力水泥协同出海。23 年 12 月，中材国际出资 40.86 亿元，与天山股份联合增资中材水泥，增资完成后中材国际持有中材水泥 40% 股权。中材水泥目前在境外拥有 3 个基础建材生产运营项目，包括赞比亚工业园项目、蒙古国蒙欣水泥生产线项目，以及尼日利亚骨料生产线项目。此次增资预计将对公司的海外水泥工程、装备、运维三大业务贡献显著的增量，水泥行业出海进程将受益于企业间的协同作用得到进一步提振。天山股份借助集团在海外耕耘的经验和资源，通过海外并购和建厂，在赞比亚、蒙古均已布局水泥生产线，目前下属区域公司中材水泥已经完成国内水泥资产的剥离，专注于国际化业务拓展，未来仍将加快推进布局。

在轻资产行业，消费建材企业持续打造海外影响力，为未来出海奠基。由于消费建材主要面对 C 端客户，消费频次高，具有较强的消费属性，因此品牌力及渠道的建设系各消费建材企业的核心竞争力所在。近期来国内消费建材企业愈发重视海外品牌力建设，1）一方面体现在各企业通过加强技术研发、引进国外技术及高级专业人才等方式（如兔宝宝引进著名专利技术，邀请意大利著名设计师整合中国制造与意大利设计；东方雨虹拥有 7 位国际知名科学家等），从产品性能、设计等方面与国际接轨。2）另一方面体现在公司通过与国外知名品牌开展战略合作（如惠达卫浴与欧洲知名卫浴品牌达成战略合作等）、参与国际展会（兔宝宝、惠达卫浴、雄塑科技等）等方式，逐步拓宽海外销售渠道。目前多家产品获得多项国际高标准认证（凯伦股份、东方雨虹等），且部分产品已应用于国际重点项目（公元股份、蒙娜丽莎等），有利于逐步扩大海外影响力，为未来公司出海奠定基础，随着各公司国际化战略的加快推进，我们预计未来出海进展有望加快。

表 8：消费建材企业海外品牌力打造途径及取得成效

公司	海外品牌力打造途径	所获成果/国际荣誉奖项
兔宝宝	1) 公司地板产品于美国拉斯维加斯、中国上海、德国汉诺威三大全球展会进行展览，受到热捧； 2) 公司牵手欧洲百年品牌，引进著名的 valinge 锁扣专利技术，成为多个具有百年历史的欧洲品牌的中国战略合作伙伴。 3) 公司亦邀请意大利著名设计师，整合中国制造与意大利设计，推动品牌的国际化、时尚化。	目前地板外销市场已从原来单一的意大利、英国、韩国，迅速拓展到北美、南美、中东、欧洲、东南亚、澳洲等 20 多个国家与地区。
北新建材	公司拥有全球石膏板行业高端自主品牌——龙牌和泰山，同时拥有“禹王”、“蜀羊”、“梦牌”等多个知名品牌。22 年公司开始聚焦非洲和东南亚市场，先后对东非的埃塞俄比亚、西非的尼日利亚、东南非的赞比亚及东南亚的越南等市场充分调研。	自 18 年后五年间，北新建材全面推进全球化产业布局，布局非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场。22 年公司品牌价值 908.72 亿元，再次蝉联亚洲建材品牌三强。
凯伦股份	公司致力于打造高分子防水材料走向世界的“中国名片”，掌握了 TPO 和 PVC 防水卷材产品的关键技术，并获得欧盟 CE 认证、英国 BBA 认证和美国 FM 认证。	公司产品出口到美国、英国、挪威、新加坡、澳大利亚、埃及等国家。
东方雨虹	1) 公司加快海外知识产权布局，22 年公司“HWR101 高耐水超柔防水涂料”分别获得美国、印度专利局颁发的发明专利证书。 公司在美国费城春屋创新园成立“东方雨虹防水涂料全球卓越研	公司获得“2022 全球建筑材料上市公司综合实力排行榜 TOP100”、“福布斯 2022 全球企业 2000 强”、“全国涂料行业质量领先企业”等荣

	究中心”，研发力量和科研能力均处于美国国内同行业领先水平； 2) 公司积极引进国外技术人才，目前拥有 7 位国际知名科学家。	誉；公司部分产品获得国际产品认证（美国 FM 认证、欧盟 CE 认证、德国 EC1 认证等）。
伟星新材	公司扎实推进国际化业务，充分发挥泰国工业园的生产保障职能、有序推进新加坡捷流公司的整合，立足东南亚，加大海外新老客户的开发力度，并持续开展海外市场资质的认证工作。	公司荣获“2021 年度‘浙江出口名牌’”等荣誉。22 年公司境外业务销售 2.77 亿元，同比增长 74.37%。
公元股份	公司拥有国外发明专利 1 项，主持和参与多项国家（行业）标准的制修订，标准起草数量在同行业公司中处于领先水平，产品在欧美等多个国家获得认证。	公元牌塑料管道凭借卓越的性能和优质的服务，已广泛应用于国家重点工程和国际援建项目（委内瑞拉直饮水工程等），产品出口到亚洲、中东、欧洲、美洲、非洲、大洋洲等百余个国家和地区。
雄塑科技	公司积极布局缅甸、柬埔寨、印尼、刚果等“一带一路”国家的管道业务，在广交会等平台向全球市场展现品牌风采。	公司产品已出口到一带一路相关国家，如越南、泰国、印度尼西亚等东南亚国家。
惠达卫浴	1) 公司贯彻大客户聚集策略，提高美国、加拿大、韩国、澳大利亚等市场重点客户的合作紧密度，23 年上半年与欧洲知名卫浴品牌达成战略合作； 2) 公司紧跟“一带一路”国家策略，增强国外营销服务能力； 3) 公司加速推进“千商万店”计划，亮相德国法兰克福展会。	公司在国内外卫浴行业中建立起良好的企业形象，23 年惠达瓷砖“西沙 PG75007M”荣获“质感美学奖金奖”、“莱姆石 Pg91806”荣获“年度产品优秀奖”等。
蒙娜丽莎	公司多项科研成果和新产品被鉴定为国际领先和国际先进，截止 23 年中旬共有专利 1,139 件，其中国外发明专利 8 件。	蒙娜丽莎是行业公认的头部品牌，作为迪拜世博会中国馆指定瓷砖供应商，随着世博会的开幕，蒙娜丽莎品牌被更多消费者认可。
华立股份	公司和 DC ENTERPRISE 等国外较大规模装饰复合材料经销商保持长期合作关系，部分产品工艺和技术指标达到国际先进水平。	公司凭借着多年来品质和品牌等方面的突出表现，产品得到国内外客户的广泛认可。
科顺股份	公司拥有自主研发的行业内首台、国际领先的沥青卷材生产线，承担超过 100 项国家、行业、地方和团体标准的起草、修订和评审；“绿洲防护虹吸排水系统”科技成果被鉴定为国际先进。	公司品牌资产持续增值，现位列全球建筑材料上市公司百强。
坚朗五金	公司代理国外高端品牌，满足消费升级需求；公司研发的各类建筑五金的检测方法及智能化检测装备达到了国际先进水平。	公司产品已销往 100 多个国家和地区，并在印度、越南、印尼、墨西哥等地设子公司。
科达制造	公司在印度、土耳其、意大利均设有子公司，通过中国和意大利子公司的技术与工艺的协同，已逐步完善产品结构，具备更好的产品配套及服务能力。	公司是亚洲第一、全球第二大的建筑陶瓷机械装备供应商，旗下拥有科达、力泰、唯高三大知名品牌。陶机业务已覆盖印度、孟加拉、巴基斯坦等 50 多个国家和地区。

资料来源：木业网、凤凰网、界面快报、中国建材集团公众号、华立股份公众号、各公司公告等，天风证券研究所

2.2. 地缘政治&人力资源管理&配套建设条件&融资和汇率风险或为主要掣肘

建材企业海外建厂的推动因素主要有以下几方面：1) 国内产能及需求增长空间受限，以传统建材为例，水泥与玻璃的国内产能受国家政策控制扩产受限，同时海外需求较好，在当地建厂可以有效开拓市场；2) 贸易摩擦导致国内直接对部分国家出口有高额关税，国内企业通过海外建厂减少出口关税的影响。我们认为未来建材企业海外建厂主要的限制主要在于地缘政治&人力资源管理&配套建设条件&融资和汇率风险等方面。

1) 地缘政治不稳定风险

一方面地域冲突导致国内企业出海投资或承受较大财产损失，另一方面政府换届可能导致沟通成本增加。一方面，建材出海地区国家多为选举制国家，部分国家政局动荡，随着投资地前后政府换届，企业面临新上任政府对投资项目的支持意向与支持力度变化的风险，并且也增加企业同新上任政府的交流的沟通成本。另一方面，近年来地缘政治导致的军事冲突频发，例如 2022 年 2 月爆发的俄乌冲突、2023 年 10 月爆发的巴以冲突等，2023 年暴力事件与人员伤亡分别较 2022 年同比提升 14%/28%。具体看，目前世界的军事冲突较为严重的地区主要集中在南美、中东、非洲、欧洲等地区。若国内企业在地缘政治不稳定的

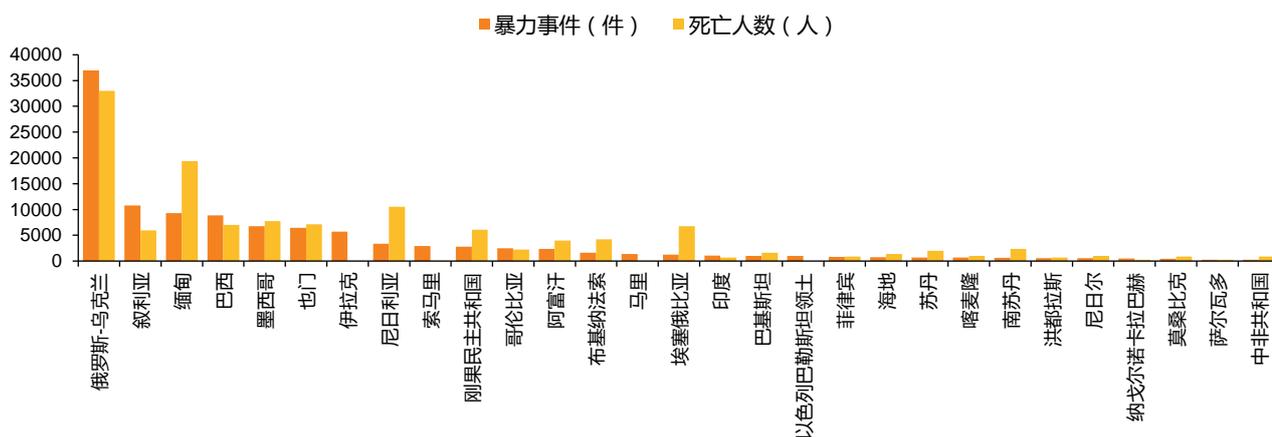
地区建厂，则工厂的建设进度、人员安全均无法保证。此外，冲突导致的生产停滞及物流停摆对工厂效能都会产生较大的冲击。例如 2011 年，利比亚政局出现动荡，13 家央企在利比亚的项目全部暂停，工地、营地遭到抢劫，直接经济损失达 15 亿美元。

表 9：世界主要区域的军事冲突情况

地区	冲突情况与潜在冲突
美洲	军事冲突主要由犯罪团伙争夺非法经济控制权（尤其是毒品）引起。 暴力和犯罪网络的重组在阿根廷、厄瓜多尔和巴拉圭等国家引发暴力上升。 海地的经济、政治、安全和人道主义危机恶化，暴力事件和死亡人数显著增加。 哥伦比亚启动“全面和平”进程，委内瑞拉危机稳定步骤缓慢。
欧洲与欧亚	冲突与边界争议及俄罗斯恢复对前苏联国家的控制有关。 亚美尼亚和阿塞拜疆因纳戈尔诺-卡拉巴赫问题爆发战争。 俄罗斯与格鲁吉亚的冲突持续，俄罗斯继续占据阿布哈兹和南奥塞梯。
中东与北非	除以色列-巴勒斯坦领土冲突外，其他地区冲突处于僵局。 阿拉伯国家联盟重新接纳叙利亚，土耳其与阿萨德政权关系正常化。 沙特阿拉伯与胡塞运动直接谈判，可能导致也门分裂。 利比亚冲突僵持不下，伊拉克和埃及战斗减少。 土耳其与库尔德工人党冲突持续。 以色列极右翼政府加剧了与巴勒斯坦的紧张关系
亚洲	克什米尔冲突中，印度和巴基斯坦自 2021 年 2 月起实施的停火协议仍在持续。 阿富汗塔利班巩固了权力和地区控制。 缅甸冲突：军政府与亲民主力量 and 民族武装组织之间的冲突，自 2021 年 2 月政变以来持续存在。

资料来源：联合参考微信公众号，天风证券研究所

图 12：2023 全球武装冲突暴力事件与死亡人数



资料来源：联合参考微信公众号，天风证券研究所

3) 人力资源管理风险

本地工人专业性欠缺、文化差异等问题可能对生产效率造成影响，而欧美地区建厂可能导致人工成本增加。建厂海外建厂涉及工程承包及对外设厂运营，面临管理、技术人员外派及本地工人雇佣等问题，其中大部分地区都要求劳工本地化或有一定的配额要求，但本土化工人往往存在专业技能水平较差，文化差异较大等问题，或对实际生产效率造成一定影响。另一方面，虽然建材行业不属于劳动密集型行业，但部分子行业人工成本仍约占据 1-7% 的比重。世界其他地区的劳动力成本对比来看，欧洲、北美地区的人均收入显著高于国内，以 2021 年为例，北美地区人均年收入为 57262 美元，我国仅为 9015 美元，因此在欧美地

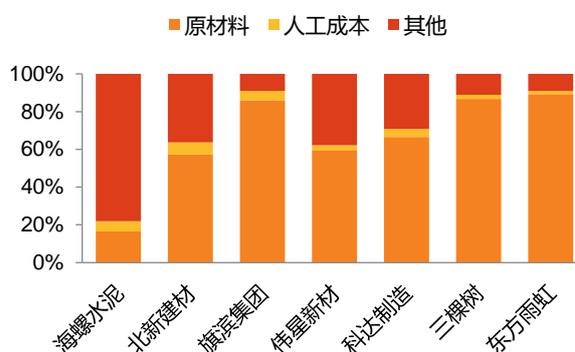
区布局的企业或面临较高的人工成本，以中国巨石为例，我们测算其在美国的吨人工成本比国内高 217 美元，而东南亚、非洲地区、南美洲等地区劳动力成本低于我国，当地建厂企业或可建立一定人工成本优势。

图 13：中国与主要地区人均年净收入（美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：部分建材公司成本占比



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

4) 配套建设条件风险：

由于出口国家政治经济体制和我国不同，而部分地区的政府所发挥的协调和支持职能较弱，因此我国企业再投资前期建设过程中可能会面临土地征收、水、电、路等诸多建设问题，需要逐个突破。例如土地方面，大多数投资对象国均实行土地私有制，征地需要一块一块来完成，一方面延长了建设工期，另一方面也存在由于各位地块无法征收导致征地任务无法完成的风险。此外，水、电、路都需要企业的工作组进行专项的考察和规划，例如科达制造在非洲建厂时，大部分地区面临缺水缺电问题，公司需要自己铺设供水管道，通过和当地供电部门沟通、架设变压器，经过较长时间才解决工厂的用水用电问题，且由于陶瓷产品本身对运输的要求较高，特别是路面的平整度，直接关系到了运输过程中的损坏率，这可能会导致出海企业需要承担较多的隐性成本，在城镇化率较低的地区如非洲、东南亚等地，此类问题较为多见。

图 15：六大洲各国城镇化率热力图

大洲	区域	国家及城镇化率 (%)									
亚洲	东亚	91.78	81.41	68.66	63.89						
		日本	韩国	蒙古	中国						
	东南亚	100	78.25	77.16	56.64	51.43	47.41	37.34	36.29	31.32	
		新加坡	文莱	马来西亚	印尼	泰国	菲律宾	越南	老挝	东帝汶	
		31.14	24.23								
	缅甸	柬埔寨									
	南亚	75.87	42.32	40.67	38.18	37.16	34.93	26.03	20.58	18.71	
		伊朗	不丹	马尔代夫	孟加拉国	巴基斯坦	印度	阿富汗	尼泊尔	斯里兰卡	
	中亚	57.67	52.52	50.42	36.86	27.51					
		哈萨克斯坦	土库曼斯坦	乌兹别克斯坦	吉尔吉斯斯坦	塔吉克斯坦					
西亚	100	99.23	92.59	91.42	89.51	88.92	87.05	86.28	84.29		
	科威特	卡塔尔	以色列	约旦	巴林	黎巴嫩	阿联酋	阿曼	沙特阿拉伯		
	76.11	70.89	66.82	63.31	59.45	56.4	55.48	37.91			
土耳其	伊拉克	塞浦路斯	亚美尼亚	格鲁吉亚	阿塞拜疆	叙利亚	也门				
欧洲	北欧	93.9	88.12	87.98	85.52	83.9	82.97	69.23	68.31	68.05	
		冰岛	丹麦	瑞典	芬兰	英国	挪威	爱沙尼亚	拉脱维亚	立陶宛	
	63.65										
	爱尔兰										
	东欧	79.48	75.69	74.75	74.06	71.94	69.61	60.04	54.19	53.76	
		白俄罗斯	保加利亚	俄罗斯	捷克	匈牙利	乌克兰	波兰	罗马尼亚	斯洛伐克	
	42.85										
	摩尔多瓦										
	南欧	97.5	94.74	87.92	80.81	79.72	71.04	67.49	66.31	62.11	
		圣马力诺	马耳他	安道尔	西班牙	希腊	意大利	黑山	葡萄牙	阿尔巴尼亚	
58.48	57.55	56.45	55.12	49.02							
北马其顿	克罗地亚	塞尔维亚	斯洛文尼亚	波黑							
西欧	100	98.08	92.24	91.45	80.97	77.45	73.92	58.75	14.42		
	摩纳哥	比利时	荷兰	卢森堡	法国	德国	瑞士	奥地利	列支敦士登		
非洲	北非	80.69	73.73	69.57	63.53	42.78	35.25				
		利比亚	阿尔及利亚	突尼斯	摩洛哥	埃及	苏丹				
	78.06	57.55	46.14	44.63	41.35	40.76	38.53	37.07	35.23		
	吉布提	塞舌尔	索马里	赞比亚	刚果(布)	毛里求斯	马达加斯加	莫桑比克	坦桑尼亚		
	32.24	29.38	28	24.95	21.7	20.2	17.43	17.43	13.71		
	津巴布韦	科摩罗	肯尼亚	乌干达	埃塞俄比亚	南苏丹	卢旺达	马拉维	布隆迪		
	66.65	62.58	57.35	55.33	52.09	51.96	51.71	48.41	48.12		
	佛得角	冈比亚	加纳	毛里塔尼亚	利比里亚	尼日利亚	科特迪瓦	贝宁	塞内加尔		
	44.2	43.91	42.92	42.8	36.88	30.61	16.63				
	几内亚比绍	马里	塞拉利昂	多哥	几内亚	布基纳法索	尼日尔				
中非	90.09	74.35	73.1	67.83	66.83	57.56	45.64	42.2	23.52		
	加蓬	圣普	赤道几内亚	刚果(布)	安哥拉	喀麦隆	刚果(金)	中非	乍得		
70.88	67.35	52.03	29.03	24.17							
博茨瓦纳	南非	纳米比亚	莱索托	斯威士兰							
北美	北美	82.66	81.56	80.73							
		美国	加拿大	墨西哥							
拉丁美洲	加勒比	83.25	82.54	77.19	71.09	57.09	56.31	53.21	53.03	36.54	
		巴哈马	多米尼加	古巴	多米尼克	海地	牙买加	特多	圣格	格林纳达	
		31.19	30.84	24.43	18.84						
	巴巴多斯	圣尼	安巴	圣卢西亚							
	中美洲	80.77	73.44	68.41	59.01	58.36	51.84	46.02			
		哥斯达黎加	萨尔瓦多	巴拿马	尼加拉瓜	洪都拉斯	危地马拉	伯利兹			
	95.52	92.11	88.28	87.73	87.07	81.42	78.3	70.12	66.15		
	乌拉圭	阿根廷	委内瑞拉	智利	巴西	哥伦比亚	秘鲁	玻利维亚	苏里南		
	64.17	62.18	26.79								
	厄瓜多尔	巴拉圭	圭亚那								
大洋洲	澳新	86.7	86.24								
		新西兰	澳大利亚								
	64.01	23.1	17.89								
	图瓦卢	汤加	萨摩亚								
	57.25	25.52	24.67	13.35							
斐济	瓦努阿图	所罗门群岛	巴新								
密克罗尼西亚	100	80.99	77.79	55.59	22.93						
	瑙鲁	帕劳	马绍尔群岛	基里巴斯	密克罗尼西亚						

资料来源：UN Habitat 官网、天风证券研究所

5) 融资和汇率风险

经济发展水平较低的国家地区，当地政府和金融系统对外商投资的融资支持非常有限，而我国对外直接投资的融资渠道不通畅，融资体系的设计尚待进一步完善。首先，主权基金如丝路基金，以及亚投行贷，对贷款项目要求较高，一般企业难以申请，贷款资金的回

收周期和收益分配的设计不能满足对外投资企业中长期投资的融资需求。其次，多数国内金融机构的“走出去”仍处于初期阶段，尚不能满足企业“走出去”过程中的融资需求。最后，国内金融机构普遍采取“内保外贷”的方式，使得以与当地企业合作设立合资企业的形式开展产能合作的国内企业，在向国内金融机构申请贷款时，面临境外合作方的资产不被认可、仅能以国内资产单方提供担保的问题，经营风险加大。此外，企业在经营管理中面临较大的汇率波动风险，尤其在新兴市场国家，受美元利率和全球资本市场波动影响，当地币汇率波动较大，如 2012—2015 年印尼盾大幅贬值，也对企业汇率风险规避提出了更高要求。

表 10：主要出海融资方式

融资方式	内容	融资要求
丝路基金	通过以股权为主的多种投融资方式，重点围绕“一带一路”建设推进与相关国家和地区的基础设施、资源开发、产能合作和金融合作等项目。	依照市场化、国际化、专业化原则，建立起既符合公司定位和特色，又与国际规则接轨的投资管理体系，涵盖项目筛选、储备、预审、立项、决策、投后管理等全投资流程。
亚投行贷	在基础设施及其他生产性领域的投资，重点支持领域包括跨境互联互通、绿色低碳环境可持续发展以及数字基础设施建设和已有设施升级。	项目需满足既定的财务条款和条件、环境和社会政策及标准以及非政治性等方面的要求。
世界银行集团的 IFC 贷款	通过为提供融资、在国际金融市场调动资本以及为公司和政府提供咨询服务，帮助发展中国家走上可持续发展的道路，涉及行业包括农林业、新能源、FinTech、矿业以及市政和环境基础设施等。	IFC 对融资贷款项目的审核标准非常严格，必须通过详尽的实地考察调研及深入的项目研究后，方给予融资支持。

资料来源：国家发改委、丝路基金官网、中国法学会、科达制造公众号等，天风证券研究所

3. 他山之石，海外龙头成长路径对我国企业出海启示

3.1. 水泥行业：华新水泥 vs 拉法基豪瑞

3.1.1. 华新水泥：布局一带一路国家，海外打开新增长极

2007 年豪瑞成为第一大股东，强强联合。华新水泥始创于 1907 年，是中国开办最早的三家水泥企业之一，1999 年为破除企业发展制约，华新水泥面向全球寻求改善股权结构和融资渠道，以募资的方式向豪瑞集团发行 7700 万 B 股，开创了我国 B 股公司定向增发 B 股股份的先河。2007 年，华新水泥成功完成股权分置改革和 A 股定向增发，豪瑞集团由公司第二大股东成为第一大股东，黄石市国资委 100%控股的华新集团为第二大股东。

13 年在塔吉克斯坦投产第一条海外工厂，至今已布局 10 余个国家。2011 年华新开始实施“走出去”战略，是国内大型水泥企业当中第一家在海外投资建厂的企业。随着“一带一路”倡议推进，公司快速拓展海外市场。2013 年 8 月 29 日，华新亚湾公司年产 120 万吨水泥生产线在塔吉克斯坦亚湾市建成投产，这是中国水泥行业在境外投资运行的第一家工厂。2015 年，全球两大水泥巨头拉法基（Lafarge）和豪瑞（Holcim）完成合并，同年拉法基—华新水泥实施全面整合，拉法基豪瑞成为公司实际控制人，此后公司加速了海外业务的扩张进程。自 2013 年华新第一家海外工厂投产以来，至今海外业务已拓展到 10 余个国家、近 20 家工厂，布局逐渐夯实壮大。公司除了在东南亚、中亚、中东地区布局之外，近几年在拥有巨大发展潜力和庞大人口基数的非洲国家（南非、赞比亚、马拉维、坦桑尼亚、莫桑比克等）逐步加大扩张力度。

23 年收购阿曼、南非及莫桑比克龙头公司，拓展中东和非洲市场。华新以 1.931 亿美元收购阿曼 Oman Cement Company 59.58% 股权，该公司系阿曼主权财富基金阿曼投资局的全资子公司，资产超过 400 亿美元，拥有熟料产能 261 万吨/年，水泥产能 360 万吨/年，是阿曼北部唯一的熟料工厂。该项目成功实施，是华新乃至中国水泥企业首次进入中东市场的标志。此外，华新又与巴西 INTERCEMENT TRADING INVERSIONES 签署股份买卖协定，

以 2.316 亿美元收购 Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd.100%股权，该公司系南非 KwaZulu-Natal 省第一大水泥生产商，同时持有南非及莫桑比克业务板块，其中南非业务板块拥有 Simuma, Durban 和 Newcastle 三家水泥工厂，水泥产能约 180 万吨/年。莫桑比克业务板块拥有五家水泥工厂，水泥产能约 330 万吨/年。

表 11：华新水泥海外扩张情况

地区	产线规模/收购	年产能 (万吨)	收购/投产时间
柬埔寨	完成对柬埔寨 CCC 公司的注资，收购卓雷丁水泥厂有限公司 68%股权并扩建	99	14 年收购
塔吉克斯坦	3000T/D 新型干法熟料水泥生产线项目	93	11 年 9 月开工，13 年 8 月投产
	索格特 3000 吨/日水泥熟料生产线项目	93	16 年 3 月 23 日投产
吉尔吉斯斯坦	完成吉尔吉斯南方水泥有限公司 100%股权的收购	78	2019 年收购
乌兹别克斯坦	吉扎克 4000 吨/日水泥熟料生产线项目	124	20 年 6 月 28 日投产
坦桑尼亚	收购马文尼水泥公司 100%股权	124	20 年收购
	马文尼二期 4000 吨/日水泥熟料生产线项目	124	22 年 7 月开工建设，目前暂未投产
赞比亚	收购拉豪赞比亚 75%股权	161	21 年收购
尼泊尔	纳拉亚尼有限公司 3000 吨/日水泥熟料干法生产线	93	22 年年初投产
阿曼	收购 Oman Cement Company SAOG 59.58%股权	261	23 年 4 月收购
南非及莫桑比克	收购 Natal Portland Cement Company(Pty) Ltd.100%股权	510	23 年 12 月收购

资料来源：华新水泥公司公告、水泥网、上海证券报、数字水泥网等，天风证券研究所

注：标红为进行项目收购，其余为在海外建厂

海外水泥熟料产能达 1249.9 万吨/年，位列国内水泥第二，现有 217 万吨在建产能。2015 年之前，华新海外熟料产能不到 200 万吨，“十三五”期间稳步增长，2020 年达到 617 万吨，2021 年之后海外扩张加速，2023 完成两起并购后熟料产能扩张至 1250 万吨，位列第二，规模直追海螺水泥。其中，华新在亚洲/非洲产能分别占 68%/32%，目前华新在非洲坦桑尼亚和中亚塔吉克斯坦两国分别有 124/93 万吨/年的在建产能，非洲地区未来存在较大提升空间。

表 12：华新水泥海外布局地区及产能

区域	国家	年产能 (万吨)	产能占比
投产			
中亚	塔吉克斯坦	186	15%
中亚	乌兹别克斯坦	124	10%
中亚	吉尔吉斯斯坦	77.5	6%
东南亚	柬埔寨	105.4	8%
南亚	尼泊尔	93	7%
中东	阿曼	261	21%
亚洲合计		846.9	68%
非洲东部	坦桑尼亚	124	10%
非洲中南部	赞比亚	124	10%
非洲南部	南非和莫桑比克	155	12%
非洲合计		403	32%
在建			
非洲东部	坦桑尼亚	124	
中亚	塔吉克斯坦	93	

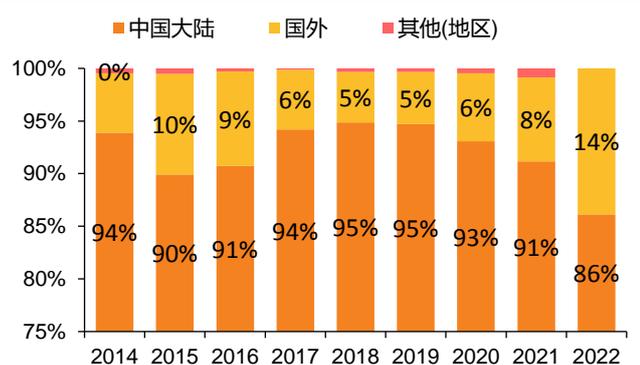
资料来源：水泥网、天风证券研究所

注：水泥网统计的产能口径与我们从产线角度统计的口径略有偏差，此处以水泥网数据为准

华新之所以争得较快的海外扩张速度，主要原因在于以下几点：1) **前瞻性强，早期引入拉豪大股东**：公司早在 1999 年便采取定向募集方式向豪瑞发行 7700 万 B 股，豪瑞于 07 年成为华新第一大股东，15 年拉法基和豪瑞合并后对华新海外业务的赋能进一步加强。14 年至今，华新凭借拉豪大股东的区位优势和品牌背书，通过建厂和收购不断拓展海外业务版图，其中 21 年收购的赞比亚、马拉维项目系拉豪分别控股 75% 和 100% 的企业，大股东股权转让为华新收购扩张提供了直接便利条件。2) **顺地区发展趋势择扩张路线**：公司最早的拓展区域主要在中亚和东南亚地区，而后将扩张重心转移至非洲、中东地区，我们可以观测到非洲、中东（以西亚表征）近几年 GDP 平均增速呈现出超越中亚和东南亚地区的趋势，具有更乐观的增长空间；3) **据当地优惠政策及行业格局择扩张方式**：华新业务扩张的方式主要为海外建厂和并购，其中在市场竞争较为充分，供给集中度较高的地区多采用收购的方式快速提升市占率，而在市场集中度低的地区通过自建产能来最大化发挥自身竞争优势。例如华新收购企业所在国家主要包括柬埔寨、吉尔吉斯斯坦、赞比亚、马拉维和阿曼，其水泥行业多数为寡头垄断格局（柬埔寨 CR5 ≈ 90%（2023 年）、阿曼 CR2 ≈ 100%（2017 年）），因此华新主要采取收购模式；而华新选择新建厂址的国家主要包括塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、尼泊尔和坦桑尼亚，一方面是由于部分国家（乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦）吸引外资进入的支持力度较大，另一方面是由于部分国家（尼泊尔等）的水泥市场集中度较低，进入壁垒相对较低。

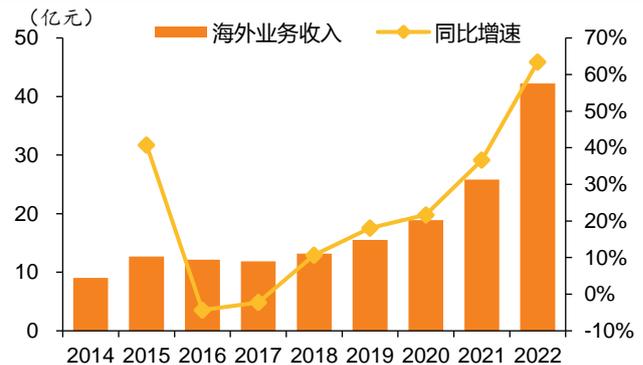
海外收入及份额稳步提升，未来产能仍有翻倍增长空间。收入来看，公司 14-22 年海外收入整体占比维持在 5-10%，22 年迅速提升至 14%，23 年上半年公司海外收入实现 23.8 亿元，同比大幅提升 31%（vs 国内收入增速同比仅增长 7%），海外收入仍保持较快增长趋势。从利润情况来看，22 年公司海外业务 EBITDA 按实际汇率计算突破 14 亿元，同比增加达 40%，占比达到 19%，已成为公司主要利润增长极之一。据水泥大数据研究院资讯，公司完成收购 Natal Portland Cement Company 后预计海外熟料产能将达到 1250 万吨，水泥产能将达到 2187 万吨，公司曾表示“十四五”期间将深化实施海外发展战略，计划未来海外水泥产能扩张至 3000-5000 万吨，成为建材全产业链的跨国集团，海外产能翻两番。

图 16：2014-2022 年华新水泥按地区收入占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 17：2014-2022 年华新水泥海外业务收入增速及同比增速

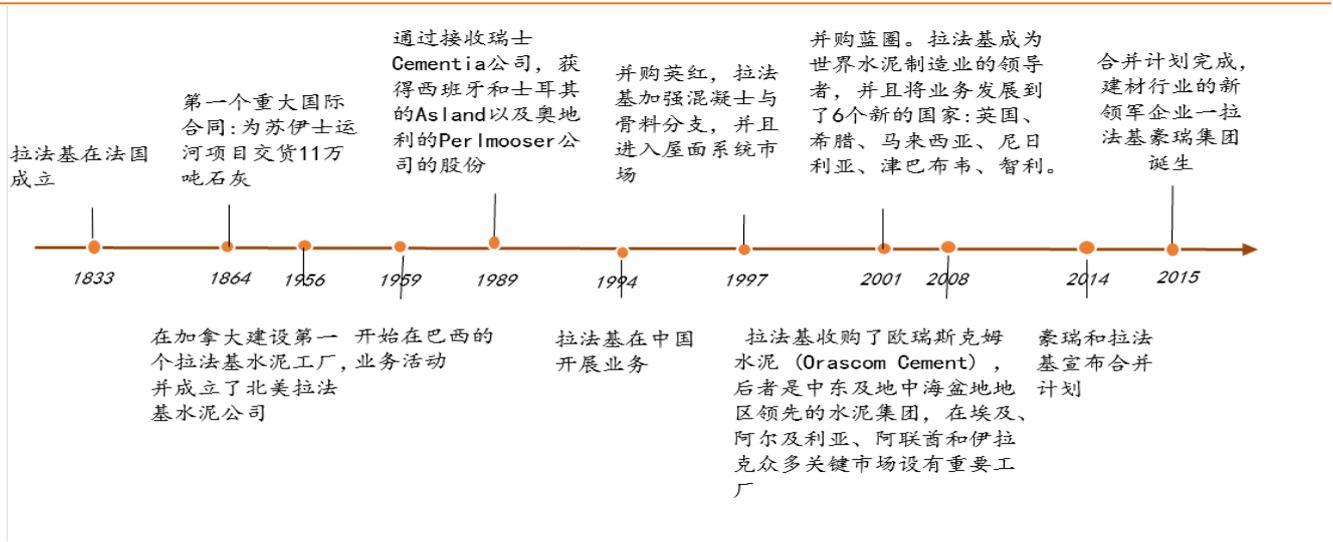


资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

3.1.2. 拉法基豪瑞：世界水泥龙头，并购实现全球扩张

Lafarge（拉法基）源自法国，于 21 世纪初成为全球水泥龙头。拉法基豪瑞是全球最大的水泥企业，其前身拉法基成立于 1833 年，最早在法国从事石灰石开采业务。1864 年公司通过参与埃及的苏伊士运河项目赢得了“世纪大合同”，为其提供建造苏伊士运河码头所需的水硬石灰。1950-1970 年间，公司在南北美洲开始国际扩张，通过建厂和收购其它公司，逐渐在美国、加拿大和巴西站稳脚跟。20 世纪 80 年代公司开始逐渐走向全球，通过并购 Cementia 成为世界第二大水泥企业，90 年代末-21 世纪初陆续收购 Redland、Blue Circle 成为世界第一大水泥企业，2008 年收购 Orascom Cement 加速在非洲的发展。14 年拉法基和豪瑞宣布合并计划，15 年二者合并为全球最大水泥龙头——拉豪集团。

图 18: Lafarge (拉法基) 全球化扩张进程复盘



资料来源: 水泥网、百年华新公众号、天风证券研究所

先期进入欧美市场, 而后打入亚非拉市场。八十年代中后期, 拉法基总体上完成了在法国市场的重组整合, 国内的扩张也基本告一段落, 各企业的水泥产量和市场份额保持稳定。继走向北美之后, 拉法基将目标聚焦于欧洲。而拉法基在亚、非、拉三大洲的水泥业务从拉丁美洲的巴西 (1959 年) 与非洲的摩洛哥 (1928 年) 开始起步, 直到 1993 年才将业务扩展至亚洲地区。2006 年, 拉法基在亚洲的水泥产能超过在欧洲的总产能。2008 年, 拉法基通过收购整合 Orascom Cement 使得在非洲的产能翻倍增长, 2013 年也超过了在欧洲的总产能。我们在此基础上将拉法基的收购进程分为五个主要阶段: 分别为 1980s 前的初步探索期、1990s 收购瑞士 Cementia 后跃居第二、2001 年收购英国 Blue Circle 成为龙头、2008 年收购埃及 Orascom 后拓展亚非市场, 以及拉豪合并后龙头地位进一步稳固的阶段。

表 13: 拉法基扩张进程中重要收购/建厂事项

市场区域	重要收购/建厂事项
欧洲	1833 年成立于法国; 1989 年收购瑞士 Cementia, 成为世界第二; 2001 年收购英国 Blue Circle, 成为世界第一。
北美洲	1956 年收购加拿大水泥厂, 进入北美市场, 1971 年成为加拿大水泥龙头, 而后进入美国等市场。
拉丁美洲	1959 年最早通过巴西进入拉丁美洲市场
非洲	1928 年最早在摩洛哥设厂
亚洲	1993 年收购 Mahaweli Marine Cement, 首次进入亚洲市场; 1994 年合资成立北京兴发水泥有限公司, 进入中国市场; 2008 年收购埃及 Orascom 集团的水泥业务, 开拓中东市场

资料来源: 水泥网、百年华新公众号等, 天风证券研究所

(一) 20 世纪 80 年代之前: 成立于法国, 初步探索非洲、美洲市场

水泥作为典型的顺周期行业, 与宏观经济关联度十分紧密, 拉法基在全球的扩张轨迹亦在一定程度上跟随世界经济的发展轨迹而成。二战后西方国家经济迅速发展, 法国 GDP 也维持在中枢为 5% 左右的较高增速。1971 年布雷顿森林体系解体后, 西方国家经济发展增速有所回落, 法国水泥需求也于 70 年代中期见顶。在此期间, 拉法基除了深耕法国市场外, 亦逐步在北非 (1928 年最早在摩洛哥设厂)、加拿大 (1956 年收购加拿大水泥厂, 进入北美市场, 1971 年成为加拿大水泥龙头;)、美国、南非地区。80-90 年代, 拉法基逐渐走向

全球，在撒哈拉以南和东非地区以及中国、印度和韩国开展新业务，自此开启了持续的扩张版图。

（二）20 世纪 90 年代：收购瑞士 Cementia，成为世界第二

1989 年，拉法基收购瑞士 Cementia Holding A.G.60%的股权，首次进入肯尼亚、西班牙、奥地利、土耳其等市场，在欧洲形成新的市场地位。通过整合美国市场的水泥业务，增强了北美市场的地位，成为世界第二大水泥企业（Holcim 排名第一）。此外，拉法基通过 Cementia 还开始在全球展开水泥贸易。**2003 年 1 月 20 日，拉法基集团完成对 Cementia Holding A.G.的全部接管。**

表 14：拉法基收购的 Cementia 水泥资产的产能情况（截止 2014 年底）

大洲	国家	公司名称	2014 年底水泥产能 (万吨)
非洲	肯尼亚	Bamburi Cement	220
欧洲	西班牙	Asland S.A.	600
欧洲	奥地利	Perimooser ZementwerkeAG	200
欧洲	瑞士	Cementia/Varine Cement	0 (贸易公司)
亚洲	土耳其	Aslan Cimento	0 (已剥离)
总计			1020

资料来源：水泥网 APP 公众号、天风证券研究所

（三）21 世纪 10 年代前期：收购英国 Blue Circle，成为全球水泥龙头

2001 年 1 月，拉法基向英国 Blue Circle Industries 发起收购要约，收购剩余 77.4%的股权，得到了 Blue Circle 管理层和股东的接受。拉法基通过收购 Blue Circle Industries 使得集团规模增加了近 1/3，水泥年产能猛增 35%达到 1.5 亿吨，水泥业务收入猛增 35.63%，成为世界最大的水泥生产商同时扩大了全球水泥业务版图。在英国、希腊、马来西亚、尼日利亚、津巴布韦和智利这六个原先没有进入的国家，成为世界水泥制造业的领导者。

表 15：拉法基收购的 Blue Circle 水泥资产一览（截止 2014 年底）

大洲	国家	Blue Circle 旗下水泥公司	产能 (万吨)
欧洲	英国	Blue Circle Industries PLC	600
欧洲	希腊	Herades General Cement	1000
亚洲	马来西亚	Associated Pan Malaysia Cement Sdn Bhd	1200
非洲	津巴布韦	Circle Cement	50
拉丁美洲	智利	Empresas Medon SA	200
非洲	尼日利亚	West African Parfland Cement Company	100
北美	美国	Blue Circle North America	100
非洲	埃及	Alexandria Portland Cement Company	160
总计			3410

资料来源：水泥网 APP 公众号、天风证券研究所

（四）21 世纪 10s-20s：收购埃及 Orascom，拓展亚非市场，出售石膏板业务

2003 年以后，拉法基在北美、欧洲的扩张基本已经结束，而在亚洲、非洲的水泥业务规模正处于上升通道，在亚洲的水泥产能于 2006 年超过了在欧洲的水平。2006 年，拉法基开始剥离屋面业务，将业务范围聚焦于水泥、混凝土及骨料和石膏，而来自新兴市场的收入增长开始表现抢眼。2007 年 12 月，Orascom Construction Industries SAE (OCI) 宣布将其水泥集团剥离给法国拉法基。**2008 年 1 月，拉法基完成对 Orascom Building Materials**

Holding100%的股权收购。

表 16: 拉法基收购的 Orascom 主要水泥资产一览 (截止 2014 年底)

大洲	国家	Orascom 旗下水泥公司	产能 (万吨)
亚洲	伊拉克	United Cement Corporation	480
亚洲	巴基斯坦	Pakistan Cement Company	210
亚洲	叙利亚	Syian Cement Company	在建 260
非洲	阿尔及利亚	M'sila Cement Plant	530
非洲	埃及	Egyptian Cement Company	1000
总计			2480

资料来源: 水泥网 APP 公众号、天风证券研究所

(五) 2014 年及之后: 与 Holcim(豪瑞)合并, 龙头地位再加码

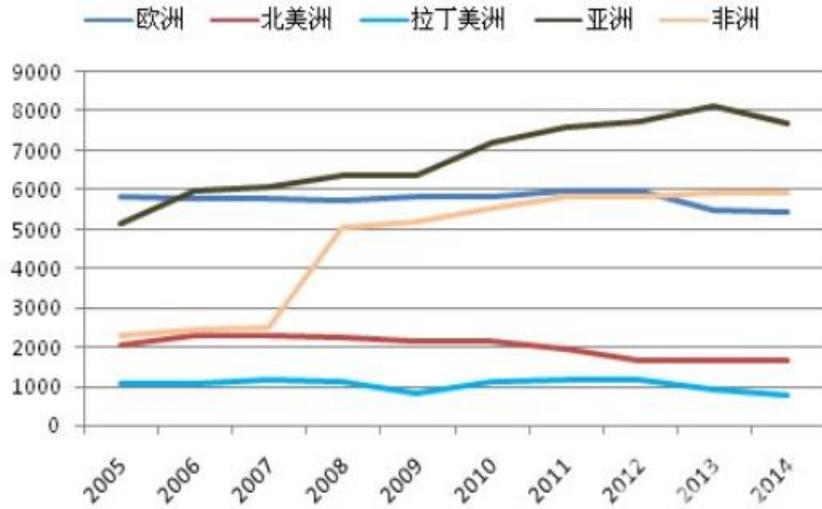
截止 2014 年末, 拉法基已经在世界上 61 个国家开展业务, 年产水泥 2.5 亿吨, 销售收入 128 亿欧元, 已处于龙头地位。而受累于低迷的市场需求和高额的债务, 公司的利润不再增长, 欲寻求新的增长点。在此背景下, 拉法基和豪瑞两家公司开始合并进程, 2014 年 4 月 7 日, 拉法基和豪瑞发布合并公告。2015 年 7 月 10 日, 两家公司对外宣布已达成合并所需的所有条件, 拉法基和豪瑞的全球合并宣告完成, 合并后新公司逐步优化整合优质资产, 获得重新增长的驱动力。与此同时, 为了获得全球各地区的反垄断批准, 兼并重组后的拉法基豪瑞不断“瘦身”, 近年来逐步在南美和东南亚等地区剥离了大量资产。自 2018 年以来, 该公司已逐步出售在印度尼西亚、马来西亚和菲律宾的资产, 以降低公司债务水平。拉法基·豪瑞自 18 年开始 ROE 和毛利率进入上升通道, 资产负债率也有所下滑。

拉法基之所以能够实现大规模扩张, 我们认为一方面在于公司顺势而为抉择扩张区域, 另一方面在于收购标的多为区域龙头, 提高了公司在全球的扩张效率。

1) 从扩张区域来看, 拉法基首先进入欧美市场, 03 年以后拉法基在北美、欧洲的扩张基本已经结束, 而在亚洲、非洲的水泥业务规模正处于上升通道, 在亚洲的水泥产能于 2006 年超过了在欧洲的水平。通过对比各大洲的 GDP 年均增速可以发现, 亚洲、非洲在 03 年后的经济增长动力超越欧美地区, 公司顺应全球经济发展趋势而做出正确的决策, 这与华新的决策出发点保持高度一致。

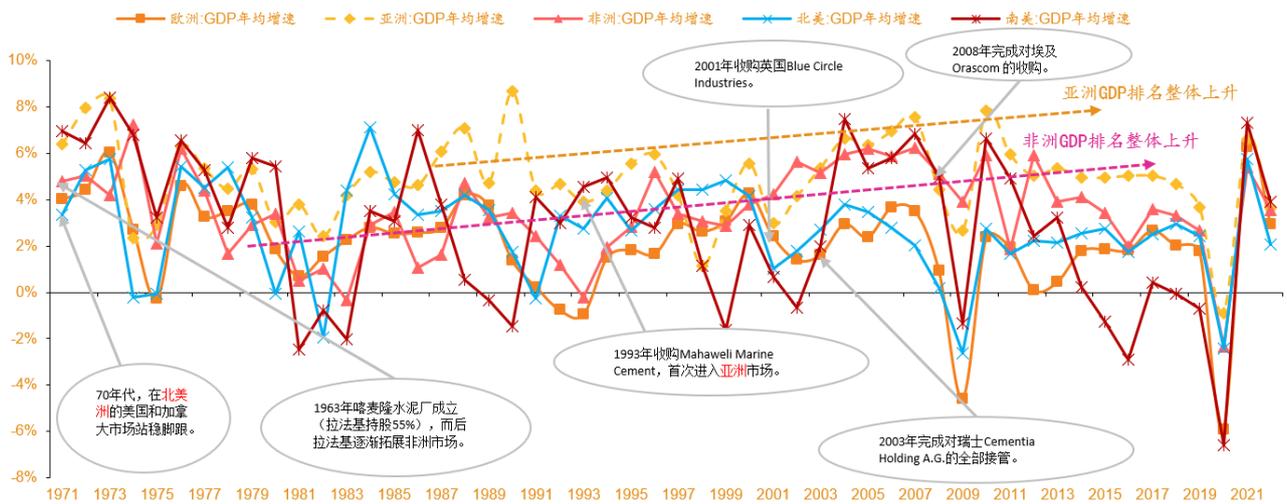
2) 从收购标的及方式来看, 可以发现拉法基收购了很多自身布局区域广泛的龙头企业, 且收购时点选择在彼时所在国家经济面承压之时, 提高了公司对于收购议价权谈判的博弈力量。如, 收购的瑞士 Cementia 在西班牙、奥地利、土耳其、美国、肯尼亚等地均有布局、英国 Blue Circle 在希腊、马来西亚、尼日利亚、津巴布韦和智利等地均有布局, 以及埃及 Orascom 在伊拉克、巴基斯坦、叙利亚、阿尔及利亚等地均有布局。综上所述可以看出, 拉法基的收购野心较大, 多采用“大吃大”模式, 而非“打野式”收购, 最终取得了良好成效, 这为华新进一步扩张的方向提供了一定的指引。

图 19: 2005~2014 年拉法基五大洲水泥产能变化趋势



资料来源：水泥网、天风证券研究所

图 20：1971-2022 年五大洲 GDP 年均增速及拉法基重要扩张事项



资料来源：Wind 等，天风证券研究所

注：由于数据的可得性，粗略采用南美洲数据表征拉丁美洲情况

3.2. 消费建材行业：科达制造 vs 宣伟

3.2.1. 科达制造：非洲建材先行者，有望逐步向“大建材”集团迈进

科达制造股份有限公司创建于 1992 年，于 2002 年在上交所上市，公司早年以陶瓷机械设备为本，2008 年公司正式提出国内和国外“两条腿”走路的策略，逐步推进由单机设备出口向整线设备出口。公司于 11 年成立印度办事处和配件仓，17 年成立土耳其子公司，18 年公司收购意大利老牌陶机企业唯高 60% 的股份，逐步进军欧洲、北美等高端市场，23 年 9 月公司收购欧洲瓷砖模具制造企业 F.D.S Ettmar S.r.l 70% 股权，再次拓展欧洲市场布局，公司目前是亚洲第一、全球第二的建筑陶瓷机械供应商。除此之外，公司从 2012 年开始拓展第二增长曲线，2015 年公司联手广州森大对非洲建筑陶瓷市场进行探索，2016 年公司在非洲的第一个陶瓷厂顺利投产，截至 2023 年 9 月底，科达制造与战略合作伙伴已在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚 5 国合资建设并运营 6 个生产基地，现已建成 17 条建筑陶瓷产线及 1 条洁具产线，产品出口至东非乌干达、卢旺达、西非多哥、贝宁等多个国家。

表 17：科达制造海外扩张时间梳理

时间	扩张进程/收购事项
2008 年	提出国内和国外“两条腿”走路的策略，逐步由单机设备出口向整线设备出口
2011 年	成立印度办事处和配件仓
2016 年	在非洲的第一个陶瓷厂顺利投产
2017 年	成立土耳其子公司
2018 年	收购意大利老牌陶机企业唯高 60%的股份，逐步进军欧洲、北美等高端市场
2023 年 9 月	欧洲瓷砖模具制造企业 F.D.S Ettmar S.r.l 70%股权，再次拓展欧洲市场布局

资料来源：科达制造公众号等、天风证券研究所

我们认为科达制造之所以能够成为发展最快的建材出海龙头之一，其原因可归结为四点：

1) 管理层战略眼光：创始人亲历亲为带领科达赴海外参展，开始出海探索，2008 年公司正式提出国内和国外“两条腿”走路的策略，剑指全球市场，在全球化布点方面，首选印度等发展中国家，主打高性价比，简易耐用的产品优势，第二家布局土耳其，辐射欧洲市场，并在 2012 年意识到陶机业务具备较低的天花板，开始第二增长曲线的探索，最终选择城镇化较为落后的非洲作为自己陶瓷业务的重点发展地区；

2) 设备制造优势：科达制造具备 30 年陶瓷机械的生产制造经验及技术，曾陆续研制出国内第一台陶瓷磨边机、刮平定厚机、抛光机、抛光生产线、大吨位压机等，推动了国产陶瓷机械对意大利进口设备的替代进程，截止到目前，84 项科研成果通过了国家级、省级科技成果鉴定，已成为是亚洲第一、全球第二大的建筑陶瓷机械装备供应商；

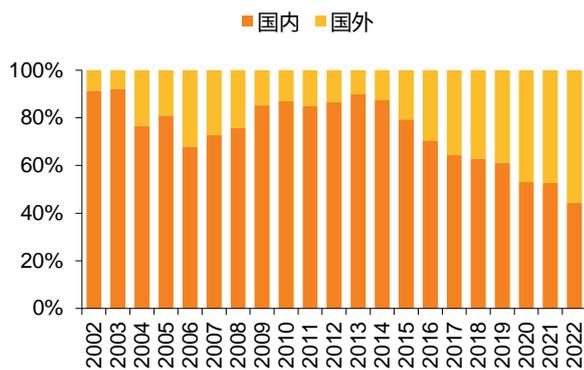
3) 采取差异化扩张策略：公司前期依托供应链优势主要输出发展中国家，随着海外区域的扩张，针对不同地区客户采取差异化策略，针对建材工业发展相对成熟的发展中国家，公司通过设立子公司进行本土化运营，将配件、耗材及维修等服务前移，提升整体边际贡献；针对欧美等海外高端市场，公司通过收购等方式，借助高端品牌的渠道将公司核心产品推向高端市场，通过打造样板工厂、具有超高性价比优势的整线投资，以及后续配件维护服务方案，提升公司陶瓷机械在欧美市场的影响力，拓展增量市场；

4) 通过成立合资公司快速搭建销售渠道：森大集团始创于 2000 年，是最早进入非洲、南美洲等海外市场的国际贸易企业之一，2015 年，公司与森大集团联合对非洲建筑陶瓷市场进行调研，随后就非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚三地合资兴建建筑陶瓷厂项目初步达成合作框架协议。二者通过合资建立科达非洲子公司（截至 23H1 科达持股 51%、森大集团持股 49%）来实现非洲业务的快速腾飞。科达借助森大集团多年开展国际贸易的优势及经验，合资公司的非洲项目通过广泛、完整的产业链能够获取更低原材料成本，在项目运作前期快速打开销售渠道，并在运营过程中逐步夯实自身产业链。

海外收入占比超过一半，未来扩地域、扩品类增长空间仍大。2022 年科达制造实现海外收入 62 亿元，同比增长 34%，近三年海外收入增速均维持 30%以上增长，海外收入占比自 2014 年开始快速提升，2022 年首次超过国内，达到 56%，海外毛利润占比更高，缘于海外业务盈利能力更强。截至 2022 年底公司建筑陶瓷产量合计达到 1.23 亿平方米，市占率为 11.9%，销售辐射整个撒哈拉以南非洲，公司未来将围绕“大建材”战略进行产线建设，依托陶瓷厂向卫生洁具、玻璃等领域进行持续拓展，并将区域策略性延伸至中东、亚洲及南美洲等地区，未来潜在的建材市场空间仍然较大。

图 21：科达制造分地区收入占比

图 22：科达制造海外收入及同比增速



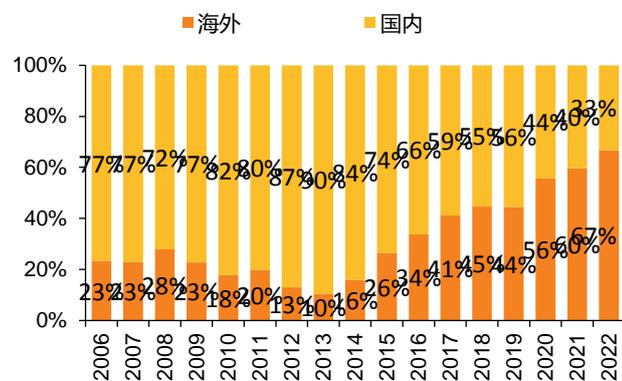
资料来源: Wind, 天风证券研究所



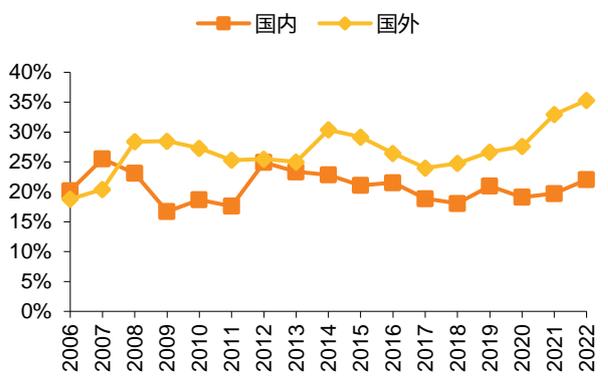
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 科达制造分地区毛利占比

图 24: 科达制造海外毛利率 vs 国内毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 18: 2019-2022 年科达制造产能布局情况梳理

产量		2019	2020	2021	2022
建筑陶瓷业务 (亿平方米)	肯尼亚	-	0.19	0.22	0.29
	加纳	-	0.21	0.28	0.47
	坦桑尼亚	-	0.11	0.14	0.14
	塞内加尔	-	0.18	0.22	0.24
	赞比亚	-	-	0.06	0.10
	喀麦隆	-	-	-	-
	科特迪瓦	-	-	-	-
	总计	0.49	0.69	0.91	1.23
	yoy		40.82%	31.88%	35.42%
洁具业务(万套)	肯尼亚	-	-	-	-
	加纳	-	-	-	-
	总计	-	-	-	-
玻璃业务	坦桑尼亚	-	-	-	-
产能利用率 (%)		2019	2020	2021	2022
建筑陶瓷业务	肯尼亚	-	111%	126%	121%
	加纳	-	119%	94%	106%
	坦桑尼亚	-	120%	115%	117%

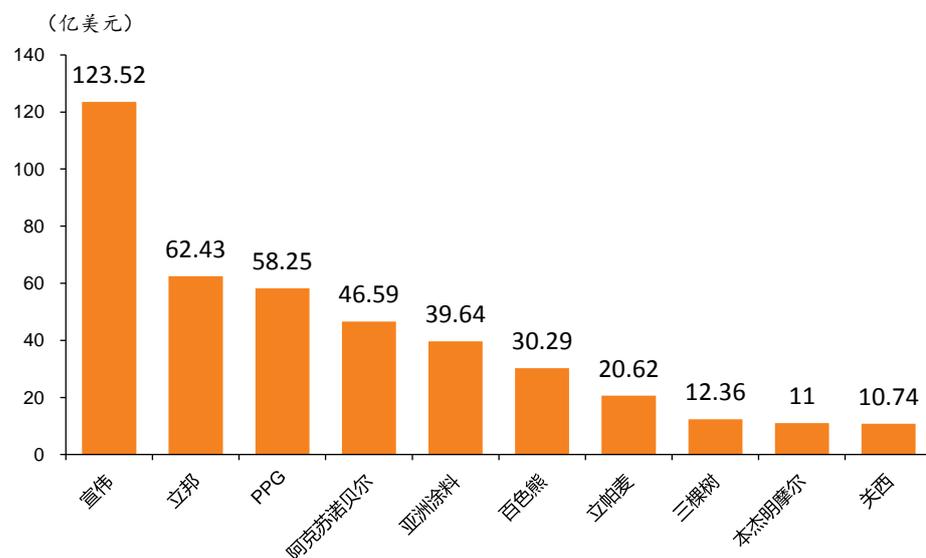
	塞内加尔	-	110%	133%	149%
	赞比亚	-	-	83%	108%
	喀麦隆	-	-	-	-
	科特迪瓦	-	-	-	-
	总计	74%	-	-	118%
洁具业务	肯尼亚	-	-	-	-
	加纳	-	-	-	-
	总计	-	-	-	-
玻璃业务	坦桑尼亚	-	-	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.2. 宣伟：全球涂料龙头，渠道与品类并重

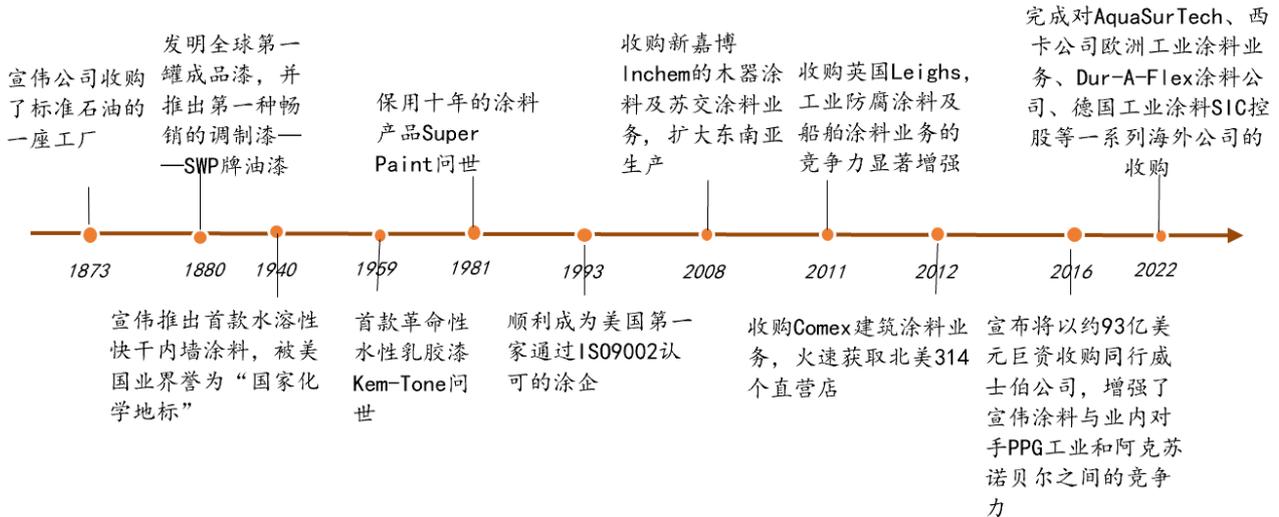
全球涂料龙头，渠道与品类并重。宣伟成立于 1866 年，起家于建筑涂料，2000 年之前主要深耕美国本土，凭借在产品方面的研发能力以及渠道、品牌优势迅速成为美国涂料龙头，2004 年后随着美国新房销售阶段性见顶，公司实施海外发展战略，通过外延收购一方面进一步深化渠道布局，另一方面逐步实现品类拓展，根据中国涂料工业专业财经媒体《涂界》发布的“2023 全球建筑装饰涂料 TOP20 品牌排行榜”，美国宣伟以 123.52 亿美元的销售收入、12.03% 的全球市占率排名第一，这是其连续第五年蝉联全球第一，也是全球唯一市占率超过 10% 的涂料品牌，龙头地位稳固。

图 25：2023 年全球十大建筑装饰漆品牌销售收入



资料来源：涂界公众号，天风证券研究所

图 26：Sherwin（宣伟）全球化扩张进程复盘



资料来源：涂料驿站公众号、天风证券研究所

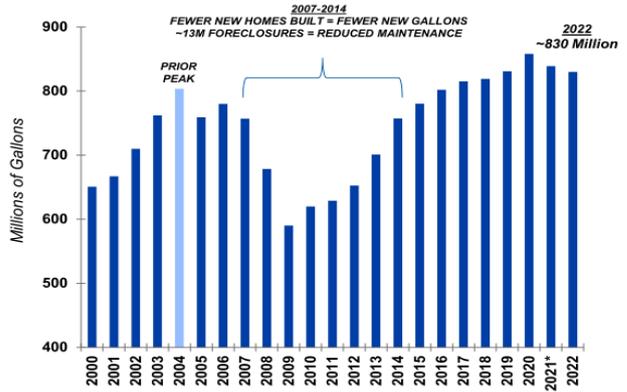
回顾公司的发展历程，我们认为宣伟在本土市场需求见顶后开启扩张策略。2005年美国新建住宅销量阶段性见顶，建筑涂料需求也达到阶段性峰值，北美建筑涂料的竞争格局已趋于稳定。宣伟在21世纪之前主要深耕美国本土市场，依靠其自有的直营店模式实现快速发展，公司于1910s开始建立第一家直营店，截至20世纪末其直营店已超过2000家，我们认为直营店模式的优势在于，一是抢占有利位置布局后，其他企业渠道复制成本较高，因此公司可以利用渠道优势建立较高的竞争壁垒，二是其面对的专业承包商客户对服务要求更高，直营模式有利于对客户需求更及时的作出反馈，加强合作黏性，打造品牌影响力。

图 27：美国新建住房销量



资料来源：Wind、天风证券研究所

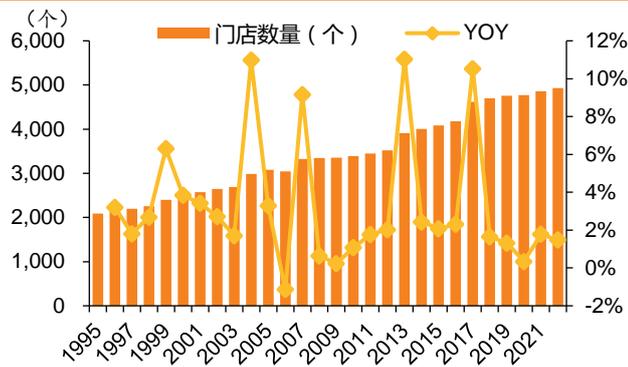
图 28：美国建筑涂料需求



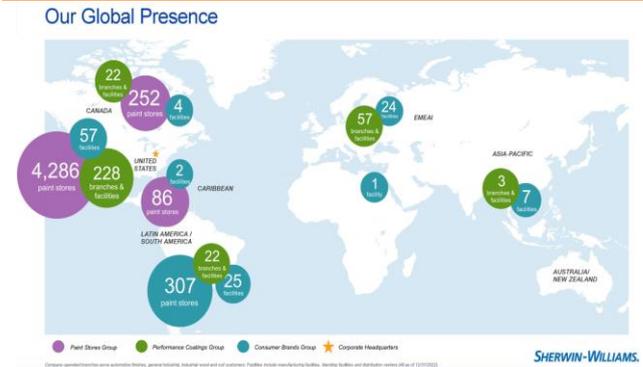
资料来源：宣伟公司公告、天风证券研究所

图 29：宣伟直营店数量

图 30：2022 年宣伟门店布局



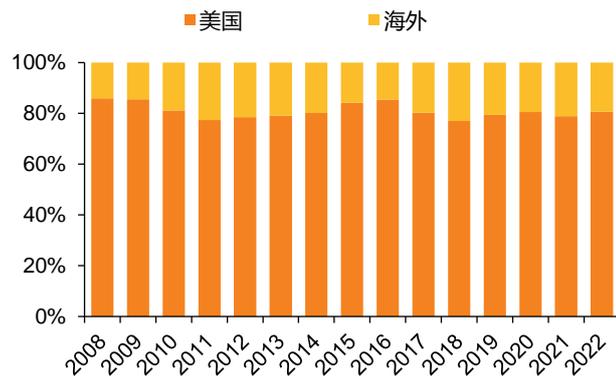
资料来源：宣伟公司公告、天风证券研究所



资料来源：宣伟公司公告、天风证券研究所

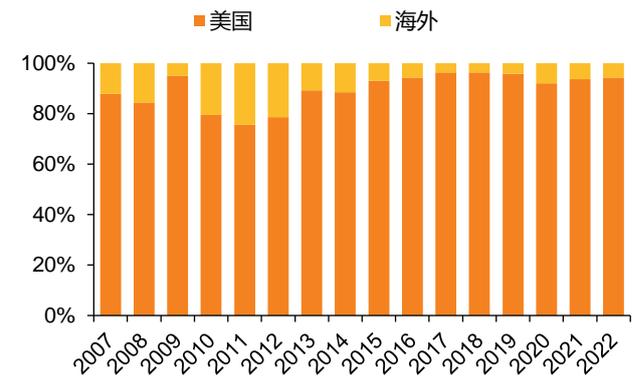
公司并购拓展海外业务渠道，建立一体化供应链，通过大型零售商或经销商渠道销售。在渠道方面，由于直营店投入大、发展速度缓慢，在海外扩张的过程中，宣伟采取了和美国本土完全不同的发展路径，即与当地大型零售商合作及发展经销商的方式进行销售，通过并购方式快速获取渠道资源，建立“生产基地-分配中心-下游渠道”的一体化供应链。公司通过2012年收购Comex获取314家直营涂料店及在加拿大的1500个独立经销商渠道，并通过经销、大型零售商以及少量的直营店销售，2017年公司完成对全球第五大涂料企业威士伯的收购后，一举成为全球最大涂料企业，截至2022年公司在海外地区收入占比接近20%。

图 31: 宣伟海外收入占比



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 32: 宣伟海外营业利润占比



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

专注于涂料领域，在品类上逐渐由建筑涂料向工业涂料延伸。在品类扩张方面，公司曾经经历过失败的多元化扩张，综合业绩出现较大下滑，1979年新任CEO Breen上任后，公司重新聚焦主业，在随后的扩张过程中，公司专注于涂料领域，在品类上逐渐由建筑涂料向工业涂料延伸，2009年收购葡萄牙公司Euroary，2011年收购英国公司Leights，2022年公司先后收购AquaSurTech、西卡公司欧洲工业涂料业务、德国Gross&Perthun GmbH、Dur-A-Flex、意大利知名木器漆品牌“ICA”意卡、德国工业涂料SIC控股等多家公司。截至2022年末工业涂料销售为主的高性能涂料集团收入占比达到30.7%，营业利润占比达到25.6%。

表 19: 宣伟收购公司梳理

收购年份	被收购公司	所在总部位置	主营产品	备注
2008	Inchem	新加坡	木器涂料、塑胶涂料	Inchem 是一家专业生产木器和塑胶涂料产品的亚洲公司，其水性、溶剂性以及 UV 固化性涂料产品被广泛应用在家具、橱柜、木地板和电子产品中，产品同时供应出口及国内市场。Inchem 在中国、越南和马来西亚设有制造工厂和销售部门，并在亚洲其他国家设有

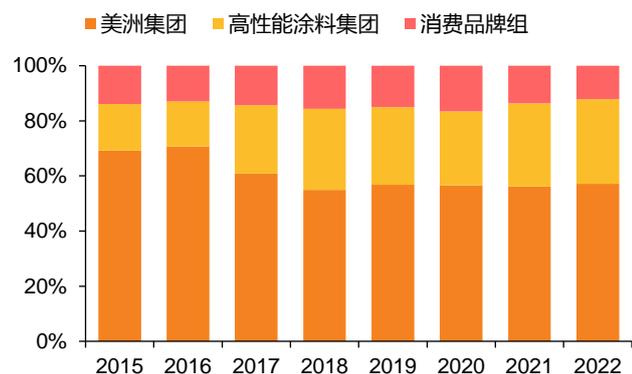
				15 个经销商。
2008	Euronavy	葡萄牙	船舶涂料、防腐涂料	Euronavy 是船舶涂料和防腐蚀涂料制造商,其生产的防护涂料可以为舰船、离岸设施、大型储藏容器、钢铁材料、混凝土和地板等提供卓越的涂层保护。
2010	Sayerlack	意大利	木器涂料	Sayerlack 凭借在聚亚安酯、水基和 UV 涂料等领域的技术优势,不仅在西欧市场位列行业三强,业务范围更覆盖东欧、亚洲及北美地区。其产品符合欧美的 3C 环保标准和国内的 9 环认证,在极为重视绿色环保的西欧市场享有极高的美誉度。
2010	Becker Acroma	瑞典	木器涂料	Becker Acroma 在世界各地拥有 9 家工厂、19 家调配厂以及 13 家技术研发中心,业务遍及瑞典、丹麦、挪威、德国、俄罗斯、中国、越南等 40 多个国家及地区,主要服务于室内外家具、厨房橱柜、地板等几乎所有木器市场,是著名家具品牌宜家、Swedwood 的主要油漆供应商之一。
2011	Leighs	英国	船舶涂料、工业防腐涂料	Leighs Paints 销售业务遍及全球 47 个国家及地区,在英国、德国、加拿大、印度都有其销售和技术支持中心。在防火涂料领域,Leighs 都有完善的产品线,无论烃类市场,还是纤维类市场,能提供各种不同需求的防火涂料产品。
2012	Comex	墨西哥	建筑用涂料	Comex 是墨西哥和中美洲最大的涂料生产商,生产的涂料产品通过全墨西哥范围的 3300 个网点销售,在美国其直营涂料商店也达 240 家,此外还在加拿大拥有 78 家涂料店和约 1500 个独立的涂料经销商。
2012	普兰纳	中国	轿车修补漆、汽车原厂漆、塑料用漆,风电叶片涂料及其他工业涂料	普兰纳的品牌包括“普兰纳 LANET”、“蓝丽 RUNNING”、“康丽莱 CONELY”。
2017	Valspar	美国	建筑涂料、工业涂料、包装涂料	威士伯是涂料行业的全球领导者之一,为客户提供创新、高品质的产品和增值服务。宣伟和威士伯在涂料业务方面具有高度互补性,这种组合增强了宣伟作为全球涂料供应商的领先地位。
2021	Tennant Company 的涂料业务 Tennant Coatings	美国	室内外涂料	Tennant Coatings 设计和制造用于各种应用和行业的室内和室外涂料系统。在截至 2020 年 9 月 30 日的过去 12 个月中,涂料业务的销售额为 2210 万美元,占 Tennant Company 总销售额的 2.2%。
2021	Specialty Polymers	美国	水性聚合物	Specialty Polymers 是主要生产用于建筑和工业涂料及其他应用的水基聚合物的领先制造商和开发商。
2022	ICA	意大利	木器涂料	ICA 致力于设计、制造和分销用于厨柜、家具和装饰、建筑产品、地板和其他专业应用的木器涂料,在意大利和波兰设有生产设施。
2022	AquaSurTech	加拿大	建筑涂料	AQUASURTECH 专注于乙烯/聚氯乙烯建筑产品行业发展最快的细分领域的耐用、环保涂料的开发、生产和销售。
2022	Sika 集团旗下欧洲工业涂料业务	瑞士	工业涂料	Sika 欧洲工业涂料业务主要为高价值的内外钢基础设施、桥梁、机场、铁路、风能、化学品、电力传输、油气储罐、容器和管道的内衬以及水和废水应用制造和销售防腐涂料系统,以及防火涂层系

2022	Gross&Perthun GmbH	德国	适用于运输市场、重型设备	统，以保护和保存钢、木和混凝土建筑构件。 Gross&Perthun GmbH 主要为欧洲运输市场和重型设备市场开发、生产和销售涂料，提供量身定制的系统解决方案和专业建议。
2022	Dur-A-Flex	美国	无缝地板、墙壁系统	Dur-A-Flex 在地板行业拥有超过 55 年的经验，产品包含接缝填料、铺砌和修补，底漆和密封剂，环氧树脂地板，MMA 地板，聚氨酯地板，覆盖和墙壁系统性能面漆等。

资料来源：涂界公众号、涂饰商情公众号、中外涂料网公众号、涂料工业公众号等，天风证券研究所

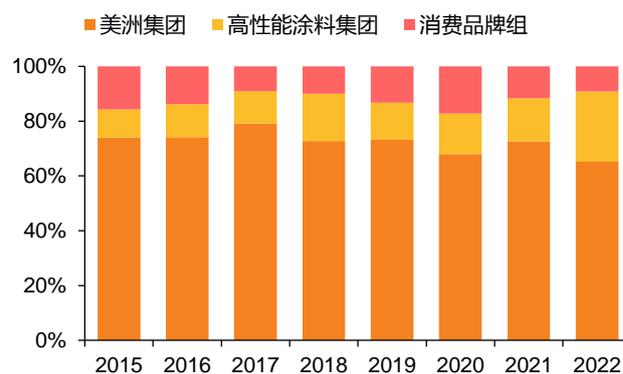
宣伟实现外延扩张的基础是核心主业具备较高的盈利稳定性，且能够提供充沛且稳定的现金流，自身造血功能较强。宣伟开创的直营店模式一方面顺应下游需求结构的变化趋势，随着美国由新增市场转入存量市场，其下游客户也由 DIY 向专业承包商转变，而相比于 DIY 客户高度的价格敏感性，专业承包商对专业化服务的重视程度更高，因此宣伟的产品优势及细致化服务更能契合市场需求，同时宣伟通过专业化方式进一步加强客户黏性。另一方面，该模式下公司直接对接下游消费者，在提升了价格把控力的同时减少了中间渠道费用，所以具备更强的盈利能力与更高的盈利稳定性。公司美洲集团板块也是公司内生增长的核心驱动力，从收入占比来看，美洲集团收入占比维持在 60%左右，营业利润占比总体维持在 70%~75%，同时提供了充沛的现金流，这也是公司未来能够实现外延扩张的基础。

图 33：宣伟分业务收入占比



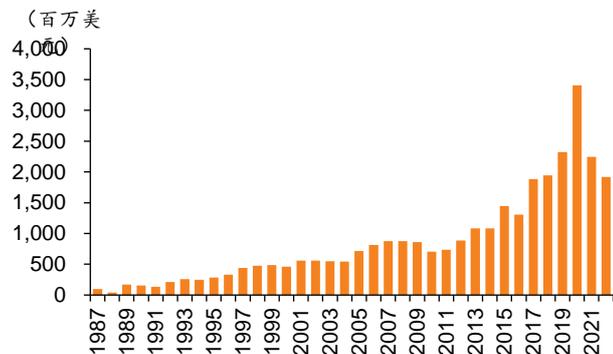
资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 34：宣伟分业务营业利润占比



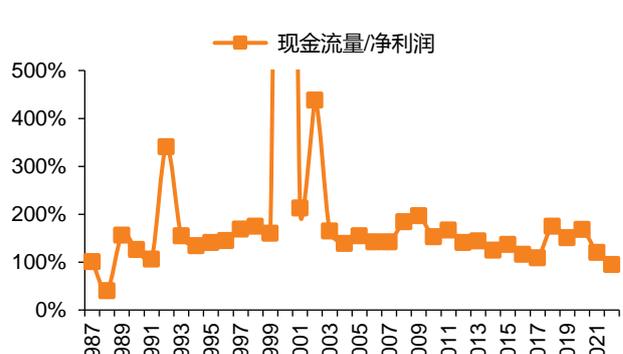
资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 35：宣伟经营活动现金流



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 36：宣伟现金流量/净利润



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

4. 投资建议

海外龙头扩张对我国的启示：通过复盘海外龙头发展路径，我们发现其共性在于，一是核心主业竞争优势明显，具备一定价格主导能力，抗周期能力相对较强，二是其商业模式较优，能够提供长期稳定且充沛的现金流，三是均选择收购为主的方式进行外延扩张。不同点在于对象来看，拉法基更看重公司的规模以及区域格局，通过收购区域水泥龙头实现快速做大做强，且收购时点多选择在经济周期相对底部，提高了公司对于收购议价权谈判的博弈力量，而在供给集中度不高的地区，多采用自建产能的方式，最大化发挥自身生产方面的优势。而宣伟更看重渠道的布局 and 品类的扩张，其所收购公司在当地往往已完成销售渠道的搭建，区别于国内的自营渠道，公司在收购后通常保留其原有的经销模式，而在品类扩张方面，公司围绕涂料板块扩充产品矩阵，由传统建筑涂料向工业涂料、木器涂料等品类延伸。

推荐科达制造、华新水泥。国内建材企业中，科达制造和华新水泥作为出海领航者，华新选择出海的区域均为中亚、东南亚、非洲、中东等需求具备较大增长潜力的地区，区别于国内其他水泥公司自建产能的扩张模式，公司在海外选择收购为主、自建为辅的方式，与拉豪的扩张方式较为类似，公司引进拉豪大股东，彰显了公司管理层战略前瞻性。我们认为拉豪对于公司的赋能一方面体现在拉豪作为全球水泥龙头品牌对于华新品牌力的加持，另一方面在于提供了先进的管理经验和发展理念，公司目前已完成对非洲、中东等地共十多个项目的考察及验证工作，后续海外扩张有望继续稳步推进。科达制造主要发展非洲市场，公司凭借自身在陶瓷机械设备制造方面的优势，选择自建产能的方式，并通过和森大集团成立合资公司的方式，借助森大渠道赋能快速在项目运作前期快速打开销售渠道，并在运营过程中逐步夯实自身产业链，公司后期海外发展驱动力一是瓷砖产能的扩张，二是玻璃、洁具等品类的拓展。

建议关注天山股份、北新建材、苏博特。天山股份全资子公司中材水泥是中建材集团基础建材国际化业务平台，目前在境外投资拥有 3 个基础建材生产运营项目。23 年 12 月天山股份与中材国际共同对中材水泥增资，增资完成后中材国际将持有中材水泥 40% 股权，天山股份有望协同集团兄弟单位加快推进国际化战略。北新建材提出构建“一体两翼、国际化”产业格局，公司于 2018 年通过在坦桑尼亚布局完成出海第一步，目前坦桑基地业绩稳定增长，乌兹别克斯坦、泰国等项目有序进行，且公司在国内具备较强定价权优势，盈利的稳定性与充沛的现金流是公司国际化扩张的重要保障，预计未来公司国际化业务推进也有望提速。苏博特 23 年上半年海外业务保持高速发展态势，在多个“一带一路”国家和地区实现了较明显的增长，同时在海外地区销售的产品品类也不断丰富，海外市场有望逐渐发力。

5. 风险提示

1、海外市场竞争加剧：建材出海企业的业务增长来自于新增产能释放、销售价格提升、经销网点增多等，若后续出海企业数量增多，可能会导致海外业务面临激烈竞争，比如销售单价下滑、销售量减少、经销商流失等，从而导致企业的收入和利润增长速度不及预期。

2、海外需求不及预期：当前全球经济复苏进程缓慢，出海企业的海外业务所处国家经济能否持续增长受诸多扰动因素影响，仍具有较大不确定性。而建材作为顺周期行业，其需求与一国宏观经济发展的关联十分紧密，也可能受不利因素影响，仍承受一定的风险。

3、企业投资不审慎风险：出海企业核心扩张方式之一为海外收购，若国内主体企业对海外项目自身经营水平及其所处市场环境的判断不审慎，可能会给出海企业带来一定经营风险，影响国内企业出海的资金运营及扩张效益。

4、产能建设进展不及预期：出海企业核心扩张方式之二为海外建厂，而出海企业由于出口国家政治经济体制和我国不同，部分地区的政府所发挥的协调和支持职能可或较弱，我国企业在投资前期建设过程中可能会面临土地征收、水、电、路等诸多建设问题，存在配

套建设条件拖累进度致使产能建设进展不及预期的风险。

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