

西部水泥 (02233)

证券研究报告

2024年05月19日

陕西优质水泥民企，非洲出海正当时

西部水泥：西部优质民企，海外业务迅速发展

西部水泥是陕西省领先水泥企业，兼具国内国外双市场业务。公司目前在境内拥有 16 条水泥熟料生产线，在陕西/新疆/贵州地区各建有 13/2/1 条产线，23 年底国内总产能达 2700 万吨/年。国外主要布局在非洲的埃塞俄比亚、莫桑比克、刚果金、乌干达以及中亚的乌兹别克斯坦地区，23 年底水泥产能达 480 万吨。产能利用率方面，23 年国内产线的水泥熟料产能利用率整体处于 50-70% 区间内，国外埃塞俄比亚/莫桑比克产能利用率分别达 104%/84%，显著高于国内水平，且较 22 年分别+20/+5pct，预计未来业绩贡献仍较大。国内水泥出海的上市公司主要为西部水泥、海螺水泥、华新水泥、天山股份等，西部水泥在建产能最多，成长性 or 较优。

国内业务：收入缩减，陕西占比高，新疆弹性大

公司国内业务收入逐年减少，23 年陕西/新疆/贵州收入分别为 37.9/8.1/3.9 亿元，同比分别-20.9%/+16.6%/+5.6%，占比分别为 76%/16%/8%，陕西占比最高。需求端来看：1) 陕西地产和基建投资增速走势与全国相似，23 年水泥产量同比下滑 2% 至 5768 万吨，主要受地产下行拖累较多，而基建提供一定支撑。2) 新疆区位优势明显，23 年水泥产量同比+24% 达 4810 万吨，地产/基建投资同比分别+0.8%/+27.4%，主要系国家“西部大开发”以及“一带一路”建设所拉动，预计未来需求仍有较高景气。3) 贵州需求相对承压，23 年水泥产量同比-6% 达 5883 万吨，地产/基建投资同比分别-19.8%/+8.6%。供给端来看：陕西水泥企业 CR3 达 68%，新疆 CR2 达 51%，公司在陕西份额较大，或具有较高的议价权。近年来陕西省和新疆自治区的熟料产能稳中有降，但贵州省产能仍有增长，预计未来陕西产能利用率有望逐渐恢复，新疆修复空间更大。

海外业务：收入高增，非洲建设景气向上，中亚地处战略要地

公司海外业务收入逐年增长，23 年公司海外收入/溢利分别达 27.7/10.15 亿元，同比分别+145%/+197%，占比分别达 31%/74%，看好公司未来海外业务贡献。公司首个海外水泥项目选址莫桑比克，近年来产能逐步扩张，23 年底达 480 万吨，预计 24/25 年产能分别达 1220/(略小于)1970 万吨。非洲方面，公司在非洲所选址国家均处区域前 20 人口大国范畴内，当地经济建设支撑强劲，水泥需求空间广阔。供给端来看，非洲水泥市场竞争相对激烈，截至 20 年底非洲水泥产能为 386.1 百万吨/年，CR10 为 52.4%，我们预计未来随着公司在非洲各地的产能逐步落地，公司有望跻身 Top10 行列，市占率将得到大幅提升。中亚方面，公司选址乌兹别克斯坦，该国近年来人口及 GDP 均稳步增长，22 年水泥产量达 1460 万吨。当前乌国水泥市场竞争较为激烈，公司投产后将占据较大市场份额，头部地位有望得到稳固。

首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 1.55 港元

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 12.07/19.60/27.95 亿元，同比分别+186.6%/+62.4%/+42.6%，测算 24-26 年公司 EPS 分别为 0.22/0.36/0.51。我们选取港股水泥公司（中国建材、海螺水泥、华润建材科技、金隅集团）作为可比公司，参考可比公司估值，给予公司 24 年 7xPE，对应目标价 1.55 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：非洲水泥市场竞争加剧、中吉乌铁路建设进展不及预期、国际化经营存在风险、国内基建、地产需求回落超预期，拖累水泥供需格局修复、文中测算具有一定主观性。

投资评级

行业	地产建筑业/建筑
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	1.27 港元
目标价格	1.55 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	5,454.33
港股总市值(百万港元)	6,927.00
每股净资产(港元)	2.49
资产负债率(%)	56.94
一年内最高/最低(港元)	1.31/0.56

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

内容目录

1. 西部水泥：西部优质民企，出海正当时.....	4
2. 国内水泥收入缩减，陕西占比高，新疆弹性大.....	8
2.1. 需求：陕黔持续承压，新疆逆势增长.....	8
2.2. 供给：区域集中度较高，关注节能减碳改革落地.....	10
3. 海外业绩高增，非洲建设景气向上，中亚处战略要地.....	12
3.1. 非洲中亚双轮驱动，产能有望迈入新台阶.....	12
3.1.1. 非洲：选址大国，经济建设动能强劲，盈利水平有望进一步提高.....	15
3.1.2. 中亚：乌兹别克斯坦地处要塞，有望受益于“一带一路”建设需求.....	17
3.2. 公司在建产能雄踞榜首，成长性较优.....	18
4. 盈利预测与投资建议.....	20
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：西部水泥历史沿革.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2023 年底）.....	5
图 3：2007-2023 年公司营业收入及同比增速.....	5
图 4：2007-2023 年公司扣非归母净利润及同比增速.....	5
图 5：2007-2023 年公司毛利率和净利率.....	6
图 6：2016-2023 年公司各项费用率.....	6
图 7：2014-2023 年公司水泥熟料销量及同比增速.....	6
图 8：2014-2023 年公司各地区水泥产能利用率.....	6
图 9：2019-2023 年公司国内分地区水泥业务收入.....	8
图 10：2015-2023 年公司国内分地区水泥吨售价.....	8
图 11：2014 年-2024M1-2 全国水泥产量及同比增速.....	8
图 12：2014 年-2024M1-2 陕西水泥产量及同比增速.....	8
图 13：2016-2023 年全国固投、地产、基建投资同比增速.....	9
图 14：2016-2023 年陕西水泥产量及同比增速.....	9
图 15：2014-2022 年陕西各类基建投资占比.....	9
图 16：2014-2022 年陕西各类基建投资同比增速.....	9
图 17：2014 年-2024M1-2 新疆水泥产量及同比增速.....	10
图 18：2014 年-2024M1-2 贵州水泥产量及同比增速.....	10
图 19：2016-2023 年新疆房地产、固定资产、基础设施投资增速.....	10
图 20：2016-2023 年贵州房地产、固定资产、基础设施投资增速.....	10
图 21：2022 年陕西各水泥企业产能占比.....	10
图 22：2022 年新疆各水泥企业产能占比.....	10
图 23：2010-2023 年陕西熟料产能.....	11
图 24：2010-2023 年全国、西南、陕西产能利用率.....	11
图 25：2010-2023 年新疆熟料产能.....	11

图 26: 2010-2023 年全国、西北、新疆产能利用率.....	11
图 27: 2010-2023 年贵州熟料产能.....	12
图 28: 2010-2023 年全国、西南、贵州产能利用率.....	12
图 29: 2020-2023 年公司海外收入及同比增速.....	12
图 30: 2021-2023 年公司海外溢利及同比增速.....	12
图 31: 2000-2023 年公司所布局国家的 GDP(不变价)同比增速.....	13
图 32: 非洲地图.....	13
图 33: 中亚地图.....	13
图 34: 2014-2023 年埃塞俄比亚 GDP (不变价) 及同比增速.....	16
图 35: 2014-2023 年莫桑比克 GDP (不变价) 及同比增速.....	16
图 36: 2014-2023 年刚果金 GDP (不变价) 及同比增速.....	16
图 37: 2014-2023 年乌兹别克斯坦 GDP (不变价) 及同比增速.....	16
图 38: 2021-2023 年埃塞俄比亚、莫桑比克、刚果金产能利用率.....	17
图 39: 中吉乌铁路路线图.....	17
图 40: 2014-2022 年乌兹别克斯坦总人口数及人口增长率.....	18
图 41: 2014-2023 年乌干达 GDP (不变价) 及同比增速.....	18
表 1: 西部水泥产能明细.....	7
表 2: 公司海外水泥及熟料产能情况.....	14
表 3: 公司在非洲/中亚地区的水泥熟料产能释放进度.....	14
表 4: 非洲 Top20 国家人口数、人口密度及人均 GDP 情况.....	15
表 5: 2020 年非洲 Top10 水泥企业 (按产能排序).....	16
表 6: 主要水泥公司出海情况.....	19
表 7: 公司业绩预测核心假设.....	20
表 8: 公司利润表拆分及盈利预测.....	21
表 9: 可比公司估值表.....	22

1. 西部水泥：西部优质民企，出海正当时

公司是陕西省领先水泥企业，10年于港交所上市，20年进军海外。公司最早于2004年在陕西蒲城开工建设首个新型干法生产设施，当年2月投产，2006年底于伦敦证券交易所的另类投资市场上市，筹集资金2200万英镑，后于2010年8月从伦敦证券交易所除牌，随后于港交所上市，筹集16亿港元。2011年5月，公司收购新疆和田地区厂房，首次进军新疆市场。2020年公司开始布局以非洲为核心的海外市场，在南非莫桑比克建设5000t/d水泥熟料生产线，于当年12月投产。2022年公司收购埃塞俄比亚的国家水泥厂房，随后于11月投产，同年12月刚果大湖厂房3500t/d水泥熟料生产线投产，当前公司仍有较多海外在建产能，出海步伐正加速推进。

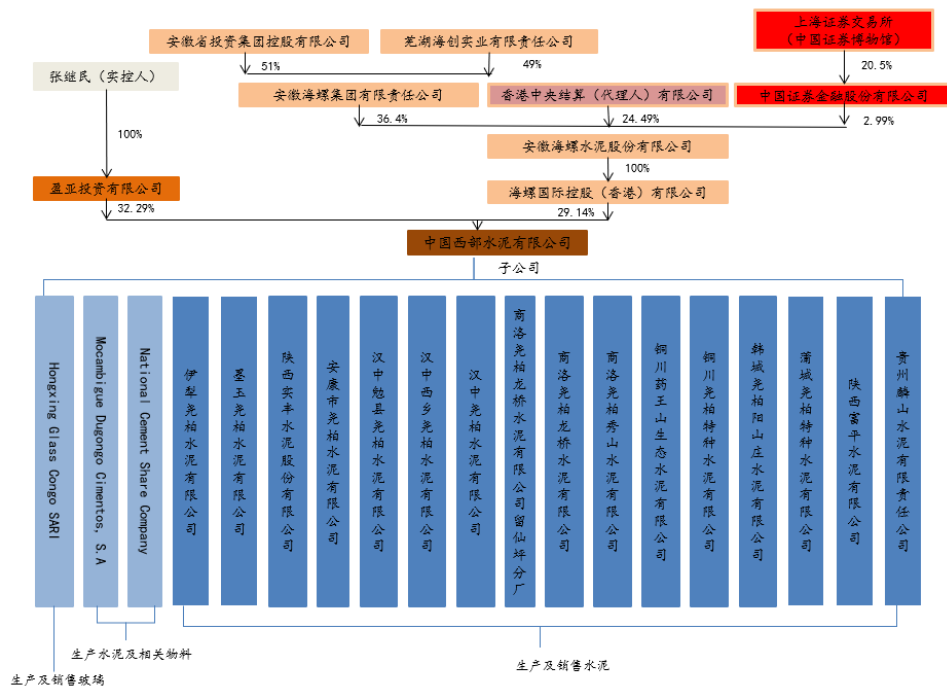
图 1：西部水泥历史沿革



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司实控人为张继民先生，持股5%及以上股东合计持股66.43%。2010年8月公司于香港联交所主板上市，两家发起人共同持股47.44%，其中主发起人盈亚投资有限公司持股42.25%。截止2023年底，公司第一大股东为盈亚投资有限公司，持有公司32.29%股份，二股东为海螺水泥全资子公司海螺国际，持股29%，公司实控人为张继民先生。截止2023年底，公司持有37家参控股公司，其中20家控股子公司主营业务为水泥生产销售，其余参控股公司从事矿山开采销售/玻璃生产销售/原材料生产销售/融资租赁/物流等业务。

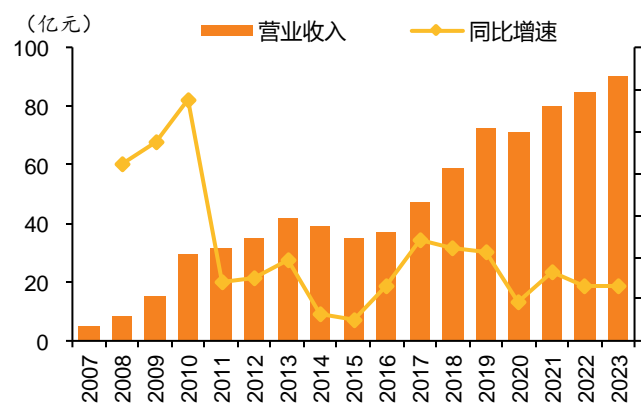
图 2：公司股权结构（截至 2023 年底）



资料来源：Wind、天风证券研究所

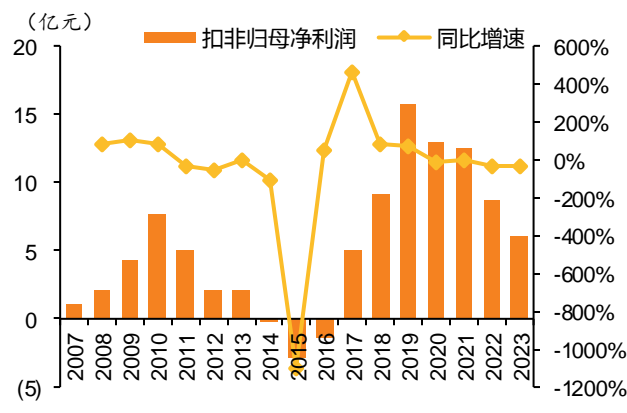
水泥板块持续发力，营收保持稳步增长态势。2007-2010 年间，得益于水泥行业迅速发展，公司营收/扣非归母净利润实现稳步上升，CAGR 分别达 77.86%/89.1%。12-14 年国内水泥需求增速逐渐趋缓，公司收入增速同步减缓，叠加售价降低，毛利率持续走低。15 年水泥行业经济效益严重下滑，受水泥价格下跌影响，公司亏损 3.09 亿元，毛利率/净利率分别跌至 13.24%/-8.77%。17-19 年公司营收/扣非归母净利润再次走出增长趋势，至 19 年达 72.52/15.68 亿元，扣非归母净利润达峰值水平。21-23 年公司营收稳步增长，主要系海外水泥售价较高所致，23 年实现收入 90.24 亿元，创下历史新高，扣非归母净利润为 6.03 亿元。

图 3：2007-2023 年公司营业收入及同比增速



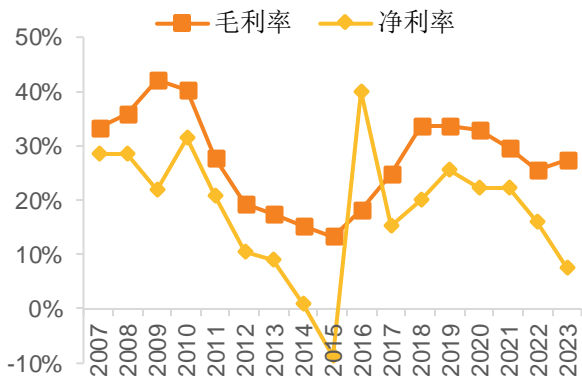
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2007-2023 年公司扣非归母净利润及同比增速



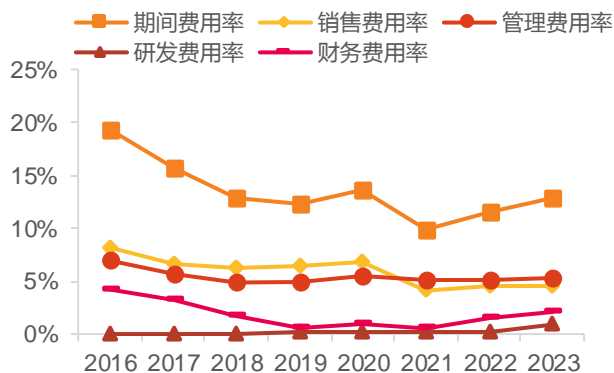
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：2007-2023 年公司毛利率和净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

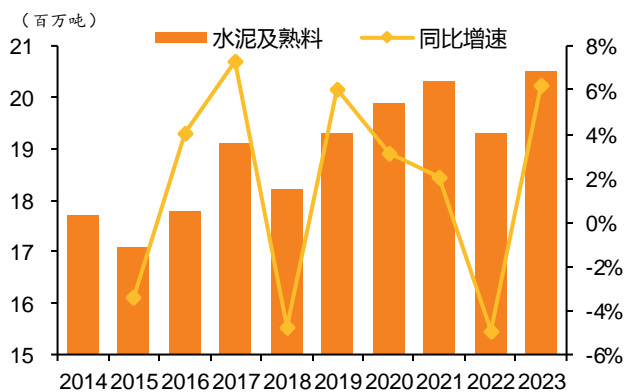
图 6：2016-2023 年公司各项费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

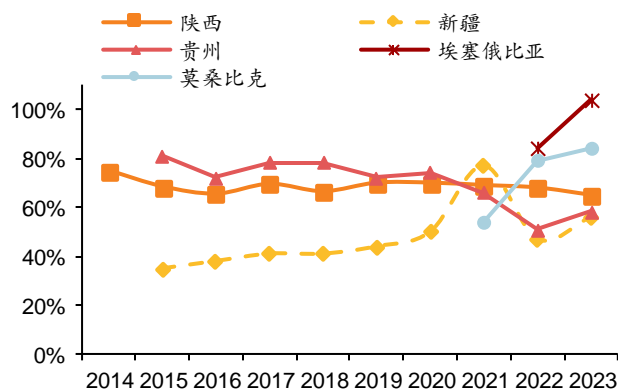
公司目前在国内拥有 16 条水泥熟料生产线，主要布局于陕西省。公司在陕西共有 13 条水泥熟料生产线，产能 800-5000t/d 不等，其中渭南 4 条、汉中 3 条、商洛 3 条、铜川 2 条、安康 1 条，合计产能达 43800t/d。公司另在新疆和田和伊犁各有 1 条水泥熟料生产线，合计产能达 7000t/d，在贵州贵阳 1 条 2500t/d 水泥熟料生产线。2004-2014 年公司积极建造新生产线扩产，截止 23 年底国内总产能达 2700 万吨/年。21 年公司海外产能逐步释放，22/23 年海外水泥熟料销量分别达 160/302 万吨，海外放量驱动 23 年水泥熟料综合销量同比+6.2%达 2050 万吨。产能利用率来看，23 年国内产线的水泥熟料产能利用率整体处于 50-70%区间内，国外埃塞俄比亚/莫桑比克产能利用率分别达 104%/84%，显著高于国内水平，且较 22 年分别+20/+5pct。

图 7：2014-2023 年公司水泥熟料销量及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：2014-2023 年公司各地区水泥产能利用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：西部水泥产能明细

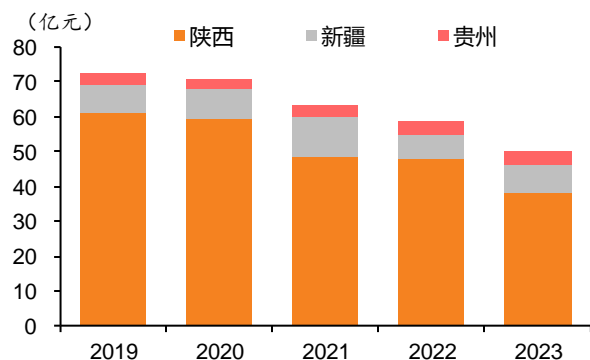
省份	地市	企业名称	回转窑规格	熟料线产能 (t/d)	投产时间
陕西	安康	安康市尧柏水泥有限公司	Φ4.6×68m	4000	2008/10/26
陕西	汉中	汉中勉县尧柏水泥有限公司	Φ4.0×60m	2500	2010/6/26
陕西	汉中	汉中西乡尧柏水泥有限公司	Φ4.0×60m	2500	2011/4/22
陕西	汉中	汉中尧柏水泥有限公司	Φ4.0×60m	2500	2009/12/31
陕西	商洛	商洛尧柏龙桥水泥有限公司	Φ4.2×50m	2500	2012/4/30
陕西	商洛	商洛尧柏龙桥水泥有限公司留仙坪分厂	Φ3.5×52m	1500	2007/6/30
陕西	商洛	商洛尧柏秀山水泥有限公司	Φ3.2×50m	800	2005/3/28
陕西	铜川	铜川药王山生态水泥有限公司	Φ4.0×60m	2500	2010/1/1
陕西	铜川	铜川尧柏特种水泥有限公司	Φ5.73	10000	2021/6/28
陕西	渭南	韩城尧柏阳山庄水泥有限公司	Φ4.0×60m	2500	2010/7/1
陕西	渭南	蒲城尧柏特种水泥有限公司	Φ4.0×60m	2500	2003/12/1
陕西	渭南	陕西富平水泥有限公司	Φ4.8×72m	5000	2006/1/1
陕西	渭南	陕西实丰水泥股份有限公司	Φ4.8×74m	5000	2010/10/26
新疆	和田	墨玉尧柏水泥有限公司	Φ4.7×72m	4500	2020/12/25
新疆	伊犁	伊犁尧柏水泥有限公司	Φ4.0×60m	2500	2014/6/30
贵州	贵阳	贵州麟山水泥有限责任公司	Φ4.0×60m	2500	2014/7/12

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2. 国内水泥收入缩减，陕西占比高，新疆弹性大

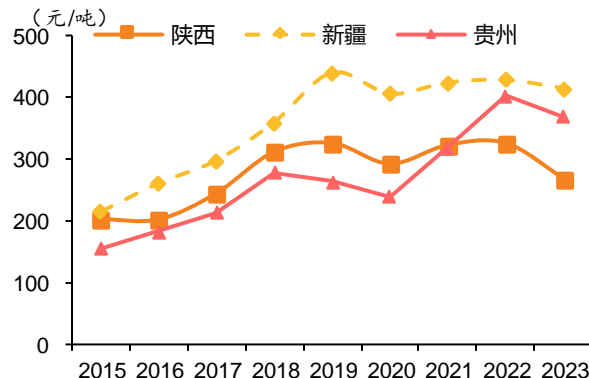
公司近五年国内水泥收入逐年减少，主营地区为陕西、新疆和贵州，陕西占比约 80%。19-23 年受国内水泥需求下行拖累，公司国内水泥收入逐年下滑，23 年陕西/新疆/贵州收入分别为 37.9/8.1/3.9 亿元，同比分别 -20.9%/+16.6%/+5.6%，占比分别为 76%/16%/8%，陕西地区占比最高。19-22 年公司在陕西和新疆的水泥吨售价总体相对平稳，贵州地区价格有所上升，23 年陕西/新疆/贵州水泥吨售价分别为 269/415/369 元，同比分别下滑 57/13/34 元。横向比较来看，新疆地区售价始终高于陕西和贵州地区，盈利弹性或更优。

图 9：2019-2023 年公司国内分地区水泥业务收入



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：2015-2023 年公司国内分地区水泥吨售价

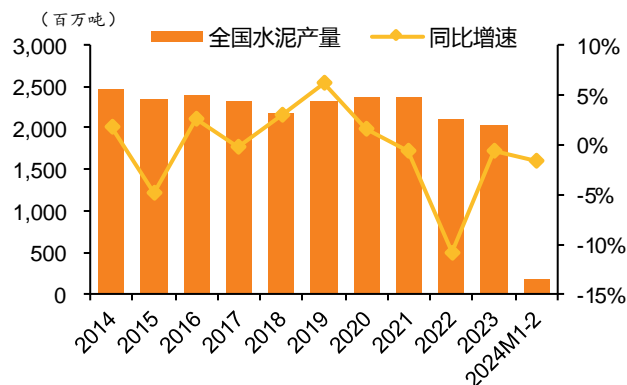


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.1. 需求：陕黔持续承压，新疆逆势增长

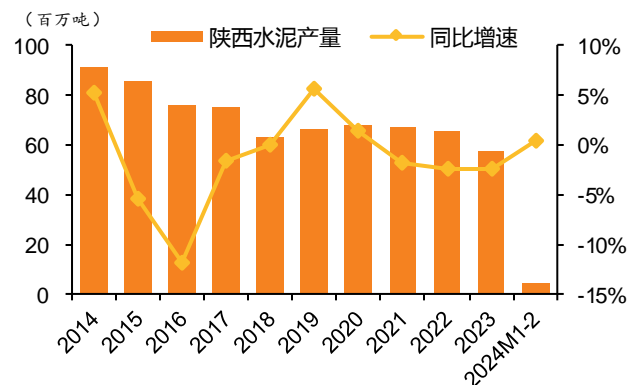
陕西地产需求下滑，基建需求提供支撑，整体走势与全国相似。近几年陕西水泥产量整体呈现稳中下滑趋势，23 年同比下滑 2%至 5768 万吨，主要系下游地产需求下滑较多所致。下游需求来看，近三年陕西地产开发投资增速处明显下滑趋势，基建投资同比增速呈“倒 U 型”走势，与全国走势基本一致。22/23 年陕西基建投资同比分别+12.8%/+8.0%，为水泥需求提供一定支撑。

图 11：2014 年-2024M1-2 全国水泥产量及同比增速



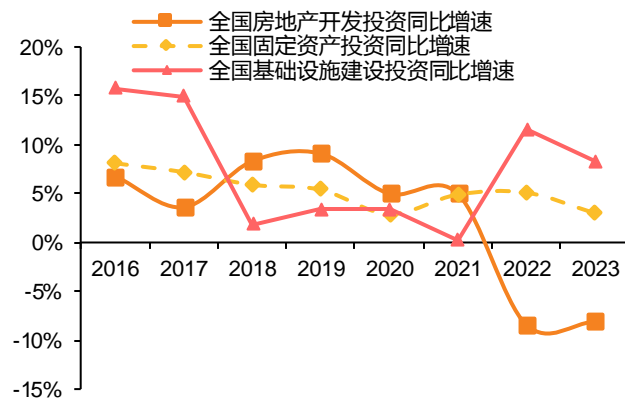
资料来源：水泥网、天风证券研究所

图 12：2014 年-2024M1-2 陕西水泥产量及同比增速



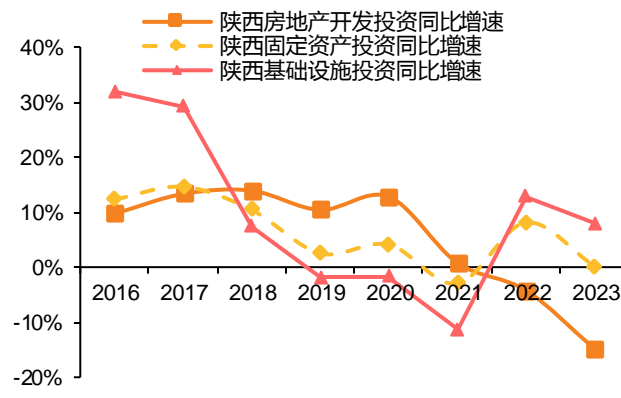
资料来源：水泥网、天风证券研究所

图 13：2016-2023 年全国固投、地产、基建投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

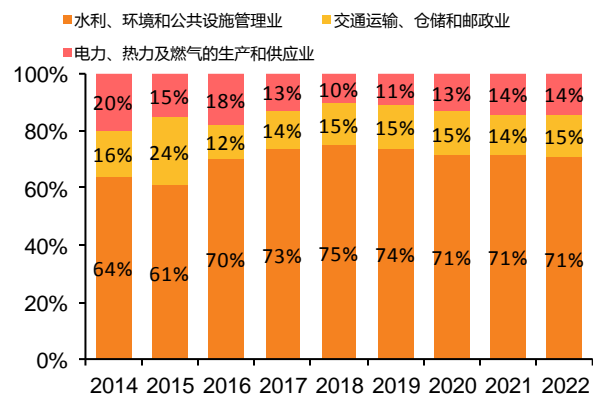
图 14：2016-2023 年陕西水泥产量及同比增速



资料来源：陕西省人民政府网、Wind、天风证券研究所

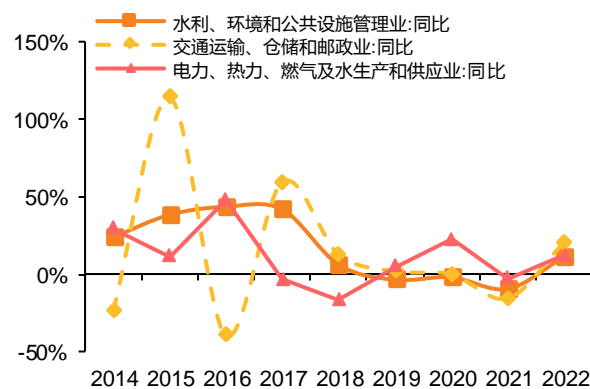
细分来看，陕西基建投资中水利投资占比高达 70%，后续工程项目投资预计逾千亿元。自 16 年至今，陕西水利投资占基建投资比重始终高于 70%，保持较高水平。22 年水利、环境和公共设施管理业的城镇固定资产投资额达 5735 亿元，同比+11.2%。22 年 11 月陕西省水利厅发布《关于加快推进水利基础设施建设的通知》，公布“十四五”期间重点加快推进前期工作的 100 项重点水利工程清单，其中 2022-2023 年拟开工重点水利工程项目清单共计 47 个项目，总投资 487.98 亿元，“十四五”期间后续重点水利工程前期工作项目清单共计 53 个项目，总投资 1174.5 亿元，我们认为未来水利建设仍具有较高增长潜力。

图 15：2014-2022 年陕西各类基建投资占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

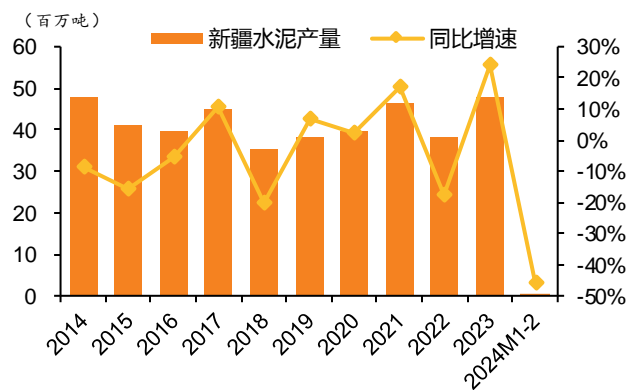
图 16：2014-2022 年陕西各类基建投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

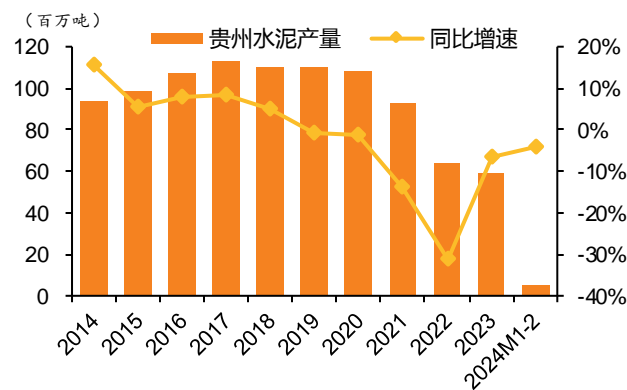
新疆地区基建投资相对较好，支撑区域需求保持高景气，贵州地区相对低迷。新疆方面，受益于国家“西部大开发”以及“一带一路”建设的逐步落地，20 年至今新疆地区固投增速保持在 7%-20%的较高区间水平内，23 年地产/基建投资同比分别+0.8%/+27.4%，水泥产量同比+24%达 4810 万吨，我们预计未来仍有望保持较高的需求景气度。贵州方面，20 年至今固投增速逐渐下滑，23 年地产/基建投资同比分别-19.8%/+8.6%，水泥产量同比-6%达 5883 万吨，需求端低位运行。

图 17：2014 年-2024M1-2 新疆水泥产量及同比增速



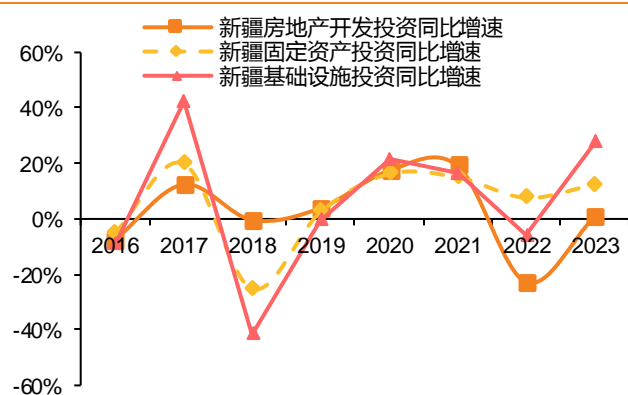
资料来源：水泥网、天风证券研究所

图 18：2014 年-2024M1-2 贵州水泥产量及同比增速



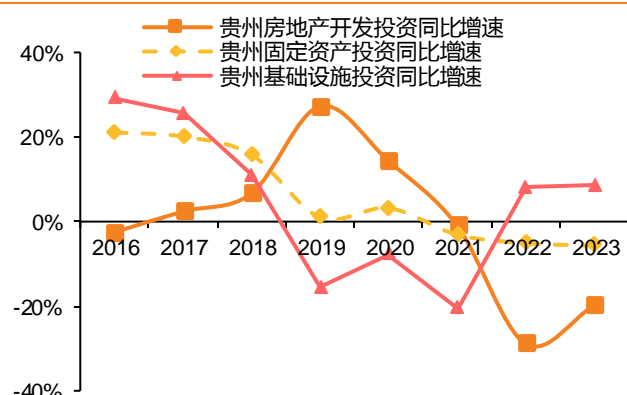
资料来源：水泥网、天风证券研究所

图 19：2016-2023 年新疆房地产、固定资产、基础设施投资增速



资料来源：Wind、新疆生产建设兵团政府网等，天风证券研究所

图 20：2016-2023 年贵州房地产、固定资产、基础设施投资增速

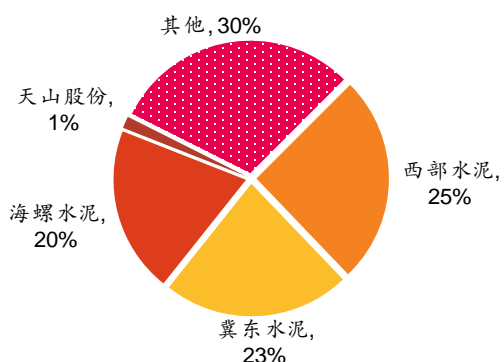


资料来源：Wind、贵州省人民政府、中国统计信息网、天风证券研究所

2.2. 供给：区域集中度较高，关注节能减碳改革落地

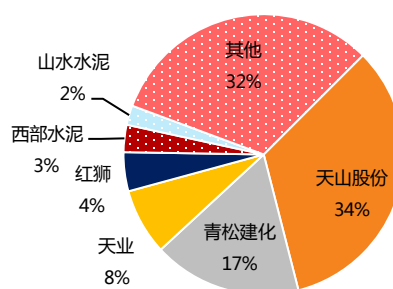
陕西水泥企业 CR3 达 68%，新疆 CR2 达 51%，公司在陕西份额更高。陕西省水泥市场集中度较高，主导企业为西部水泥、冀东水泥和海螺水泥，三家企业合计市占率达 68%，其中西部水泥以 25%的份额雄踞榜首，预计在陕西市场中属价格主导者。新疆水泥市场呈双寡头格局，天山股份、青松建化两家头部企业 CR2 达 51%，西部水泥仅占 3%，预计在新疆市场中属价格跟随者。

图 21：2022 年陕西各水泥企业产能占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

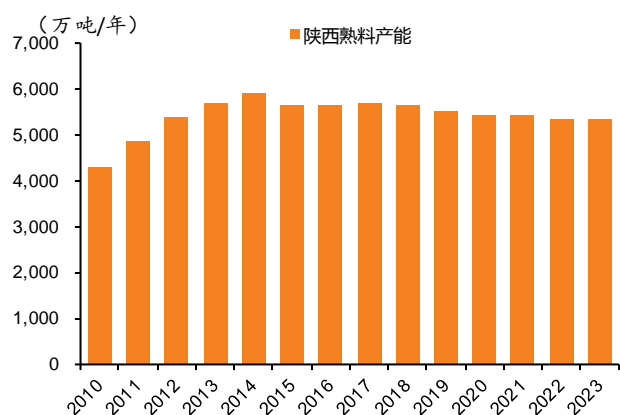
图 22：2022 年新疆各水泥企业产能占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

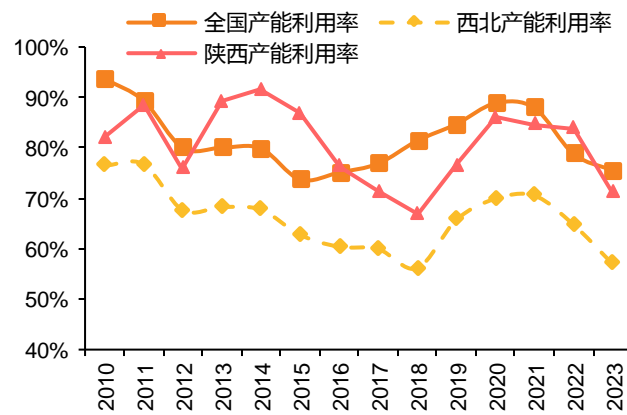
陕西熟料产能稳中有降，中长期看产能利用率有望向上修复。陕西省水泥熟料产能于 14 年见顶，随后稳中有降，23 年底达 5357 万吨/年。20-22 年陕西省水泥熟料产能利用率保持在 80%以上，23 年受需求下滑较多影响，陕西产能利用率同比-13pct 至 71%，短期或仍有承压。2024 年 1 月，陕西省工业和信息化厅印发《陕西省建材行业碳达峰实施方案》，要求 2025 年水泥熟料单位产品综合能耗下降 3%以上，水泥熟料行业产能全部达到能效基准水平且达到能效标杆水平以上产能比例提高到 30%以上。我们认为当前中小产线单位能耗偏高，未来在技改或置换方面须投入较多费用，中小企业出清或将加快。中长期来看，供给端或将进一步优化，产能利用率有望逐步实现向上修复。

图 23：2010-2023 年陕西熟料产能



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

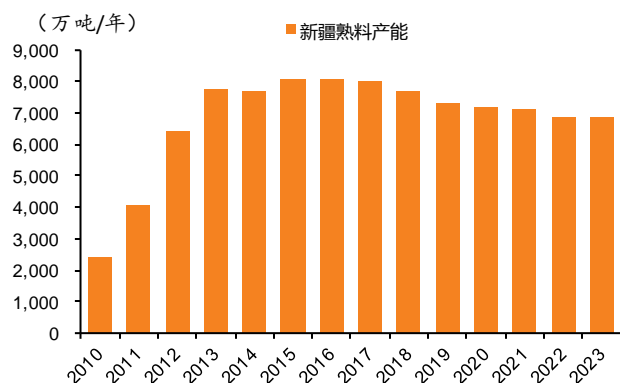
图 24：2010-2023 年全国、西南、陕西产能利用率



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

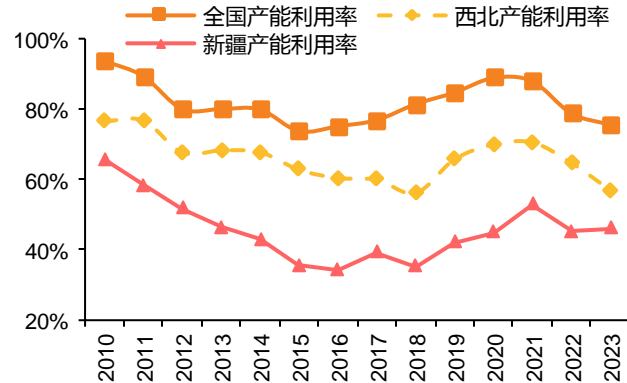
新疆产能利用率有望进一步抬升，贵州近三年下滑幅度较大。新疆方面，16 年水泥熟料产能开始逐渐收紧，至 23 年达 6901 万吨/年，15-18 年间新疆地区水泥熟料产能利用率在 40%以下，19 年至今整体呈上升趋势，至于 23 年达 46%。新疆自治区通过工信厅、生态环境厅联合主导的错峰限产、环保管控等措施进行供给调控，22-23 年新疆各市错峰停产时间在 125-226 天不等，停产力度较 21-22 年进一步增长。我们认为未来随着新疆建设需求的持续增长，以及供给端的逐步收紧，新疆水泥格局有望进一步优化，预计产能利用率将有所抬升。贵州方面，16 年至今水泥熟料产能整体仍呈现小幅增长态势，16-19 年产能利用率逐年增长，但近三年下滑幅度较大，预计短期供给压力仍然较大。

图 25：2010-2023 年新疆熟料产能



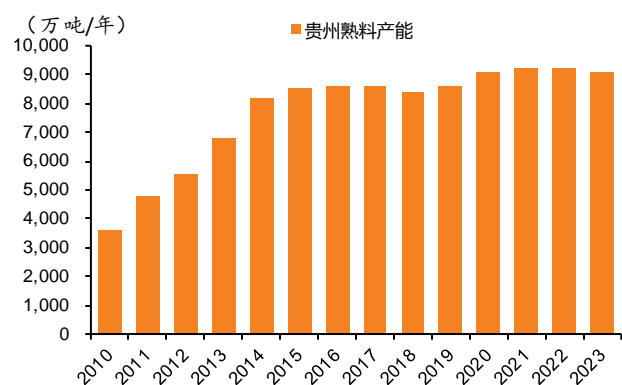
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 26：2010-2023 年全国、西北、新疆产能利用率



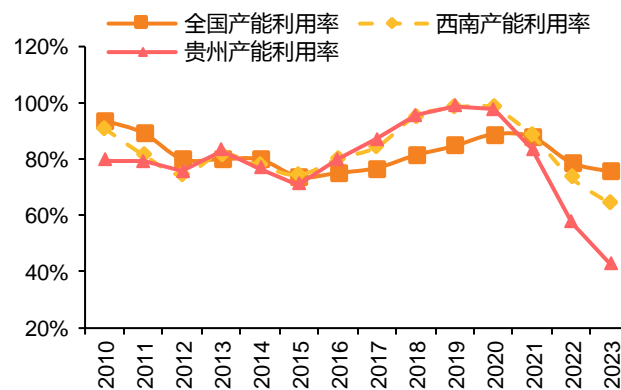
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 27：2010-2023 年贵州熟料产能



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 28：2010-2023 年全国、西南、贵州产能利用率



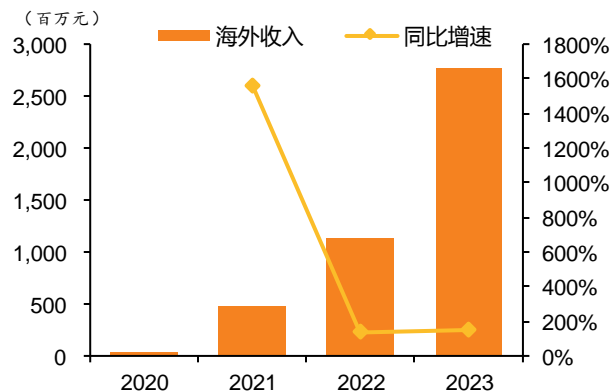
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

3. 海外业绩高增，非洲建设景气向上，中亚处战略要地

3.1. 非洲中亚双轮驱动，产能有望迈入新台阶

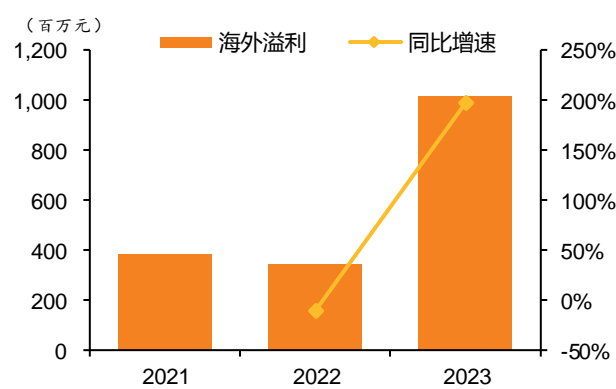
公司海外业绩增长显著，23 年收入利润增速直逼 200%。20 年公司海外业务开始贡献收入，其后逐年大幅增长，至 23 年海外收入同比+145%达 27.7 亿元。利润方面，21/22 年公司海外溢利分别达 3.82/3.41 亿元，23 年同比+197%达 10.15 亿元，海外业绩增长显著。

图 29：2020-2023 年公司海外收入及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 30：2021-2023 年公司海外溢利及同比增速

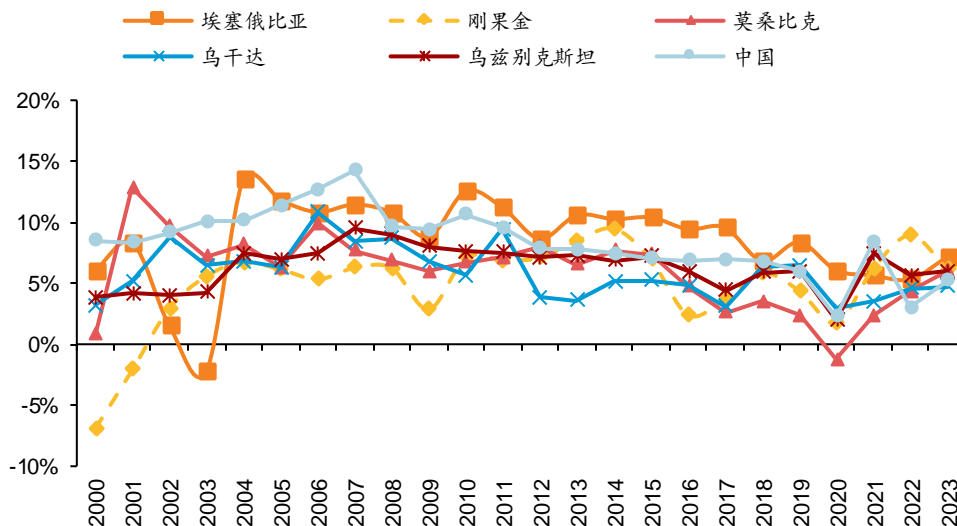


资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：分部溢利指各分部所得的溢利，与内地报表口径对比，约为海外分部的税前净利润+财务费用+公允价值变动损益及股息收入+其他收入/支出

公司海外产能主要布局在非洲和中亚地区，所选址国家近三年 GDP 增速整体呈增长趋势。非洲大陆分为北非、东非、南非、西非和中非地区，共 60 个国家和地区。公司在非洲主要布局在埃塞俄比亚、莫桑比克、刚果金以及乌干达，均位于撒哈拉以南地区，23 年四国 GDP 同比增速分别达 7.2%/6.0%/6.1%/4.8%，同比分别+1.9/+1.7/-2.8/+0.2pct，近四年整体呈增长趋势。中亚方面，公司选址于乌兹别克斯坦，其中安集延产线处于中吉乌铁路的要塞位置，23 年乌兹别克斯坦 GDP 同比增速达 6.0%，同比提升 0.3pct。

图 31：2000-2023 年公司所布局国家的 GDP(不变价)同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 32：非洲地图



资料来源：地理教师网、天风证券研究所

图 33：中亚地图



资料来源：必经地旅游网、天风证券研究所

公司首个海外水泥项目选址莫桑比克，近年来海外水泥产能逐步扩张，23 年底达 480 万吨，我们预计 24/25 年海外产能分别约 1220/(略小于)1970 万吨。分地区来看：

- **1) 埃塞俄比亚（非洲东北部）：**22 年公司收购国家水泥厂（National Cement Share Company, NCSC）62%的股份，改造产线于 22 年 11 月投产，当前水泥年产能达 130 万吨。公司在莱米地区另有一条 10000t/d 在建产线，预计今年 Q2 建成投产，建成后年产能将增加 500 万吨达 630 万吨。
- **2) 莫桑比克（非洲东南部）：**公司在莫桑比克成立合资公司（Mocambique Dugongo Cimentos, S.A）并持有 60%股权，建有一条 5000t/d 的水泥熟料生产线，已于 20 年 12 月投产，当前水泥年产能达 200 万吨。公司在莫桑比克另有一条新线，预计 25 年底竣工。据水泥网口径其熟料年产能为 186 万吨，但我们考虑到华新水泥也进入莫桑比克市场产生冲击，公司或将缩减其产线规模，若按水泥网披露产能口径，折算建成后水泥年产能增加约 250 万吨达 450 万吨，但实际建设规模或小于此。
- **3) 刚果金（非洲中部）：**当前大湖水泥厂建有一条 3500t/d 产线，已于 22 年 12 月投产，当前水泥年产能达 150 万吨。大湖水泥厂产品除销往本地外，还出口至临近的卢

旺达、布隆迪、坦桑尼亚等国家和地区，23 年受物流条件限制，产能未得到充分释放，我们预计今年随着物流、运输水运的渠道打通，产能利用率将有所提升。

- **4) 乌干达 (非洲东部):** 今年预计新开工一个 6000T/D 产线，预计 25 年投产。
- **5) 乌兹别克斯坦 (中亚):** 公司当前在东部安集延有一条在建产线，预计今年 Q2 点火投产。

表 2: 公司海外水泥及熟料产能情况

国家	水泥产能 (万吨/年)	熟料产能 (万吨/年)	熟料产能 (T/D)	开工/投产时间	股权结构
埃塞俄比亚	130			22 年 11 月投产	公司持有 National Cement Share Company 62% 股权
	500	310	10000	预计 24 年 Q2 投产	
莫桑比克	200	155	5000	20 年 12 月投产	公司持有 Mocambique Dugongo Cimentos, S. A 60% 股权
	250	186	6000	预计 25 年投产	
刚果金	150	108.5	3500	22 年 12 月投产	公司持有 Hongxing Glass Congo SARL 100% 股权
乌干达	250	186	6000	预计 25 年投产	
乌兹别克斯坦	240	186	6000	预计 24 年 Q2 投产	
	250	186	6000	预计 25 年投产	

资料来源：公司年报、水泥网、中铁二十局公众号等，天风证券研究所

注：莫桑比克二线、乌干达产线以及乌兹别克斯坦二线的水泥产能为推算数据

表 3: 公司在非洲/中亚地区的水泥熟料产能释放进度

项目	水泥产能 (万吨/年)	熟料产能 (万吨/年)	熟料线产能 (T/D)
当前产能	480	393.5	8500
24 年年底产能	1220	889.5	24500
非洲	980	703.5	18500
中亚	240	186	6000
25 年年底产能	1970	1447.5	42500
非洲	1480	1075.5	30500
中亚	490	372	12000

资料来源：公司年报、水泥网、中铁二十局公众号等，天风证券研究所

3.1.1. 非洲：选址大国，经济建设动能强劲，盈利水平有望进一步提高

公司在非洲所选址国家均处区域前 20 大国范畴内，当地经济建设支撑强劲，水泥需求空间广阔。当前非洲总人口已超过 14 亿人，据联合国预计，到 2050 年非洲人口将接近 25 亿，占全球人口比重约 25%，到本世纪末占比将接近 1/3，未来非洲有望释放显著的人口红利效应。22 年埃塞俄比亚、莫桑比克、刚果金以及乌干达人口数量分别达 123/99/47/33 百万人，在非洲分别位列第 2/14/4/8，同比均实现 3%左右的增长，人口密度和人均 GDP 亦均有增长，大国发展优势显著，经济建设需求支撑性强劲。据 Research and Market 所发布的《Sub-Saharan Africa Cement Market Report and Forecast 2023-2028》报告，撒哈拉以南非洲水泥市场预计将在 2023 年至 2028 年间以 4%左右的复合年增长率增长，我们认为未来随着非洲人口数量的不断增长以及城镇化率的不断提升，基础设施建设有望持续加码，非洲水泥市场具有十分广阔的需求增长空间。

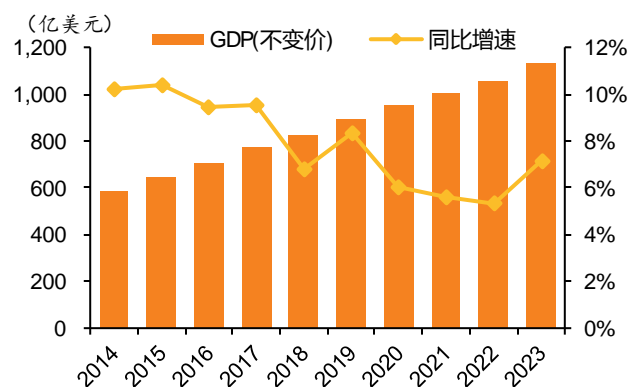
表 4：非洲 Top20 国家人口数、人口密度及人均 GDP 情况

序号	国家	人口数 (千人)	同比增速	人口密度 (人/平方公里)	同比增速	人均 GDP:不变价 (美元)	同比增速
1	尼日利亚	218,541	2.38%	234.31	2.44%	2,449.59	0.82%
2	埃塞俄比亚	123,380	2.54%	106.58	2.64%	857.32	2.67%
3	埃及	110,990	1.57%	109.76	1.67%	4,088.90	4.93%
4	刚果(金)	99,010	3.20%	42.30	3.28%	528.79	5.50%
5	坦桑尼亚	65,498	2.96%	71.79	3.05%	1,057.66	1.53%
6	南非	59,894	0.84%	48.96	1.00%	6,022.43	1.06%
7	肯尼亚	54,027	1.91%	93.13	1.96%	1,754.59	2.86%
8	乌干达	47,250	3.00%	228.67	3.26%	934.34	1.50%
9	苏丹	46,874	2.63%			1,684.63	-3.52%
10	阿尔及利亚	44,903	1.63%	18.55	1.67%	3,999.76	1.53%
11	摩洛哥	37,458	1.02%	83.08	1.06%	3,300.80	0.22%
12	安哥拉	35,589	3.10%	27.68	3.22%	2,385.12	-0.10%
13	加纳	33,476	1.94%	144.30	2.03%	2,031.43	1.10%
14	莫桑比克	32,970	2.74%	40.79	2.88%	590.37	1.53%
15	马达加斯加	29,612	2.38%	49.70	2.45%	453.86	1.36%
16	科特迪瓦	28,161	2.45%	86.41	2.49%	2,430.31	4.16%
17	喀麦隆	27,915	2.60%	57.54	2.67%	1,441.79	0.93%
18	尼日尔	26,208	3.71%	19.94	3.78%	545.41	7.43%
19	布基纳法索	22,674	2.56%	80.78	2.69%	732.57	-0.79%
20	马里	22,594	3.10%	17.95	3.21%	748.97	0.57%

资料来源：Wind、公司年报、天风证券研究所

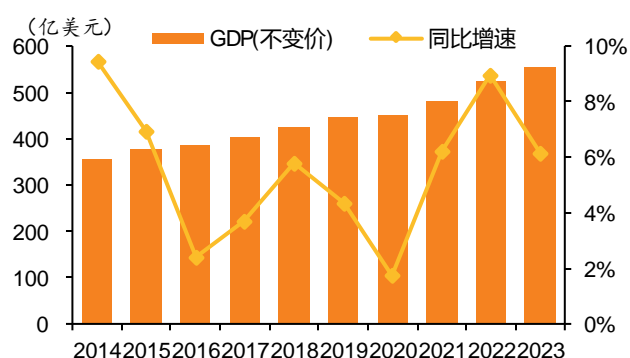
注：1) Top20 为按人口筛选；2) 由于数据可得性，人口数、人均 GDP 为 22 年数据，人口密度为 21 年数据；3) 标红为公司具有在产/在建产线所在国家

图 34：2014-2023 年埃塞俄比亚 GDP（不变价）及同比增速



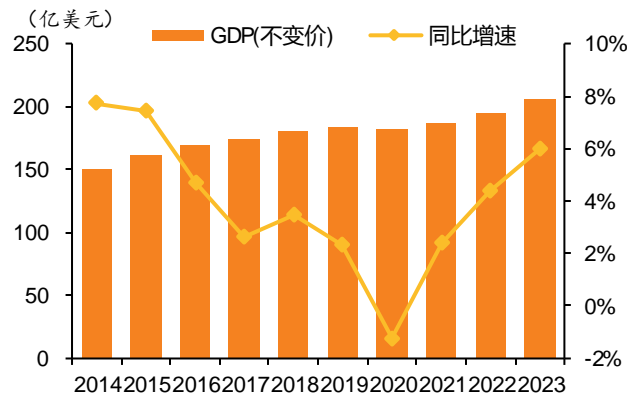
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36：2014-2023 年刚果金 GDP（不变价）及同比增速



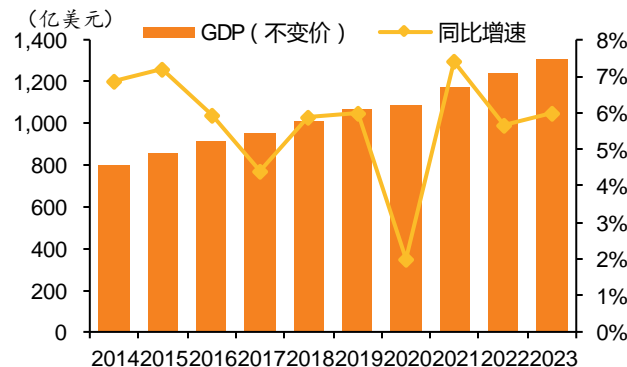
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35：2014-2023 年莫桑比克 GDP（不变价）及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 37：2014-2023 年乌兹别克斯坦 GDP（不变价）及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

供给方面，非洲水泥市场竞争相对激烈，20 年底 CR10 为 52.4%。由于非洲近几年建设加速，水泥市场涌现较多新进入者，当地和国际企业都在争夺市场份额。截至 2020 年底，非洲水泥产能为 386.1 百万吨/年，前 10 家公司合计产能为 202.2 百万吨/年，CR10 达 52.4%。其中，丹格特水泥（Dangote Cement）、拉法基豪瑞（Lafarge Holcim）和海德堡水泥（Heidelberg Cement）系三家头部企业，20 年在非洲地区产能分别为 48.6/40.9/26.3 百万吨/年，CR3 为 30%。在非洲布局的中资企业主要有西部水泥、华新水泥、天山股份以及川惠科技和中港建设，西部水泥当前投产及在建产能均排在前列，布局相对较早。分国别看其当地竞争企业，埃塞俄比亚仅有川惠科技（124 万吨/年）、莫桑比克有华新（华新在南非和莫桑比克合计产能为 155 万吨/年）和中港建设（93 万吨/年），其余在非洲布局的企业均未与西部水泥选址国家重合，预计企业间协同相对便利。我们认为未来随着西部水泥在非洲各地的产能逐步落地，公司有望跻身 Top10 行列，市占率将得到大幅提升。

表 5：2020 年非洲 Top10 水泥企业（按产能排序）

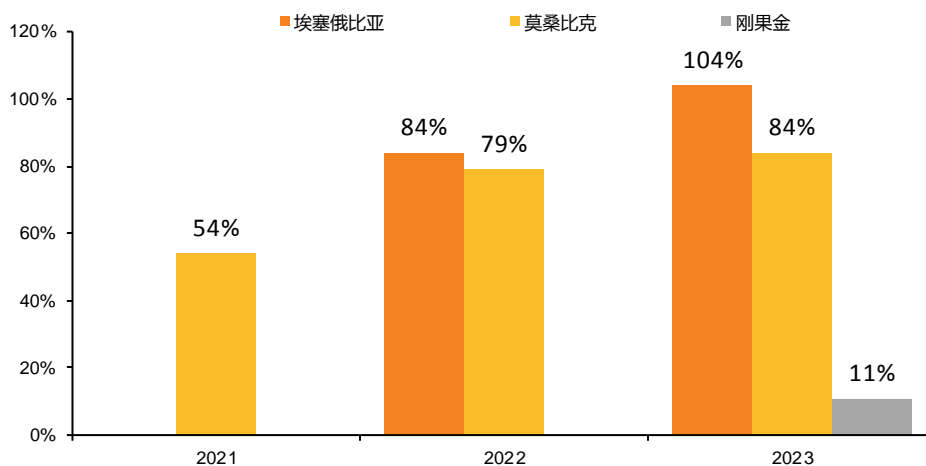
序号	企业	产能 (百万吨/年)	总部或主要厂址地区
1	丹格特水泥	48.6	尼日利亚、坦桑尼亚、南非、埃塞俄比亚、喀麦隆、刚果共和国、加纳、塞内加尔、赞比亚和塞拉利昂
2	拉法基豪瑞	40.9	摩洛哥、阿尔及利亚、尼日利亚和埃及
3	海德堡水泥	26.3	莫桑比克、埃及、摩洛哥、刚果民主共和国、坦桑尼亚、多哥以及西非其他五个国家
4	GICA	20.0	阿尔及利亚
5	El Arish	12.5	埃及
6	Addhoha	12.0	摩洛哥

7	PPC	11.6	撒哈拉以南国家南非、埃塞俄比亚、津巴布韦、刚果民主共和国和卢旺达等地
8	BUA 集团	11.0	尼日利亚
9	Intercement	10.7	埃及、莫桑比克和南非
10	Vicat	—	埃及、塞内加尔、马里和毛里塔尼亚

资料来源：水泥网、天风证券研究所

非洲水泥市场当前仍供不应求，产能利用率及价格或将稳中有升。产能利用率方面，22 年公司在埃塞俄比亚/莫桑比克的水泥产能利用率分别为 84%/79%，23 年分别提升至 104%/84%，预计今年将维持高水平或略有增长。23 年刚果金产能利用率仅 11%，主要受到运输问题影响，产能未得到充分释放，预计 24 年将将有较大幅度提升。价格方面，受非洲水泥市场供不应求格局影响，当地水泥价格相较中国溢价较高，22 年公司在埃塞俄比亚/莫桑比克/刚果金的水泥吨均价分别为 748 元/552 元/150 美元，23 年分别抬升至 872/663/1272 元。当前公司与当地几家头部企业整体协同较好，除埃塞俄比亚政府对当地价格有行政管控外，其余地区水泥价格推涨阻力或较小，预计未来仍有一定提升空间。

图 38：2021-2023 年埃塞俄比亚、莫桑比克、刚果金产能利用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.1.2. 中亚：乌兹别克斯坦地处要塞，有望受益于“一带一路”建设需求

乌兹别克斯坦近年来人口及 GDP 均稳步增长，22 年水泥产量达 1460 万吨。人口来看，14-22 年乌兹别克斯坦人口数量实现逐年增长，22 年人口数增至 3565 万人，人口增长率达 2.08%。GDP 来看，14-22 年乌兹别克斯坦 GDP(不变价)始终保持增长，22 年 GDP 增至 1238 亿美元，同比增长 5.7%。当前乌兹别克斯坦首都塔什干打算建设规划新城，新连任的总统将在 7 年任期中继续推行招商引资政策，建设力度较大。乌国经济正处于快速发展期，我们预计基建需求有望持续高涨。此外，乌兹别克斯坦处于中吉乌铁路必经之地，随着中国“一带一路”建设的逐渐推进，以及俄乌战争导致俄方不得不逐步放松对中亚地区的控制权，我们认为未来中吉乌铁路有望加速落地，乌国水泥需求或将进一步得到提升。

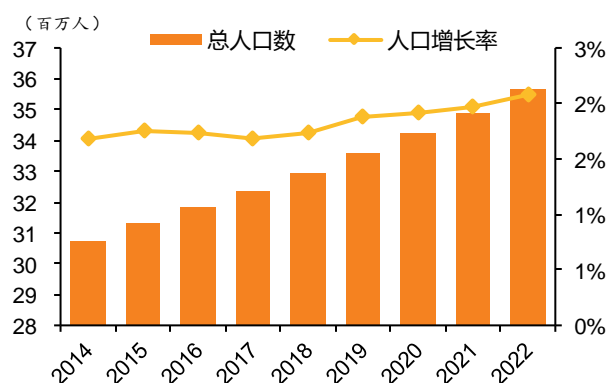
图 39：中吉乌铁路路线图



资料来源：铁洋多式联运公众号、天风证券研究所

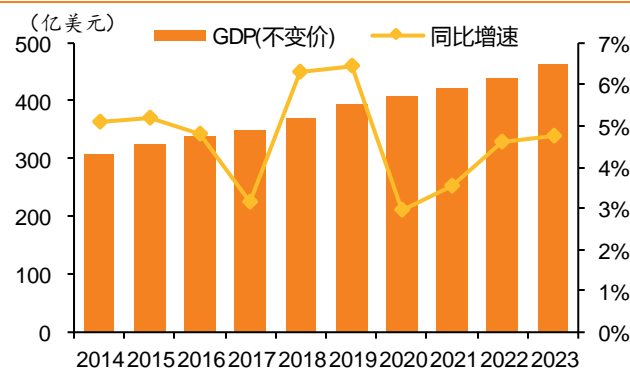
供给端来看，当前乌国水泥市场竞争较为激烈，公司投产后将占较大市场份额。自 16 年乌兹别克斯坦逐步大开国门鼓励外资进入，19 年乌国水泥价格一路飙升，国家层面开始“限制进口水泥-交易平台限购令-取消各种限制”等一系列措施，20 年水泥价格居高不下，导致中国水泥巨头纷纷来乌投资建厂，21 年出现投资过热现象，预计企业投产节奏有在逐步收紧，今年 1 月底乌国生态环境与气候变化部表示，已建成的 47 座水泥厂中有 23 家已停止运营，未来计划不再批准水泥厂新建，预计供给端有所收缩，供需格局得到进一步改善。当前中资企业中，海螺水泥（294.5 万吨/年）、华新水泥（124 万吨/年）、葛洲坝（232.5 万吨/年）以及祥盛实业（176.7 万吨/年）在乌均有产能投产，另外海螺水泥和西部水泥仍有在建产能。公司在乌国有两条 250 万吨/年的在建产线，预计将分别于 24/25 年建成投产，我们预计投产后公司有望占当地水泥市场较大份额，将同步带来较高的价格控制权。

图 40：2014-2022 年乌兹别克斯坦总人口数及人口增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 41：2014-2023 年乌干达 GDP（不变价）及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 公司在建产能雄踞榜首，成长性或较优

国内水泥出海的上市公司主要为西部水泥、海螺水泥、华新水泥、天山股份等，西部水泥在建产能最多，成长性或较优。从已投产角度来看，当前前五大出海水泥企业为海螺、华新、红狮、西部、葛洲坝，年产能分别为 1389/1250/930/394/310 万吨。除海螺和天山两家国内龙头外，其余企业海外产能占比总体约处于 15%-20%之间。从在建角度来看，西部水泥以 1054 万吨/年的产能雄踞榜首，其后分别为海螺、红狮和华新，在建年产能分别为

611/372/217 万吨，我们认为未来西部水泥的成长性或较优。

西部水泥主要选址于正处建设初期的非洲地区，海外收入利润占比较高，未来发展潜力仍为可观。相较于其他企业而言，公司出海地区主要聚焦于非洲，当前非洲正处人口红利发展和经济建设初期，水泥市场供不应求格局显著，价格支撑性较强。23 年公司海外收入/溢利分别达 27.7/10.15 亿元，同比分别+145%/+197%，占比分别达 31%/74%，我们预计未来公司海外业务贡献仍十分乐观。我们认为公司出海取得优异战绩本质在于管理层具有卓越的战略决策能力，主要体现在：1) 选址经济建设需求较高的非洲，独具战略前瞻性；2) 公司作为民营企业，预计做出海决策流程或相对较少、效率较高；3) 公司部分海外子公司系与海外当地政府合资成立，或为公司在当地取得许可证等提供一定的行政便利空间。

表 6：主要水泥公司出海情况

公司	当前产能 (万吨/年)	当前产能 占比	在建产能 (万吨/年)	海外收入 (百万元)	海外收入 占比	海外毛利 (百万元)	海外毛利 占比	出海地区 (投产)	出海地区 (在建)
西部水泥	393.5	17.09%	1054	2770	30.71%	1015	74.08%	非洲 (100%): 莫桑比克、埃塞俄比亚、刚果	非洲 (82%): 莫桑比克、埃塞俄比亚、乌干达 中亚 (18%): 乌兹别克斯坦
海螺水泥	1388.8	5.91%	610.7	5114	3.63%	1782	7.63%	东南亚 (79%): 印尼、缅甸、老挝、柬埔寨 中亚 (21%): 乌兹别克斯坦	东南亚 (67%): 印尼、老挝 中亚 (33%): 乌兹别克斯坦
华新水泥	1249.9	16.32%	217	5489	16.26%	—	—	非洲 (32%): 坦桑尼亚、赞比亚、南非和莫桑比克; 中亚 (31%): 塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦 中东 (21%): 阿曼 东南亚 (8%): 柬埔寨 南亚 (7%): 尼泊尔	非洲 (57%): 坦桑尼亚 中亚 (43%): 塔吉克斯坦
天山股份	155	0.46%	77.5	805	0.75%	328	1.88%	非洲 (50%): 赞比亚 东亚 (50%): 蒙古国	东亚 (100%): 朝鲜
红狮集团	930	12.30%	372					东南亚 (80%): 印尼、老挝 南亚 (20%): 尼泊尔	东南亚 (50%): 缅甸 南亚 (50%): 尼泊尔
葛洲坝	310	16.29%						中亚 (100%): 乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦	
上峰水泥			86.8						中亚 (100%): 吉尔吉斯斯坦

资料来源：水泥网、红狮集团官网、各公司公告等，天风证券研究所

注：1) 分部溢利指各分部所得的溢利，与内地报表口径对比，约为海外分部的税前净利润+财务费用+公允价值变动损益及股息收入+其他收入/支出

2) 当前及在建产能均为水泥网披露口径的熟料产能

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入及盈利拆分为国内和国外两个板块，根据前文分析，做出以下核心假设：

1) 国内业务

- a) **收入**：考虑到以水泥为主的地产链需求正不断萎缩，公司国内业务历史收入不断下滑，我们给予 24-26 年收入分别下滑 10%/8%/5% 的假设。
- b) **毛利率**：考虑到水泥业务正面临以碳交易为抓手的新一轮供给侧改革，预计未来盈利水平或将企稳回升，给予 24-26 年毛利率分别为 8%/9%/10% 的假设。

2) 国外业务

- a) **销量**：考虑到公司 24/25 年底在产产能增长较多，我们假设销量 24-26 年销量分别达 6.0/9.0/11.7 百万吨，同比+99%/+50%/+30%。
- b) **价格**：考虑到海外水泥市场整体需求正处增长阶段，我们认为未来海外水泥价格仍有进一步上升空间，给予 24-26 年水泥价格分别有 10%/5%/5% 的增速假设。
- c) **毛利率**：参考公司历史水平，假设 24-26 年毛利率将逐年提升，分别为 66%/67%/68%。

表 7：公司业绩预测核心假设

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入（亿元）						
总收入	8003	8489	9021	11686	14720	17945
YoY	12%	6%	6%	30%	26%	22%
国内	7520	7356	6251	5626	5176	4917
YoY	0%	-2%	-15%	-10%	-8%	-5%
国外	482	1133	2770	6060	9544	13028
YoY	1562%	135%	144%	119%	58%	37%
毛利率						
综合毛利率	30%	26%	27%	38%	47%	52%
国内	26%	24%	10%	8%	9%	10%
国外	84%	34%	66%	66%	67%	68%
销量（百万吨/年）						
国外		1.6	3.0	6.0	9.0	11.7
YoY			89%	99%	50%	30%
吨售价（元/吨）						
国外		708	918	1010	1060	1113
YoY			30%	10%	5%	5%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

基于以上核心假设，我们预计公司 24-26 年收入分别为 116.9/147.2/179.5 亿元，同比分别 +30%/+26%/+22%，营业利润分别为 26.6/45.5/65.3 亿元，测算归母净利润分别为 12.1/19.6/28.0 亿元，同比分别 +187%/+62%/+43%，对应 24-26 年公司 EPS 分别为 0.22/0.36/0.51。

表 8：公司利润表拆分及盈利预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入合计（百万元）	8,003	8,489	9,021	11,686	14,720	17,945
YoY	12%	6%	6%	30%	26%	22%
国内收入	7520	7356	6251	5626	5176	4917
YoY		-2%	-15%	-10%	-8%	-5%
海外收入	482	1133	2770	6060	9544	13028
YoY	1562%	135%	144%	119%	58%	37%
综合毛利率	30%	26%	27%	38%	47%	52%
国内	26%	24%	10%	8%	9%	10%
海外	84%	34%	66%	66%	67%	68%
整体毛利润（百万元）	2,377	2,182	2,460	4,437	6,860	9,350
国内	1972	1792	638	450	466	492
海外	405	390	1822	3987	6394	8859
费用及其他						
销售费用（百万元）	-75	-75	-132	-234	-294	-359
销售费用率	-0.9%	-0.9%	-1.5%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
管理费用（百万元）	-554	-605	-796	-1,052	-1,325	-1,615
管理费用率	-6.9%	-7.1%	-8.8%	-9.0%	-9.0%	-9.0%
其他收入及收益净额（百万元）	253	451.9	142.7	185	233	284
其他收入及收益净额占收入比例	3.2%	5.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
其他支出（百万元）	-24	-65	-200	-292	-442	-538
其他支出占收入比例	-0.3%	-0.8%	-2.2%	-2.5%	-3.0%	-3.0%
其他经营净收益（百万元）	387	-53	-278	-360	-453	-552
其他经营净收益占收入比例	4.8%	-0.6%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%
应占联营公司损益	1.9	0	0	0	0	0
应占联营公司损益占收入比例	0.02%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
预期信贷损失及其他信贷减值准备变动（百万元）	-189.4	-68.9	-18.5	-24	-30	-37
信贷损失及减值占收入比例	-2.4%	-0.8%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
应占共同控制实体损益	-0.2	-6.4	-3.4	-3.3	-3.3	-3.3
营业利润	2,176	1,761	1,174	2,657	4,546	6,529
财务费用（百万元）	-261	-417	-308	-701	-1,178	-1,436
财务费用率	-3.3%	-4.9%	-3.4%	-6.0%	-8.0%	-8.0%
利息收入	169	169	88	50	10	10
除税前溢利	2,084	1,514	954	2,006	3,378	5,104
所得税	-300.6	-169.2	-268.6	-501.4	-844.5	-1276.0
有效所得税率	-14.4%	-11.2%	-28.1%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润（百万元）	1,783	1,344	686	1,504	2,534	3,828
少数股东权益（百万元）	198	129	264	297	574	1,033
少数股东权益/净利润	11.1%	9.6%	38.6%	19.8%	22.7%	27.0%
归母净利润（百万元）	1,585	1,215	421	1,207	1,960	2,795
YoY	19.8%	14.3%	4.7%	186.6%	62.4%	42.6%
归母净利润率	19.8%	14.3%	4.7%	10.3%	13.3%	15.6%
股本（百万股）	5,439	5,439	5,439	5,454	5,454	5,454
EPS（元/股）	0.29	0.22	0.08	0.22	0.36	0.51

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们选取港股水泥公司（中国建材、海螺水泥、华润建材科技、金隅集团）作为可比公司，参考可比公司估值，给予公司 24 年 7xPE，对应目标价 1.55 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	EPS (港元/股)				P/E			
				22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E
3323. HK	中国建材	301.96	3.58	0.94	0.46	0.51	0.63	3.8	7.8	7.0	5.7
0914. HK	海螺水泥	1,396.42	21.60	2.99	2.02	1.76	1.97	7.2	10.7	12.3	11.0
1313. HK	华润建材科技	114.52	1.64	0.28	0.09	0.16	0.18	5.9	17.8	10.3	9.1
2009. HK	金隅集团	193.14	0.74	0.11	0.08	0.08	0.09	6.5	9.8	9.8	8.3
平均值								5.9	11.5	9.8	8.5
2233. HK	西部水泥	69.27	1.27	0.22	0.08	0.22	0.36	5.7	16.4	5.7	3.5

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：收盘价时间为 2024/5/17；除西部水泥外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

非洲水泥市场竞争加剧：目前非洲水泥企业数量稳定，供给维持在合理区间，若未来更多企业进入非洲市场，出现激烈竞争，打破现有格局，将会影响价格端的高位企稳现状。

中吉乌铁路建设进展不及预期：重点项目工程受可行性研究、投资人行动、用地环评等要件办理进度影响，若未能如期推进建设，将对公司的实际需求产生负面拖累。

国际化经营存在风险：当前国际形势错综复杂，非洲政治冲突风险较大，国家间宗教、文化、法律等存在明显差异，叠加汇率波动的风险，或对公司的稳定经营产生一定冲击。

国内基建、地产需求回落超预期，拖累水泥供需格局修复：水泥下游需求主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，若后续因天气、疫情、政策等原因导致基建、地产开复工持续性不及预期，可能导致国内水泥供需格局修复不及预期。

文中测算具有一定主观性。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com