

西部水泥（02233）

证券研究报告

2024年07月31日

西部水泥热点问题“五问五答”

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

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

相关报告

1 《西部水泥-首次覆盖报告:陕西优质水泥民企, 非洲出海正当时》
2024-05-19

1、公司上半年经营状况如何？

公司国内水泥布局主要以陕西为主，23年陕西/新疆/贵州收入占比分别为76%/16%/8%。我们预计公司上半年国内销量同比降幅或在10%左右。价格端，上半年陕西/新疆/贵州地区水泥市场均价同比分别-66/+61/-92元，主要受需求景气度下滑及去年同期高基数影响，我们预计公司上半年国内水泥吨毛利同比降幅或在20元左右，上半年国内业绩同比或有较大下降压力。非洲地区需求及价格基本维持相对稳定，海外业绩同比或基本持平。

2、非洲地区水泥需求如何展望？

2023年非洲城镇化率约43%，相当于我国20年之前水平，从人均水泥消费量来看，二十一世纪初我国人均水泥消费量约0.5吨，而当前非洲水泥需求预计约3-4亿吨，对应人均消费量不足0.3吨，基本相当于我国30年之前水平。随着非洲城镇化建设带来基础设施、房地产产业发展，水泥需求增长空间仍然较大。公司目前产能主要布局在埃塞俄比亚，刚果金和莫桑比克，23年三个国家GDP增速同比分别达到6.5%/8.6%/5.0%，均高于非洲GDP整体2.6%的增长水平，经济发展动能相对更强，且埃塞俄比亚、刚果金分别为非洲人口第二、第四大国，人口数量保持3%左右增长，中长期来看，能为非洲地区水泥需求提供支撑。

3、非洲供给格局如何？

非洲水泥产能为386.1百万吨/年，其中，丹格特水泥、拉法基豪瑞和海德堡水泥系三家头部企业，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中，西部水泥当前投产产能最多，在建产能全部投产后，公司有望跻身Top5行列。当前在非洲投资的壁垒在于，一是投资成本较高（设备需要进口），二是原材料、电力供应需要依托当地政府解决，前期沟通成本高，海螺、中建材等虽有投资意愿，但央企的海外投资项目审批更为严格，且审批周期较长，民营企业相对灵活，但由于国内盈利状况的持续下滑，民企在资金水平等方面抗风险能力在下降，对外投资意愿下降，西部水泥有望充分占据先发优势。

4、西部水泥未来海外业绩如何展望？

2023年公司海外溢利同比大幅增长197%，占比高达74%，公司23年海外产能达到480万吨，销量约302万吨，平均售价约918元/吨，我们测算吨溢利在200元以上。24年乌兹别克斯坦、埃塞俄比亚项目产能投产后总产能将突破1200万吨，26年莫桑比克、乌干达项目投产后产能将超过1600万吨，考虑到产能利用率逐步抬升，吨净利预计保持平稳，我们预计24/25/26年海外溢利有望超过14/28/36亿元（未剔除少数股东权益，公司权益占比预计在60-70%）。

5、公司资金状况如何？

公司23年实现经营性现金流净流入27亿元，同比增长27%，创下历史新高。公司经营性现金流+投资性现金流19年之前基本为正，但20年开始随着海外投资力度的加大开始转负。公司23年资本开支约39.86亿元，随着24年乌兹别克斯坦及埃塞俄比亚项目的落地，预计海外投资高峰期已过，未来资本开支强度有望减弱，而经营性现金流有望持续保持增长，公司过去三年分红率维持在30%左右，假设24年维持不变，对应当前股息率约6.5%，预计26年债务压力缓解后，分红率仍有提升空间。

公司海外业绩弹性可期，维持前次盈利预测，预计24-26年归母净利润分别为12.07/19.60/27.95亿元，对应4.6x/2.8x/2.0xPE，维持“买入”评级。

风险提示：非洲水泥市场竞争加剧、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等。

财务数据和估值

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,489	9,021	11,686	14,720	17,945
增长率(%)	6%	6%	30%	26%	22%
营业利润(百万元)	1,761	1,174	2,657	4,546	6,529
归属母公司净利润(百万元)	1,215	421	1,207	1,960	2,795
增长率(%)	14.3%	4.7%	186.6%	62.4%	42.6%
EPS(元/股)	0.22	0.08	0.22	0.36	0.51
市盈率(P/E)	3.68	7.96	4.56	2.79	1.97

内容目录

1. 公司上半年经营状况如何?	3
2. 非洲地区水泥需求如何展望?	3
3. 非洲供给格局如何?	4
4. 西部水泥海外业绩增长如何?	6
5. 公司资金状况如何?	7
6. 风险提示.....	7

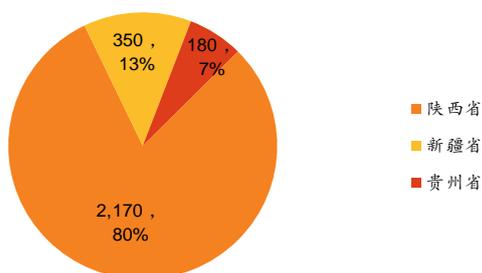
图表目录

图 1: 2023 年西部水泥国内产能 (万吨) 及分区域占比	3
图 2: 2023 年西部水泥国内收入 (百万元) 及分区域占比	3
图 3: 西部水泥国内销量及同比情况.....	3
图 4: 陕西/新疆/贵州水泥均价	3
图 5: 我国城镇化率.....	4
图 6: 我国人均水泥产量.....	4
图 7: 国内溢利及同比增速	6
图 8: 海外溢利及同比增速	6
图 9: 公司经营性现金流情况.....	7
图 10: 公司经营性+投资性现金流情况	7
表 1: 非洲 Top20 国家人口数、人口增长率及 GDP 增速	4
表 2: 2020 年非洲 Top10 水泥企业 (按产能排序)	5
表 3: 主要水泥公司出海情况.....	5
表 4: 公司利润测算图表.....	6

1. 公司上半年经营状况如何？

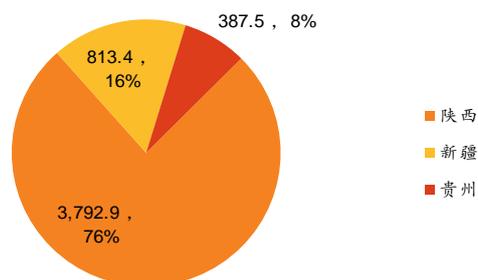
公司国内水泥布局主要以陕西为主，其次为新疆、贵州，23 年陕西/新疆/贵州收入占比分别为 76%/16%/8%。上半年陕西/新疆/贵州水泥产量同比分别-9%/-13.3%/-12.7%，我们预计公司上半年国内销量同比降幅或在 10%左右。价格端，上半年陕西/新疆/贵州地区水泥市场均价同比分别-66/+61/-92 元，主要受需求景气度下滑及去年同期高基数影响，我们预计公司上半年国内水泥吨毛利同比降幅或在 20 元左右，上半年国内业绩同比或有较大下降压力。非洲地区需求及价格基本维持相对稳定，海外业绩同比或基本持平。

图 1：2023 年西部水泥国内产能（万吨）及分区域占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2023 年西部水泥国内收入（百万元）及分区域占比



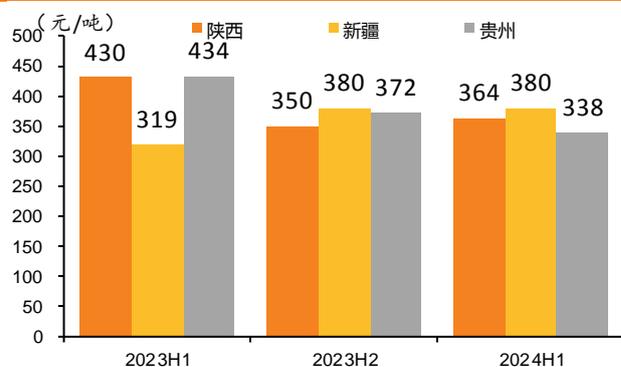
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：西部水泥国内销量及同比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：陕西/新疆/贵州水泥均价

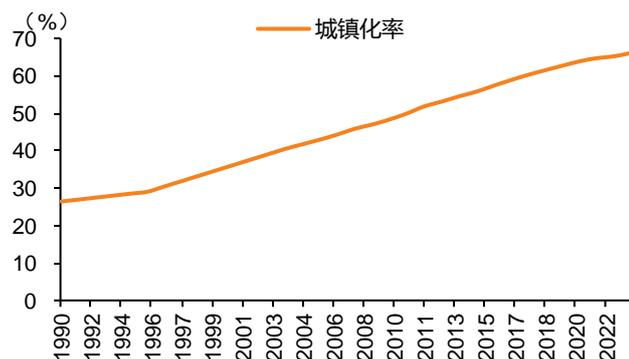


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

2. 非洲地区水泥需求如何展望？

2023 年非洲城镇化率约 43%，相当于我国 20 年之前水平，从人均水泥产量来看，二十一世纪初我国人均水泥产量约 0.5 吨，而当前非洲水泥需求预计约 3-4 亿吨，对应人均产量不足 0.3 吨，基本相当于我国 30 年之前水平。随着非洲城镇化建设带来基础设施、房地产产业发展，水泥需求增长空间仍然较大。公司目前产能主要布局在埃塞俄比亚，刚果金和莫桑比克，23 年三个国家 GDP 增速同比分别达到 6.5%/8.6%/5.0%，均高于非洲 GDP 整体 2.6% 的增长水平，经济发展动能相对更强，且埃塞俄比亚、刚果金分别为非洲人口第二、第四大国，人口数量保持 3% 左右增长，中长期来看，能为非洲地区水泥需求提供支撑。

图 5：我国城镇化率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：我国人均水泥产量



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：非洲 Top20 国家人口数、人口增长率及 GDP 增速

国家	人口数	人口增长率	GDP 同比增速
尼日利亚	223805	3.79%	2.9%
埃塞俄比亚	126527	4.68%	6.5%
埃及	112717	1.85%	3.8%
刚果(金)	102263	4.52%	8.6%
坦桑尼亚	67438	4.88%	5.2%
南非	60414	1.57%	0.6%
肯尼亚	55101	3.74%	5.4%
乌干达	48582	5.09%	5.2%
苏丹	48109	3.67%	-12.0%
阿尔及利亚	45606	2.22%	4.1%
摩洛哥	37840	1.82%	3.2%
安哥拉	36684	3.92%	0.9%
加纳	34122	2.97%	2.9%
莫桑比克	33897	4.25%	5.0%
马达加斯加	30326	4.06%	4.0%
科特迪瓦	28873	3.42%	6.5%
喀麦隆	28647	3.58%	4.0%
尼日尔	27203	4.67%	2.5%
布基纳法索	23251	4.51%	3.0%
马里	23294	4.69%	5.2%

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 非洲供给格局如何？

截止 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，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中，西部水泥当前投产产能最多，在建产能全部投产后，公司有望跻身 Top5 行列。当前在非洲投资的壁垒在于，一是投资成本较高(设备需要进口)，二是原材料、电力供应需要依托当地政府解决，前期沟通成本高，海螺、中建材等虽有投资意愿，但央企的海外投资项目审批更为严格，且审批周期较长，

民营企业相对灵活，但由于国内盈利状况的持续下滑，民企在资金水平等方面抗风险能力在下降，对外投资意愿下降，西部水泥有望充分占据先发优势。

表 2：2020 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	阿尔及利亚
5	El Arish	12.5	埃及
6	Addhoha	12	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	尼日利亚
9	Intercement	10.7	埃及、莫桑比克和南非
10	Vicat	8.6	埃及、塞内加尔、马里和毛里塔尼亚

资料来源：水泥网、ZKG Cement、天风证券研究所

表 3：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)	出海地区 (投产)	出海地区 (在建)
西部水泥	579.5	12.04%	868	非洲 (68%)：莫桑比克、埃塞俄比亚、刚果 中亚 (32%)：乌兹别克斯坦	非洲 (100%)：莫桑比克、埃塞俄比亚、乌干达
海螺水泥	1590.3	33.03%	409.2	东南亚 (69%)：印尼、缅甸、老挝、柬埔寨 中亚 (31%)：乌兹别克斯坦	东南亚 (100%)：印尼、老挝
华新水泥	1249.9	25.96%	217	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	3.22%	77.5	非洲 (50%)：赞比亚 东亚 (50%)：蒙古国	东亚 (100%)：朝鲜
红狮集团	930	12.04%	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

6.44%

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

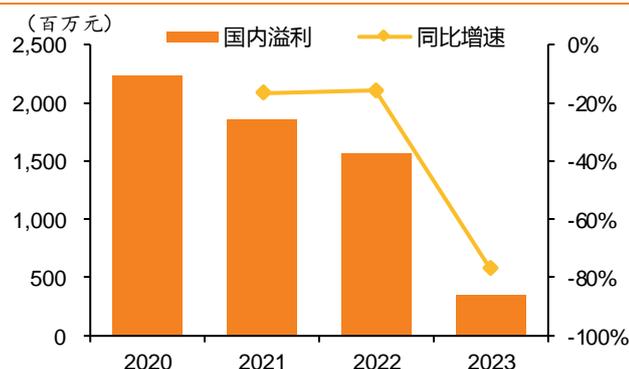
资料来源：水泥网、红狮集团官网、各公司公告等，天风证券研究所

注：当前及在建产能均为水泥网披露口径的熟料产能

4. 西部水泥海外业绩增长如何？

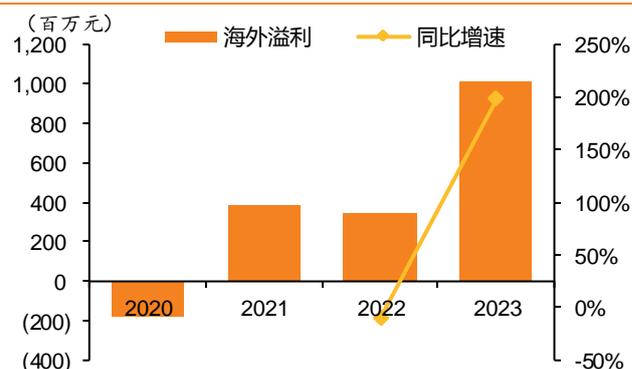
2023 年公司海外溢利同比大幅增长 197%，占比高达 74%，公司 23 年海外产能达到 480 万吨，销量约 302 万吨，平均售价约 918 元/吨，我们测算吨溢利在 200 元以上。24 年乌兹别克斯坦、埃塞俄比亚项目产能投产后总产能将突破 1200 万吨，26 年莫桑比克、乌干达项目投产后产能将超过 1600 万吨，考虑到产能利用率逐步抬升，吨净利预计保持平稳，我们预计 24/25/26 年海外溢利有望超过 14/28/36 亿元（未剔除少数股东权益，公司权益占比预计在 60-70%）。

图 7：国内溢利及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：海外溢利及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 4：公司利润测算图表

年份	2023	2024E	2025E	2026E
莫桑比克				
产能 (万吨)	200	200	200	350
产能利用率	84%	90%	95%	86%
销量 (万吨)	136	180	190	302.5
埃塞俄比亚				
产能 (万吨)	130	630	630	630
产能利用率	104%	39%	100%	100%
销量 (万吨)	149	245	630	630
刚果金				
产能 (万吨)	150	150	150	150
产能利用率	11%	40%	80%	90%
销量 (万吨)	17	60	120	135
乌兹别克斯坦				
产能 (万吨)		250	250	250

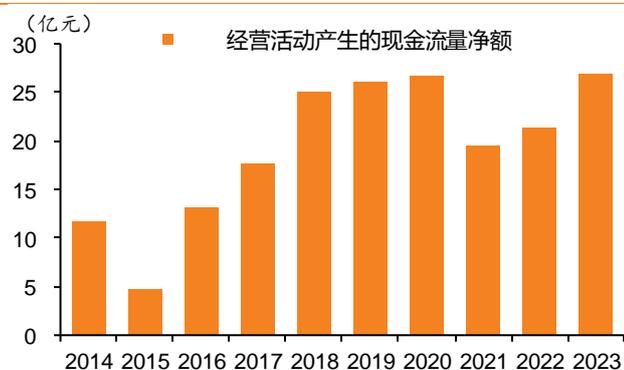
产能利用率		40%	80%	100%
销量 (万吨)		100	200	250
乌干达				
产能 (万吨)		250	250	250
产能利用率				70%
销量 (万吨)				175
总计				
合计销量 (万吨)	302	585	1140	1493
海外溢利 (税后) (亿元)	7.3	14.1	27.6	36.1
单吨溢利 (元)	242	242	242	242

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 公司资金状况如何？

公司 23 年实现经营性现金流净流入 27 亿元，同比增长 27%，创下历史新高，在国内盈利进入下行期后，海外开始发力。从经营性现金流+投资性现金流角度，公司 19 年之前基本为正，但 20 年开始随着开外投资力度的加大，现金流开始转负。公司 23 年资本开支约 39.86 亿元，主要用于维修及升级现有生产设施，以及在埃塞俄比亚、刚果及乌兹别克斯坦地区建设投资。随着 24 年乌兹别克斯坦及埃塞俄比亚项目的落地，预计海外投资高峰期已过，未来资本开支强度有望减弱，而经营性现金流有望持续保持增长，公司过去三年分红率维持在 30% 左右，假设 24 年维持不变，对应当前股息率约 6.5%，预计 26 年债务压力缓解后，分红率仍有提升空间。

图 9：公司经营性现金流情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：公司经营性+投资性现金流情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 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。

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。

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