

西部水泥 (02233)

证券研究报告
2024年08月21日

海外水泥量价齐升，产能释放有望持续带来高业绩弹性

公司上半年实现归母净利润 3.87 亿元，同比下滑 27.3%

公司发布 24 年中报，上半年实现收入/归母净利润 39.01/3.87 亿元，同比分别-11.3%/-27.3%。其中，海外/国内收入分别为 13.22/23.80 亿元，同比分别+9.4%/-25.4%，海外/国内溢利分别为 5.87/0.68 亿元，同比分别-1.6%/-77.9%，整体业绩下滑主要受国内业务拖累较多。

海外水泥量价齐升，看好产能释放带来高业绩弹性

公司上半年海外收入同比+9.4%，主要受非洲水泥格局向好驱动量价齐升所致，上半年公司海外水泥销量同比+2.4%达 147 万吨，测算吨均价同比+6.8%达 897 元/吨。分国家来看，上半年埃塞俄比亚/莫桑比克/刚果收入同比分别-38.8%/+3.9%/+495.3%达 3.54/4.9/3.5 亿元，销量同比分别-36.4%/-2.7%/+756.4%达 42/72/33 万吨，吨均价同比分别-3.8%/+6.7%/-30.5%达 842/681/1049 元，埃塞俄比亚销量下滑较多主要受所收购厂房 Q1 技改大修停产所致，莫桑比克整体相对平稳，刚果水泥产能利用率同比提升 22pct 达 27%，预计主要受益于公司货船落实通航，水泥产能通过海运向周边市场有效释放。24H1 公司海外溢利同比下滑 1.6%达 5.87 亿元，测算吨溢利小幅下滑 4%达 398 元/吨，公司海外占总溢利比重同比+24pct 达 90%，海外业绩贡献进一步凸显。今年 5 月 21 日，公司乌兹别克斯坦安集延 6000t/d 水泥熟料线点火，上半年海外水泥产能同比增加 250 万吨达 730 万吨，8 月 16 日埃塞俄比亚的莱米国家水泥 10000T/D 水泥熟料线点火，公司海外水泥产能再增 500 万吨。我们认为随着下半年新增产能的爬坡释放，海外利润弹性可期，25-26 年随着莫桑比克和乌干达产线的逐步投产释放，公司盈利有望迈上新台阶。

国内业务仍有承压，综合净利率有所下滑

公司上半年国内收入同比-25.4%，主要受国内水泥行业仍承压导致量价下滑所致，上半年公司国内水泥销量同比-10.7%达 709 万吨，测算吨均价同比-15.8%达 270 元/吨，吨溢利同比-75%达 9.7 元/吨。上半年公司毛利率同比-1.45pct 达 26.61%，销售/管理/财务费用率分别同比分别-1.0pct/-1.1pct/+0.8pct 达 2.3%/8.6%/2.8%，最终实现净利率 12.69%，同比-2.17pct。24H1 公司资本开支同比+114%达 16.36 亿元，主要用于技改以及海外新建产线，今年两条海外产线投产后预计投资高峰期已过，未来资本开支强度有望减弱。上半年末公司资产负债率同比+2.34pct 达 58.86%，有息负债同比+18.5 亿元达 117.6 亿元，我们认为未来随着海外利润的逐步释放，经营性现金流有望增长，债务压力或将有所缓解。

非洲出海龙头，维持“买入”评级

公司作为出海非洲水泥龙头，海外业绩弹性可期，过去三年公司分红率维持在 30%左右，假设 24 年维持不变，对应当前股息率约 6.4%，预计 26 年债务压力缓解后，分红率仍有提升空间。考虑到公司上半年利润同比下滑，小幅下调公司 24-26 年归母净利润至 10.9/19.5/27.9 亿元（前值 12.1/19.6/28.0 亿元），参考可比公司，给予公司 24 年 7 倍 PE，对应目标价 1.40 港元，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、文中测算具有一定主观性等。

投资评级

行业	地产建筑业/建筑
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	0.96 港元
目标价格	1.40 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)	5,236.16
每股净资产(港元)	2.55
资产负债率(%)	58.86
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

- 《西部水泥-公司专题研究:西部水泥热点问题“五问五答”》2024-07-31
- 《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

公司历年经营情况及可比公司估值

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入合计 (百万元)	8,003	8,489	9,021	10,895	13,873	17,069
YoY	12%	6%	6%	21%	27%	23%
国内收入	7520	7356	6251	5001	4501	4276
YoY		-2%	-15%	-20%	-10%	-5%
海外收入	482	1133	2770	5894	9372	12793
YoY	1562%	135%	144%	113%	59%	37%
综合毛利率	30%	26%	27%	37%	48%	53%
国内	26%	24%	10%	4%	8%	10%
海外	84%	34%	66%	66%	67%	68%
整体毛利润 (百万元)	2,377	2,182	2,460	4,078	6,639	9,127
国内	1972	1792	638	200	360	428
海外	405	390	1822	3878	6279	8699
费用及其他						
销售费用 (百万元)	-75	-75	-132	-218	-277	-341
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	-981	-1,249	-1,536
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	172	219	270
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	-272	-416	-512
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	-335	-427	-525
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	-22	-28	-35
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	2,418	4,458	6,443
财务费用 (百万元)	-261	-417	-308	-654	-1,110	-1,365
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	1,815	3,358	5,088
所得税	-300.6	-169.2	-268.6	-453.6	-839.5	-1272.0
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	1,361	2,518	3,816
少数股东权益 (百万元)	198	129	264	269	570	1,030
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	1,092	1,948	2,786
YoY	19.8%	14.3%	4.7%	159.3%	78.4%	43.0%
归母净利率	19.8%	14.3%	4.7%	10.0%	14.0%	16.3%
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	0.20	0.36	0.51

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：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				P/E			
				22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E
3323. HK	中国建材	200.75	2.38	0.94	0.46	0.51	0.63	2.5	5.2	4.7	3.8
0914. HK	海螺水泥	1,217.20	17.78	2.99	2.02	1.74	1.95	5.9	8.8	10.2	9.1
1313. HK	华润建材科技	109.63	1.57	0.28	0.09	0.16	0.18	5.7	17.0	9.8	8.7
2009. HK	金隅集团	134.38	0.57	0.11	0.06	0.06	0.06	5.0	9.4	9.4	10.0
	平均值							4.8	10.1	8.5	7.9
2233. HK	西部水泥	59.45	1.09	0.22	0.08	0.20	0.36	4.9	14.1	5.4	3.1

注：数据截至 20240819 收盘，除西部水泥为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

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