

2024年9月9日

华新水泥 (600801)

——后地产时代行业转型典范，周期底部盈利显著抬升

增持（首次覆盖）

投资要点：

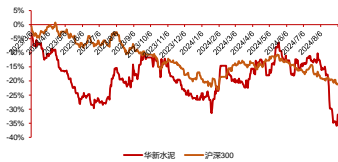
- **百年华新，新时代水泥企业转型典范。**公司始创于1907年，被誉为中国水泥工业的摇篮。当前国内水泥行业仍处寻底阶段，水泥企业整体盈利在2024年存在继续下行可能，但公司在这一轮水泥景气高位（2019年）时开始谋求转型，全面加速了海外市场以及骨料、混凝土业务的布局。2023年公司营收和盈利均实现逆势增长，吨毛利更是实现了对行业典范海螺水泥的反超，转型红利逐步进入释放期。
- **海外布局红利逐步释放，有效对冲国内景气下行压力。**公司背靠国际水泥巨头拉豪集团，海外布局具有先天优势，2019年起公司海外布局全面提速，2019-2023年公司的海外营收和EBITDA复合增速分别为37.12%和30.74%，占比分别从4.94%和5.86%提升至16.26%和20.99%。目前，公司在海外12个国家实现布局，海外水泥产能排名全国第二，并已成为中亚水泥市场的领军者。受益于海外水泥熟料业务的高景气，公司2023年水泥熟料的综合盈利能力明显高于国内可比上市公司均值，叠加海外产能和销量的提升，很大程度对冲了国内水泥景气下行的压力。
- **充分利用资源优势，骨料业务成就第二增长极。**随着环保趋严，骨料行业资源属性日益突出，集中度提升迎来契机。公司是中国水泥行业最早建设规模化、环保化骨料工厂的企业之一，且资源禀赋得天独厚。公司骨料产地如两湖、四川、云南均是骨料矿山资源丰富地区，获矿成本具备优势，凭借优先转型并大力发展骨料业务，大幅对冲了传统水泥主业的下行压力。2019-2023年公司骨料业务营收和毛利的复合增速分别为50.95%和38.48%，骨料业务营收和毛利占比分别从2019年的3.29%和5.22%提升至2023年的15.89%和27.30%。
- **盈利预测与估值：**我们认为虽然国内水泥行业仍处寻底阶段，但公司凭借海外市场以及骨料、混凝土业务的逆势发力，有望大幅度提升公司作为周期股的传统盈利底部，潜在成长性具有重估价值。我们预计，公司2024-2026年归母净利润分别为23.33亿元、27.30亿元、32.77亿元，对应9月6日A股股价PE为10X、8X、7X，2024年A股可比公司平均PE 12X。对应9月6日港股股价PE为5X、5X、4X，2024年港股可比公司平均PE 11X。当前公司A股股价相对合理，同时港股股价性价比突出。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内地产需求继续下滑；海外水泥业务高盈利下滑；骨料业务盈利下滑

证券分析师

戴铭余
S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



相关研究

股票数据： 2024年9月06日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 10.67 |
| 一年内最高/最低(元) | 15.56/10.29 |
| 总市值(百万元) | 18,803 |

基础数据： 2024年6月30日

| | |
|----------|--------|
| 总股本(百万股) | 2,079 |
| 总资产(百万元) | 68,975 |
| 净资产(百万元) | 32,983 |
| 每股净资产(元) | 13.80 |

资料来源：公司公告，ifind

盈利预测与估值

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 30,470 | 33,757 | 31,474 | 34,183 | 37,288 |
| 同比增长率(%) | -6.1 | 10.8 | -6.8 | 8.6 | 9.1 |
| 归母净利润(百万元) | 2,699 | 2,762 | 2,333 | 2,730 | 3,277 |
| 同比增长率(%) | -49.7 | 2.3 | -15.5 | 17.0 | 20.0 |
| 每股收益(元/股) | 1.30 | 1.33 | 1.12 | 1.31 | 1.58 |
| 毛利率(%) | 26.2 | 26.7 | 25.1 | 26.1 | 27.5 |
| ROE(%) | 9.8 | 9.5 | 7.5 | 8.0 | 8.8 |
| 市盈率 | 8 | 8 | 10 | 8 | 7 |

投资案件

投资评级与估值

华新是水泥行业转型典范，在这一轮水泥景气高位（2019年）便开始谋求转型，全面加速了海外市场以及骨料、混凝土业务的布局，系行业转型的典范。2023年公司营收和盈利均实现逆势增长，吨毛利更是实现了对行业典范海螺水泥的反超，随着转型红利逐步进入释放期，公司盈利底部将显著提升。我们预计，公司2024-2026年归母净利润分别为23.33亿元、27.30亿元、32.77亿元，对应9月6日A股股价PE为10X、8X、7X，2024年A股可比公司平均PE 12X。对应9月6日港股股价PE为5X、5X、4X，2024年港股可比公司平均PE 11X。当前公司A股股价相对合理，同时港股股价性价比突出。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

水泥业务：1) 2024-2026年国内水泥业务销量为3383、3289、3289万吨；吨价格为240、235、240元；吨成本为210、205、200元，吨毛利为30、30、40元。2) 2024-2026年国外水泥业务销量为1446、1793、2140万吨；吨价格为470、460、450元；吨成本为320、310、300元，吨毛利为150、150、150元。

骨料业务：2024-2026年销量为15682、18790、20717万吨；吨价格为39、38、38元；吨成本为20、20、20元，吨毛利为19、18、18元。

投资逻辑及要点

当前国内水泥行业仍处寻底阶段，水泥企业整体盈利在2024年仍存继续下行可能。但公司在这一轮水泥景气高点全面加速了海外市场以及骨料、混凝土业务的布局：1) 2019-2023年公司的海外营收和EBITDA复合增速分别为37.12%和30.74%，占比分别从4.94%和5.86%提升至16.26%和20.99%。2) 2019-2023年公司骨料业务营收和毛利的复合增速分别为50.95%和38.48%，骨料业务营收和毛利占比分别从2019年的3.29%和5.22%提升至2023年的15.89%和27.30%。凭借行业优先转型的魄力，公司吨毛利甚至实现了对行业典范海螺水泥的反超。我们判断，当下的华新已经不同以往，凭借转型红利逐步释放，有望大幅度提升公司作为周期股的传统盈利底部，潜在成长性具有重估价值。

核心风险提示

国内地产需求继续下滑；海外水泥业务高盈利下滑；骨料业务盈利下滑

目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 百年华新，后地产时代水泥行业转型典范 | 6 |
| 2. 海外布局红利逐步释放，有效对冲国内景气下行压力 | 9 |
| 2.1 国内：区域优势明显，静待周期触底 | 9 |
| 2.2 国外：盈利能力优于国内，有望对冲下行压力 | 13 |
| 3. 充分利用资源优势，骨料业务成就第二增长极 | 17 |
| 3.1 骨料资源属性日益突出，集中度提升迎来契机 | 17 |
| 3.2 坐拥优质资源，公司骨料业务成第二增长极 | 21 |
| 4. 盈利预测及估值 | 24 |
| 5. 风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司发展沿革..... | 6 |
| 图 2: 华新水泥股权结构..... | 7 |
| 图 3: 2008-2024H1 公司营收分产品占比..... | 8 |
| 图 4: 2008-2024H1 公司毛利分产品占比..... | 8 |
| 图 5: 2008-2024H1 公司产品毛利率..... | 8 |
| 图 6: 2008-2024H1 公司营业总收入及同比 (亿元) | 8 |
| 图 7: 2008-2024H1 公司净利润及同比 (亿元) | 8 |
| 图 8: 我国 2020-2024E 熟料新投产产能 (万吨) | 9 |
| 图 9: 公司主要市场水泥价格 (元/吨) | 10 |
| 图 10: 2023 湖北省熟料产能分公司占比 | 11 |
| 图 11: 2023 湖南省熟料产能分公司占比 | 11 |
| 图 12: 2023 云南省熟料产能分公司占比 | 11 |
| 图 13: 2023 西藏自治区熟料产能分公司情况 | 11 |
| 图 14: 2014-2023 西藏和全国固投完成额基建占比 | 12 |
| 图 15: 2018-2023 西藏基础设施建设城镇固投完成额同比 | 12 |
| 图 16: 2023 我国水泥企业海外熟料已投产产能排行榜(万吨)..... | 13 |
| 图 17: 2023 我国水泥企业海外熟料在建产能排行榜(万吨) | 13 |
| 图 18: 2014-2023 公司海外营收及增速..... | 14 |
| 图 19: 2014-2023 公司海外营收占比 | 14 |
| 图 20: 2021-2023 年公司水泥熟料国内外销量 (百万吨) | 14 |
| 图 21: 2023 年部分可比公司海外营收占比..... | 14 |
| 图 22: 2019-2023 公司海外 EBITDA 及增速..... | 15 |
| 图 23: 2019-2023 公司海外 EBITDA 占比 | 15 |
| 图 24: 华新海外业务所在国水泥需求大多保持增长态势..... | 15 |
| 图 25: 2021-2023 公司国内水泥熟料吨数据 (元) | 16 |
| 图 26: 2021-2023 公司国外水泥熟料吨数据 (元) | 16 |
| 图 27: 2015-2023 华新水泥和海螺水泥吨数据对比 (元) | 17 |

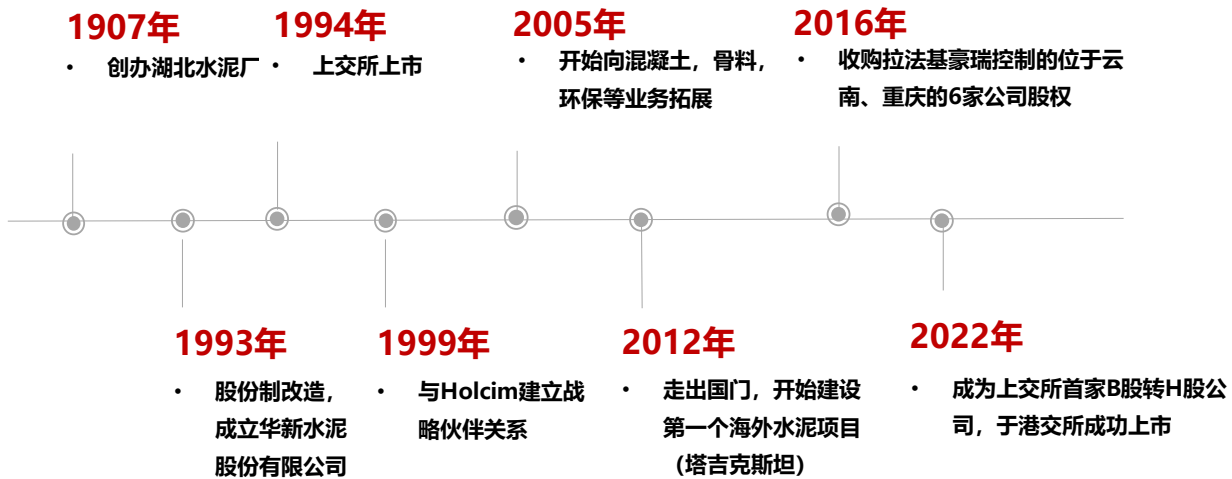
| | |
|--|----|
| 图 28: 细骨料 | 18 |
| 图 29: 粗骨料 | 18 |
| 图 30: 骨料业务产业链 | 18 |
| 图 31: 2011-2019 天然砂消费量占比 | 19 |
| 图 32: 海螺和华新骨料业务毛利率明显高于水泥熟料业务 | 19 |
| 图 33: 2014-2023 年我国砂石骨料需求量 | 20 |
| 图 34: 2023 年重点区域砂石骨料需求量 (亿吨) | 20 |
| 图 35: 机制砂和碎石全国价格指数 | 20 |
| 图 36: 公司骨料业务产能和销量 (万吨) | 21 |
| 图 37: 公司骨料业务营收毛利占比 | 21 |
| 图 38: 湖北重点机制砂石基地规划产能 (万吨/年) | 22 |
| 图 39: 2023 年各地区砂石类采矿权平均获矿成本(元/吨) | 23 |
| 图 40: 部分水泥上市公司骨料毛利率 | 23 |
| 图 41: 2023 年中国重点城市砂石价格年度变化 | 23 |
| 图 42: 公司骨料业务吨数据 (元) | 24 |
| 图 43: 公司骨料业务吨成本拆分 (元) | 24 |
| | |
| 表 1: 2023-2025 年核心员工持股计划 | 7 |
| 表 2: 2023 年底公司国内熟料水泥产能分布 (万吨) | 10 |
| 表 3: 截至 2023 年末公司海外水泥熟料产能布局 | 13 |
| 表 4: 2023 年水泥企业吨收入、吨成本、吨毛利情况 | 17 |
| 表 5: 业务拆分 (百万元) | 24 |
| 表 6: 重点公司估值表 | 25 |
| 表 7: 合并损益表 | 26 |
| 表 8: 合并现金流量表 | 27 |
| 表 9: 合并资产负债表 | 28 |

1. 百年华新，后地产时代水泥行业转型典范

中国水泥工业的摇篮，后地产时代水泥行业转型典范。华新水泥股份有限公司始创于1907年，公司上市之初是一家专营水泥制造和销售，水泥技术服务，水泥设备的研究、制造、安装及维修，水泥进出口贸易的专业化公司。近二十年来，公司通过实施一体化发展战略、环保转型发展战略、海外发展战略和新型建筑材料的业务拓展战略，成功从一家地方性水泥工厂，发展成为业务覆盖国内17个省/市/自治区和海外16个国家，拥有300余家分子公司，涉足水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建材等领域全产业链一体化发展的全球化建材集团。

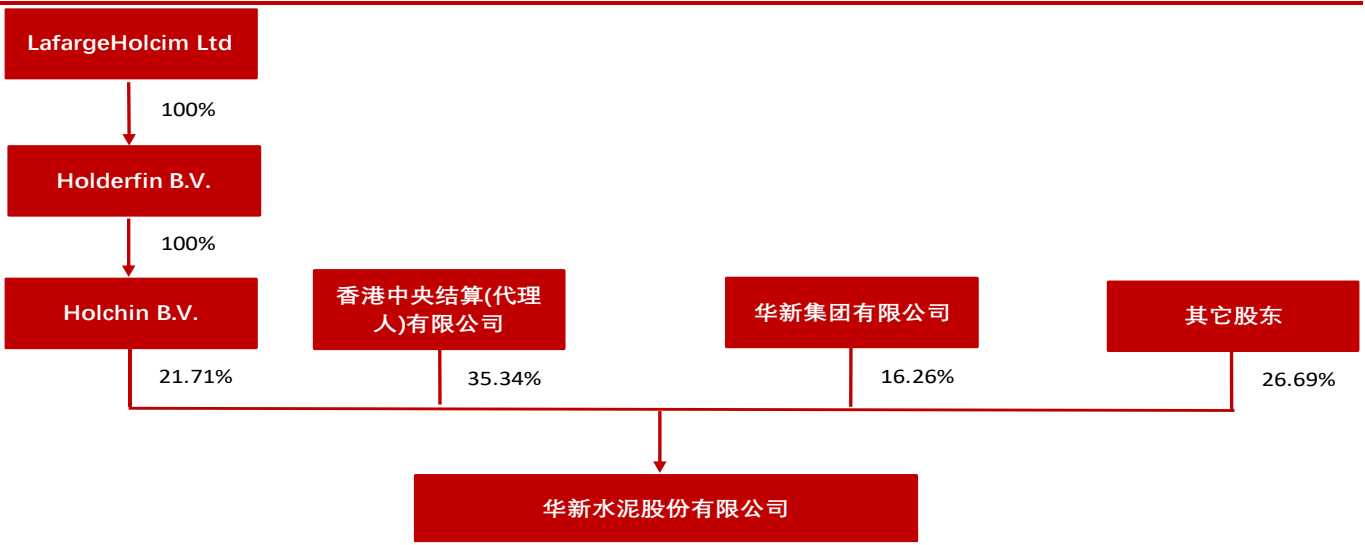
截至2023年底，公司具备水泥产能1.27亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）、水泥设备制造5万吨/年、商品混凝土1.22亿方/年（含委托加工产能）、骨料2.77亿吨/年、综合环保墙材6.6亿块/年、加气混凝土产品（砖、板）95万方/年、砂浆162万吨/年、超高性能混凝土40万吨/年、民用幕墙挂板80万平方/年、工业防腐瓦板300万平米/年、石灰70万吨/年、水泥包装袋7亿只/年及废弃物处置1,632万吨/年（含已获环评批复但尚未投产项目）的总体产能。

图1：公司发展沿革



资料来源：公司官网，华源证券研究

国资和外资共同持股，资源禀赋相对优势明显。公司第一大股东HOLCHIN B.V.是全球最大水泥制造商之一拉法基豪瑞(LafargeHolcim Ltd；以下简称拉豪集团)全资拥有的对外投资公司，持股比例21.71%；第二大股东是华新集团有限公司（湖北黄石国资委为实际控制人），持股比例16.26%。拉豪集团业务遍布全球80多个国家，在水泥、石膏板、骨料与混凝土等业务方面均居世界领先地位，不仅可以在生产技术、装备工艺、经营管理等方面支持公司，也可以为公司全球布局赋能，而国资持股则有利于为公司国内业务发展及扩张背书，资源禀赋优势明显。

图 2：华新水泥股权结构


资料来源：IFinD，华源证券研究（截至 2024 年中报）

员工持股计划激发企业活力，激励机制行业领先。公司已实施 2023-2025 年核心员工持股计划之第一期（2023 年），参加一期计划的核心员工人数为 751 人，其中，公司董事、监事、高级管理人员 17 人，资金来源为公司计提的激励对象 2023 年度长期激励薪酬 3967.23 万元。截至 2023 年 9 月 28 日，一期计划专用证券账户总计持有公司 A 股股票 2,917,577 股，占公司总股本的 0.1403%。计划所获标的股票分三期解锁，解锁时点分别为 2023 年 9 月 28 日起满 12 个月、24 个月、36 个月，每期解锁的标的股票比例分别为 30%、30%、40%。目前，二期（2024 年）计划已经发布，涵盖核心员工人数 747 人，公司董事、监事、高级管理人员 16 人，资金来源为公司计提的激励对象 2024 年度长期激励薪酬 3918.03 万元。

表 1：2023-2025 年核心员工持股计划

| 考核维度 | 预算完成率 (Q) | | 所处对标企业排名 (R) | |
|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|------------------|
| 指标权重 | 40% | | 60% | |
| 具体指标 | 年度预算 EBITDA 完成率 (A) | 年度预算 OCF 匹配率完成率 (B) | 年度 EBITDA 增长率排名 (a) | 年度 OCF 匹配率排名 (b) |
| 指标在该维度内权重 | 60% | 40% | 60% | 40% |
| 指标归属比例的计算 | $Q=A*60\%+B*40\%$ | | $R=a*60\%+b*40\%$ | |
| 公司层面考核指标的应用 | $X=Q*40\%+R*60\%$ | | | |

资料来源：公司公告，华源证券研究

行业转型典范，海外及骨料业务发展驱动业绩逆势增长。2024H1，公司水泥、混凝土、骨料、其他、熟料业务分别贡献了公司 52%、2%、24%、18%、4%的营收；分别贡献了

公司 46%、1%、12%、37%、5%的毛利。2024H1 公司水泥和熟料业务营收和毛利占比分别达到 53%和 47%，仍是核心业务，但随着一体化发展战略的推进，公司的骨料、混凝土等业务占比逐步提升，非水泥熟料业务的营收和毛利占比分别从 2019 年的 13%和 12%，快速增长至 2024H1 年的 47%和 53%，已成为公司利润的重要贡献点。2023 年公司实现营收 337.57 亿元，同比增长 10.79%；归母净利润 27.62 亿元，同比增长 2.34%，在国内水泥行业景气下行压力下，凭借海外市场以及骨料、混凝土业务的转型发展，实现营收和盈利的逆势增长。2024H1 实现营收 162.37 亿元，同比增长 2.56%；归母净利润 7.31 亿元，同比下降 38.74%。公司营收持续增长，盈利虽然在国内水泥行业景气继续下滑的背景下降，但依然领先行业。

图 3：2008-2024H1 公司营收分产品占比

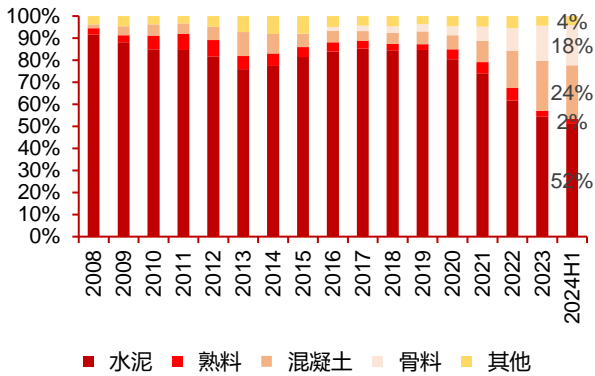
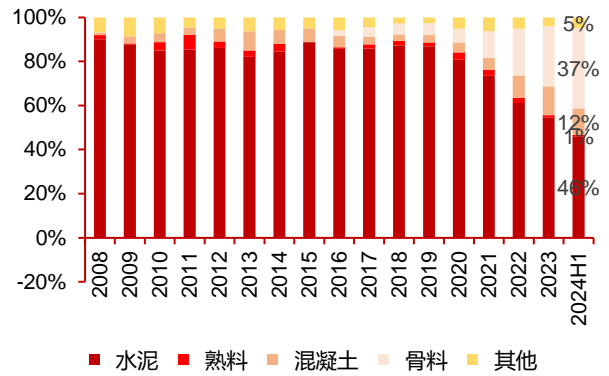


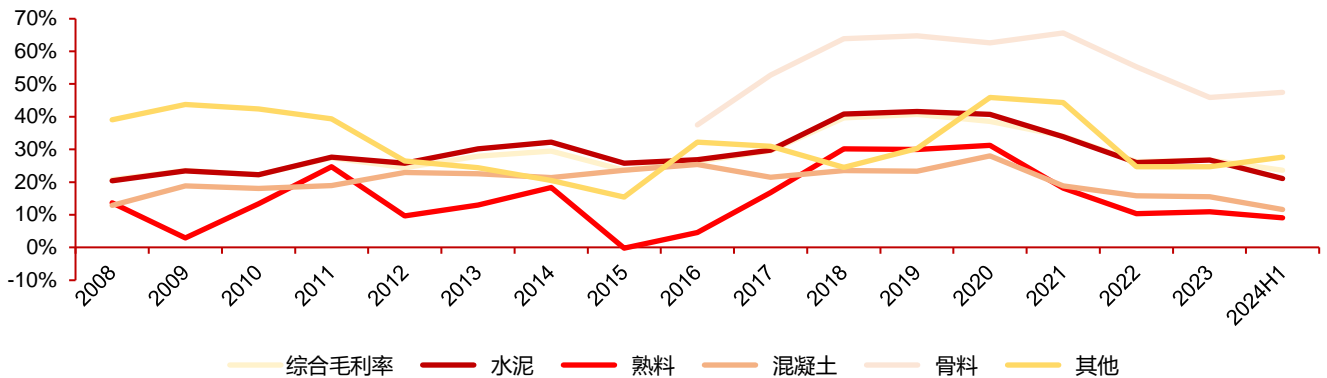
图 4：2008-2024H1 公司毛利分产品占比



资料来源：IFinD，华源证券研究

资料来源：IFinD，华源证券研究

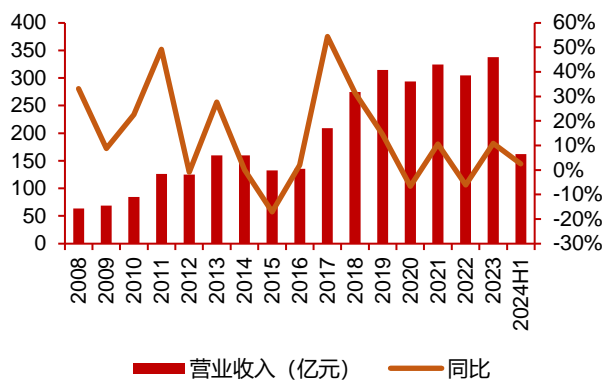
图 5：2008-2024H1 公司产品毛利率



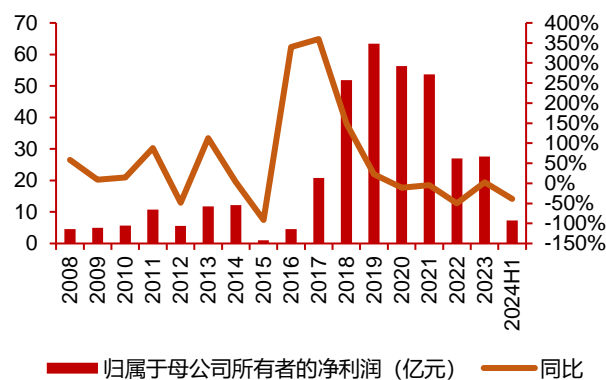
资料来源：IFinD，华源证券研究

图 6：2008-2024H1 公司营业总收入及同比（亿元）

图 7：2008-2024H1 公司净利润及同比（亿元）



资料来源：IFinD，华源证券研究



资料来源：IFinD，华源证券研究

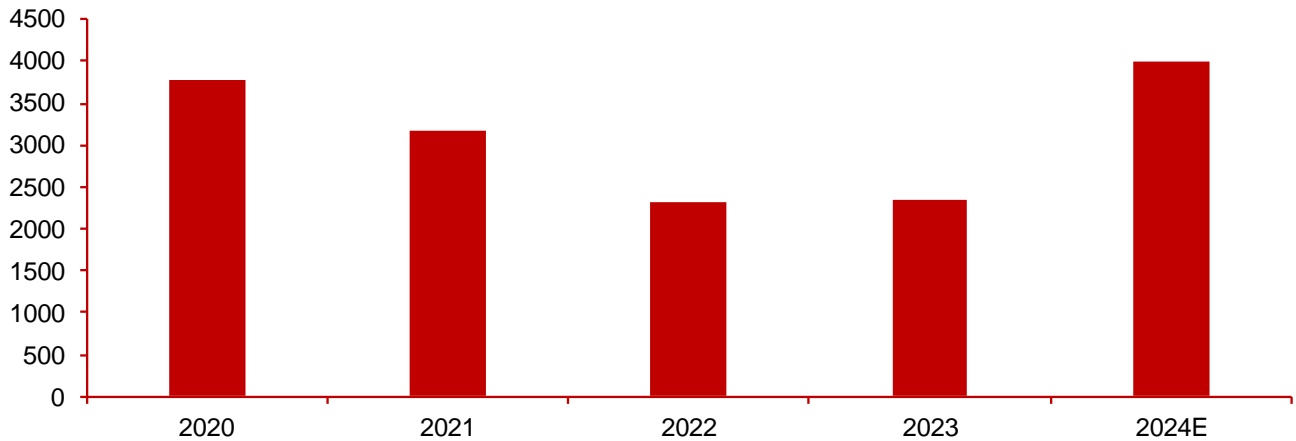
2. 海外布局红利逐步释放，有效对冲国内景气下行压力

景气高位加速海外布局，前瞻转型进入收获期。有别于传统水泥企业，华新背靠国际水泥巨头拉豪集团，在海外布局上具备先天优势且更有魄力，在国内水泥景气高位的2019年，公司居安思危，全面加速海外业务布局。目前，公司仅水泥业务已在国内14省市及海外塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、南非、莫桑比克和阿曼等12国实现布局。根据公司年报，截至2023年底，公司形成了1.27亿吨的水泥产能规模。根据水泥网熟料产能百强榜，截至2023年底，公司的熟料总产能7658万吨位居全国第四，其中国内熟料产能6408万吨位列全国第六，海外熟料产能1250万吨排名全国第二。

2.1 国内：区域优势明显，静待周期触底

国内水泥行业供需双边承压，基本面自然底仍需耐心。需求端，虽然当前房地产宽松政策持续落地，但新开工数据仍延续下行；同时，传统基建需求受各地化债影响，投资释放亦显著承压，对水泥需求构成拖累。供给端，根据水泥网数据，截至2023年底，我国熟料180283万吨，但2024年我国拟投产熟料产能超过4000万吨，占总产能的2.22%，供需矛盾或进一步显现。

图8：我国2020-2024E熟料新投产产能（万吨）



资料来源：水泥网，华源证券研究

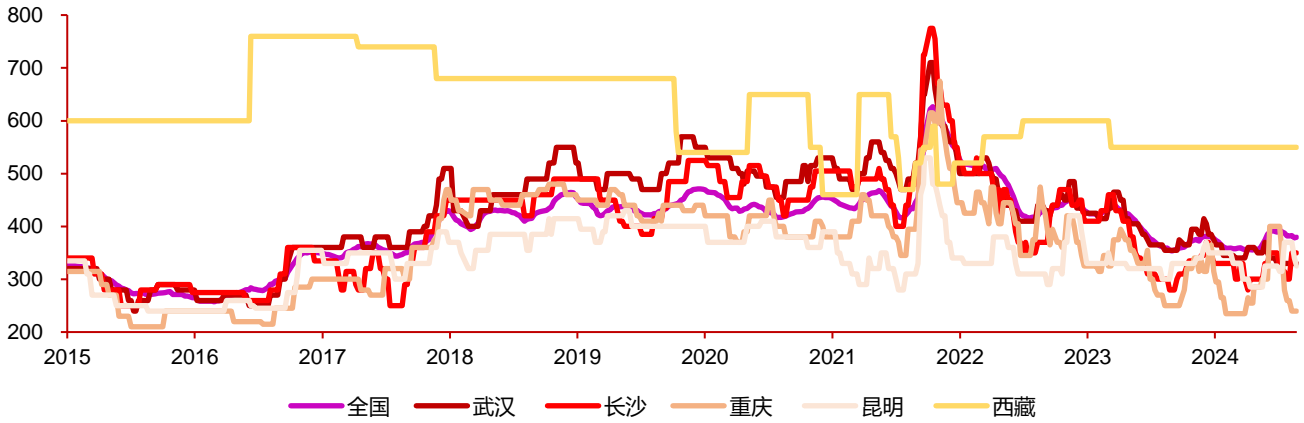
公司国内产能主要布局在两湖及云南地区。公司国内水泥生产基地分布于湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、广东及河南等 9 省市，大多位于经济发展活跃、市场需求较高的长江经济带及国家西部开发的重点地区，其中在华中、西南区域产能具备优势地位。根据公司数据，截至 2023 年底，公司国内熟料产能共 6707 万吨，其中在湖北、云南、湖南的产能分别为 2582、1664、781 万吨，分别占到公司国内熟料总产能的 38%、25% 和 12%。

表 2：2023 年底公司国内熟料水泥产能分布（万吨）

| | 熟料产能 | 占公司国内总产能 | 水泥产能 | 占公司国内总产能 |
|-------|-------|----------|--------|----------|
| 湖北省 | 2,582 | 38% | 4,194 | 40% |
| 云南省 | 1,664 | 25% | 2,401 | 23% |
| 湖南省 | 781 | 12% | 1,366 | 13% |
| 重庆市 | 580 | 9% | 809 | 8% |
| 西藏自治区 | 381 | 6% | 623 | 6% |
| 四川省 | 279 | 4% | 473 | 4% |
| 广东省 | 155 | 2% | 294 | 3% |
| 河南省 | 155 | 2% | 245 | 2% |
| 贵州省 | 130 | 2% | 154 | 1% |
| 合计 | 6,707 | 100% | 10,559 | 100% |

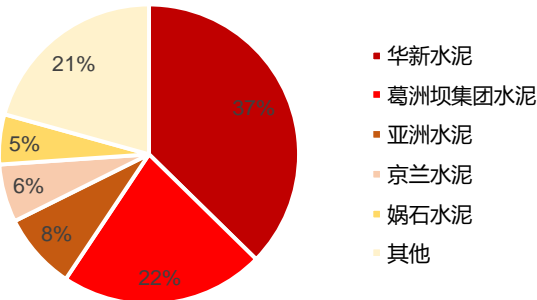
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 9：公司主要市场水泥价格（元/吨）



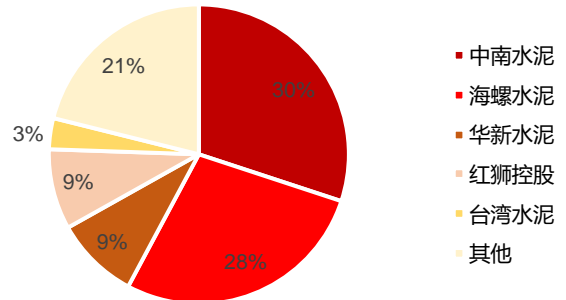
资料来源：数字水泥，华源证券研究

图 10：2023 湖北省熟料产能分公司占比



资料来源：水泥网，华源证券研究

图 11：2023 湖南省熟料产能分公司占比

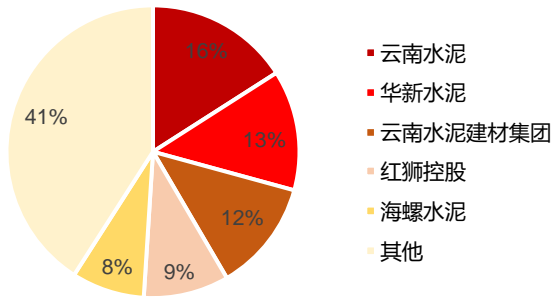


资料来源：水泥网，华源证券研究

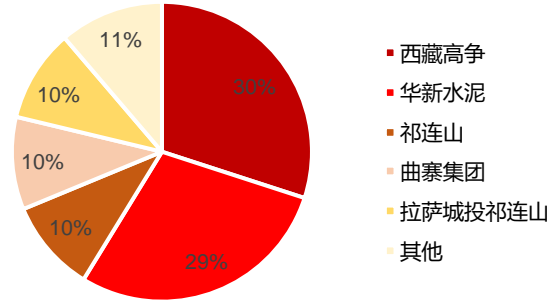
两湖地区：中部地区加快崛起，经济发展活跃，竞争格局较好。两湖位于中部地区，也是长江中游城市群的主体省份，依托长江水运优势，产业发展具备优势。2024 年 4 月 12 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究新时代推动中部地区加快崛起有关工作，支持中部地区把区位优势、资源优势转化为发展优势，不断提升整体实力和竞争力。根据水泥网数据，2023 年，湖北省熟料总产能 6435 万吨，其中华新水泥、葛洲坝集团水泥、亚洲水泥、京兰水泥、娲石水泥熟料产能占比分别为 37%、22%、8%、6%、5%，CR5 为 79%；湖南省熟料总产能 8043 万吨，其中中南水泥、海螺水泥、华新水泥、红狮控股、台湾水泥熟料产能占比分别为 30%、28%、9%、9%、3%，CR5 为 79%。

图 12：2023 云南省熟料产能分公司占比

图 13：2023 西藏自治区熟料产能分公司情况



资料来源：水泥网，华源证券研究



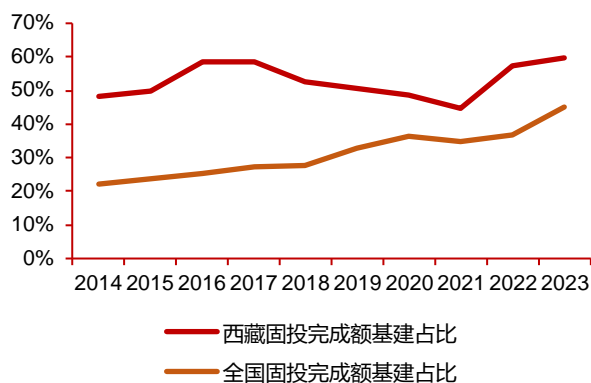
资料来源：水泥网，华源证券研究

云南：云南的地势和交通网络较为复杂，水泥区域内分化较为明显，产能的集中度较低。根据水泥网数据，2023年，云南省熟料总产能9430万吨，其中云南水泥、华新水泥、云南水泥建材集团、红狮控股、海螺水泥熟料产能占比分别为16%、13%、12%、9%、8%，CR5为59%。公司在云南的产能多布局在物流基础设施相对发达的中部和西北部地区，区位优势具备相对优势。

西藏：错峰叠加潜在基建需求有望支撑区域景气走出独立行情。西藏区域面积广且海拔高，这既限制了区域内水泥的流动，也增加了外部水泥流入的难度，由于区域相对封闭且水泥生产成本较高，西藏水泥价格一直大幅高于全国。截至2023年，西藏自治区熟料总产能1240万吨，其中西藏高争、华新水泥、祁连山、曲寨集团、拉萨城投祁连山熟料产能占比分别为30%、29%、10%、10%、10%，CR5为89%。需求端看，西藏水泥需求主要由基建主导，2014-2023西藏的固投完成额基建占比平均值为53%，大幅高于全国平均水平（31%）。当前，地区公路、铁路以及大型水利等基础设施建设预期乐观。目前，西藏地区公路、铁路以及大型水利等基础设施建设预期乐观，《西藏十四五规划》中明确指出研究推动雅鲁藏布江下游水电开发并适时启动相关工程。墨脱水电站便位于此，根据人民资讯数据，墨脱水电站计划的装机容量为6000万千瓦，发电量是三峡工程的两倍，建成后将会成为世界上发电总量最高的水电站。2023年西藏基础建设固定资产投资完成额同比大幅增长41%，供需关系有望支撑区域水泥景气走出独立行情。

图 14：2014-2023 西藏和全国固投完成额基建占比

图 15：2018-2023 西藏基础建设城镇固投资完成额同比



资料来源：Wind，华源证券研究



资料来源：Wind，华源证券研究

2.2 国外：盈利能力优于国内，有望对冲下行压力

水泥行业出海先锋，海外布局红利逐步释放。2011 年公司开启海外布局，系首批走出去的中国水泥企业之一，尤其在这一轮水泥的景气高位（2019 年）敏锐且前瞻的全面加速了海外市场布局。目前，公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、南非、莫桑比克和阿曼等 12 个国家布局，并已成为中亚水泥市场的领军者。根据公司公告数据，截至 2023 年底，公司海外熟料产能提升至 1508 万吨/年，排名全国第二；海外水泥产能提升至 2091 万吨/年。

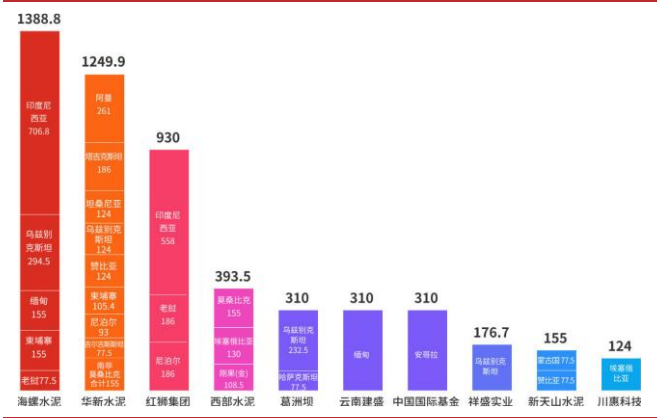
表 3：截至 2023 年末公司海外水泥熟料产能布局

| 国家 | 熟料产能 (万吨) | 水泥产能 (万吨) |
|---------|-----------|-----------|
| 塔吉克斯坦 | 211 | 273 |
| 柬埔寨 | 124 | 168 |
| 吉尔吉斯斯坦 | 78 | 105 |
| 乌兹别克斯坦 | 155 | 203 |
| 坦桑尼亚 | 248 | 300 |
| 赞比亚和马拉维 | 100 | 166 |
| 尼泊尔 | 124 | 154 |
| 阿曼 | 304 | 360 |
| 南非 | 102 | 168 |
| 莫桑比克 | 62 | 194 |
| 合计 | 1508 | 2091 |

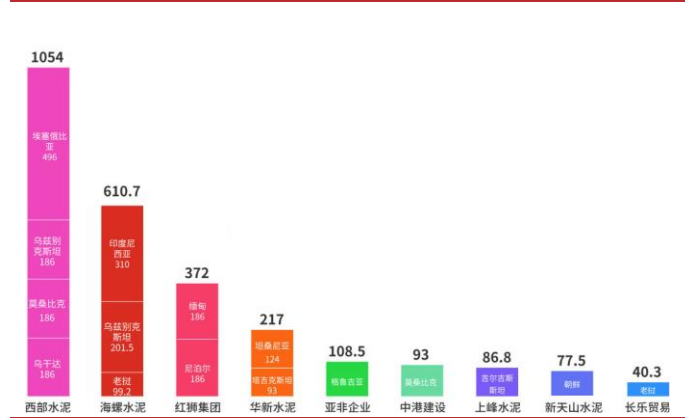
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 16：2023 我国水泥企业海外熟料已投产产能排行榜 (万吨)

图 17：2023 我国水泥企业海外熟料在建产能排行榜 (万吨)



资料来源：水泥网，华源证券研究

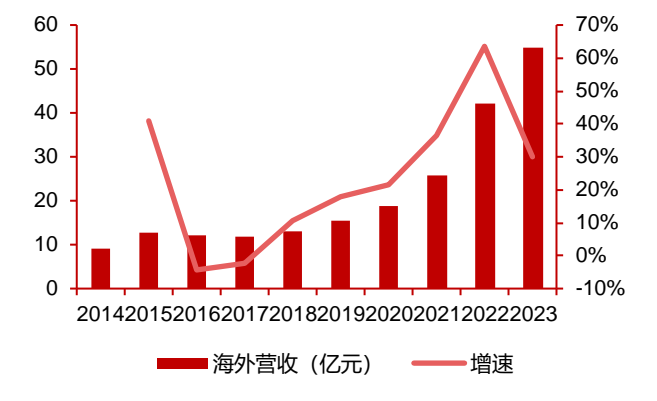


资料来源：水泥网，华源证券研究

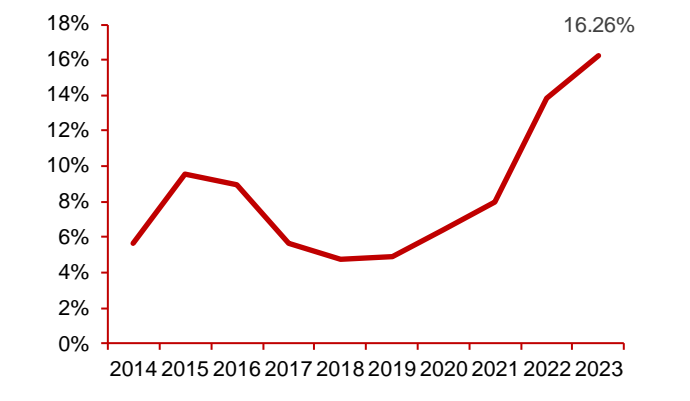
海外营收及盈利快速增长，占比大幅提升。复盘来看，公司海外布局加速的择时恰到好处，2019 年，随着国内水泥价格及景气进入高位运行期，公司优先发力转型，开始加速海外布局并逐步迎来收获期。2019 年，公司海外营收 15.53 亿元，2023 年达到 54.89 亿元，2019-2023 年海外营收复合增速 37.12%，公司海外营收占比也从 2019 年的 4.94% 提升至 2023 年的 16.26%。2019 年，公司海外 EBITDA 6.26 亿元，2023 年达到 18.29 亿元，2019-2023 年海外 EBITDA 复合增速 30.74%，公司海外 EBITDA 占比也从 2019 年的 5.86% 提升至 2023 年的 20.99%。从 2023 年可比水泥企业的海外营收占比看，西部水泥占比最高达到 30.50%，华新水泥占比第二达到 16.26%，中国建材和海螺水泥分别占比 13.51% 和 3.31%。

图 18: 2014-2023 公司海外营收及增速

图 19: 2014-2023 公司海外营收占比



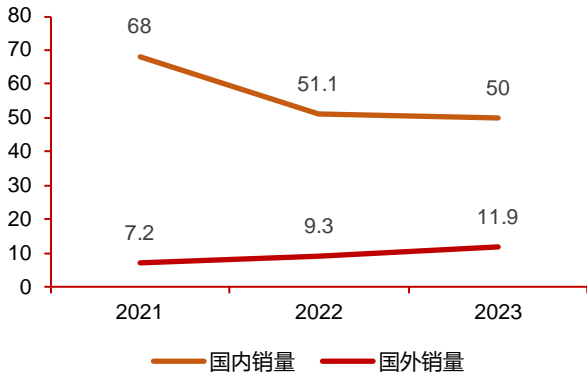
资料来源：公司公告，华源证券研究



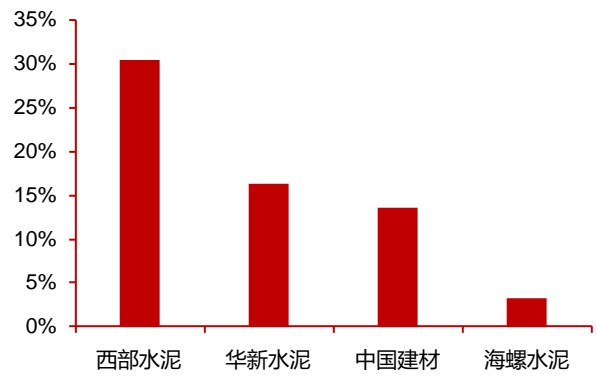
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 20: 2021-2023 年公司水泥熟料国内外销量 (百万吨)

图 21: 2023 年部分可比公司海外营收占比

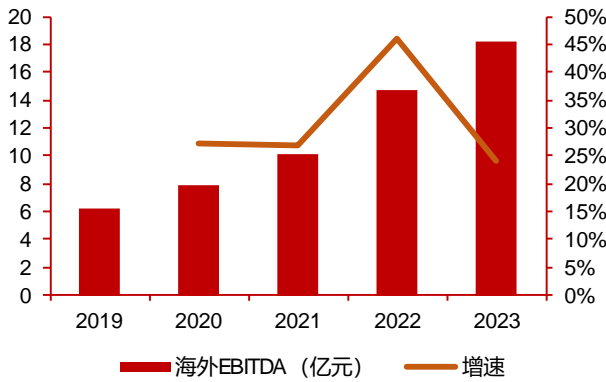


资料来源：公司公告，华源证券研究



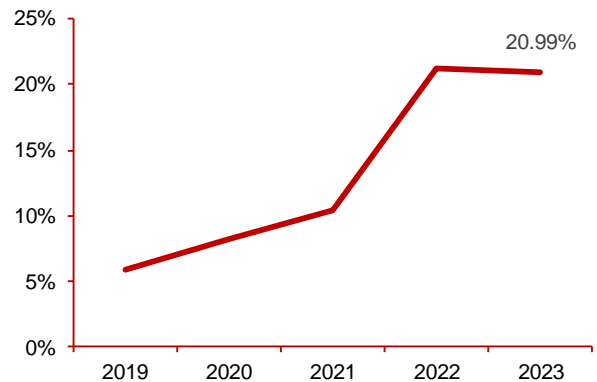
资料来源：IFinD，华源证券研究

图 22：2019-2023 公司海外 EBITDA 及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 23：2019-2023 公司海外 EBITDA 占比



资料来源：公司公告，华源证券研究

华新海外业务所在国水泥需求大多保持增长态势，区域优势明显。根据行业研究机构 On Field 调查数据，2023 年全球水泥需求同比下降 2.2%，剔除中国的全球水泥需求同比增加 0.6%，其中东南亚水泥需求增长表现亮眼，其次是中东及北非地区。预计 2024 年剔除中国的全球水泥需求同比增加 2.4%，主要受印度、中东和非洲水泥需求增长推动所致。根据 On Field 预测，华新海外业务所在 11 国中除塔吉克斯坦和莫桑比克外，其余 9 国 2024 年的 GDP 增速均要高于 2023 年，预计华新海外业务所在国水泥需求仍将保持增长态势。

图 24：华新海外业务所在国水泥需求大多保持增长态势

华新海外业务所在国GDP增速预测

| GDP增速(%) | 2023F | 2024F |
|----------|-------|-------|
| 塔吉克斯坦 | 6.5 | 5.0 |
| 吉尔吉斯斯坦 | 3.4 | 4.3 |
| 乌兹别克斯坦 | 5.5 | 5.5 |
| 柬埔寨 | 5.6 | 6.1 |
| 尼泊尔 | 0.8 | 5.0 |
| 坦桑尼亚 | 5.2 | 6.1 |
| 马拉维 | 1.7 | 3.3 |
| 赞比亚 | 3.6 | 4.3 |
| 阿曼 | 1.2 | 2.7 |
| 莫桑比克 | 7.0 | 5.0 |
| 南非 | 0.9 | 1.8 |

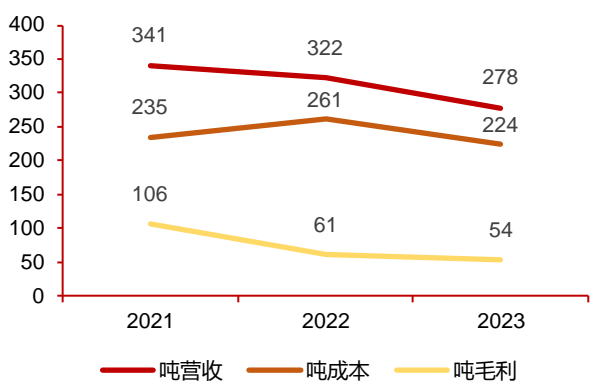
全球各区域水泥需求增速预测 (%)



资料来源：2023 年度业绩发布会，华源证券研究

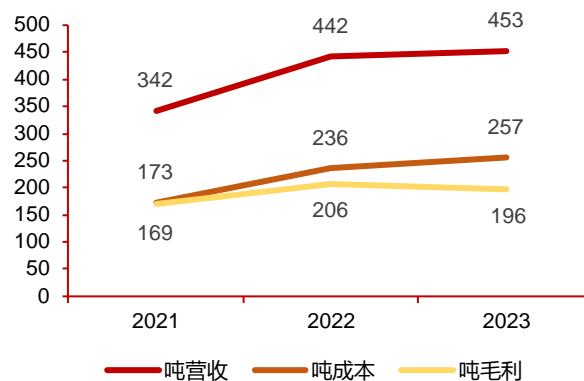
公司海外水泥熟料业务盈利能力大幅高于国内。2021-2023 年公司国内水泥熟料价格受制于行业景气下行，吨营收和吨毛利逐年下降，吨营收分别为 341、322、278 元，吨毛利分别为 106、61、54 元。反观公司海外水泥熟料业务，由于更好的供需结构和竞争环境，盈利能力明显高于国内，2021-2023 吨营收分别为 342、442、453 元，吨毛利分别为 169、206、196 元，叠加产能及销量上行，有效对冲了部分国内水泥景气下行的压力。

图 25： 2021-2023 公司国内水泥熟料吨数据（元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 26： 2021-2023 公司国外水泥熟料吨数据（元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

海外高景气对冲国内下行，盈利能力领先可比公司。受益于海外水泥熟料业务的高景气，公司 2023 年水泥熟料的综合盈利能力明显高于可比上市公司均值。2023 年公司水泥熟料综合吨毛利为 81 元，可比公司均值为 53 元，吨盈利能力排名位列可比公司中第二，仅落后于海外营收比例更高的西部水泥。公司高吨毛利主要源自于更高的水泥价格，2023 年公司水泥熟料吨营收为 311 元，可比公司均值为 274 元，吨营收排名可比公司中第二，同样仅落后于海外营收比例更高的西部水泥。对比以成本领先和盈利能力著称的行业典范

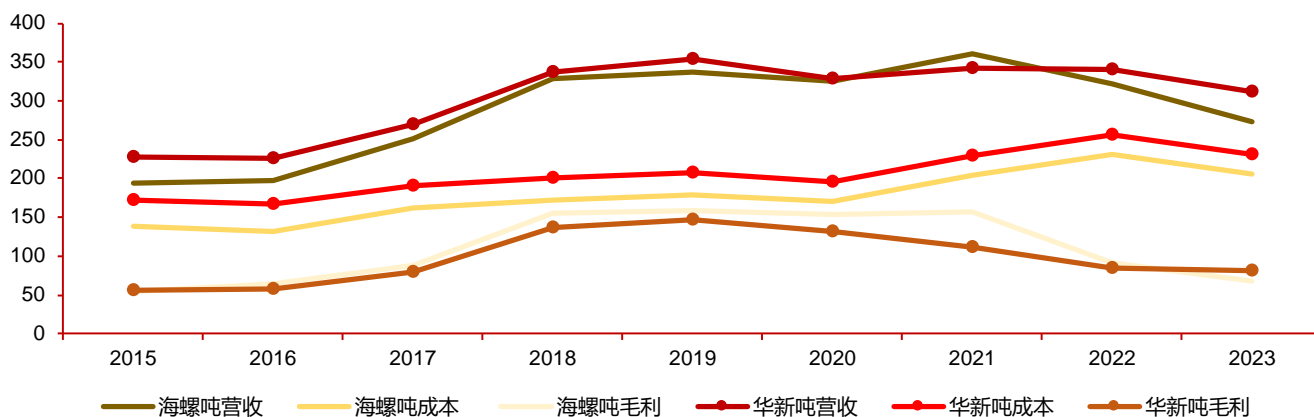
海螺水泥，此前公司吨毛利一直接近或低于海螺水泥，但随着 2022 和 2023 年公司海外营收占比大幅提升，海外较高的水泥价格很大程度上对冲了国内价格的下行，公司吨营收下降幅度明显小于海螺水泥，从而使得吨毛利反超。

表 4：2023 年水泥企业吨收入、吨成本、吨毛利情况

| | 水泥熟料销量 (万吨) | 吨收入 (元) | 吨成本 (元) | 吨毛利 (元) |
|------|-------------|---------|---------|---------|
| 天山股份 | 26,332 | 270 | 231 | 39 |
| 冀东水泥 | 9,324 | 258 | 235 | 23 |
| 海螺水泥 | 28500 | 273 | 205 | 68 |
| 塔牌集团 | 1,852 | 283 | 210 | 73 |
| 宁夏建材 | 1,310 | 256 | 212 | 44 |
| 西部水泥 | 2050 | 360 | 264 | 96 |
| 万年青 | 2,449 | 214 | 183 | 31 |
| 算数平均 | | 274 | 220 | 53 |
| 华新水泥 | 6,190 | 311 | 231 | 81 |

资料来源：公司公告、IFinD，华源证券研究

图 27：2015-2023 华新水泥和海螺水泥吨数据对比 (元)



资料来源：公司公告，华源证券研究

3. 充分利用资源优势，骨料业务成就第二增长极

3.1 骨料资源属性日益突出，集中度提升迎来契机

骨料是在混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料，行业空间万亿级，但集中度较低。骨料作为混凝土中的主要原料，在建筑物中起骨架和支撑作用。一般将粒径大于等于 4.75mm 的岩石颗粒、矿山废石等称为粗骨料，又称石，包括卵石和碎石；将粒径小于 4.75 mm 的岩石颗粒、加工后的矿山尾渣、工业废渣等称为细骨料，也称砂。据砂石骨料网数据，我国 2023 年砂石用量达到 151.72 亿吨，以现款含税价每吨 90 元/吨计算，行业总产

超 1.37 万亿。根据中国水泥网数据，2023 年我国砂石骨料排名前 20 的企业累计产能近 16 亿吨，按照 70%产能利用率测算 CR20 企业产量约 11.2 亿吨，相较于 151.72 亿吨的用量，CR20 仅为 7.38%，集中度较低。

图 28：细骨料



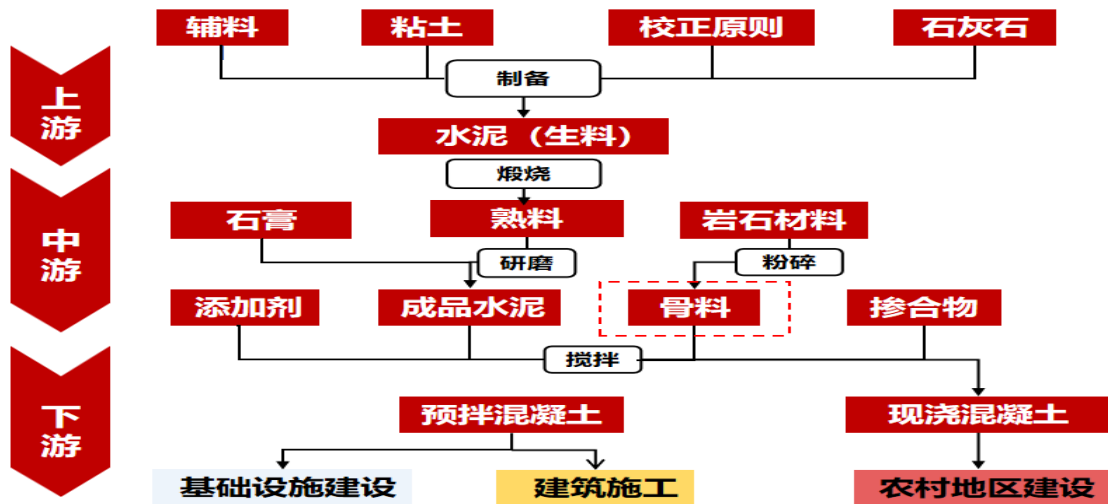
资料来源：环球破碎机网，华源证券研究

图 29：粗骨料



资料来源：环球破碎机网，华源证券研究

图 30：骨料业务产业链

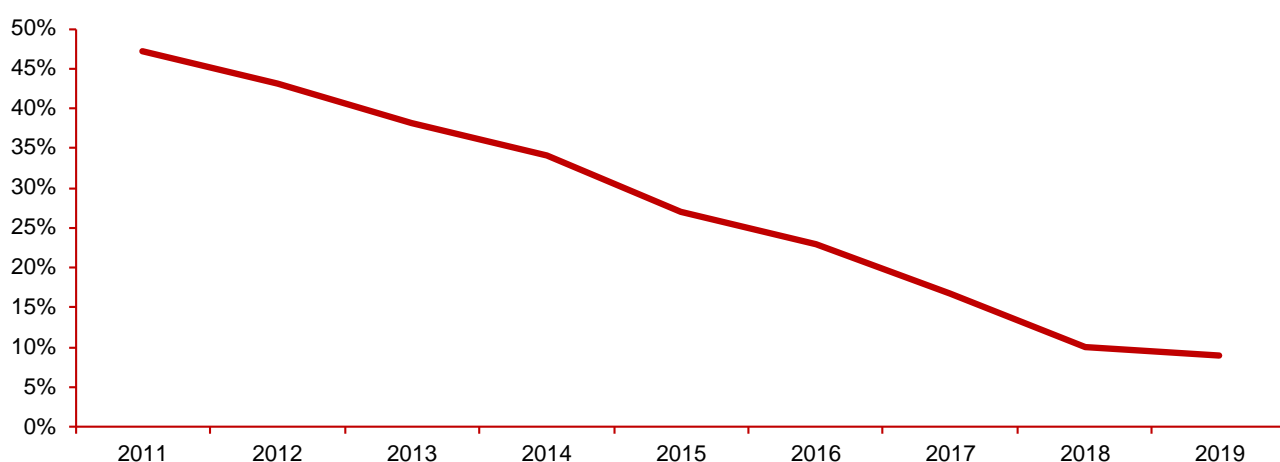


资料来源：公司公告，华源证券研究

环保原因导致砂石骨料供给侧格局变革，行业迎来集中度提升契机。目前市场上的砂主要包括天然砂（天然形成的砂石，主要来源于河流、湖泊、海滩等自然界的沉积物）和机制砂（通过人工加工制造得到的砂石，主要原材料来源于岩石、石英石、石灰岩等矿石）。此前，天然砂占比较高，根据砂石骨料网数据，2011 年我国砂石骨料消费量中天然砂占比 47.20%，这种供给结构导致行业竞争壁垒低、竞争生态差，不具备集中度提升的条件。近年来，由于天然砂石骨料短时期内不可再生，经过长期的过度、无序开采，我国一半以上的地区都出现了天然砂石骨料资源严重短缺的状况，甚至连原来砂石资源丰富的地区目前

的天然砂石也大为减少甚至接近枯竭，并导致了河流、湖泊生态环境破坏、堤岸桥梁倒塌、破坏航道等诸多问题和隐患。近年来各级政府不断加大对天然砂石开采的监管力度，多地出台禁采河砂政策，鼓励和支持机制砂发展，这对行业供给格局带来的较大影响。一方面，过去占据供给近乎半壁江山的天然砂开采限制带来的供给缺口，行业盈利能力得到了提升，为头部企业进军骨料市场提供了动力；另一方面，机制砂主导增量背景下，矿山审批的趋严，矿山开采环保、生态标准的提高是大势所趋，将促进行业进入门槛的抬升，为行业集中度提升夯实了契机。根据中国砂石骨料网数据，2014 年我国砂石骨料消费量中天然砂占比 34%，2019 年时已经不足 9%，集中度提升契机迎来。

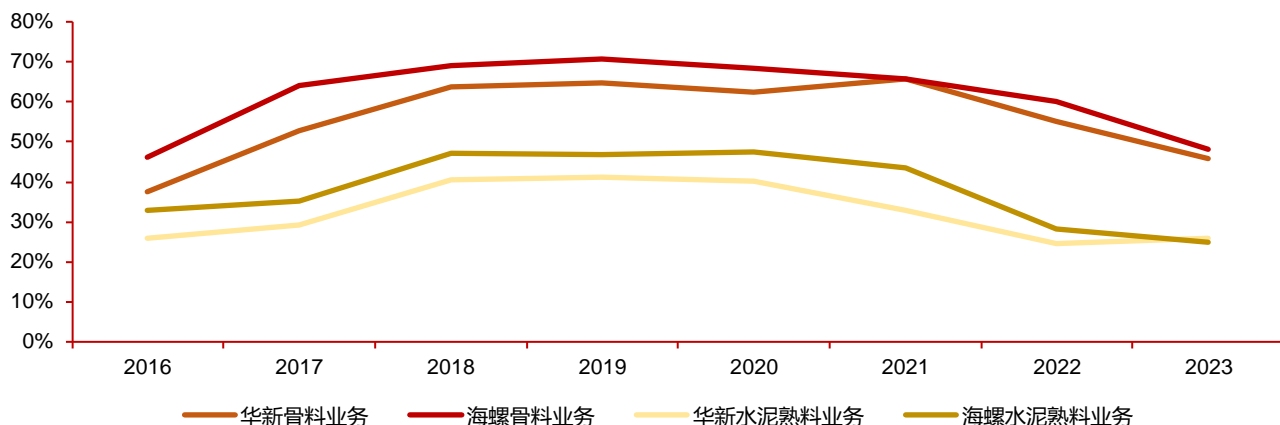
图 31：2011-2019 天然砂消费量占比



资料来源：中国砂石骨料网，华源证券研究

水泥企业进军骨料具有先天优势，是产业链延伸最具确定性的发展方向。在骨料使用量中，约有 70%-80%和水泥配套使用来制成混凝土，20%-30%用于铺设道路（公路路面和铁路路基等）以及其他工程建设。水泥企业下游与骨料高度趋同，且拥有丰富的矿产资源，水泥企业开采石灰石时留下的废料可用来制造骨料，不仅可以提高矿山的使用率，也能大幅降低骨料生产的原材料成本；同时，水泥企业现有的采矿、破碎、筛分、物料输送和存储技术完全能够满足砂石骨料生产。2019 年海螺和华新的骨料业务毛利率一度分别达到了 71%和 65%，水泥企业进军骨料具有先天优势，是产业链延伸最具确定性的发展方向。

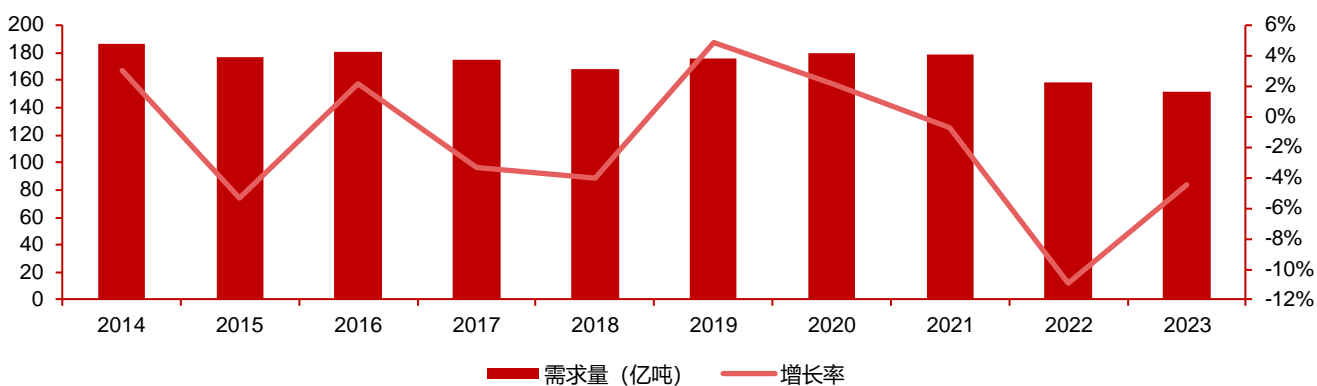
图 32：海螺和华新骨料业务毛利率明显高于水泥熟料业务



资料来源：公司公告，华源证券研究

需求导致砂石骨料价格有所下行，但依然是水泥行业下行期的重要增量方向。由于砂石料配套水泥使用来制成混凝土，其需求走势和水泥相近。根据砂石数据中心数据，近两年全国砂石骨料需求量呈下降趋势，从 2020 年的 179.6 亿吨降至 2023 年的 151.72 亿吨。2023 年，受房地产市场持续低迷及地方化债背景下基建需求下滑等因素影响，全年砂石需求降幅达 4.49%。随着需求的减少，砂石骨料整体的价格处于下行趋势，2023 年全国砂石骨料价格均有小幅下降，以全国机制砂指数为例，2023 年年初为 94，2023 年年末为 89，价格下降约 5%，2024 年以来价格仍延续下跌趋势。但即使如此，2023 年水泥企业砂石骨料业务毛利率仍大幅高于水泥熟料业务，以海螺水泥和华新水泥为例，2023 年其砂石骨料业务毛利率分别为 48.32% 和 45.88%，而水泥熟料业务毛利率分别仅为 25.02% 和 25.98%。考虑到相对于水泥的新增产能限制，龙头企业的骨料集中度提升仍然具备较大空间，当下发展骨料业务依然是水泥企业对冲行业景气下行的重要选择。

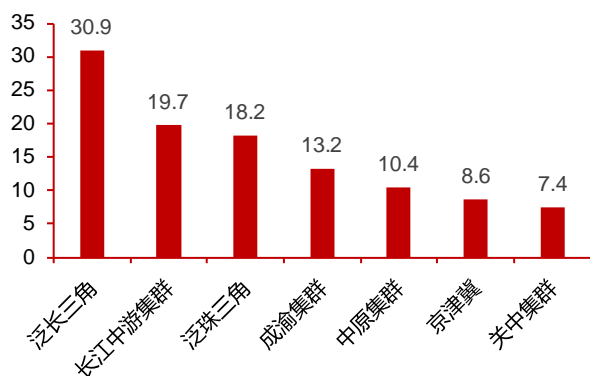
图 33：2014-2023 年我国砂石骨料需求量



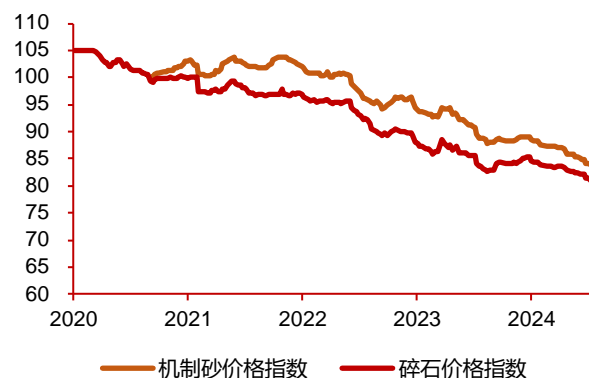
资料来源：砂石骨料网数据中心，华源证券研究

图 34：2023 年重点区域砂石骨料需求量 (亿吨)

图 35：机制砂和碎石全国价格指数



资料来源：砂石骨料网数据中心，华源证券研究

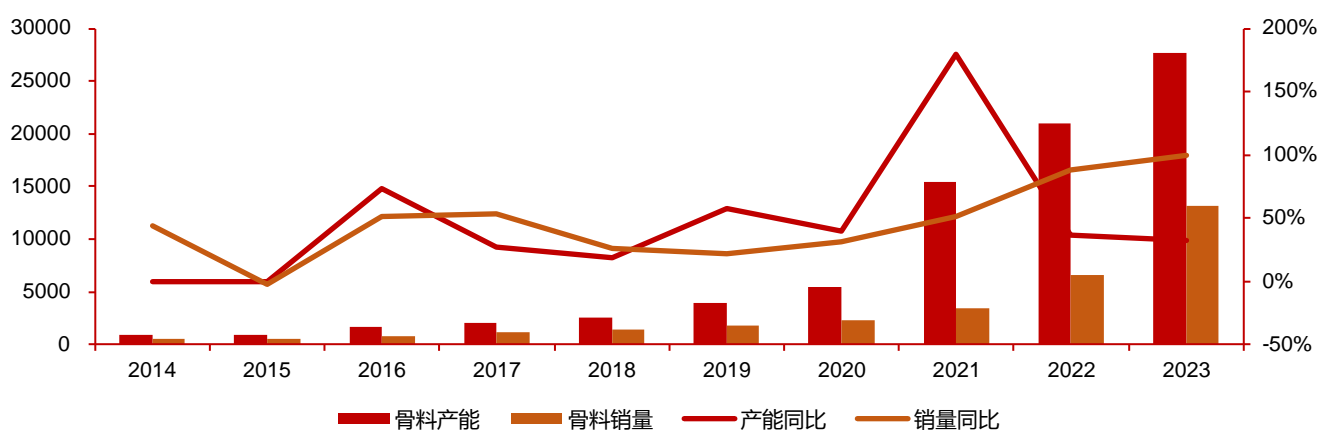


资料来源：IFinD，华源证券研究

3.2 坐拥优质资源，公司骨料业务成第二增长极

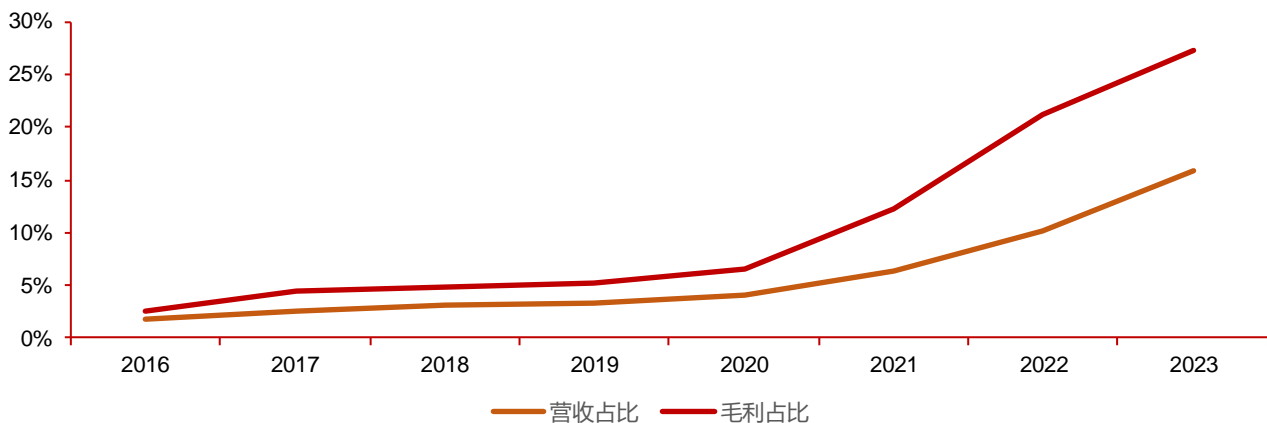
公司骨料业务布局领先，造就后地产时期第二增长极。公司是中国水泥行业最早建设规模化、环保化骨料工厂的企业之一，在本轮行业景气高位的 2019 年公司领先行业加码骨料布局。2019-2023 年公司骨料业务营收和毛利的复合增速分别为 50.95%和 38.48%，骨料业务营收和毛利占比分别从 2019 年的 3.29%和 5.22%提升至 2023 年的 15.89%和 27.30%。目前，公司国内骨料产能分布于湖北、云南、重庆、湖南、四川、贵州、河南及西藏等 8 省市，海外在塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚和南非运营了 6 个骨料项目。截至 2023 年底，公司骨料产能 2.77 亿吨，销量 1.31 亿吨。

图 36：公司骨料业务产能和销量（万吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究

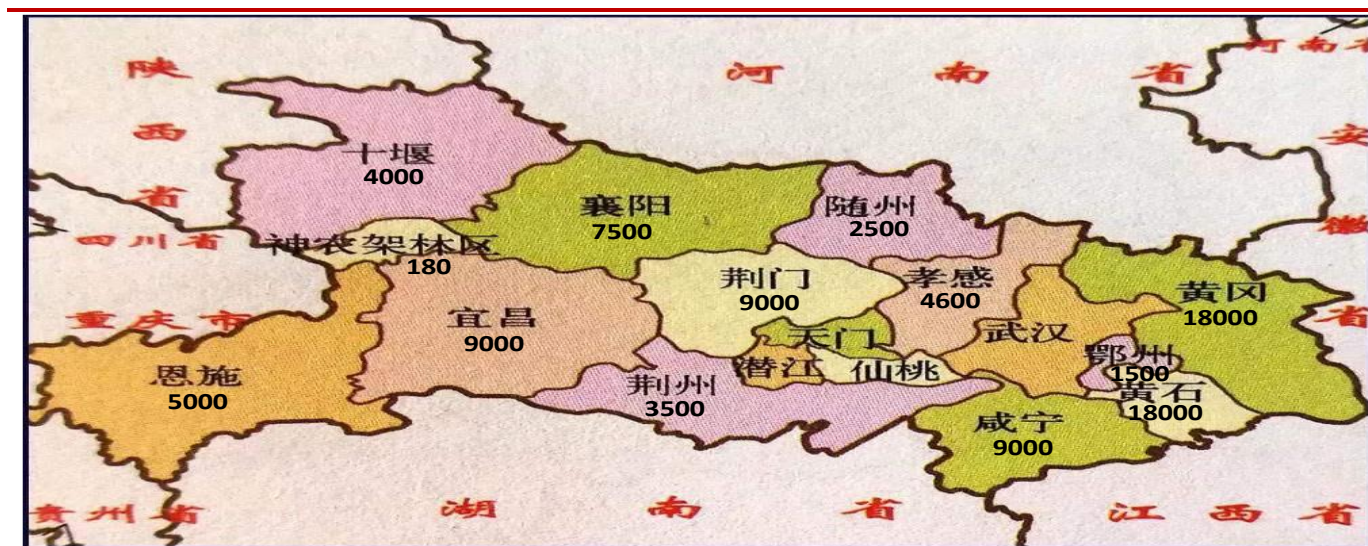
图 37：公司骨料业务营收毛利占比



资料来源：IFinD，华源证券研究

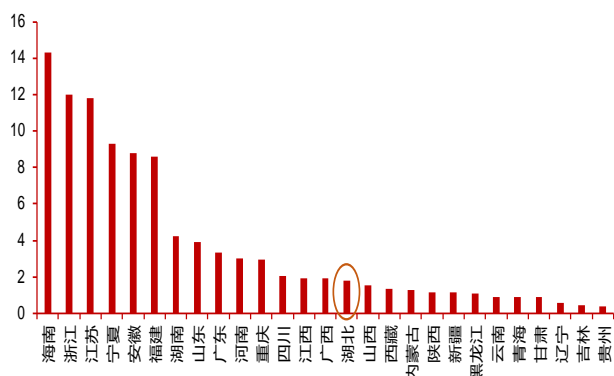
湖北资源丰富，获矿成本低且坐拥长江“黄金水道”，具备相对优势。公司国内骨料产地如两湖、四川、云南均是骨料矿山资源丰富地区。湖北为公司最大骨料资源地，亦是长江中下游重要的砂石原材料基地之一，其中黄石阳新、黄冈武穴、鄂州、咸宁嘉鱼占据长江“黄金水道”物流优势，机制砂石除满足供应本地市场外，还有部分通过长江水运保障长三角地区需求。《湖北省机制砂石产业高质量发展规划（2020—2025）》提出到2025年，全省年产100万吨及以上的大中型机制砂石企业产能占比达到80%，平均产能规模超过150万吨/年，将黄石、黄冈、鄂州、咸宁作为鄂东机制砂石重点生产区，在黄石阳新规划建设1个亿吨级机制砂石生产基地；在黄冈武穴、咸宁嘉鱼、黄石阳新、宜昌夷陵和长阳、荆门东宝等具备条件的地区规划建设一批千万吨级机制砂石生产基地。根据砂石数据中心数据，2023年全国新成交砂石类采矿权的平均获矿成本约2.83元/吨，而湖北的获矿成本为1.78元/吨，获矿成本较低。

图 38：湖北重点机制砂石基地规划产能（万吨/年）



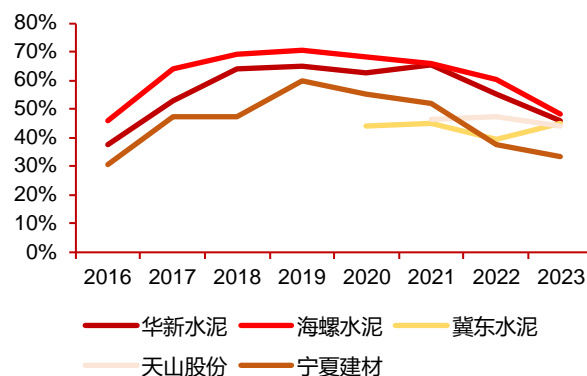
资料来源：北斗看地图、《湖北省机制砂石产业高质量发展规划（2020—2025）》，华源证券研究

图 39：2023 年各地区砂石类采矿权平均获矿成本(元/吨)



资料来源：砂石骨料网数据中心，华源证券研究

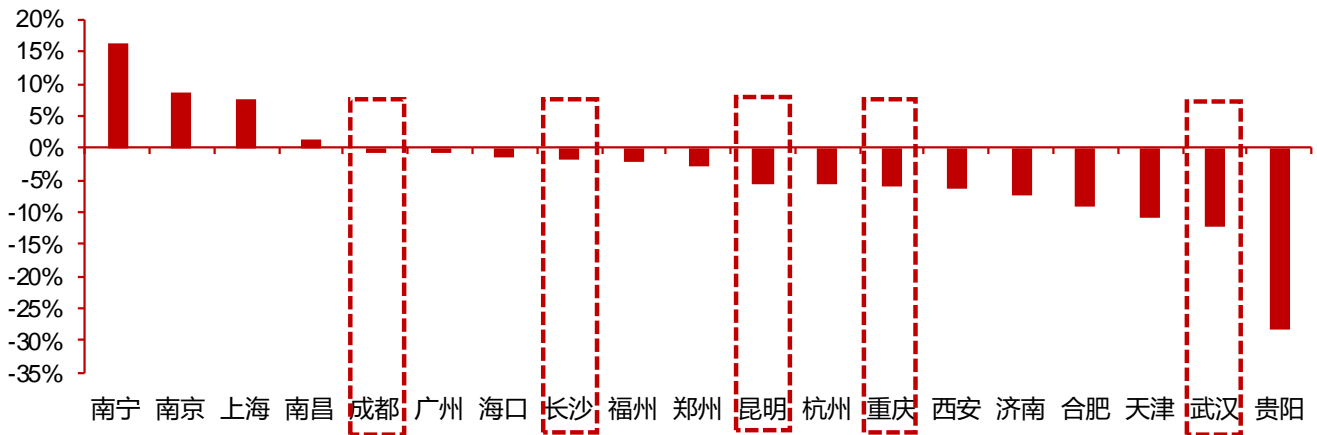
图 40：部分水泥上市公司骨料毛利率



资料来源：IFinD，华源证券研究

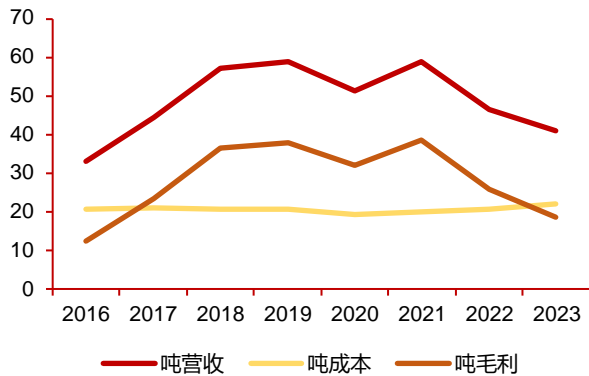
公司骨料业务盈利能力在可比上市公司中具备优势。2021 年海螺水泥、华新水泥、宁夏建材、天山股份、冀东水泥骨料业务毛利率分别为 66%、66%、52%、46%、45%。但近两年公司骨料毛利率下滑明显，2023 年毛利率为 46%，和可比公司接近。毛利率下滑的主要因素包括：**1) 价格端：**骨料价格受制于行业趋势下行，其中公司骨料资源重点区域湖北由于近年产能大幅投放，市场竞争加剧价格下跌，2023 年武汉沙石价格下跌 12.26%，跌幅居前。2023 年公司骨料业务吨营收 41 元，较 2022 年下跌 12.36%，较 2021 年下跌 30.47%。**2) 成本端：**公司骨料业务吨成本一直较为稳定，但近两年有所上升，2023 年公司骨料业务吨成本 22 元，较 2022 年上涨 6.05%，较 2021 年上涨 9.46%。拆分吨成本的构成，吨折摊增加是主要原因，预计主要是新产能投放后，需求端仍在爬坡导致，后续随着产能利用率提升预计有望改善。

图 41：2023 年中国重点城市砂石价格年度变化



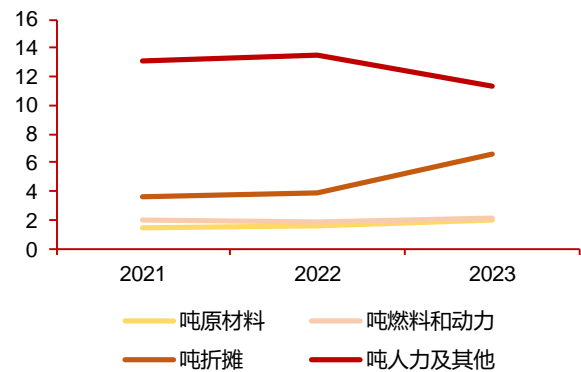
资料来源：中国砂石协会，华源证券研究(注：变化为2023年12月价格相较于1月价格变化)

图 42：公司骨料业务吨数据（元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 43：公司骨料业务吨成本拆分（元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

4. 盈利预测及估值

关键假设：

水泥业务：1) 2024-2026 年国内水泥业务销量为 3383、3289、3289 万吨；吨价格为 240、235、240 元；吨成本为 210、205、200 元，吨毛利为 30、30、40 元。2) 2024-2026 年国外水泥业务销量为 1446、1793、2140 万吨；吨价格为 470、460、450 元；吨成本为 320、310、300 元，吨毛利为 150、150、150 元。

骨料业务：2024-2026 年销量为 15682、18790、20717 万吨；吨价格为 39、38、38 元；吨成本为 20、20、20 元，吨毛利为 19、18、18 元。

表 5：业务拆分（百万元）

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--|------|------|-------|-------|-------|
|--|------|------|-------|-------|-------|

| | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 30470 | 33757 | 31474 | 34183 | 37288 |
| 水泥 | 18830 | 18332 | 14917 | 15979 | 17526 |
| 混凝土 | 5133 | 7652 | 8008 | 8580 | 9328 |
| 骨料 | 3065 | 5364 | 6100 | 7140 | 7873 |
| 商品熟料 | 1758 | 947 | 987 | 1022 | 1099 |
| 其他主营业务 | 1685 | 1462 | 1462 | 1462 | 1462 |
| 营业成本 | 22482 | 24741 | 23588 | 25251 | 27016 |
| 水泥 | 13945 | 13426 | 11733 | 12302 | 13000 |
| 混凝土 | 4321 | 6468 | 6776 | 7260 | 7920 |
| 骨料 | 1371 | 2903 | 3099 | 3713 | 4094 |
| 商品熟料 | 1577 | 844 | 870 | 865 | 906 |
| 其他主营业务 | 1268 | 1101 | 1111 | 1111 | 1097 |
| 毛利 | 7988 | 9016 | 7886 | 8932 | 10272 |
| 水泥 | 4885 | 4906 | 3184 | 3677 | 4526 |
| 混凝土 | 812 | 1184 | 1232 | 1320 | 1408 |
| 骨料 | 1694 | 2461 | 3001 | 3427 | 3779 |
| 商品熟料 | 181 | 103 | 117 | 157 | 193 |
| 其他主营业务 | 417 | 361 | 351 | 351 | 366 |
| 毛利率(%) | 26.22 | 26.71 | 25.05 | 26.13 | 27.55 |
| 水泥 | 25.94 | 26.76 | 21.35 | 23.01 | 25.83 |
| 混凝土 | 15.81 | 15.48 | 15.38 | 15.38 | 15.09 |
| 骨料 | 55.27 | 45.88 | 49.20 | 48.00 | 48.00 |
| 商品熟料 | 10.30 | 10.90 | 11.84 | 15.36 | 17.56 |
| 其他主营业务 | 24.73 | 24.71 | 24.00 | 24.00 | 25.00 |

资料来源：iFinD，华源证券研究

我们认为虽然国内水泥行业仍处寻底阶段，但公司作为行业转型典范，凭借海外市场以及骨料、混凝土业务的逆势发力，有望大幅度提升公司作为周期股的传统盈利底部，潜在成长性具有重估价值。我们预计，公司2024-2026年归母净利润分别为23.33亿元、27.30亿元、32.77亿元，对应9月6日A股股价PE为10X、8X、7X，2024年A股可比公司平均PE 12X。对应9月6日港股股价PE为5X、5X、4X，2024年港股可比公司平均PE 11X。当前公司A股股价相对合理，同时港股股价性价比突出。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：重点公司估值表

| | 代码 | 公司 | 股价 | EPS | | | PE | | | PB |
|-----|-----------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2024/9/6 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | |
| A 股 | 600585.SH | 海螺水泥 | 20.79 | 1.59 | 1.76 | 1.94 | 13 | 12 | 11 | 0.59 |
| | 000789.SZ | 万年青 | 4.32 | 0.38 | 0.45 | 0.48 | 11 | 10 | 9 | 0.50 |
| | 002233.SZ | 塔牌集团 | 6.69 | 0.54 | 0.62 | 0.70 | 13 | 11 | 10 | 0.67 |
| | | 平均 | | | | | 12 | 11 | 10 | 0.59 |
| | 600801.SH | 华新水泥 | 10.67 | 1.12 | 1.31 | 1.58 | 10 | 8 | 7 | 0.77 |
| 港股 | 1313.HK | 华润建材科技 | 1.55 | 0.13 | 0.17 | 0.19 | 12 | 9 | 8 | 0.22 |

| | | | | | | | | | |
|---------|------|-------|------|------|------|----|---|---|------|
| 0914.HK | 海螺水泥 | 16.88 | 1.75 | 1.94 | 2.13 | 10 | 9 | 8 | 0.44 |
| | 平均 | | | | | 11 | 9 | 8 | 0.33 |
| 6655.HK | 华新水泥 | 6.67 | 1.23 | 1.44 | 1.73 | 5 | 5 | 4 | 0.44 |

资料来源：iFinD，华源证券研究（可比公司盈利预测均使用 iFinD 一致预期；港股单位均为港元，汇率取股价当日港元兑人民币中间价）

5. 风险提示

国内地产需求继续下滑，国内水泥价格下跌，国内水泥盈利持续下滑；海外水泥业务随着部分所在地建设投产产能增加，供需格局边际弱化，高盈利存在下滑风险；骨料和水泥高度绑定，需求同样受制于地产下行，且骨料行业近两年新增供给较多，盈利存下滑风险。

表 7：合并损益表

| 百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 30470 | 33757 | 31474 | 34183 | 37288 |
| 营业收入 | 30470 | 33757 | 31474 | 34183 | 37288 |
| 营业总成本 | 26559 | 29824 | 28284 | 30368 | 32613 |
| 营业成本 | 22482 | 24741 | 23588 | 25251 | 27016 |
| 税金及附加 | 586 | 745 | 695 | 754 | 823 |
| 销售费用 | 1372 | 1519 | 1416 | 1538 | 1678 |
| 管理费用 | 1583 | 1819 | 1696 | 1842 | 2010 |
| 研发费用 | 78 | 301 | 281 | 305 | 333 |
| 财务费用 | 458 | 699 | 608 | 677 | 754 |
| 其他收益 | 217 | 175 | 175 | 175 | 175 |
| 投资收益 | 17 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 19 | -36 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -22 | -68 | -50 | -50 | -50 |
| 资产减值损失 | -114 | -138 | -150 | -150 | -150 |
| 资产处置收益 | -7 | 427 | 427 | 427 | 427 |
| 营业利润 | 4023 | 4352 | 3651 | 4276 | 5136 |
| 营业外收支 | -34 | -25 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 3988 | 4326 | 3651 | 4276 | 5136 |
| 所得税 | 965 | 1108 | 933 | 1095 | 1318 |
| 净利润 | 3024 | 3218 | 2718 | 3181 | 3817 |
| 少数股东损益 | 325 | 456 | 385 | 451 | 541 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 2699 | 2762 | 2333 | 2730 | 3277 |

资料来源：iFinD，华源证券研究

表 8：合并现金流量表

| 百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 3024 | 3218 | 2718 | 3181 | 3817 |
| 加：折旧摊销减值 | 2659 | 3672 | 2740 | 3430 | 4120 |
| 财务费用 | 412 | 768 | 608 | 677 | 754 |
| 非经营损失 | 17 | -521 | -486 | -486 | -486 |
| 营运资本变动 | -1640 | -1205 | 852 | -328 | -207 |
| 其它 | 96 | 303 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | 4568 | 6236 | 6432 | 6475 | 7998 |
| 资本开支 | 7682 | 4629 | 6473 | 6473 | 6473 |
| 其它投资现金流 | -702 | -1824 | 100 | 100 | 100 |
| 投资活动现金流 | -8383 | -6454 | -6374 | -6374 | -6374 |
| 吸收投资 | 546 | 221 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 3394 | 617 | 1316 | 577 | -870 |
| 支付股利、利息 | 2813 | 2195 | 608 | 677 | 754 |
| 其它融资现金流 | 645 | 405 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 1772 | -952 | 708 | -101 | -1624 |
| 净现金流 | -1934 | -1246 | 767 | 0 | 0 |

资料来源：iFinD，华源证券研究

表 9：合并资产负债表

| 百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 14450 | 15220 | 14894 | 14982 | 14949 |
| 现金及等价物 | 7080 | 5851 | 6577 | 6537 | 6497 |
| 应收款项 | 3288 | 4446 | 3468 | 3778 | 3939 |
| 存货净额 | 3405 | 3463 | 3389 | 3207 | 3053 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 677 | 1460 | 1460 | 1460 | 1460 |
| 长期投资 | 1484 | 1512 | 1512 | 1512 | 1512 |
| 固定资产 | 29296 | 31367 | 35727 | 39397 | 42377 |
| 无形资产及其他资产 | 19011 | 20702 | 20702 | 20702 | 20702 |
| 资产总计 | 64242 | 68800 | 72835 | 76592 | 79539 |
| 流动负债 | 16625 | 18934 | 18909 | 18145 | 15934 |
| 短期借款 | 5020 | 7365 | 7341 | 6576 | 4365 |
| 应付款项 | 9919 | 9781 | 9781 | 9781 | 9781 |
| 其它流动负债 | 1685 | 1788 | 1788 | 1788 | 1788 |
| 非流动负债 | 16779 | 16571 | 17912 | 19253 | 20594 |
| 负债合计 | 33403 | 35505 | 36822 | 37398 | 36528 |
| 股本 | 2097 | 2079 | 2079 | 2079 | 2079 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积 | 1366 | 1524 | 1524 | 1524 | 1524 |
| 其他综合收益 | -175 | -549 | -549 | -549 | -549 |
| 盈余公积 | 1112 | 1112 | 1112 | 1112 | 1112 |
| 未分配利润 | 23010 | 24703 | 27036 | 29766 | 33043 |
| 少数股东权益 | 3392 | 4362 | 4747 | 5198 | 5739 |
| 股东权益 | 30838 | 33295 | 36013 | 39194 | 43011 |
| 负债和股东权益合计 | 64242 | 68800 | 72835 | 76592 | 79539 |

资料来源：iFinD，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | : 相对强于市场表现 20%以上; |
| 增持 (Outperform) | : 相对强于市场表现 5% ~ 20%; |
| 中性 (Neutral) | : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动; |
| 减持 (Underperform) | : 相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | : 行业超越整体市场表现; |
| 中性 (Neutral) | : 行业与整体市场表现基本持平; |
| 看淡 (Underweight) | : 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数