

# 华润建材科技 (01313)

证券研究报告

2024年09月19日

## 华南水泥龙头，水泥骨料双轮驱动，高分红低估值显优势

### 华南水泥龙头，传统/新型建材两点开花

公司是华南水泥龙头，传统建材与新型建材双开花。一方面，公司水泥收入占六至八成，23年底水泥年产能达9020万吨，近三年产能利用率逐年下滑，23年同比下滑10pct至72%，而此次淡季两广地区水泥实现涨价，当前水泥盈利底部或已逐步压实，后续有望带动盈利向上修复。另一方面，公司在2021年开始拓展骨料及其他新型建材业务，22年以来**骨料业绩贡献渐显**，23年骨料业务贡献营收/毛利分别达16.2/8.8亿元，毛利占比同比+17pct达23.3%，未来贡献业绩有望进一步提升。

### 水泥：广东需求空间仍存，广西新增产能进入尾声，当前再掀涨价潮

公司水泥产能主要布局在两广地区，**需求端来看**，19年年初中央印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，广东地区需求增势预期渐显。23年广东固投/基建/地产投资同比分别+3%/+4%/-10%，较22年分别由负转正/增速提升2pct/降幅收窄4pct。24年下半年广东仍有交通、城建等重点项目储备，中长期看大湾区建设仍将带动广阔需求空间。**供给端来看**，受西江水系治理（19年底西江干线西津二线工程全面施工）及广西政府补贴政策（19年出台广西招商引资激励办法，20年推进三企入桂）影响，自20年起水泥企业纷纷通过置换项目在广西建厂，20-23年四年间广西地区新增熟料产能2464万吨，在全国各省排名中遥遥领先。随着22年底西津二线建成通航，同时23年广西政府对外销水泥给予物流补贴和过闸费减免福利，广西水泥外销力度加大，23年长洲枢纽过闸货运量同比+18.2%达1.8亿吨。我们认为经过前期较多的新增产能和市场竞争后，23年盈利空间已被大幅压缩，或遏制了企业新进入市场的步伐，当前新增产能或已结束。两广水泥市场格局相对集中，广东/广西地区CR3各约50%，公司在两广地区市占率约20%，具有较高议价权。今年Q2以来各企业对利润诉求显著提升，预计企业竞合关系向好。长期来看，公司有望凭借沿江布局和头部企业资金优势，进一步拓展市场份额。**价格端来看**，23年两广水泥价格持续下跌，今年6月以来各先后进行两轮推涨，我们认为此次淡季涨价主要受供给端边际变化催化，前期价格下滑较多导致企业亏损面扩大，伴随着新增产能进入尾声，头部企业改变策略，推涨价格意愿较强，下半年来看或具备较高盈利修复空间。

### 非水泥：骨料业绩贡献渐显，新型建材业务布局广泛

2021年开始公司亦大举进军骨料建设，通过竞拍、并购、参股等方式，在广东、广西、福建、海南、重庆、陕西等地取得11座矿山资源，23年公司骨料产能增加至9250万吨，销售4500多万吨骨料实现16.2亿元收入。当前公司仍有较多在建产能，全部建成年产能预计将达1.48亿吨。随着两广地区骨料需求的阶段性增长，公司骨料产能有望不断释放，24-25年或将显著贡献利润增量。2021年公司将业务重新划分成基础建材、结构建材、功能建材和新材料四大业务板块，紧密布局新型建材业务，长期来看亦奠定良好业务转型基础。

### 首次覆盖，给予“买入”评级，目标价2.08港元

公司近五年分红率保持在45%~50%高位水平，当前PB估值仅0.26x，处近十年6%分位数水平，具备较高估值性价比。我们预计公司24-26年收入分别为233.2/236.9/250.4亿元，同比分别-8.7%/+1.6%/+5.7%，测算归母净利润分别为8.6/12.3/15.2亿元，同比分别+33.6%/+42.9%/+23.6%。我们选取港股水泥公司（中国建材、海螺水泥、西部水泥、华新水泥）作为可比公司，参考可比公司估值，给予公司24年0.3xPB，对应目标价2.08港元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**粤港澳大湾区建设节奏不及预期、两广水泥供给超预期、水泥涨价持续性不及预期、骨料产能建设和销量不及预期、原材料价格上涨超预期、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（首次评级）
当前价格	1.49 港元
目标价格	2.08 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	6,982.94
港股总市值(百万港元)	10,404.58
每股净资产(港元)	6.94
资产负债率(%)	36.89
一年内最高/最低(港元)	2.24/1.03

### 作者

<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
<b>王涛</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001 wangtao@tfzq.com	
<b>林晓龙</b>	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

- 《华润水泥控股-公司深度研究:系列报告一：华南龙头，引吭高歌》2018-08-12

## 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)	29,332	25,550	23,316	23,689	25,040
增长率(%)	-18.4%	-12.9%	-8.7%	1.6%	5.7%
除税前溢利(百万元)	2,039	914	1,115	1,594	1,970
归属母公司净利润(百万元)	1,729	644	860	1,229	1,519
增长率(%)	-72.8%	-62.8%	33.6%	42.9%	23.6%
EPS(元/股)	0.25	0.09	0.12	0.18	0.22
市盈率(P/E)	6.74	14.68	12.09	8.47	6.85

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 内容目录

1. 华润建材科技：华南水泥龙头，传统/新型建材两开花	5
2. 水泥：广东需求空间仍存，广西新增产能落幕，当前再掀涨价潮	10
2.1. 需求：大湾区建设稳步推进，需求空间相对充盈	10
2.2. 供给：广西新增产能落幕，两广错峰力度加大	14
2.3. 价格：23H2 后价格低位徘徊，近期已现边际回暖	19
3. 非水泥：骨料业绩贡献渐显，新型建材业务布局广泛	22
3.1. 骨料：产能将达亿吨级别，24-25 年有望显著贡献利润增量	22
3.2. 新型建材：产能布局未雨绸缪，奠定长期业务转型基础	23
4. 估值：高分红低市净率，安全边际凸显	25
5. 盈利预测与投资建议	26
6. 风险提示	28

## 图表目录

图 1：华润建材科技历史沿革	5
图 2：公司股权结构（截止 23 年末）	6
图 3：2008 年-2023 年公司分产品营收占比	6
图 4：2008 年-2023 年公司分产品毛利占比	6
图 5：公司 2006-2023 年营业收入及同比增速	7
图 6：公司 2006-2023 年归母净利润及同比增速	7
图 7：公司 2004-2023 年毛利率和净利率	7
图 8：公司 2004-2023 年各项费用率	7
图 9：公司 2016-2023 年水泥产量及同比增速	8
图 10：公司 2016-2023 年水泥销量及同比增速	8
图 11：2017-2023 年公司水泥产能及产能利用率	8
图 12：公司水泥熟料产能分布（截止 2024 年 6 月）	9
图 13：2023 年公司各地区水泥销量占比	9
图 14：2023 年公司各地区水泥价格	9
图 15：2023 年公司各地区水泥收入占比	9
图 16：2018 年至今广东地区水泥产量及同比增速	10
图 17：2018 年至今广西地区水泥产量及同比增速	10
图 18：2018-2023 年广东固投、地产、基建投资增速同比增速	11
图 19：2018-2023 年广西固投、地产、基建投资增速同比增速	11
图 20：粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图	13
图 21：西江黄金水道贯通两广市场	13
图 22：2020-2023 年广西地区各年新投产熟料年产能	15
图 23：2020-2023 年四年间各省市新增熟料产能情况	15
图 24：西江干流流向及沿江城市	15

图 25: 2022 年华润和海螺在广西厂址布局	15
图 26: 2019 年广西建厂的其他水泥企业 (除海螺和华润)	15
图 27: 2022 年广西建厂的其他水泥企业 (除海螺和华润)	15
图 28: 长洲枢纽过闸货运量及同比增速	16
图 29: 华南主要水泥企业毛利率走势	16
图 30: 华南主要水泥企业净利率走势	16
图 31: 广东各水泥企业产能占比	17
图 32: 广西各水泥企业产能占比	17
图 33: 2018 年至今全国及两广地区产能利用率	19
图 34: 2020 年至今全国及两广地区水泥价格走势	19
图 35: 2024 年以来两广地区水泥价格走势	19
图 36: 2018-2023 年公司水泥产品在两广地区市占率情况	20
图 37: 沿西江水泥产线布局	20
图 38: 2022 年华润和海螺在广西厂址布局	20
图 39: 公司骨料产能及销量	22
图 40: 公司各业务毛利润占比	23
图 41: 公司各业务毛利率	23
图 42: 公司经营性现金流净额+ 投资性现金流净额	25
图 43: 公司资本性支出及同比增速	25
图 44: 公司历史 PE(TTM)-Band	25
图 45: 公司历史 PB(LF)-Band	25
图 46: 2019 年-2023 年公司分红总额及分红率	26
表 1: 2024 年下半年广东省部分重点项目	11
表 2: 《粤港澳大湾区发展规划纲要》提出加快基础设施互联互通规划内容	12
表 3: 2020 年以来华南地区新增熟料产能	14
表 4: 华南地区撤销及停建熟料项目	17
表 5: 2023 年和 2024 年广东、广西水泥熟料错峰停窑计划及执行情况	18
表 6: 华润水泥在两广地区水泥产线	21
表 7: 公司部分骨料项目建设情况	22
表 8: 公司结构建材 (混凝土预制件) 产能建设情况	24
表 9: 公司功能建材 (人造石材、瓷砖胶、白水泥、饰面用大理石) 产能建设情况	24
表 10: 公司新材料 (氧化钙) 产能建设情况	24
表 11: 公司业绩预测核心假设	26
表 12: 公司利润表拆分及盈利预测	27
表 13: 可比公司估值表	28

## 1. 华润建材科技：华南水泥龙头，传统/新型建材两开花

公司是华南地区水泥龙头，09 年于港交所上市，逐步拓展区域和业务版图。公司最早起家于东莞一个小粉磨站，1998 年东莞华润水泥厂正式建成投产，投产当年销量仅 20 万吨，后于 2001 年通过并购成立红水河水泥。2003 年华润水泥控股有限公司正式成立，2004 年第一条日产 5000 吨新型干法熟料产线在广西平南投产，彼时公司确立“两点一线”（“两点”即位于广西和广东珠三角的市场点位，“一线”则指连接两点的西江物流通道）战略定位。2008 年公司先后进入福建和海南市场，2009 年于港交所上市，筹集资金 64.75 亿港元。2010-2012 年公司进一步扩张区域版图，先后进入山西、内蒙、云南、贵州等市场。2021 年公司开始逐渐拓展新型建材业务，当年 9 月公司收购陕西鑫华达建材公司 95% 股权，在陕西省第一个骨料项目正式落地，10 月分别在德庆县和封开县布局白水泥和瓷砖胶项目。2022 年公司在广西竞得首个玄武岩矿，首个千万吨级新型环保高端骨料项目在南宁竣工试生产，2023 年公司更名为“华润建材科技有限公司”。

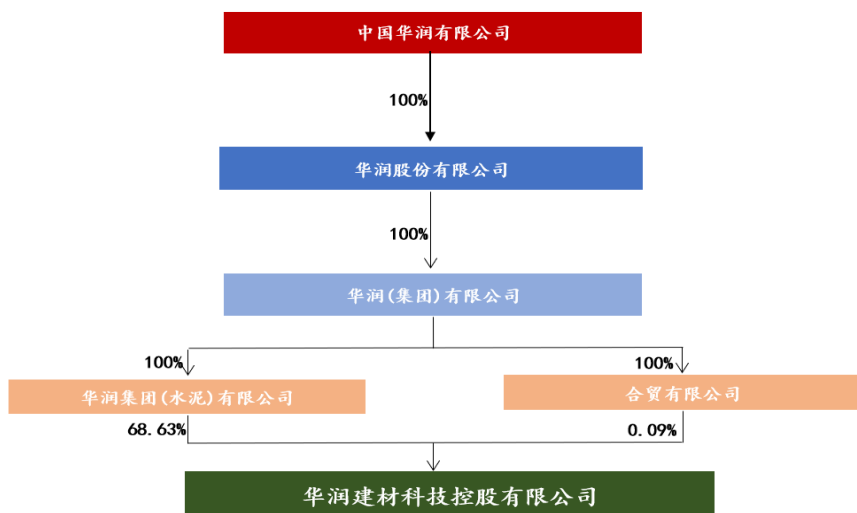
图 1：华润建材科技历史沿革



资料来源：公司公告、水泥网 APP 公众号、天风证券研究所

公司实控人为国资委，大股东持股比达 69%。截止 2023 年底，公司第一大股东为华润集团(水泥)有限公司，持股比例为 68.63%，股权结构较为集中。公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会，董事会主席为纪友红先生。截止 2023 年底，公司持有唯一子公司华润水泥控股(香港)有限公司 100% 股份，共持有 150 家参控股公司，其中有 38 家控股孙公司和 1 家合营企业主要从事水泥生产与销售，55 家控股孙公司主要从事混凝土生产与销售，其余参控股公司从事开采骨料、预制建材生产与销售、人造石生产及加工等业务。

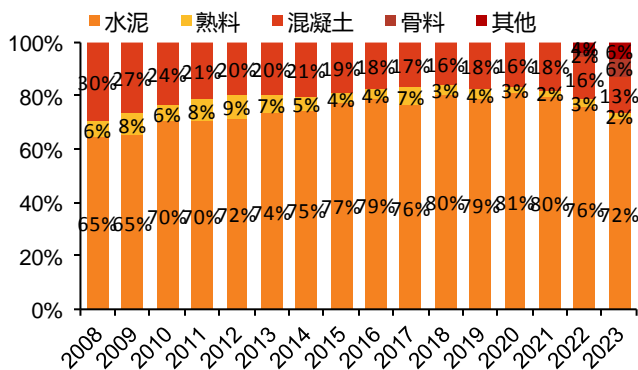
图 2：公司股权结构（截止 23 年末）



资料来源：Wind、天风证券研究所

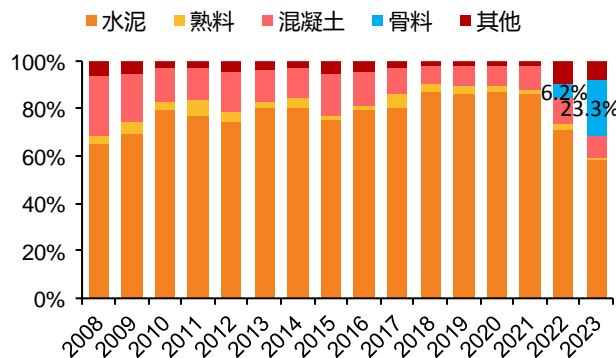
公司主营业务为水泥熟料及混凝土的生产与销售，21 年开始拓展骨料及其他新型建材业务。公司主营业务主要包括水泥、熟料及混凝土，另有其他结构建材（混凝土预制件）、功能建材（人造石材、瓷砖胶、白水泥、饰面用大理石）和新材料（氧化钙）等新型业务。2008-2020 年水泥营收占比整体呈增长趋势，至 2020 年约占八成。2021 年公司开始进军骨料市场，次年实现业绩贡献，2023 年骨料营收达 16.2 亿元，占比提升 4pct 达 6%，骨料毛利达 8.77 亿元，占比提升 17pct 达 23.3%，新业务增长极逐渐显现。

图 3：2008 年-2023 年公司分产品营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2008 年-2023 年公司分产品毛利占比

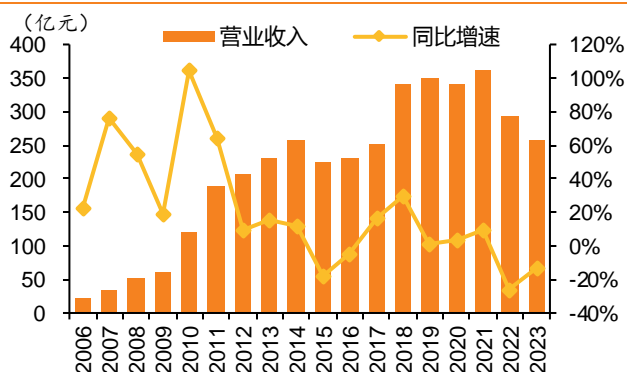


资料来源：Wind、天风证券研究所

近三年盈利底部逐渐压实，骨料业绩贡献逐步凸显。2006-2011 年间受益于水泥行业迅速发展，公司营收/归母净利润均稳步上升，CAGR 分别达 55%/110%。12-14 年国内水泥需求增速逐渐趋缓，公司收入和利润增速同步减缓。15 年水泥行业经济效益严重下滑，受水泥价格大幅下滑影响，公司收入同比-18%达 226 亿元，同时受当年汇改产生较多汇兑损益（亏损 9.029 亿港元）影响，归母净利润同比大幅下滑 74.4%达 8.5 亿元。17 年起水泥行业供给侧改革成效渐显，公司业绩再次进入向上通道，至 20 年营收/归母净利润分别达 340/75.4 亿元。21-23 年水泥行业承压进一步加大，公司水泥产品量价齐跌，叠加煤炭成本价格高企等因素影响，公司业绩持续下滑，23 年营收/归母净利润分别同比-13%/-63%达 257.3/6.4 亿元。24 年上半年来看，受水泥价格下滑影响，公司净利润同比下滑 71%达 1.66 亿元。下

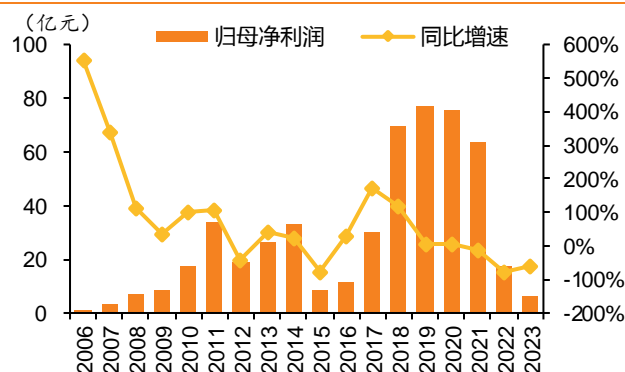
半年来看，我们认为若后续水泥价格推涨落实情况良好，水泥利润有望实现较好修复，同时伴随骨料产能的逐渐释放，有望进一步增厚利润，全年利润同比有望实现转正。

图 5：公司 2006-2023 年营业收入及同比增速



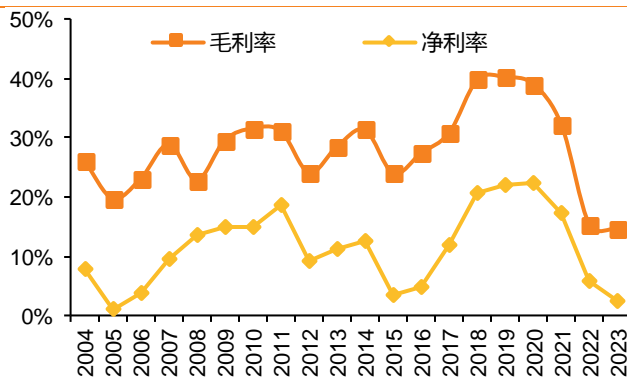
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：公司 2006-2023 年归母净利润及同比增速



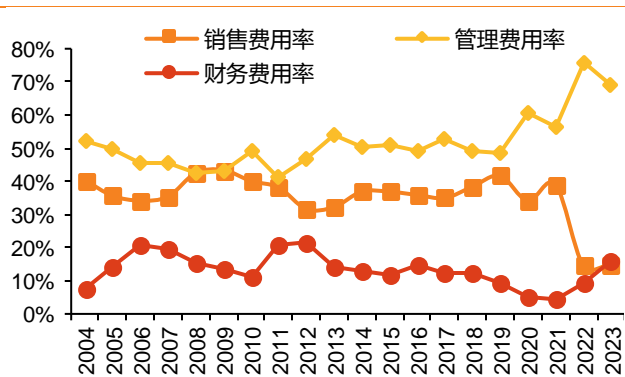
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：公司 2004-2023 年毛利率和净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

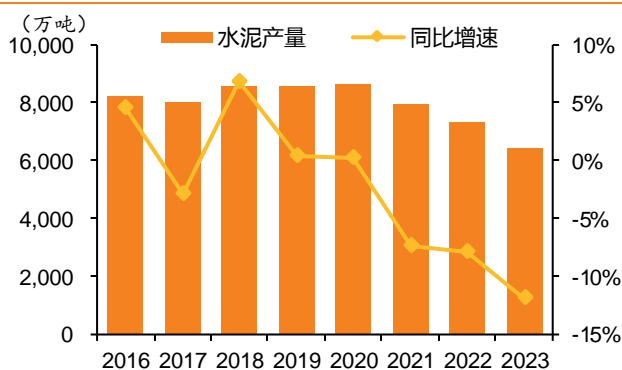
图 8：公司 2004-2023 年各项费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

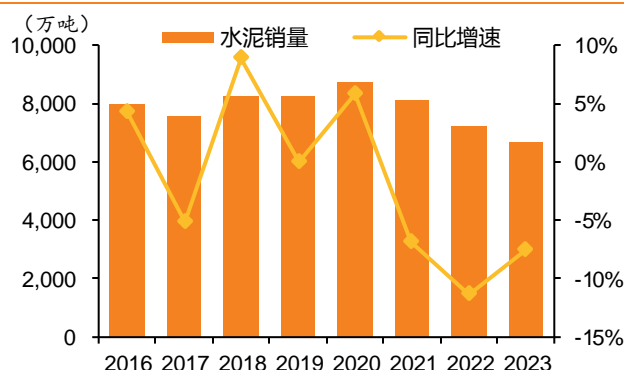
截至 23 年末公司熟料产能 6330 万吨，水泥产能 9020 万吨，23 年产能利用率 72%。2017-2021 年公司产能基本保持稳定，22 年公司收购湖南良田（51%）、肇庆金岗（85%）股份，同时华润（武宣）二线项目投产，产能实现小幅扩张，截至 23 年末公司熟料产能 6330 万吨，水泥产能 9020 万吨。销量来看，2016-2020 年间，公司水泥产销量保持在 8000 万吨左右，基本实现满产满销，21-23 年受水泥行业需求疲软拖累，公司产销量均逐年下滑，23 年收缩至 6500 万吨左右，产能利用率跌至新低的 72%，同比-10pct，但仍好于全国 59%的平均水平。

图 9：公司 2016-2023 年水泥产量及同比增速



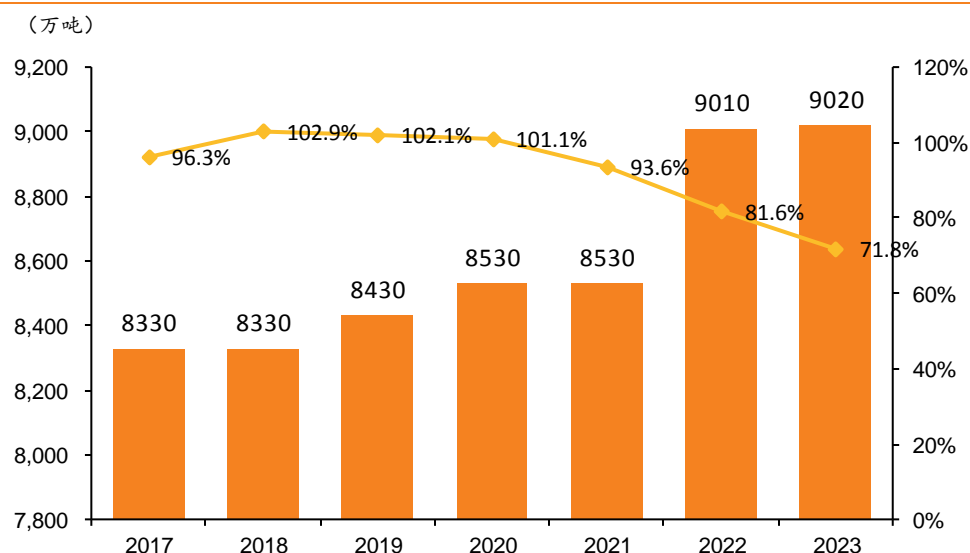
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：公司 2016-2023 年水泥销量及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：2017-2023 年公司水泥产能及产能利用率

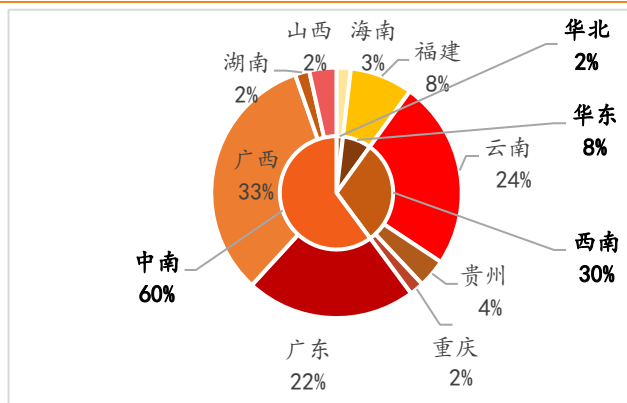


资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司中南地区产能占比达六成，广西/广东地区分别约占三成/两成。公司产能遍布中南/西南/华东/华北地区，截止 2024 年 6 月，公司具有 66 条水泥熟料产线，四大区熟料线产能分别为 163000/81000/22000/5000T/D，占比分别达 60%/30%/8%/2%。分省市来看，公司产能主要布局在两广地区，广西/广东产能分别占 33%/22%，其次云南/福建/贵州/海南地区分别占 24%/8%/4%/4%，另在湖南、重庆、山西各有 5000T/D 产能布局。2023 年公司在广东销售水泥 3060.5 万吨，占水泥总销量 46%，广东水泥价格也表现在 288 元/吨相对高水平，最终实现收入 88 亿元，占水泥总收入 48%，广东业务重心地位稳固。

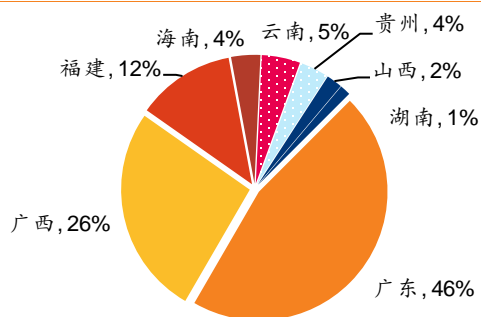


图 12：公司水泥熟料产能分布（截止 2024 年 6 月）



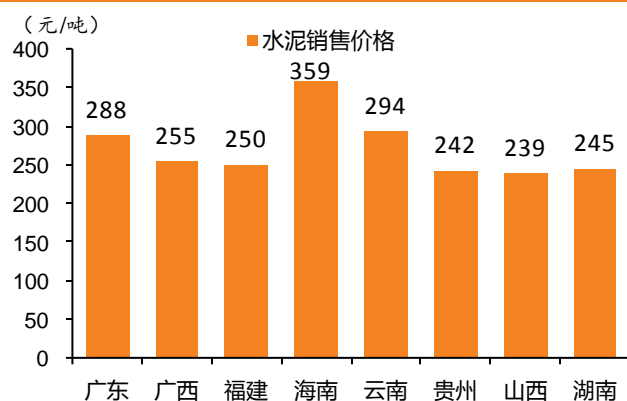
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 13：2023 年公司各地区水泥销量占比



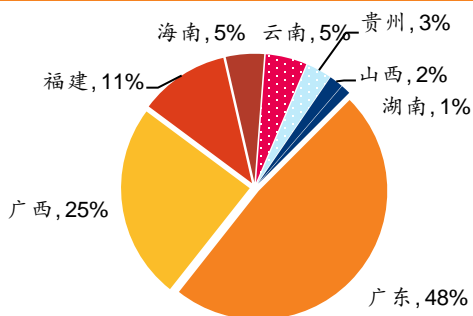
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14：2023 年公司各地区水泥价格



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15：2023 年公司各地区水泥收入占比



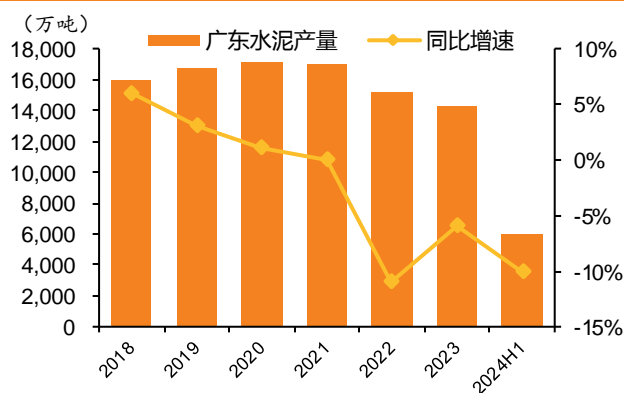
资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 水泥：广东需求空间仍存，广西新增产能落幕，当前再掀涨价潮

### 2.1. 需求：大湾区建设稳步推进，需求空间相对充盈

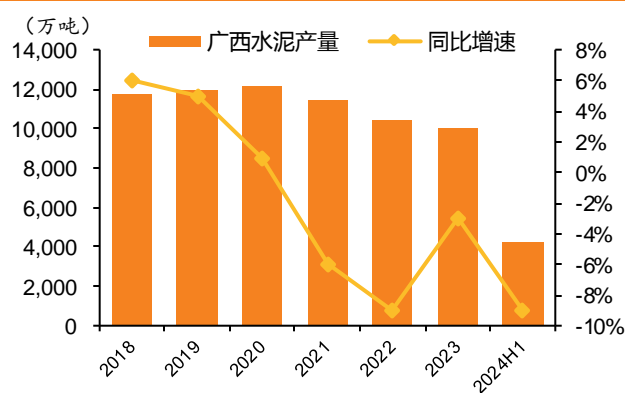
两广地区水泥需求走势与全国整体保持一致，近三年产量下滑。18-20年两广水泥产量呈持续微增趋势，年增速整体在6%及以内，广东水泥产量保持在1.6~1.7亿吨附近，广西产量约为1.2亿吨。21-23年两广水泥产量持续下滑，23年广东/广西地区水泥产量分别同比-6%/-3%达1.4/1.0亿吨。今年上半年来看，广东/广西水泥产量分别为5986/4327万吨，同比分别下滑9.7%/9.4%，广东下滑较多或受雨水天气较多，施工进度拖缓所致，两广降幅与全国水平基本一致。

图 16：2018 年至今广东地区水泥产量及同比增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

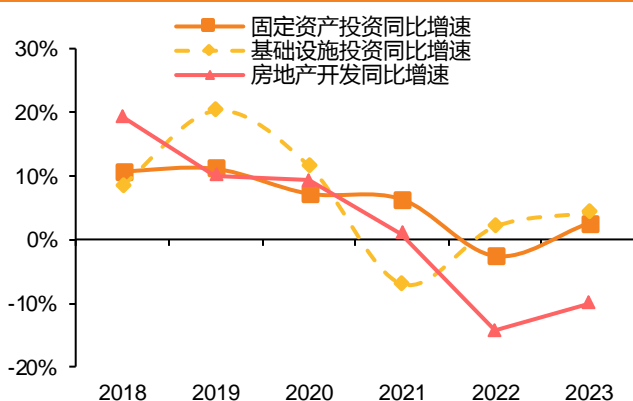
图 17：2018 年至今广西地区水泥产量及同比增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

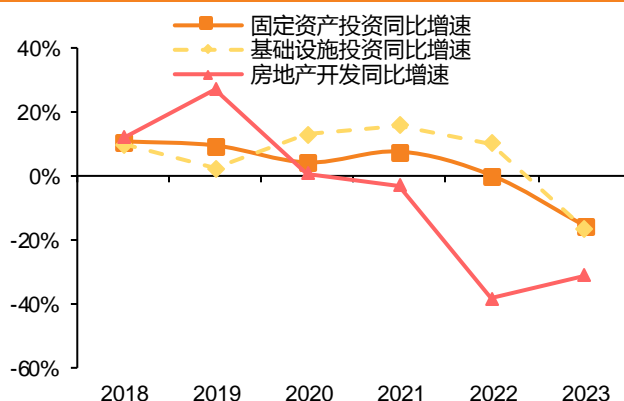
22 年以来广东地区投资触底反弹，24 年至今重点项目稳步推进。从下游投资需求角度来看，18-21 年两广地区固投、基建及地产投资增速整体均呈下滑走势，21 年广东/广西固定资产投资同比增速分别为 6.3%/7.6%。22-23 年两广地区需求现分化趋势，广东投资增速触底反弹，而广西颓势未改。23 年广东固投/基建/地产开发投资同比分别 +2.5%/+4.2%/-10.0%，较 22 年分别由负转正/增速提升 2.2pct/降幅收窄 4.3pct。2024 年广东省安排省重点建设项目 1508 个，总投资约 8.1 万亿元，年度计划投资 1 万亿元，1-5 月省重点项目已完成投资 4331 亿元，为年度计划投资的 43.3%。当前来看投资进度落实良好，下半年仍有交通、城建等重点项目储备。

图 18：2018-2023 年广东固投、地产、基建投资增速同比增速



资料来源：Wind、21 经济网、天风证券研究所

图 19：2018-2023 年广西固投、地产、基建投资增速同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：2024 年下半年广东省部分重点项目

日期	项目名称	项目进展
6 月	环南昆山—罗浮山县镇村高质量发展示范区	已签约
6 月	广深沿江高速二期工程	完成交工验收
6 月	南沙站一期开建	拟 2028 年 3 月全面运营通车
6 月	广清经济特别合作区广佛(佛冈)产业园	已签约
6 月	粤东城际铁路汕头段	汕头段和潮州段分别完成两条桥梁的合龙作业
6 月	湛江廉江市 2024 年第二季度 18 个动工重点项目	已签约
7 月	广湛高铁	预计 2025 年底完工
7 月	珠肇高铁	预计 2025 年 5 月完工
7 月	深江高铁开展全线首榀箱梁架设启动仪式	预计 2025 年 12 月完工
7 月	狮子洋通道工程下层白沙南路段工程	预计 2025 年 12 月底建成通车
7 月	白云机场三期扩建工程	预计 2025 年建成运营
7 月	广州智慧城市基础设施建设(一期)项目	新开工
7 月	惠州至肇庆高速公路白云至三水段	2022-2027
7 月	广澳高速公路南沙至珠海段改扩建工程	2022-2027
7 月	清远清新至广州花都高速公路项目	2021-2025
7 月	深圳机场三跑道扩建工程	2022-2025
7 月	海珠湾隧道	2020-2025

资料来源：中国砂石网公众号、天风证券研究所

大湾区建设规划稳步落实，中长期建设空间广阔。2019年2月18日，中共中央国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，对大湾区建设提出全面规划，此国家级战略系将近期规划至2022年，远期展望至2035年。《纲要》提出加快基础设施互联互通，包括构建现代化的综合交通运输体系、强化水资源安全保障等多项建设目标，其中对珠三角港口群、世界级机场群、对外综合运输通道、大湾区快速交通网络以及水利基础设施、水利防灾减灾体系建设等项目做出具体规划。截止2023年底，深中通道这一粤港澳大湾区核心交通枢纽工程主线已贯通，2024年初黄茅海大桥与高栏港大桥海上贯通，建设规划稳步落实。此外，2020年8月国家发改委印发《关于粤港澳大湾区城际铁路建设规划的批复》，提出到2025年大湾区铁路网络运营及在建里程达到4700公里，全面覆盖大湾区中心城市、节点城市和广州、深圳等重点都市圈，到2035年里程达5700公里，覆盖全部县级以上城市，大湾区等域发展建设的逐步推进，有望有力支持区域内建材行业的中长期需求。

表 2：《粤港澳大湾区发展规划纲要》提出加快基础设施互联互通规划内容

建设目标	建设项目	主要内容
构建现代化的综合交通运输体系	提升 <b>珠三角港口群</b> 国际竞争力	支持香港发展高端航运服务业，增强广州、深圳国际航运综合服务功能，完善内河航道与疏港铁路、公路等集疏运网络
	建设 <b>世界级机场群</b>	巩固提升香港国际航空枢纽地位，提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力，增强澳门、珠海等机场功能
	畅通 <b>对外综合运输通道</b>	加快构建以广州、深圳为枢纽，高速公路、高速铁路和快速铁路等广东出省通道为骨干，连接泛珠三角区域和东盟国家的陆路国际大通道
	构筑大湾区 <b>快速交通网络</b>	构建以高速铁路、城际铁路和高等级公路为主体的城际快速交通网络，力争实现大湾区主要城市间1小时通达，提升粤港澳口岸通关能力和通关便利化水平
	提升 <b>客货运输服务水平</b>	加快广州—深圳国际性综合交通枢纽建设，推进大湾区城际客运公交化运营
优化提升信息基础设施	构建新一代信息基础设施	推进粤港澳网间互联宽带扩容，全面布局基于互联网协议第六版（IPv6）的下一代互联网
	建成 <b>智慧城市群</b>	大力发展智慧交通、智慧能源、智慧市政、智慧社区
	提升 <b>网络安全保障水平</b>	加强通信网络、重要信息系统和数据资源保护
建设能源安全保障体系	优化能源供应结构	大力推进能源供给侧结构性改革，优化粤港澳大湾区能源结构和布局
	强化能源储运体系	主干电网建设、石油储备基地建设、煤炭储备基地建设
强化水资源安全保障	完善 <b>水利基础设施</b>	大力推进雨洪资源利用等节约水、涵养水的工程建设，加快推进珠三角水资源配置工程和对澳门第四供水管道建设，加强饮用水水源地和备用水源安全保障达标建设及环境风险防控工程建设
	完善 <b>水利防灾减灾体系</b>	加强海堤达标加固、珠江干支流河道崩岸治理等重点工程建设，着力完善防汛防风综合防灾减灾体系，强化城市内部排水系统和蓄水能力建设

资料来源：中国政府网、天风证券研究所

图 20：粤港澳大湾区城际铁路建设规划示意图



资料来源：粤港澳大湾区门户网、天风证券研究所

**西江黄金水道治理不断完善，助力两广区域市场融合。**自十八大以来我国高度重视水利水路建设，西江水系治理亦如火如荼。17 年 10 月西江航运干线的西津二线船闸工程正式开工，19 年 11 月进入了全面施工阶段，22 年 12 月建成通航。西江航运干线通航能力提升有效改善了物流条件，助力沿西江干流相邻的广东和广西区域融合，未来随着平陆运河的逐步建成通航，两广地区有望通过北部湾港海运进一步加强联通。

图 21：西江黄金水道贯通两广市场



资料来源：湖南频道官网、天风证券研究所

## 2.2. 供给：广西新增产能落幕，两广错峰力度加大

广西招商引资释放政策利好，企业进桂投资决心再加码。在大湾区建设需求增长+西江流域物流条件改善双重利好背景下，广西政府再在招商引资政策方面为企业注入强心剂，如2019年广西政府出台《广西招商引资激励办法》，对招商引资绩效优异的集体和个人给予财政补贴等激励措施。2020年广西政府再推进央企、民业、湾企(粤港澳大湾区企业)“三企入桂”，全年签订实现招商合同项目超2300个，项目总投资达3.4万亿元人民币。在上述多重利好驱动下，多家企业通过异地产线产能置换，纷纷涌入广西水泥市场。

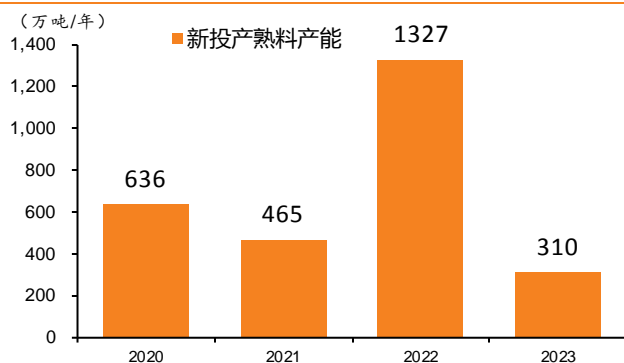
20年开始广西新增产能较多，22年达1327万吨/年高峰，当前新增产能或已接近结束。据数字水泥网，20-23年四年间广西地区新增熟料产能2464万吨，列全国首位，遥遥领先于其他省市。据卓创资讯，其间建设主体包括华润建材科技(4500T/D)、上峰水泥(5000T/D)、红狮及其他小企业，20/21/22/23年广西新增熟料产能分别达20500/15000/42800/10000T/D，折算年产能分别达为636/465/1327/310万吨，分别占当年广西熟料产能比重为7%/5%/13%/3%。广东地区亦有三条新建产线，分别于20年4月、21年10月和23年12月投产，建设主体分别为塔牌集团(10000T/D)、台泥国际(6000T/D)海螺水泥(5000T/D)。经过2-3年建设期后，两广地区大量水泥产能于22年集中投产，对区域供给格局造成较大影响。

表3：2020年以来华南地区新增熟料产能

大区	省份	地市	企业名称	所属集团	所属上市公司	回转窑规格	熟料线产能(t/d)	投产时间
华南	广东	梅州	广东塔牌集团股份有限公司 蕉岭分公司	塔牌	塔牌集团	Φ6.2×92m	10000	2020/4/29
华南	广东	清远	广东清新水泥有限公司	安徽海螺	海螺水泥	Φ4.8×74m	5000	2023/12/22
华南	广东	韶关	台泥(韶关)水泥有限公司	台泥	台泥国际	Φ5.2×74m	6000	2021/10/27
华南	广西	百色	广西华众建材有限公司			Φ4.8×74m	5000	2020/12/29
华南	广西	崇左	崇左汇鑫建材有限公司	红狮		Φ5.12×78m	5800	2022/5/28
华南	广西	崇左	广西东泥天等水泥有限公司	红狮		Φ4.8×74m	5000	2020/12/18
华南	广西	河池	宜州广驰水泥有限责任公司			Φ4.0×60m	2500	2020/5/28
华南	广西	河池	都安上峰水泥有限公司	上峰	上峰水泥	Φ4.8×74m	5000	2022/11/1
华南	广西	来宾	广西合山虎鹰建材有限公司	虎鹰		Φ5.0×74m	5500	2020/10/31
华南	广西	来宾	华润水泥(武宣)有限公司	华润	华润水泥控股	Φ4.8×72m	4500	2022/8/31
华南	广西	来宾	广西京兰水泥有限公司	湖北京兰		Φ4.8×74m	5000	2021/4/28
华南	广西	来宾	广西京兰水泥有限公司	湖北京兰		Φ4.8×74m	5000	2022/6/26
华南	广西	来宾	广西北江水泥有限公司			Φ4.8×74m	5000	2022/12/18
华南	广西	来宾	广西锦象水泥有限公司	锦荣		Φ5.2×78m	6000	2022/7/6
华南	广西	来宾	广西锦象水泥有限公司	锦荣		Φ5.2×78m	6000	2022/12/31
华南	广西	来宾	广西桂民投珍珠水泥有限公司	珍珠		Φ4.8×74m	5000	2023/6/11
华南	广西	柳州	广西柳州鱼峰水泥有限公司	鱼峰		Φ5×78m	5500	2022/2/18
华南	广西	南宁	南宁红狮水泥有限公司	红狮		Φ4.8×74m	5000	2021/5/18
华南	广西	南宁	广西云燕特种水泥建材有限公司	鱼峰		Φ4.0×60m	2500	2020/8/8
华南	广西	南宁	广西华宏水泥股份有限公司	和泰		Φ4.8×74m	5000	2023/2/27
华南	广西	玉林	北流市路宝水泥有限公司			Φ4.8×72m	5000	2021/10/21

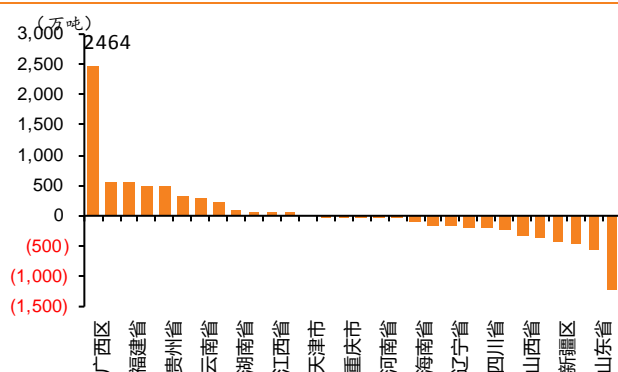
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 22：2020-2023 年广西地区各年新投产熟料年产能



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 23：2020-2023 年四年间各省市新增熟料产能情况



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

从区位优势来看，多家企业选址沿西江的来宾建厂。广西沿江城市主要包括来宾、贵港、梧州等地，来宾地处广西中部，面向本地、南宁、珠三角市场。2020 年以来，广西 18 条新建线中有 8 条线在来宾，大都沿江而建，再转西江分流，主打珠三角市场。

图 24：西江干流流向及沿江城市



资料来源：南方都市报、天风证券研究所

图 25：2022 年华润和海螺在广西厂址布局



资料来源：水泥地理公众号、天风证券研究所

图 26：2019 年广西建厂的其他水泥企业（除海螺和华润）



资料来源：水泥地理公众号、天风证券研究所

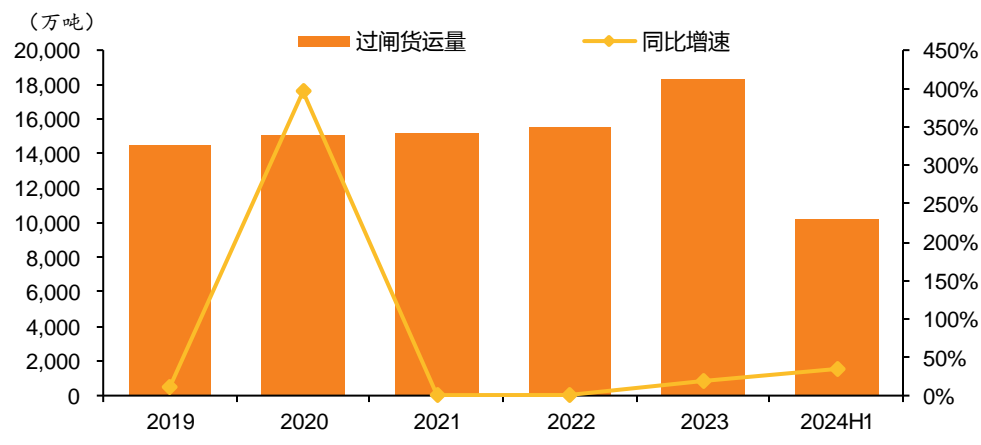
图 27：2022 年广西建厂的其他水泥企业（除海螺和华润）



资料来源：水泥地理公众号、天风证券研究所

广西政府对水泥外销企业给予财政补贴，进一步加大新增产能力度。为鼓励广西水泥企业开拓区外市场，23 年广西政府决议对水泥外销企业给予财政补贴，包括对经长洲船闸下行的水泥产品运输过闸费给予全额补贴，以及对 23 年 9-12 月经长洲船闸下行水泥产品的增量部分和经北部湾港面向区外运输销售的水泥产品的增量部分（按 23 年 4-8 月月均数作为环比基数）给予 5 元/吨的物流补贴。23 年长洲枢纽过闸货运量同比+18.2%达 1.8 亿吨，24H1 同比+35.1%达 1.0 亿吨，政策补贴有效加大了广西水泥外销广东市场的力度。

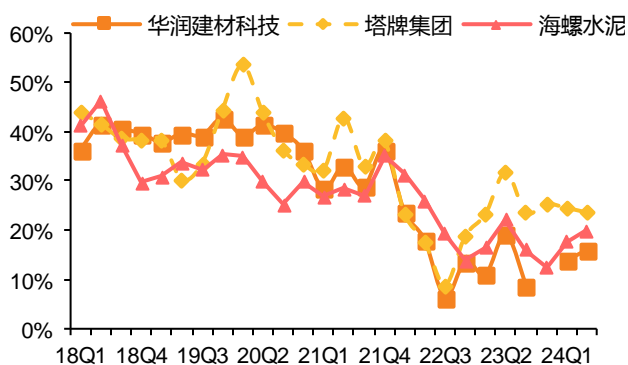
图 28：长洲枢纽过闸货运量及同比增速



资料来源：交通运输部珠江航务管理局官网、天风证券研究所

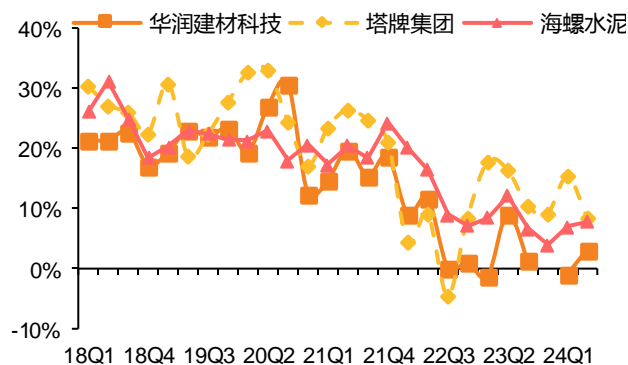
新增供给加剧竞争，盈利空间收窄或遏制企业新进入市场步伐。伴随着供给产线的快速增加，两广竞争逐渐加剧，较为激烈的价格战使企业盈利空间被持续压缩。头部企业华润水泥/塔牌集团/海螺水泥毛利率和净利率自 21 年年初至 22 年年底陡峭下滑，21Q2 华润水泥/塔牌集团/海螺水泥净利率分别为 19.9%/26.4%/20.5%，到 22Q3 分别降至 0.3%/-4.6%/8.9% 低位水平。我们认为盈利空间的挤压或遏制了企业新进入市场的步伐，23 年以来两广新增水泥产线同比显著减少，23 年仅新增 3 条产线（广西 2 条，广东 1 条），新增产能同比减少 862 万吨达 465 万吨。

图 29：华南主要水泥企业毛利率走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：华南主要水泥企业净利率走势



资料来源：Wind、天风证券研究所



当前来看，广西地区已无新增产线项目储备，且前期产线项目中已有 10 条线被撤销停建，累计日产能约 5 万吨。广东地区仅有一条 4600T/D 在建产线，预计于今年三季度末投产，我们认为两广地区新增产能或已基本结束。

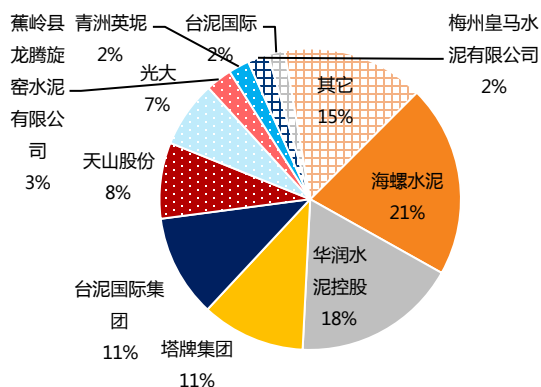
表 4：华南地区撤销及停建熟料项目

大区	省份	地区	企业名称	所属集团	所属上市公司	熟料线产能 (t/d)	项目情况
华南	广东	肇庆	华润水泥（封开）有限公司	华润	华润水泥控股	8166	项目撤销
华南	广西	崇左	崇左南方水泥有限公司	中国建材集团	天山股份	5000	停建
华南	广西	崇左	崇左汇鑫建材有限公司	红狮		5800	停建
华南	广西	崇左	葛洲坝崇左建材有限公司	葛洲坝集团	葛洲坝	5000	停建
华南	广西	崇左	葛洲坝崇左建材有限公司	葛洲坝集团	葛洲坝	5000	停建
华南	广西	桂林	桂林南方水泥有限公司	中国建材集团	天山股份	5000	停建
				南方水泥			
华南	广西	桂林	兴安海螺水泥有限责任公司	安徽海螺	海螺水泥	5000	项目撤销
华南	广西	河池	都安上峰水泥有限公司	上峰	上峰水泥	5000	停建
华南	广西	来宾	广西义来建材有限公司			5000	停建
华南	广西	来宾	广西汇宾新材料有限公司			4000	停建
华南	广西	南宁	广西华润红水河水泥有限公司	华润	华润水泥控股	5000	停建
华南	湖北	恩施	咸丰天鑫水泥有限公司			3200	项目搁置
华南	湖南	湘西	花垣红狮水泥有限公司	红狮		5700	项目搁置

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

两广地区水泥市场格局相对集中，广东/广西地区 CR3 约各占一半。截止 2023 年末，广东/广西地区 CR3 分别达 49%/51%，其中广东三家头部企业为海螺水泥/华润水泥控股/塔牌集团，市占率分别为 21%/18%/11%，广西三家头部企业为华润水泥控股/海螺水泥/红狮，市占率分别为 26%/15%/10%。公司和海螺水泥作为两广地区的头部大企业，对市场价格影响较大，今年 Q2 以来各企业对利润诉求显著提升，预计企业竞合关系在向好转变。此外，今年两广地区均加大错峰停窑力度，广东/广西地区分别全年计划停窑时间分别为 90/150 天，均较 23 年增加 10 天，我们认为随着两广地区的新增产能显著减少，叠加供给端管控趋严，两广水泥行业格局或将实现较好修复。

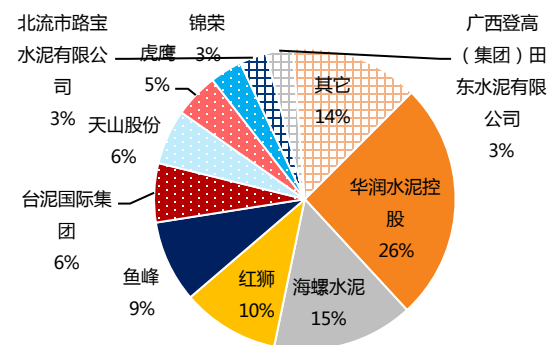
图 31：广东各水泥企业产能占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

注：时间截止 2023 年 12 月 31 日

图 32：广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

注：时间截止 2023 年 12 月 31 日

表 5：2023 年和 2024 年广东、广西水泥熟料错峰停窑计划及执行情况

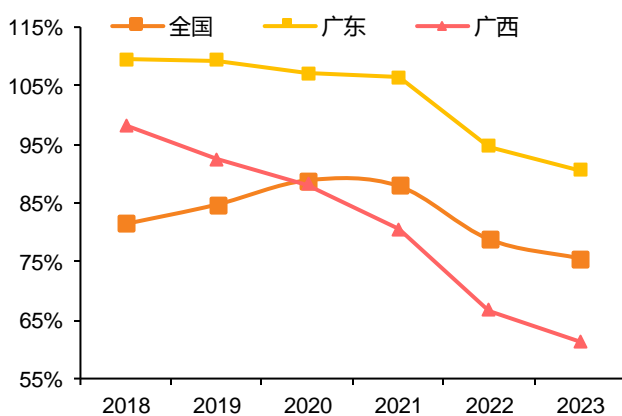
地区	停窑时间	停窑天数	备注
广东	2023 年	80	1-4 月 50 天，5-8 月 30 天。
	2024 年	90	全年暂定 90 天，1-4 月 40 天，6-8 月 40 天
广西	2023 年	140	一季度 50 天，二季度 40 天，三季度 30 天，四季度 20 天。全年不少于 130 天，目标 150 天。
	2024 年	150	2024 年全年单线错峰停窑时间为 2023 年下半年单线停窑天数的 2 倍。一季度按全年 30% 执行，二、三季度 25%，四季度 20%。6 月单线停窑 13-19 天。7 月单线停窑平均 18 天。

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

### 2.3. 价格：23H2 后价格低位徘徊，近期已现边际回暖

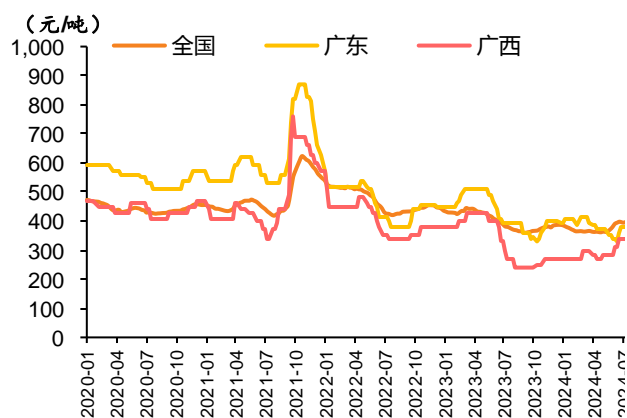
23 年两广水泥价格进一步下跌，今年 6 月以来各先后进行两轮推涨。价格端来看，受需求下行及供给增加影响，近两年水泥产能利用率显著下滑，23 年广东/广西地区产能利用率同比分别-4pct/-5pct 至 91%/61%，水泥价格亦同步下滑，23 年广东/广西水泥吨均价分别同比下滑 7%/17%至 428/330 元。今年以来，广西水泥价格下跌趋势已逐渐放缓，广东地区受雨水天气影响较大，价格于 6 月中旬见底。在错峰生产推动下，广西地区水泥价格自 5 月份开始逐渐推涨。广东地区于 6 月下旬开始第一轮推涨，涨幅 30 元/吨，随后 6 月底开始第二轮推涨，主要因前期北江处于停航状态，各地区中转库的库存基本消化至低位甚至空库，且第一轮涨价后，市场接受度良好，企业信心增加，为提升盈利，再次上调价格。截至 7 月 12 日广东/广西水泥价格分别为 380/340 元/吨，同比-10/+70 元/吨。

图 33：2018 年至今全国及两广地区产能利用率



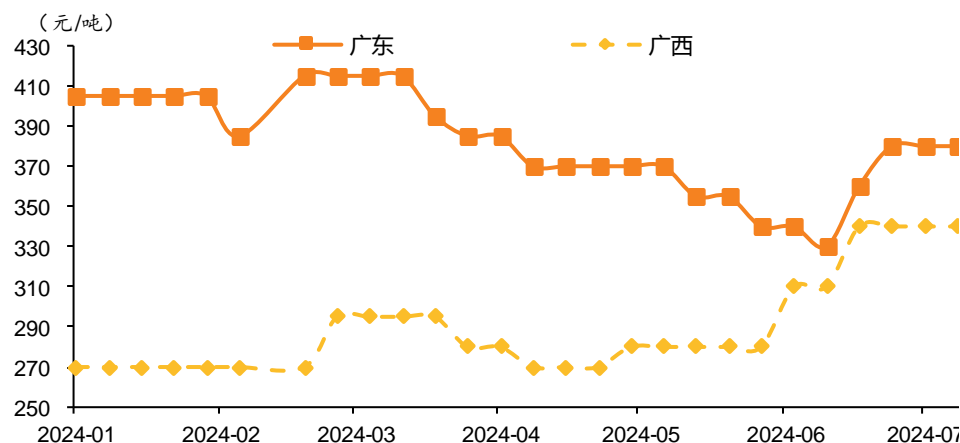
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 34：2020 年至今全国及两广地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

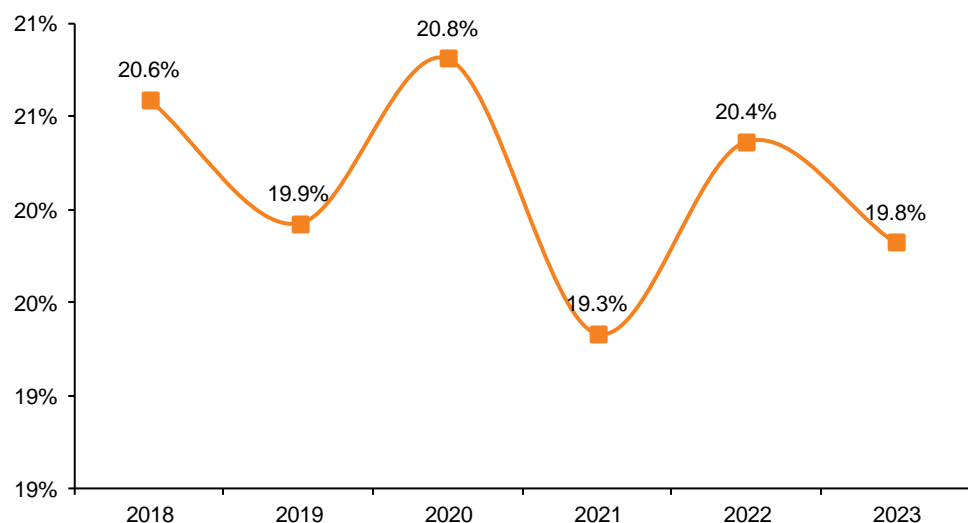
图 35：2024 年以来两广地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

公司过去在两广地区市占率基本稳定在 20%左右，上下波动较小，而相对份额的稳定并未换来利润的稳定，我们认为当前水泥行业盈利压力持续加大下，对利润的诉求有望明显加强，或通过以量换价方式提升利润，随着区域水泥公司竞合关系的改善，下半年两广地区水泥价格有望逐步走出相对底部。

图 36：2018-2023 年公司水泥产品在两广地区市占率情况



资料来源：公司公告、数字水泥网、天风证券研究所

长期来看，华润水泥有望凭借沿江布局和头部企业资金优势，进一步拓展市场份额。新时代我国高度重视水利建设，近年来珠江-西江水系治理亦不断完善，我们认为未来水运的畅通将利于水泥企业降低运输成本（水运的成本最低仅为公路运输的 1/10），扩大运输半径，形成区域大市场，其中有沿河布局基地的头部企业或将充分受益，有望凭借资金优势在前期竞争中胜出。华润在早期进入广西时便踩住西江黄金水道，在贵港沿江建了 7 条线，11 年和 22 年又在来宾先后建两条 4500T/D 产线，掌控赴珠三角水路的咽喉要道。同时华润在广东封开 6 条线的建设进一步加强大华润在西江水路上的保供能力，极具先发优势和成本优势，具有较强的主导话语权，未来进一步拓展市场份额。

图 37：沿西江水泥产线布局



资料来源：水泥地理公众号、天风证券研究所

图 38：2022 年华润和海螺在广西厂址布局



资料来源：水泥地理公众号、天风证券研究所

表 6：华润水泥在两广地区水泥产线

省份	地市	企业名称	所属上市公司	回转窑规格	熟料线产能 (t/d)	投产时间
广东	广州	广州市越堡水泥有限公司	华润水泥控股	Φ5.2 × 70m	6000	2005/4/2
广东	广州	广州市珠江水泥有限公司	华润水泥控股	Φ4.75 × 75m	4500	1989/2/1
广东	惠州	华润水泥（惠州）有限公司	华润水泥控股	Φ4.3 × 63m	3000	2005/9/29
广东	阳江	华润水泥（阳春）有限公司	华润水泥控股	Φ4.0 × 60m	2500	2010/7/8
广东	云浮	华润水泥（罗定）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2012/11/1
广东	湛江	廉江市丰诚水泥有限公司	华润水泥控股	Φ5.2 × 78m	6000	2016/7/28
广东	肇庆	华润水泥（封开）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2009/12/28
广东	肇庆	华润水泥（封开）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2010/4/20
广东	肇庆	华润水泥（封开）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2010/12/17
广东	肇庆	华润水泥（封开）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2010/12/20
广东	肇庆	华润水泥（封开）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2015/12/18
广东	肇庆	华润水泥（封开）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2016/6/28
广东	肇庆	肇庆市金岗水泥有限公司	华润水泥控股	Φ4.0 × 60m	2500	2006/1/1
广西	百色	华润水泥（田阳）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2010/12/30
广西	北海	华润水泥（合浦）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2017/11/28
广西	防城港	华润水泥（上思）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2010/3/25
广西	防城港	华润水泥（上思）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2011/10/5
广西	贵港	华润水泥（贵港）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2005/12/29
广西	贵港	华润水泥（贵港）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2006/9/7
广西	贵港	华润水泥（平南）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2004/10/18
广西	贵港	华润水泥（平南）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2006/4/21
广西	贵港	华润水泥（平南）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2007/8/30
广西	贵港	华润水泥（平南）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2009/3/31
广西	贵港	华润水泥（平南）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2009/6/30
广西	贺州	华润水泥（富川）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2010/5/17
广西	来宾	华润水泥（武宣）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	4500	2011/3/1
广西	来宾	华润水泥（武宣）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	4500	2022/8/31
广西	南宁	广西华润红水河水泥有限公司	华润水泥控股	Φ4.0 × 60m	2000	2003/6/18
广西	南宁	广西华润红水河水泥有限公司	华润水泥控股	Φ4.3 × 66m	3000	2006/1/3
广西	南宁	华润水泥（南宁）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2007/12/26
广西	南宁	华润水泥（南宁）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 72m	5000	2009/3/31
广西	玉林	华润水泥（陆川）有限公司	华润水泥控股	Φ4.8 × 74m	5000	2011/10/5
海南	昌江	华润水泥（昌江）有限公司	华润水泥控股	Φ3.95 × 59m	2000	1997/12/1
海南	昌江	华润水泥（昌江）有限公司	华润水泥控股	Φ4.0 × 60m	2500	2005/12/8
海南	昌江	华润水泥（昌江）有限公司	华润水泥控股	Φ5.2 × 74m	5000	2009/8/8

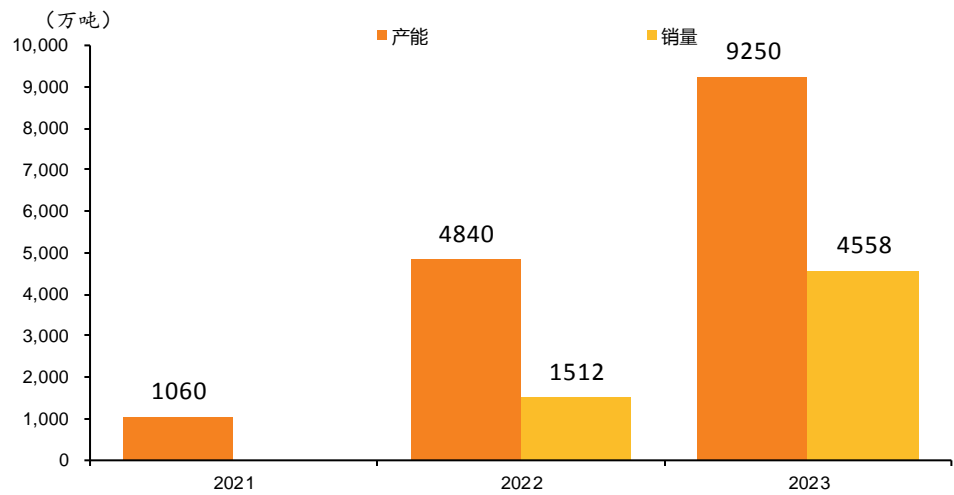
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

### 3. 非水泥：骨料业绩贡献渐显，新型建材业务布局广泛

#### 3.1. 骨料：产能将达亿吨级别，24-25 年有望显著贡献利润增量

公司于 2021 年开始大举进军骨料建设，通过竞拍、并购、参股等方式，在广东、广西、福建、海南、重庆、陕西等地取得 11 座矿山资源，骨料年产能达 1060 万吨。22 年再新拿 6 座矿山，产能增加至 4840 万吨，销售 1500 多万吨骨料实现 5.6 亿元收入。23 年公司进一步加快骨料项目建设及投产，产能增加至 9250 万吨，销售 4500 多万吨骨料实现 16.2 亿元收入。当前公司仍有较多在建产能，全部建成年产能预计将达 1.48 亿吨。

图 39：公司骨料产能及销量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 7：公司部分骨料项目建设情况

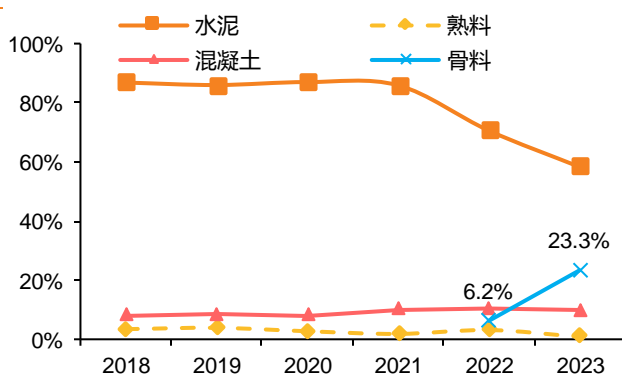
时间	项目地点	计划年产能(万吨)	资源储量(万吨)	(预计)投产时间
2021	广东封开	3,000	42,500	2023 年
2021	广西上思	500	6,500	试生产
2021	广西田阳	500	6,100	试生产
2021	广西武宣	650	20,800	试生产
2021	广西南宁	980	15,380	试生产
2021	广西上思平广	200	4,200	2024 年
2021	福建武平	200	5,600	试生产
2021	海南定安	300	6,300	2023 年
2021	云南巍山	300	10,000	2023 年
2021	陕西洛南	300	12,200	2023 年
2021	陕西铜川	500	14,700	2023 年
2021	广东德庆	650	16,900	2023 年
2022	广东罗定	150	10,218	2023 年
2022	广西贵港(扩产)	300	3,188	试生产
2022	广西富川(扩产)	100	利用水泥矿山	试生产
2022	广西田阳那坡	400	11,400	2023 年
2022	广西贺州富川	300	9,300	2023 年

2022	广西南宁西乡塘	400	2,000	2023 年
2022	广西贵港港南	970	29,600	2024 年
2022	广西贵港覃塘	750	14,149	2025 年
2022	福建永定(一期)	50	利用水泥矿山	2023 年
2022	云南弥渡	100	1,556	2023 年
2022	重庆巫山	260	15,000	已投产
2022	湖北崇阳	500	8,400	2024 年
2023.1	广西南宁宾阳	500	7,600	已投产
2023.3	贵州安顺西秀	200	—	已投产
2023.6	广东梅州平远	130	1200	2025

资料来源：公司公告、天风证券研究所

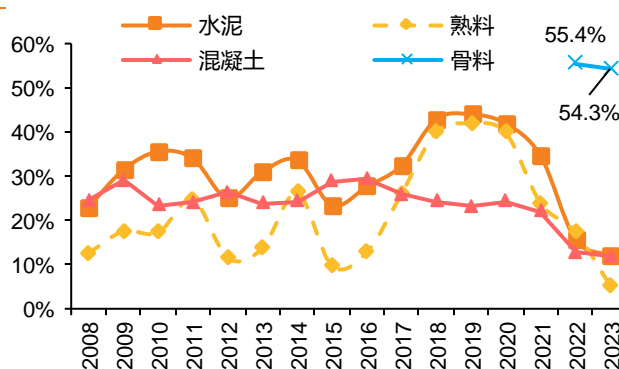
公司骨料业务自 22 年毛利占比仅 6.2%，23 年已提升至 23.3%，且骨料业务毛利率较高，22-23 年均维持在 55%左右，显著高于其他业务，未来随着骨料收入的持续提升，利润贡献将进一步增长，骨料板块或成为公司新的利润增长点。

图 40：公司各业务毛利占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 41：公司各业务毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3.2. 新型建材：产能布局未雨绸缪，奠定长期业务转型基础

2021 年公司将业务重新划分成基础建材、结构建材、功能建材和新材料四大业务板块，紧密布局新型建材业务，具体来看：

- 1) 结构建材方面，主要包括混凝土和装配式建筑，截止 2023 年末，公司共拥有 6 个混凝土预制构件项目，全部建成年产能预计将达约 140 万立方米。
- 2) 功能建材方面，21 年公司成立功能建材事业部，负责统筹推进人造石材、天然石材、白水泥、瓷砖胶等业务，其中人造石材业务逐步得到优化，23 年广东东莞一期二线无人造石生产线扩建项目（年产能 150 万平方米），广西来宾智能化无人造石生产线项目一期两条生产线（年产能 300 万平米）均已投产，公司所有在建项目全部投产人造石规划年产能将达 2,610 万平方米。
- 3) 新材料方面，公司依托现有矿山优质资源，延伸钙基产业链，孵化培育玄武岩纤维新材料业务，其中湖北崇阳氧化钙项目及广西贵港钙基项目均已成功取得矿权，资源储量分别约 0.84 亿吨及约 1.1 亿吨。

表 8：公司结构建材（混凝土预制件）产能建设情况

时间	项目	设计年产能（立方米）	状态	具体情况
2021	广东东莞润阳	40,000	运营中	产品主要供应深圳、珠海、广州保障性住房及商品住宅等项目
2021	广东湛江润阳	400,000	运营中	一期混凝土预制构件生产线(年产能 20 万立方米)于 2021 年投产
2021	广东江门润丰	50,000	试生产	混凝土搅拌站(年产能 90 万立方米)建设中；混凝土预制构件生产线(年产能 50 万立方米)于 2022 年投产
2021	广西南宁五合	400,000	试生产	混凝土搅拌站(年产能 20 万立方米)于 2019 年投产；一期混凝土预制构件生产线(年产能 60 万立方米)于 2021 年试生产
2021	广西贵港润合	200,000	运营中	混凝土搅拌站(年产能 60 万立方米)于 2019 年投产；混凝土预制构件生产线于 2020 年投产
2021	广西百色润合	200,000	建设中	干混砂浆生产线(年产能 30 万吨)建设中，预计 2022 年投产；一期混凝土预制构件生产线根据市场情况推进
2021	海南安定润丰	300,000	运营中	于 2021 年投产

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 9：公司功能建材（人造石材、瓷砖胶、白水泥、饰面用大理石）产能建设情况

项目	项目	计划年产能	预计投产时间
人造石材	广东东莞	在 60 万平米基础上扩建 150 万平米	2023 年已投产
	广西来宾（一期）	两条规划产能共计约 300 万平米	2023 年已投产
	广西来宾（二期）	300 万平米	
	广东连州	收购广东博瑞格新材料 75% 股份，4 条产线产能共计 600 万平米	2022.3 收购
	山东临沂	收购山东 3 家公司各 67% 股份，产能共计 1500 万平米	2022.7 收购
瓷砖胶	广东封开	40 万吨	2021 年 10 月已投产
白水泥	广东得发	40 万吨	2021 年 10 月投资德庆县盈启建材公司 70% 股份
饰面用大理石	广西贺州	资源储量约 4670 万立方米，规划年产能约 114 万立方米	22 年 7 月以 8.9 亿元收购贺州续宝矿业投资公司 85% 股份，预计 24 年投产

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 10：公司新材料（氧化钙）产能建设情况

时间	项目	计划年产能（万吨）	资源储量（万吨）	预计投产时间
2023	湖北崇阳氧化钙项目	25 万吨氧化钙	8,400	2024 年
2023	广西贵港高端钙基项目	50 万吨氧化钙；10 万吨氢氧化钙	11,000	2024 年

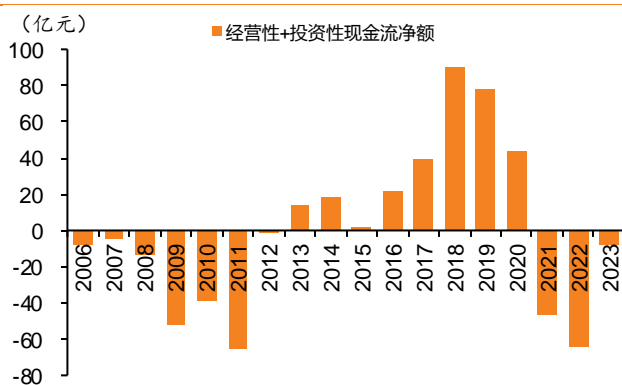
资料来源：公司公告、天风证券研究所



## 4. 估值：高分红低市净率，安全边际凸显

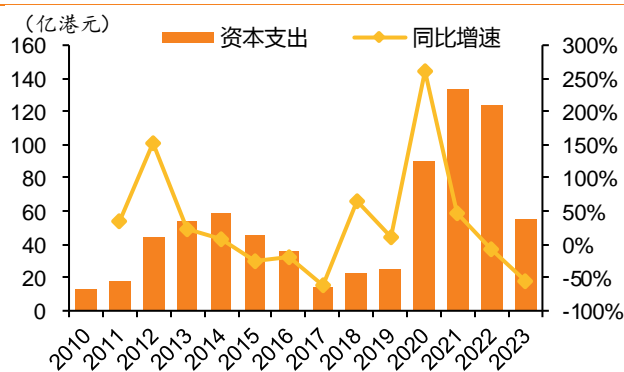
公司自 18 年开始经营利润显著好转，自由现金流净额同步增长，20 年开始公司加大骨料产能扩张力度。当年资本支出同比+261%达 90.8 亿港元，21-22 年资本支出进一步加大至 130 亿港元左右，现金流净额由正转负。23 年公司资本支出同比-56%达 55 亿港元，业务拓展有所收缩，现金回流增多。公司近五年持续保持高分红率，年度分红总额保持在 3~45 亿元不等，分红率保持在 45%~50%高位水平，对应当前股息率（截止 2024.7.26）为 2.6%。今年来看，下半年公司利润有望抬升，同时资本支出收缩，在国务院国资委多次部署加大央企现金分红力度政策要求下，公司未来分红率仍有一定提升空间。当前公司 PB 估值仅 0.26x，位于近十年 6%分位数水平，处历史相对底部。

图 42：公司经营性现金流净额+投资性现金流净额



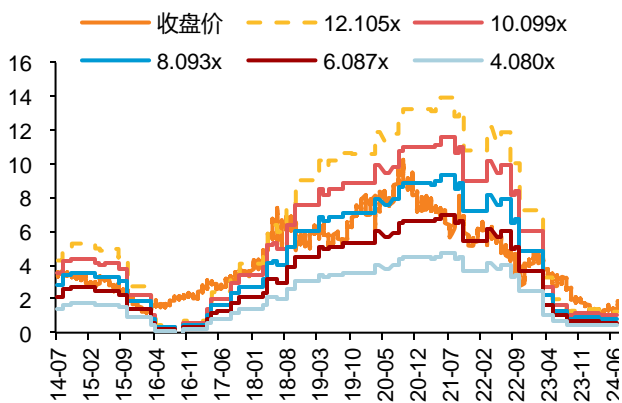
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 43：公司资本性支出及同比增速



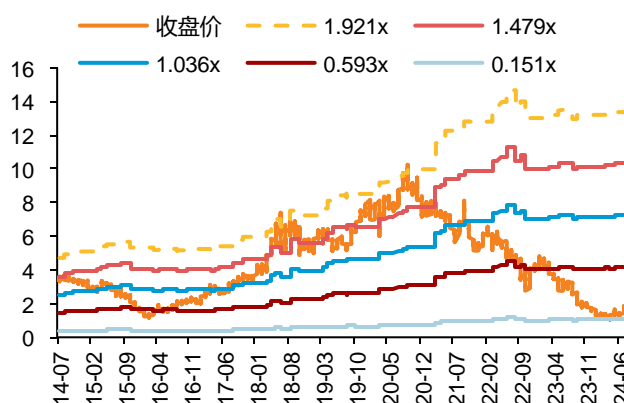
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 44：公司历史 PE(TTM)-Band



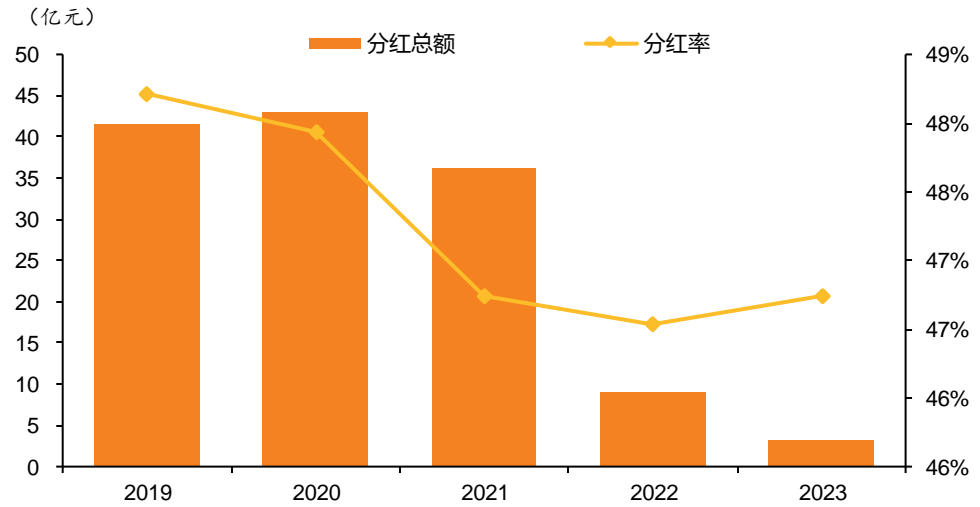
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 45：公司历史 PB(LF)-Band



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 46：2019 年-2023 年公司分红总额及分红率



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入及盈利拆分为水泥熟料、混凝土、骨料三个板块，做出以下核心假设：

- 销量方面：**考虑到需求端仍有承压，我们给予 24-26 年水泥熟料、混凝土的销量同比分别下滑 3%/2%/1% 的假设。考虑公司近年来正加大骨料产能建设，截止 24H1 骨料产能为 9650 万吨，产能利用率约 30.6%，公司当前仍有较多在建产能，全部建成年产能预计将达 1.48 亿吨，我们给予产能平滑增长假设，预计 24 年产能或突破亿吨级别，25-26 年进一步增长。考虑到广东地区砂石骨料行业需求正旺，预计产能利用率有望抬升至 60% 左右，给予公司 24-26 年骨料销量 6500/8500/10000 万吨假设。
- 价格方面：**考虑到上半年水泥价格同比下降幅度仍较大，Q2 以来行业恢复性涨价，预计未来价格底部或逐步夯实，预计 24-26 年水泥熟料价格分别同比 -10%/0%/+5% 的假设，骨料价格分别为 36.0/36.5/37.0 元/吨的假设。
- 毛利率：**结合上述趋势研究，参考公司历史毛利率，给予公司 24-26 年水泥熟料毛利率分别为 10.8%/11.8%/12.8%，混凝土毛利率为 10.0%，骨料毛利率分别为 51.0%/51.5%/52.0% 的假设。

表 11：公司业绩预测核心假设

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入 (百万元)</b>						
总收入	35944	29332	25550	23316	23689	25040
YoY	7%	-18%	-13%	-8.7%	1.6%	5.7%
水泥熟料	29546	23125	18886	16487	16157	16796
YoY	5%	-22%	-18%	-13%	-2%	4%
混凝土	6398	4537	3423	2988	2929	3044
YoY	16%	-29%	-25%	-13%	-2%	4%
骨料		556	1616	2340	3103	3700
YoY			191%	45%	33%	19%
其他		1115	1625	1500	1500	1500
<b>毛利率</b>						

综合毛利率	32%	17%	15%	14%	16%	17%
水泥熟料	34.3%	15.8%	11.8%	10.8%	11.8%	12.8%
混凝土	22.1%	12.8%	11.9%	10.0%	10.0%	10.0%
骨料		55.4%	54.3%	51.0%	51.5%	52.0%

销量（万吨/年）

水泥熟料	8464	7504	6930	6722	6588	6522
YoY	-7%	-11%	-8%	-3%	-2%	-1%
混凝土	1481	1081	933	905	887	878
YoY	11%	-27%	-14%	-3%	-2%	-1%
骨料		1512	4558	6500	8500	10000
YoY			201%	43%	31%	18%

吨售价（元/吨）

水泥熟料	349	308	273	245	245	258
YoY		-12%	-12%	-10%	0%	5%
混凝土	432	420	367	330	330	347
YoY		-3%	-13%	-10%	0%	5%
骨料		36.7	35.4	36.0	36.5	37.0
YoY			-3.5%	1.6%	1.4%	1.4%

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 233.2/236.9/250.4 亿元，同比分别 -8.7%/+1.6%/+5.7%，测算归母净利润分别为 8.6/12.3/15.2 亿元，同比分别 +33.6%/+42.9%/+23.6%。

表 12：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）	35,944	29,332	25,550	23,316	23,689	25,040
YoY	6.5%	-18.4%	-12.9%	-8.7%	1.6%	5.7%
综合毛利率	32%	17%	15%	14%	16%	17%
整体毛利润（百万元）	11,547	4,946	3,762	3,274	3,796	4,374
费用及其他						
销售费用（百万元）	-1,688	-487	-506	-648	-507	-576
销售费用率	-4.7%	-1.7%	-2.0%	-2.8%	-2.1%	-2.3%
管理费用（百万元）	-2,444	-2,514	-2,322	-1,901	-2,038	-2,157
管理费用率	-6.8%	-8.6%	-9.1%	-8.2%	-8.6%	-8.6%
财务费用（百万元）	-189	-312	-536	-287	-347	-400
财务费用率	-0.5%	-1.1%	-2.1%	-1.2%	-1.5%	-1.6%
其他收入（百万元）	601	1063	572	586	595	629
其他收入占总收入比例	1.7%	3.6%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
应占联营公司损益	304	14	-101	39	39	42
应占联营公司损益占收入比例	0.85%	0.05%	-0.40%	0.2%	0.2%	0.2%
应占共同控制实体损益	260	-64	47	54	54	58
应占共同控制实体损益占收入比例	0.72%	-0.22%	0.18%	0.2%	0.2%	0.2%
汇兑净收益	16	-55	-3.4	-1.0	1.0	1.0
除税前溢利	8,414	2,039	914	1,115	1,594	1,970

所得税	-2098	-375	-295	-279	-398	-493
有效所得税率	24.9%	18.4%	32.3%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润 (百万元)</b>	<b>6,316</b>	<b>1,664</b>	<b>619</b>	<b>837</b>	<b>1,195</b>	<b>1,478</b>
少数股东权益 (百万元)	-35	-65	-25	-24	-34	-42
少数股东权益/净利润	-0.6%	-3.9%	-4.0%	-2.8%	-2.8%	-2.8%
<b>归母净利润 (百万元)</b>	<b>6,351</b>	<b>1,729</b>	<b>644</b>	<b>860</b>	<b>1,229</b>	<b>1,519</b>
YoY	-15.8%	-72.8%	-62.8%	33.6%	42.9%	23.6%
归母净利率	17.7%	5.9%	2.5%	3.7%	5.2%	6.1%
股本 (百万股)	6,983	6,983	6,983	6,983	6,983	6,983
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.91</b>	<b>0.25</b>	<b>0.09</b>	<b>0.12</b>	<b>0.18</b>	<b>0.22</b>

资料来源: Wind、天风证券研究所

我们采用 PB 估值法, 选取港股水泥公司 (西部水泥、中国建材、海螺水泥、华新水泥) 作为可比公司, 参考可比公司估值, 给予公司 24 年 0.3xPB, 对应目标价 2.08 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	总市值 (亿港元)	当前价格 (港元)	BPS (港元/股)			PB (倍)		
				22A	23A	24E	22A	23A	24E
2233.HK	西部水泥	48	0.88	2.48	2.49	2.55	0.36	0.35	0.34
3323.HK	中国建材	178	2.11	14.07	13.78	12.85	0.15	0.15	0.16
0914.HK	海螺水泥	1,114	17.88	38.78	38.58	37.94	0.46	0.46	0.51
6655.HK	华新水泥	198	6.65	14.65	15.36	15.12	0.45	0.43	0.52
	<b>平均值</b>						<b>0.36</b>	<b>0.35</b>	<b>0.38</b>
1313.HK	华润建材科技	104	1.49	7.05	6.97	6.94	0.21	0.21	0.21

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 收盘价时间为 2024/9/17, 24 年预期 BPS 取截止 9 月 17 日数据。

## 6. 风险提示

**粤港澳大湾区建设节奏不及预期:** 粤港澳大湾区建设的各项目进度受可行性研究、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, 将对广东地区及公司的实际需求产生负面拖累。

**两广水泥供给超预期:** 当前两广地区水泥新增产能已基本结束, 若未来仍有市场新进入者涌入, 可能存在供给超预期风险。

**水泥涨价持续性不及预期:** 受需求持续下降、水泥新国标实施、成本提高等影响, 加之国内水泥企业提价止损愿望强烈, 今年 6 月初以来两广水泥价格不断逆势上涨, 若未来需求支撑性不足, 或企业间协同意愿下降, 水泥价格涨势可能难以持续。

**骨料产能建设和销量不及预期:** 公司近几年大力发展骨料建设, 若出现建设资金调度不顺畅等风险因素, 产能建设可能不及预期。此外, 若未来两广地区骨料需求不足, 可能也会影响公司销量不及预期。

**原材料价格上涨超预期:** 若未来煤炭等原材料价格上涨超预期, 会导致公司成本不断提高, 从而拖累公司利润。

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