

西部水泥（02233）

证券研究报告
2025年01月02日

西部水泥更新：埃塞复价+产能持续爬坡，25年海外盈利弹性有望兑现

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

国内外水泥价格存提涨预期

价格及盈利方面，此前市场主要担心埃塞俄比贬值后对盈利的影响，11月初埃塞俄比亚贸易和区域一体化部长宣布停止此前的水泥贸易安排，允许水泥厂自主选择分销商和零售商，受此次事件驱动，公司埃塞水泥销售价格预期提涨。但与市场销售价仍存在差距，未来水泥价格仍有提涨预期，汇率波动对利润的影响基本消除。我们认为莫桑比克、刚果地区价格仍保持高位，吨售价维持在90美元/150+美元/吨，乌兹别克斯坦在50美元/吨，盈利基本稳定。国内来看，下半年随着陕西地区提价，预计公司吨售价恢复至大约300元/吨，全年在250元/吨，国内水泥25年价格存在继续提升预期。

产能持续爬坡

产能方面，公司埃塞俄比亚莱米万吨线8月16日点火，经检验合格后开始对外销售，是埃塞俄比亚智能化程度最高、性能指标最好、产量规模最大的水泥项目，被誉为“非洲之星”。项目设计年产熟料300万吨、水泥500万吨，投产后将有效缓解埃塞俄比亚水泥供应紧张的状况。刚果金过去受物流条件影响，23年销量仅16.7万吨，24年随着码头、船只运输等问题逐步解决，预计年销量有望提升至70万吨，除此之外，公司目前还计划布局莫桑比克二期（250万吨）、乌干达（250万吨），津巴布韦（200万吨）、埃塞二期等项目，其中乌干达、莫桑比克二期计划25年投产。

25年海外盈利弹性有兑现

当前非洲地区的人均水泥消费量不足0.3吨，相当于我国30年之前水平，中长期来看增长空间仍然较大，而目前在非洲地区有新建项目的国内头部企业仅有西部水泥和华新水泥，但目前华新以收购方式为主，且从区域来看与西部水泥重合度较低，预计供给格局不会有较大冲击，24年以来华新收购动作的加快也印证其对非洲市场前景的看好。我们预计西部水泥24/25/26年归母净利润分别为10.9/19.5/27.9亿元，对应PE分别为6.2/3.5/2.4倍，当前PB仅0.64倍，作为对标，我们参考华新水泥近期收购的非洲尼日利亚公司作价高达2.2倍PB，当前西部水泥市值预计有较大的提升空间。

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。

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

- 《西部水泥-公司点评:海外水泥量价齐升，产能释放有望持续带来高业绩弹性》2024-08-21
- 《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

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com