

中国建材（03323）

证券研究报告

2025 年 02 月 14 日

航母级建材央企龙头，大手笔回购彰显发展信心

中国建材：大型建材央企龙头，回购彰显发展信心

中国建材系国资委直接管理的中央企业，旗下资产主要分为基础建材、新材料、工程服务三大分部，当前水泥、商混、石膏板、玻璃纤维、风电叶片、水泥玻璃工程技术服务等 7 项业务规模居世界第一，拥有 13 家上市公司，其中境外上市公司 2 家。公司历经两轮周期波动，22 年至今业绩始终承压。我们预计 24-25 年资本开支有望继续回落，财务费用或将持续压减，利润有望进一步增厚。综上，我们预计公司 24-26 年收入分别为 1993/2162/2290 亿元，同比分别-5%/+8%/+6%，归母净利润分别达 12/44/56 亿元，同比分别-69%/+262%/+27%。参考可比公司，给予公司 25 年 8xPE，对应目标价 4.53 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

2024 年 12 月 6 日公司发布公告称，将按每股 H 股 4.03 港元的要约价回购并注销最多达最高数目的股份（即 841,749,304 股 H 股，占于本公告日期已发行股份约 9.98%及已发行 H 股约 18.47%），要约代价为 33.92 亿港元（约人民币 31.75 亿元），将以现金支付予接纳股东，并将以外部借款及/或内部资源拨付。中建材母公司及一致行动人持有 45.02% H 股+内资股，当前套利兑现溢价空间约 15%，且兑现成功率较高。进一步地，我们测算若截至公司回购交易时点，股价持平于此，则预期回报率约 3%；若股价跌幅为 15%/30%，则预期回报率分别为-22%/-10%，若股价涨幅为 15%/30%，则预期回报率分别为 15%/27%。公司股价自 11 年下半年始终低于每股净资产，当前公司估值处历史相对低位，截至 2025 年 1 月 17 日 PB 仅 0.26x，上市至今看处 5%分位，公司回购有望引导价值回归。公司 22/23 年分红率分别达 40%/50%，对应股息率分别达 12%/7%，假设 25-26 年公司保持 50%分红率，在股价保持不变假设下，若回购完成后股息率亦将有所提升，我们测算对应股息率分别为 8%/10%，高股息贡献安全边际。

基础建材：水泥为主，近年来盈利持续下行

16 年至 21 年公司基础建材板块业绩整体保持增长，自 22 年开始下行。24H1 末基础建材收入同比-30.6%达 408 亿元，营业利润亏损 18.59 亿元。子板块结构来看，24H1 水泥/商混/骨料收入占比分别为 61%/27%/6%，水泥仍为基础建材分部主业。近年来公司基础建材毛利率持续下行，由 20 年的 27%降至 24H1 的 8.8%。我们按细分业务来拆分，对基础建材板块业绩做出预测。综合来看，我们预计公司基础建材板块 24-26 年收入分别为 1014/1023/1056 亿元，归母净利润分别为-10/10/15 亿元。

新材料：石膏板、玻纤纱为主，整体呈量增价跌走势

新材料板块近年来收入持续增长，22 年以来营业利润略有下滑。24H1 新材料收入/营业利润分别同比+0.6%/-13%达 235/33 亿元。结构来看，石膏板/玻纤纱/风电叶片为新材料分部主业，24H1 收入占比分别达 34%/38%/13%，其余防水卷材/锂膜/碳纤维收入占比分别为 8%/4%/3%。毛利率看亦有波动，24H1 新材料分部毛利率达 24%。近两年公司新材料板块销量整体保持增长，但价格均有承压。我们测算公司 24-26 年新材料板块收入分别达 496/591/628 亿元，同比分别+4%/+19%/+6%，归母净利润分别达 27/36/41 亿元，同比分别-21%/+35%/+14%。

工程服务：盈利能力抬升，利润保持小幅增长

工程服务板块收入端整体保持相对稳定，利润端自 21 年以来持续增长，毛利率亦稳中有升。截至 24H1 收入/营业利润同比分别+2%/+1%达 206/16 亿元，毛利率达 19%。预计 24-26 年收入分别达 503/558/616 亿元，同比分别+12%/+11%/+10%，归母净利润分别为 15/18/19 亿元，同比分别+5%/+16%/+10%。

风险提示：公司回购进度不及预期，下游基建、地产需求不及预期，产能投放超预期，文中测算具有一定的主观性等。

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	3.83 港元
目标价格	4.53 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	8,434.77
港股总市值(百万港元)	32,305.17
每股净资产(港元)	13.15
资产负债率(%)	61.98
一年内最高/最低(港元)	4.07/2.01

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

- 1 《中国建材-公司点评:盈利延续高速增长，负债率持续降低》 2019-11-04
- 2 《中国建材-公司点评:业绩高增，水泥业务贡献增量收益》 2019-03-25
- 3 《中国建材-公司点评:盈利延续高速增长，负债率持续降低》 2018-11-02

财务数据和估值

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	2,302	2,102	1993	2,162	2,290
增长率(%)	-16%	-9%	-5%	8%	6%
归属母公司净利润(亿元)	79.6	38.6	12.2	44.1	55.9
增长率(%)	-51%	-51%	-69%	262%	27%
股本(亿股)	84.35	84.35	84.35	84.35	84.35
EPS(港元/股)	1.06	0.51	0.16	0.57	0.72
市盈率(P/E)	3.61	7.51	24.52	6.77	5.34

资料来源：Wind、天风证券研究所，数据截至 2025/2/13

内容目录

1. 中国建材：大型建材央企龙头，回购彰显发展信心	4
1.1. 基础建材业绩承压，新材料&工程服务持续发展	4
1.2. 周期底部大手笔回购，溢价空间约 15%	6
1.3. 资本开支见顶回落，财务费用有望压减	8
2. 基础建材：水泥为主，近年来盈利持续下行	9
2.1. 水泥资产不断整合，看好价格修复下利润弹性	9
2.2. 商混经营持续承压，骨料需求或初步见顶	12
3. 新材料及工程服务发展两翼，利润垫相对稳定	14
3.1. 新材料：石膏板、玻纤纱为主，整体呈量增价跌走势	14
3.2. 工程服务：盈利能力抬升，利润保持小幅增长	17
4. 盈利预测及估值	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司股权结构（截至 2024.6.30）	4
图 3：2006-2024Q1-3 营业收入及同比增速	5
图 4：2006-2024Q1-3 归母净利润及同比增速	5
图 5：2006-2024Q3 毛利率和净利率	5
图 6：2006-2024Q1-3 各项费用率	5
图 7：2016-2024H1 各业务板块收入占比	5
图 8：2016-2024H1 各业务板块营业利润占比	5
图 9：中建材筹码结构（按长线为 600 天以上计，截至 2025.1.14）	6
图 10：2023/5/23 至今中建材分价格区间成交量占比	6
图 11：公司历史 PE（左轴）和 PB（右轴）估值	7
图 12：公司收盘价（左轴）和每股净资产（右轴）	7
图 13：公司流资本性开支、流动负债与利息支出	8

图 14: 公司资产负债率	8
图 15: 公司基础建材收入及同比增速	9
图 16: 公司基础建材营业利润及同比增速	9
图 17: 24H1 公司基础建材板块收入结构	9
图 18: 公司基础建材板块毛利率	9
图 19: 公司历年水泥产能	10
图 20: 公司近五年水泥销量及价格	11
图 21: 公司水泥业务收入及同比增速	11
图 22: 2023-2024 年分区域水泥价格	11
图 23: 全国水泥库容比	11
图 24: 公司近五年商混销量、价格	12
图 25: 公司近五年骨料销量、价格	12
图 26: 商混、骨料收入及同比增速	12
图 27: 公司新材料营业收入及同比增速	14
图 28: 公司新材料营业利润及同比增速	14
图 29: 24H1 公司新材料板块收入结构	14
图 30: 公司新材料板块毛利率	14
图 31: 公司新材料分产品销量	15
图 32: 公司新材料分产品价格	15
图 33: 公司新材料分产品收入	16
图 34: 公司工程服务营业收入及同比增速	17
图 35: 公司工程服务营业利润及同比增速	17
图 36: 工程服务板块毛利率	17
表 1: 回购注销前后中国建材股权分布情况	6
表 2: 基于不同股价涨跌幅的预期投资回报率敏感性测算	7
表 3: 中国建材旗下水泥资产	10
表 4: 基础建材板块盈利预测	12
表 5: 新材料子公司发展历程	15
表 6: 新材料板块盈利预测	16
表 7: 工程服务板块盈利预测	17
表 8: 公司盈利预测总表 (截至 2025/2/13)	18
表 9: 公司可比估值表	18

1. 中国建材：大型建材央企龙头，回购彰显发展信心

1.1. 基础建材业绩承压，新材料&工程服务持续发展

中国建材系国资委直接管理的中央企业，早在1980s组建成立，2006年3月于港交所上市，2007-2010年持续配售新H股。公司通过IPO和配售共募集资金约110亿港元，利用募集资金开启大规模并购，2018年5月公司与中材股份完成吸收合并，进一步扩大业务规模和范畴。当前水泥、商混、石膏板、玻璃纤维、风电叶片、水泥玻璃工程技术服务等7项业务规模居世界第一，拥有13家上市公司，其中境外上市公司2家。

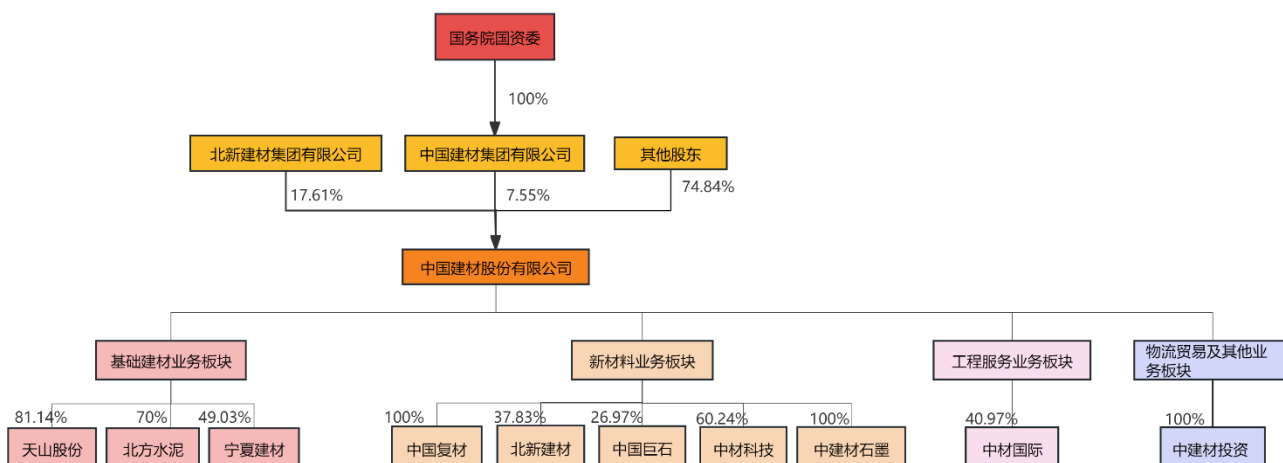
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、公司官网等、天风证券研究所

公司旗下资产主要分为基础建材、新材料、工程服务三大领域：1）基础建材：以水泥为主，另有商混、骨料等业务，子公司包括天山股份（81%）、宁夏建材（49%）、北方水泥（70%）。2）新材料：业务包括玻纤、石膏板、风电叶片、锂膜、碳纤维、防水系统、石墨、氢气瓶、涂料等，子公司包括中国复材（100%）、北新建材（38%）、中国巨石（27%）、中材科技（60%）、中建材石墨（100%）。3）工程服务：主要业务为水泥和矿业技术装备及工程服务等，经营主体为中材国际（100%）。此外，公司另有物流贸易及其他板块，经营主体为中建材投资（100%）。

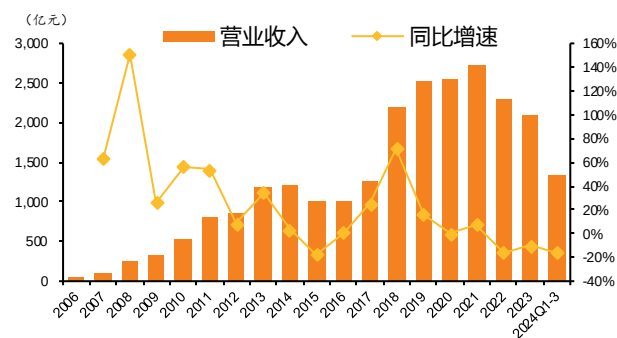
图 2：公司股权结构（截至 2024.6.30）



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

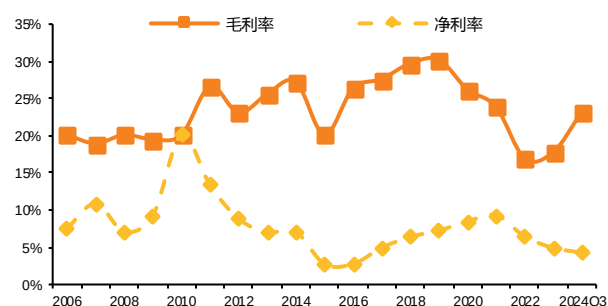
历经两轮周期波动，22 年至今业绩始终承压。公司自上市至今经历两轮周期波动，06-14 年间持续收并购，收入/归母净利润整体保持增长趋势，CAGR 分别达 44%/45%。受建材行业需求增速明显下滑影响，15 年利润断崖下滑，毛利率/净利率分别降至 20%/2.8%，而后逐渐修复。18 年公司与中材股份实施合并，业绩规模显著提升，至 21 年公司收入/归母净利润高点达 2737/162 亿元。22 年以来建材基本面承压，公司业绩持续下滑，截至 24Q1-3 末收入同比-16%达 1342 亿元，归母净利润转亏至-6.84 亿元，24Q3 毛利率/净利率分别为 23%/4.3%。

图 3：2006-2024Q1-3 营业收入及同比增速



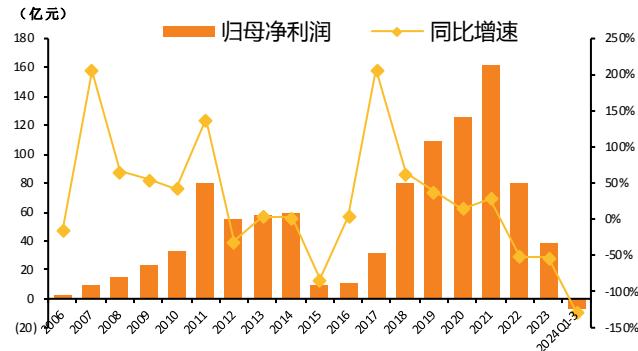
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：2006-2024Q3 毛利率和净利率



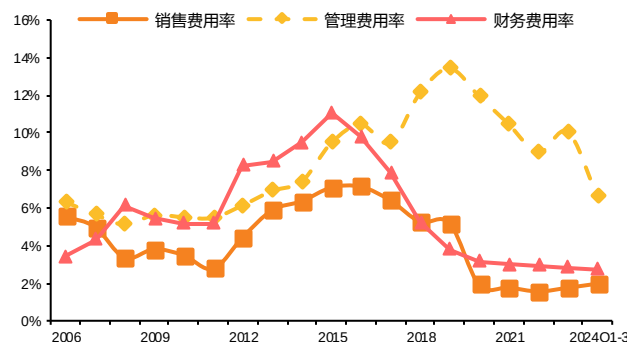
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2006-2024Q1-3 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：2006-2024Q1-3 各项费用率

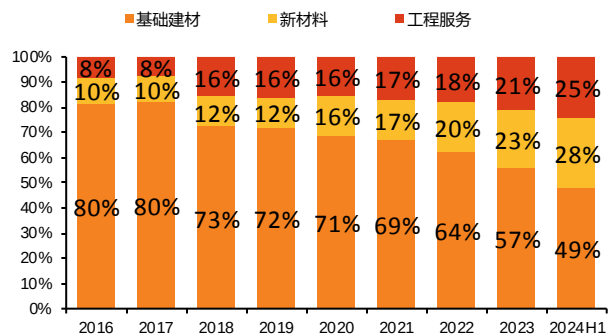


资料来源：Wind、天风证券研究所

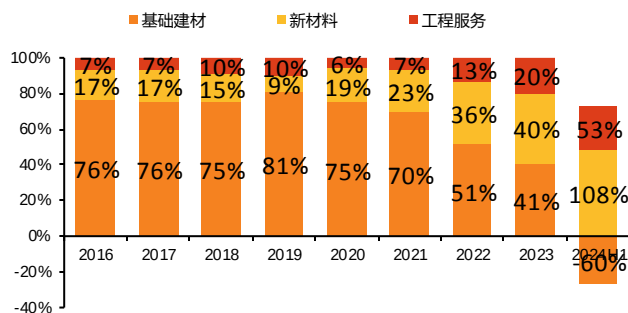
分板块看，近年来基础建材业绩贡献逐渐减少，24H1 已亏损。16 年基础建材/新材料/工程服务收入占比分别为 80%/10%/8%，营业利润占比为 76%/17%/7%，至 23 年基础建材收入/营业利润分别占比下滑至 57%/41%，新材料收入/营业利润占比提升至 23%/40%，工程服务占比提升至 21%/20%，至 24H1 基础建材板块业务已转为亏损，新材料利润贡献相对较多。

图 7：2016-2024H1 各业务板块收入占比

图 8：2016-2024H1 各业务板块营业利润占比



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

1.2. 周期底部大手笔回购，溢价空间约 15%

2024 年 12 月 6 日公司发布公告称，将按每股 H 股 4.03 港元的要约价回购并注销最多达最高数目的股份（即 841,749,304 股 H 股，占于本公告日期已发行股份约 9.98% 及已发行 H 股约 18.47%），要约代价为 33.92 亿港元（约人民币 31.91 亿元），将以现金支付予接纳股东，并将以外部借款及/或内部资源拨付。

中建材母公司及一致行动人持有 45.02% H 股 + 内资股，当前套利兑现溢价空间约 15%。公司股本结构来看，截至 2024 年 9 月 30 日，中国建材母公司及其一致行动人主要持有内资股，占比达 42.84%，H 股持股较少，占比仅有 2.18%，H 股 + 内资股合计持有 45.02%，不参与回购售出。股份注销回购后，中国建材母公司一致行动人合计持股占比将达到 50.01%，控股优势将更加明显。当前独立 H 股股东持股占比高达 51.86%。公司拟回购价为 4.03 港元，较当前（2024/1/16）股价溢价约 15%。

表 1：回购注销前后中国建材股权分布情况

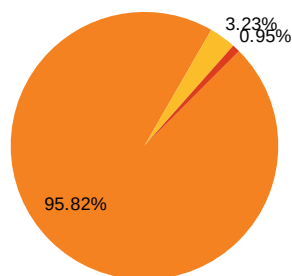
股份类型	股东名称	回购前		回购后	
		股份数量 (亿股)	占比 (%)	股份数量 (亿股)	占比 (%)
H 股	中国建材母公司一致行动人	1.84	2.18	1.84	2.42
	独立 H 股股东	43.74	51.86	35.32	46.52
	合计	45.58	54.04	37.16	48.94
内资股	中国建材母公司一致行动人	36.13	42.84	36.13	47.59
	泰山财金及其控制公司	2.63	3.12	2.63	3.47
	合计	38.77	45.96	38.77	51.06
H 股 + 内资股	中国建材母公司一致行动人	37.97	45.02	37.97	50.01
	合计	84.35	100	75.93	100

资料来源：水泥网、天风证券研究所

进一步地，我们通过分析筹码结构来判断兑现成功率高低，我们发现若将长线筹码设定在 600 天及以上，公司长线筹码占比为 0，因此我们假设当前中建材的流通盘中筹码均为 600 天内（2023/5/23 至今）交易所得，而 2023/5/23 至今公司股价整体处于下跌趋势，至 2023/9/28 股价跌至 4.03 港元以下，其后基本未再冲高至 4.03 港元以上，因此我们通过测算两个分段区间内的交易量情况，来粗略表征股票换筹比例，我们发现 2023/5/23~2023/9/28 区间内交易量约占整个区间的 14%，因此流通盘中或有较多的筹码持仓成本低于 4.03 港元，兑现套利的可能性或较强。

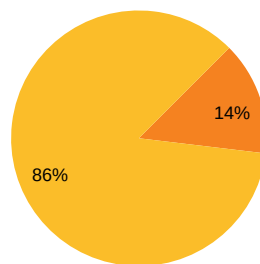
图 9：中建材筹码结构（按长线为 600 天以上计，截至 2025.1.14）

图 10：2023/5/23 至今中建材分价格区间成交量占比



■ 中线筹码
■ 短线筹码
■ 超短筹码

资料来源: Wind、天风证券研究所



■ 2023/5/23-2023/9/28
(中间价基本高于
4.03港元)
■ 2023/9/28至今
(中间价始终低于
4.03港元)

资料来源: Wind、天风证券研究所

考虑到回购份额受限, 投资者未必全部能博得价差套利空间, 仍需承担市场波动风险。因此我们基于不同股价涨跌幅的假设, 对预期投资回报率进行敏感性测算。假设建仓成本为 3.5 港元 (即 2025/1/16 收盘价), 相较 4.03 港元回购价价差为 15%, 而可回购份额占可流通股的 19.25%, 即 8.42 亿股/独立 H 股 43.74 亿股, 因此我们测算: 若截至公司回购交易时点, 股价持平于此, 则预期回报率约 3%; 若股价跌幅为 15%/30%, 则预期回报率分别为 -22%/-10%, 若股价涨幅为 15%/30%, 则预期回报率分别为 15%/27%。

表 2: 基于不同股价涨跌幅的预期投资回报率敏感性测算

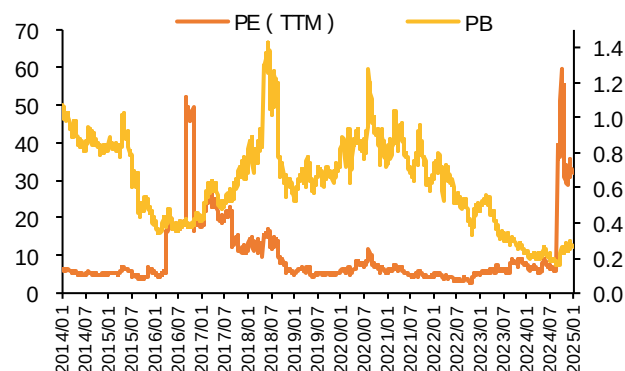
假设股价涨幅	-30%	-15%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
预期回报率	-22%	-10%	3%	7%	11%	15%	19%	23%	27%
对应股价	2.45	2.98	3.5	3.68	3.85	4.03	4.20	4.38	4.55

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 假设建仓成本为 3.5 港元, 即 2025/1/16 收盘价

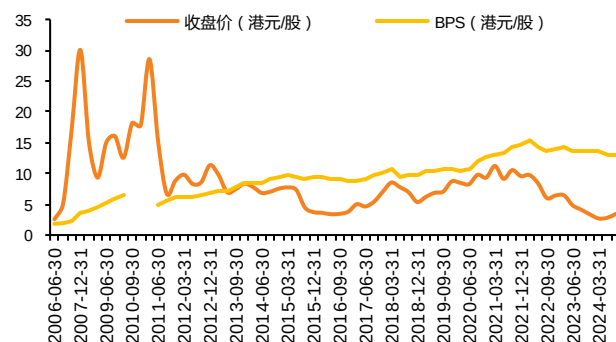
公司作为大型建材央企, 价值或被显著低估。股价自 11 年下半年始终低于每股净资产, 截至 24Q3 股价为 3.42 港元, 而 BPS 为 13.15 港元。当前公司估值处历史相对低位, 截至 2025 年 1 月 17 日 PB 仅 0.26x, 上市至今看处 5%分位, 公司回购有望引导价值回归。公司 22/23 年分红率分别达 40%/50%, 对应股息率分别达 12%/7%, 假设 25-26 年公司保持 50% 分红率, 在股价保持不变假设下, 若回购完成后股息率亦将有所提升, 我们测算对应股息率分别为 8%/10%, 高股息贡献安全边际。

图 11: 公司历史 PE (左轴) 和 PB (右轴) 估值



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 12: 公司收盘价 (左轴) 和每股净资产 (右轴)

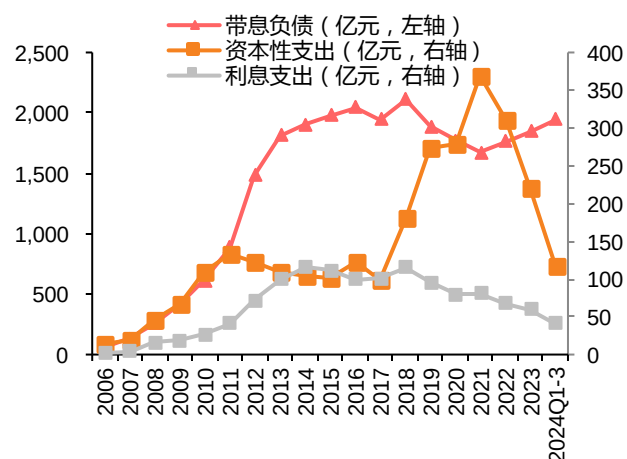


资料来源: Wind、天风证券研究所

1.3. 资本开支见顶回落，财务费用有望压减

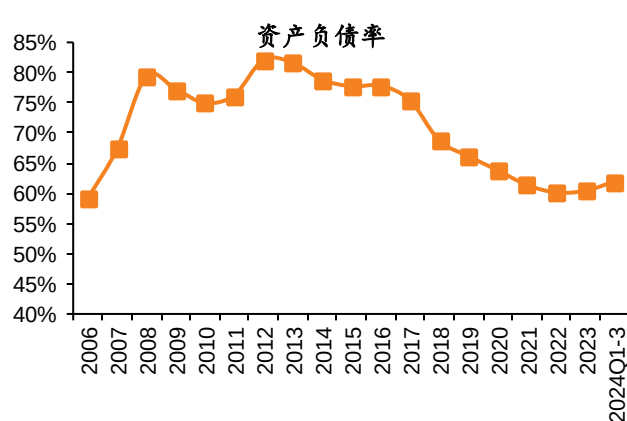
24-25 年资本开支有望继续回落，财务费用或将持续压减。近年来公司资本开支见顶回落，利息支出亦同步减少，21 年资本开支高点/利息支出分别为 369/81 亿元，至 23 年分别降至 220/59 亿元，两年间资本开支减少 149 亿元，利息支出减少 22 亿元。截至 24 年前三季度末，公司资本开支/利息支出/带息负债分别为 117/41/1947 亿元，我们认为 24-25 年公司资本开支有望持续回落，财务费用支出减少有望进一步增厚利润空间。

图 13：公司流资本性开支、流动负债与利息支出



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：公司资产负债率

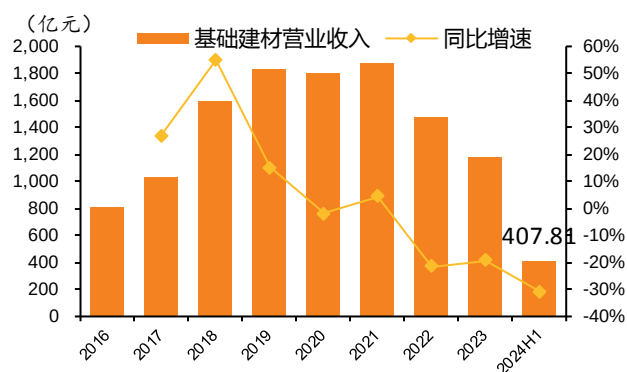


资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 基础建材：水泥为主，近年来盈利持续下行

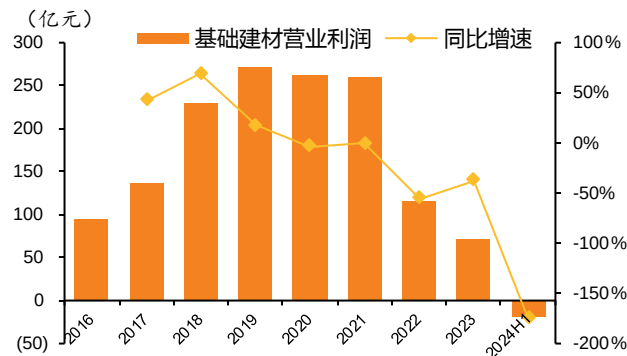
16年至21年公司基础建材板块业绩整体保持增长，自22年开始下行。截至24H1末基础建材收入同比-30.6%达408亿元，营业利润亏损18.59亿元。子板块结构来看，24H1水泥/商混/骨料收入占比分别为61%/27%/6%，水泥仍为基础建材分部主业。近年来公司基础建材毛利率持续下行，由20年的27%降至24H1的8.8%。

图 15：公司基础建材收入及同比增速



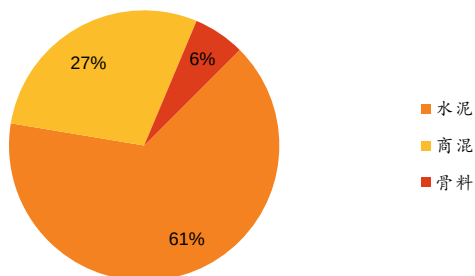
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 16：公司基础建材营业利润及同比增速



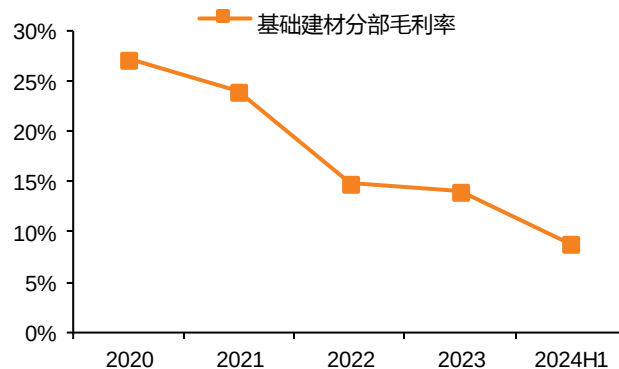
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：24H1 公司基础建材板块收入结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：公司基础建材板块毛利率

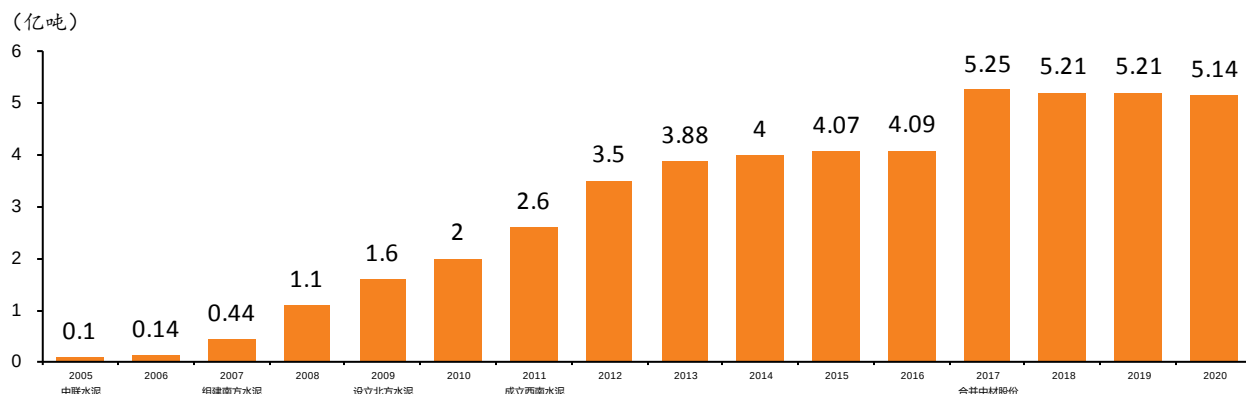


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.1. 水泥资产不断整合，看好价格修复下利润弹性

公司水泥业务发展良久，最早由中联水泥起家，而后水泥资产不断整合。05年公司水泥产能仅1000万吨左右，06年公司将9.61亿元注入中联水泥，溢价1.5倍收购了安徽海螺创投及台湾水泥集团所持徐州海螺集团52.5%及47.5%的股权，重组徐州海螺集团，收购徐州海螺拉开了水泥并购整合的序幕。06-13年公司持续大规模收并购整合，分别于07/09/11年成立南方水泥/北方水泥/西南水泥，11年末公司水泥产能达2.6亿吨。17年公司合并中材股份，水泥产能再上新台阶，达5.25亿吨/年，21年公司将旗下部分水泥企业股权注入天山股份。当前公司旗下水泥资产主要包括天山股份/宁夏建材/北方水泥，持股比分别为81%/49%/70%。

图 19：公司历年水泥产能



资料来源：公司年报、水泥网 APP 公众号、水泥网、水泥工程杂志公众号、天风证券研究所

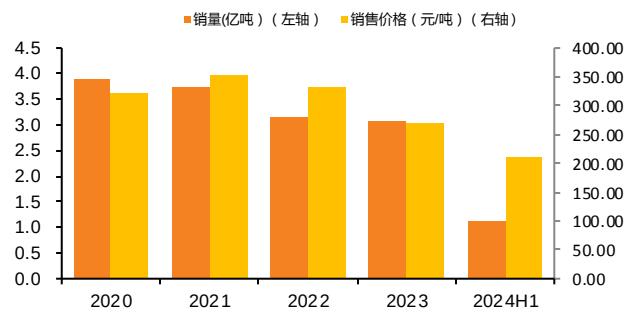
表 3：中国建材旗下水泥资产

公司名称	成立时间	区域	产能规模	收并购情况	中建材持股 (截至 24H1)	23 年收入	23 年归母 净利润
中联水泥	1999 年	北京等	2022 年水泥 年产能 7500 万吨	2006 年以 9.6 亿元收购徐州海螺 100%股权； 2021 年以 219.6 亿元被天山股份收购 100%股权		274.21 亿元	5.55 亿元
南方水泥	2007 年	浙江等	2020 年水泥 年产能 1.4 亿 吨	2021 年以 6382 万元收购中建材新材料 3.607% 股权； 2021 年以 487.7 亿元被天山股份收购 99.9274% 股权		175.35 亿元	11.13 亿元
西南水泥	2011 年	川渝	水泥熟料年产 能 4000 万吨	2021 年以 160.89 亿元被天山股份收购 95.7166%股权；2022 年以 6.29 亿元被天山股份 收购 4.28341%股权		111.04 亿元	5.18 亿元
北方水泥	2009 年	东北	水泥熟料年产 能 2600 万吨	2014 年以 16 亿元收购北疆水泥 80%股权	70%		
天山股份	1998 年	新疆	2023 年水泥 熟料产能 3.2 亿吨	2016 年，中国建筑材料集团有限公司与中国中 材集团有限公司合并重组，天山股份作为中材 集团旗下的公司，随之并入中国建材。 2021 年，中国建材以其所持中联水泥等股权认 购天山股份向其非公开发行的股份，所持天山 股份比例从收购前的 45.87%提升至 87.70%	81.14%	1073.8 亿元	19.65 亿元
宁夏建材	1998 年	宁夏	水泥熟料产能 1620 万吨	2007 年并入中国建材。	49.03%	104.1 亿元	2.97 亿元

资料来源：公司年报、Wind、公司官网等、天风证券研究所

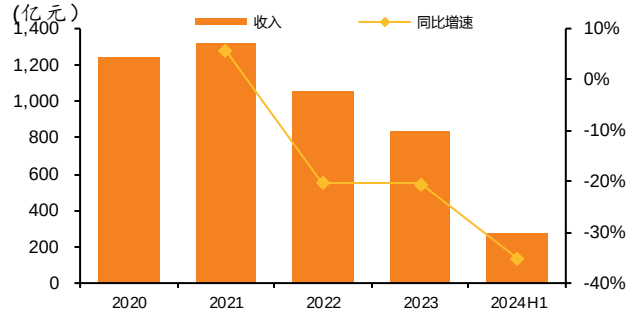
近年来公司水泥量价整体下滑，24年下半年以来价格底部修复。截至24H1水泥熟料销量同比-20%达1.14亿吨，水泥熟料平均价格同比-19%达241元/吨，最终致收入同比-35%达240亿元。24年下半年来看，水泥价格触底反弹，部分地区落实涨价整体在60元/吨左右，我们认为25年随着错峰停产、产能管控等政策影响下，水泥供给侧改革力度有望加大，供需格局将进一步改善，价格或将稳中有增。截至2025年1月10日，全国水泥库容比降至58%，同比低9pct，亦有望对价格提供更多缓冲，为后续水泥价格潜在上涨可能提供一定支撑。

图 20：公司近五年水泥销量及价格



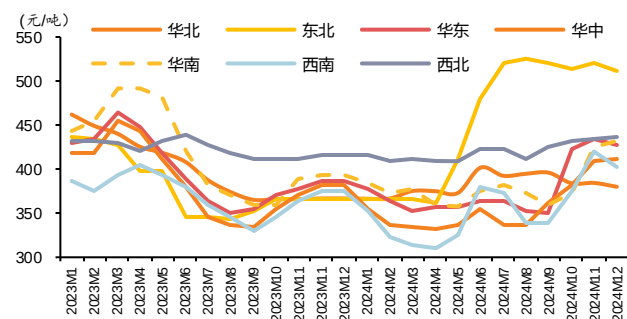
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：公司水泥业务收入及同比增速



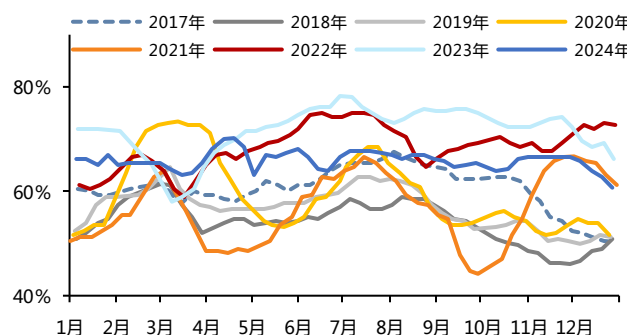
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 22：2023-2024 年分区域水泥价格



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 23：全国水泥库容比

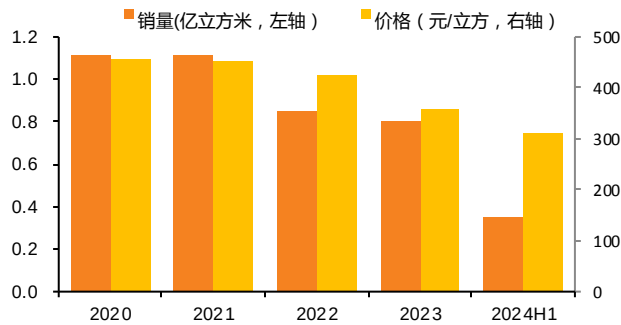


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

2.2. 商混经营持续承压，骨料需求或初步见顶

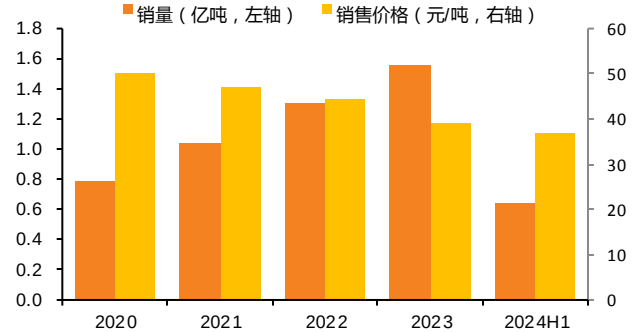
公司持续发展“水泥+”业务，商混经营持续承压，骨料需求或初步见顶。商混来看，22年以来量价走势与水泥类似，整体均有下滑，24H1 商混销量同比-1%达 3521 万方，价格同比-19%达 312 元/方，最终致收入同比-21%达 110 亿元。骨料来看，20-23 年呈现量增价跌趋势，截至 24H1 骨料销量同比-7%达 6422 万吨，价格同比-6%达 37 元/吨，最终致收入同比-12%达 23.6 亿元。

图 24：公司近五年商混销量、价格



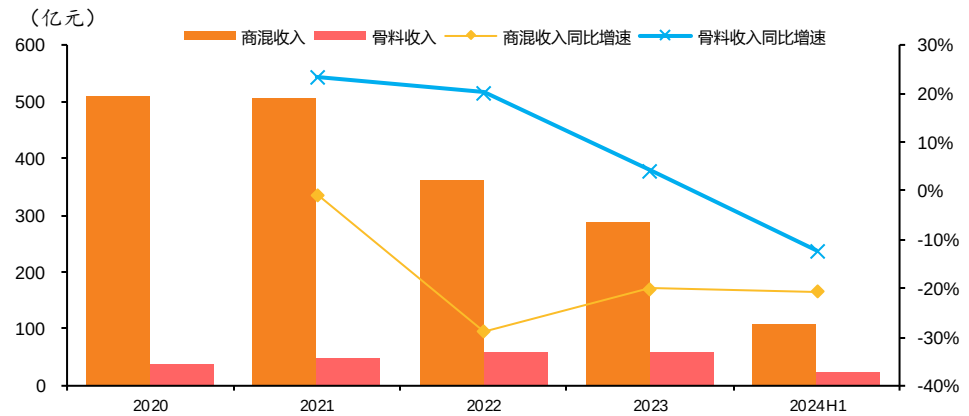
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：公司近五年骨料销量、价格



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 26：商混、骨料收入及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们按细分业务来拆分，对基础建材板块业绩做出预测。综合来看，我们预计公司基础建材板块 24-26 年收入分别为 1014/1023/1056 亿元，归母净利润分别为 -10/10/15 亿元。

表 4：基础建材板块盈利预测

项目	单位	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
收入	亿元	1,472	1,188	408	1,014	1,023	1,056
YoY		-22.0%	-19.3%	-31.0%	-14.7%	0.9%	3.3%
归母净利润	亿元		12	-32	-10	10	15
YoY							50%
其中：水泥收入	亿元	1,052	838	240	717	715	735
水泥销量	万吨	31,660	30,879	11,384	27791	26402	25874
YoY		-15%	-2%	-10%	-10%	-5%	-2%
水泥价格	元/吨	332	271	211	258	271	284
YoY		-6%	-18%	-21%	-5%	5%	5%
其中：商混收入	亿元	361	289	110	243	255	268
商混销量	万方	8,470	8,084	3,521	8003	8403	8823
YoY		-24%	-5%	-1%	-1%	5%	5%
商混价格	元/方	427	357	312	304	304	304
YoY		-6%	-16%	-19%	-15%	0%	0%
其中：骨料收入	亿元	59	61	24	54	53	53
骨料销量	万吨	13,128	15,611	6,422	14518	14228	14228
YoY		26%	19%	-7%	-7%	-2%	0%
骨料价格	元/吨	45	39	37	37	37	37
YoY		-5%	-12%	-6%	-5%	0%	0%

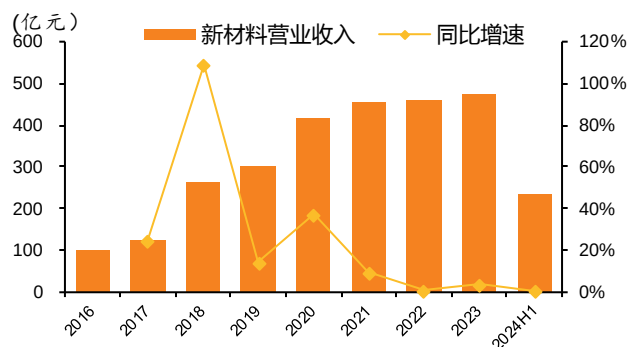
资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 新材料及工程服务发展两翼，利润垫相对稳定

3.1. 新材料：石膏板、玻纤纱为主，整体呈量增价跌走势

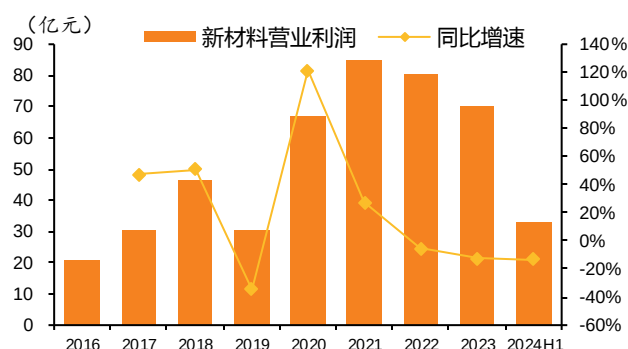
新材料板块近年来收入持续增长，22年以来营业利润略有下滑。24H1 新材料收入/营业利润分别同比+0.6%/-13%达 235/33 亿元。结构来看，石膏板/玻纤纱/风电叶片为新材料分部主业，24H1 收入占比分别达 34%/38%/13%，其余防水卷材/锂膜/碳纤维收入占比分别为 8%/4%/3%。毛利率看亦有波动，24H1 新材料分部毛利率达 24%。

图 27：公司新材料营业收入及同比增速



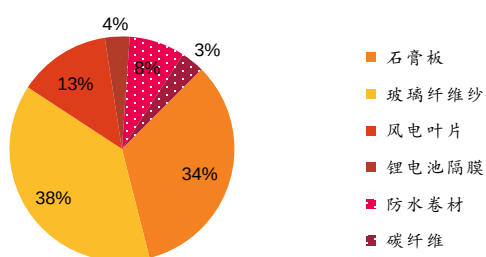
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 28：公司新材料营业利润及同比增速



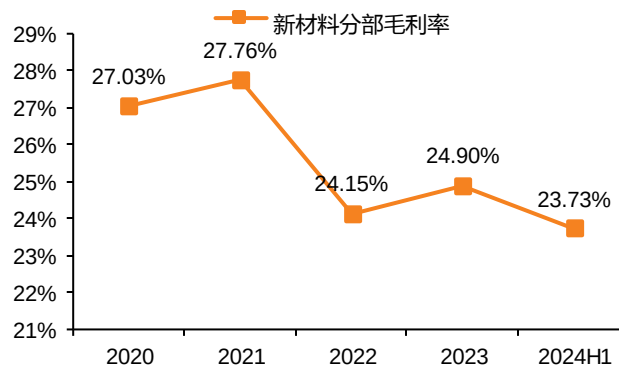
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 29：24H1 公司新材料板块收入结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 30：公司新材料板块毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司新材料板块子公司包括北新建材（中建材持股 38%，业务包括石膏板、龙骨、防水系统、涂料）、中国巨石（27%，玻璃纤维及制品、电子布）、中材科技（60%，风电叶片、玻纤、电子布、锂膜、氢能储运装备）、中国复材（100%，风电叶片、碳纤维）、中建材石墨（100%，石墨精粉、球形石墨、石墨负极）。

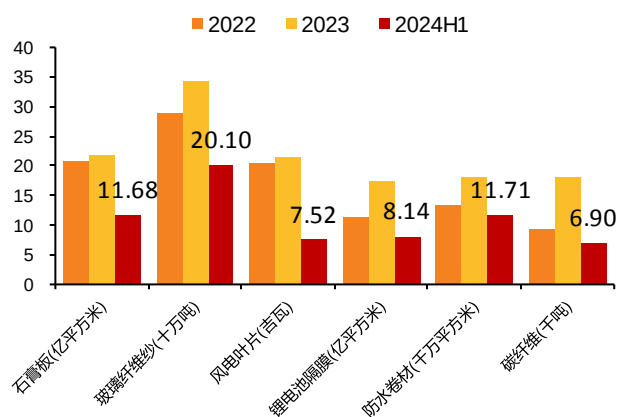
表 5：新材料子公司发展历程

公司名称	主营业务	收并购时间	当前股权情况 (24H1)	24H1 收入	24H1 归母净利润
北新建材	石膏板、龙骨、防水系统、涂料	2005 年	中国建材 (37.83%); 香港中央结算 (13.95%); 其他 (48.22%)	135.97 亿元	22.14 亿元
中国巨石	玻璃纤维及制品、电子布		中国建材 (26.97%); 振石集团 (15.59%); 其他 (57.44%)	77.39 亿元	9.61 亿元
中材科技	风电叶片、玻纤、电子布、锂膜、氢能储运装备	2016 年	中国建材 (60.24%); 香港中央结算 (0.96%); 其他 (38.8%)	105.40 亿元	4.65 亿元
中国复材	风电叶片、碳纤维		中国建材 100%		
中建材石墨	石墨精粉、球形石墨、石墨负极	2022 年	中国建材 100%		

资料来源：各公司公告、Wind、天风证券研究所

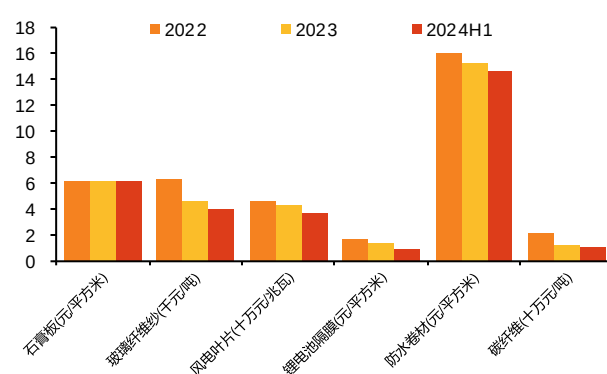
近两年公司新材料板块销量整体保持增长，但价格均有承压。24H1 石膏板/玻纤/叶片/锂膜/防水卷材/碳纤维销量分别同比+7%/+19%/-22%/+15%/+41%/+11%达 11.7 亿平/201 万吨/7520MW/8.1 亿平/1.2 亿平/6.9 千吨。而价格来看，24H1 石膏板/玻纤/叶片/锂膜/防水卷材/碳纤维售价分别同比-2%/-18%/-16%/-35%/-6%/-38%达 6.1 元每平/4048 元每吨/38 万元每 MW/0.9 元每平/14.6 元每平/10 万元每吨。最终收入同比分别+5%/-3%/-34%/-25%/+32%/-31%达 71/81/28/7.6/17/7.2 亿元。

图 31：公司新材料分产品销量



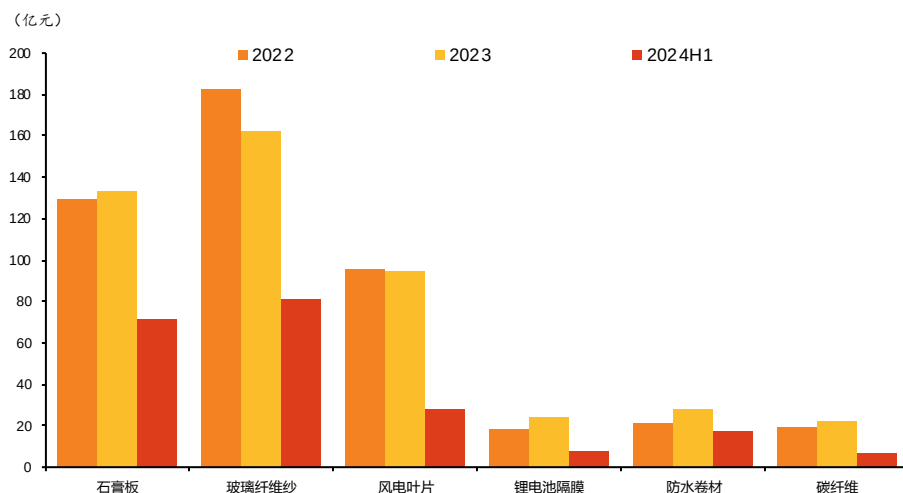
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 32：公司新材料分产品价格



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 33：公司新材料分产品收入



资料来源：公司公告、天风证券研究所

类似地，我们按子公司拆分，对新材料板块业绩做出预测，中建材分别对北新建材/中材科技持股 38%/60%，而持有中国巨石 27%股份，业绩并不直接计入，而是以投资收益体现。综上，我们测算公司 24-26 年新材料板块收入分别达 496/591/628 亿元，同比分别 +4%/+19%/+6%，归母净利润分别达 27/36/41 亿元，同比分别 -21%/+35%/+14%。

表 6：新材料板块盈利预测

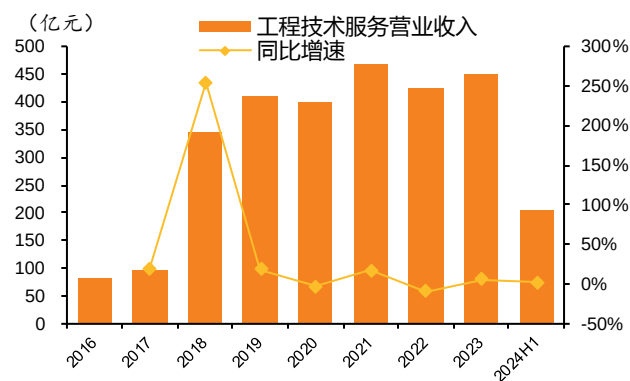
项目	单位	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
分部收入	亿元	460	476	235	496	591	628
YoY		1%	4%	1%	4%	19%	6%
分部归母净利润	亿元		34	14	27	36	41
YoY					-21%	35%	14%
北新建材							
收入	亿元	199	224	136	270	296	319
归母净利润	亿元	31	35	22	43.5	49.3	56.5
权益占比		38%	38%	38%	38%	38%	38%
归母净利润贡献	亿元	12	13	8	16	19	21
中国巨石							
收入	亿元	202	149	77	174	203	222
归母净利润	亿元	66	30	10	23.1	30.5	36.8
权益占比		27%	27%	27%	27%	27%	27%
归母净利润贡献	亿元	18	8	3	6	8	10
中材科技							
收入	亿元	221	259	105	236	300	314
归母净利润	亿元	35	22	5	7.5	16.2	20.1
权益占比		60%	60%	60%	60%	60%	60%
归母净利润贡献	亿元	21	13	3	5	10	12
其他							
收入	亿元	39	-7	-6	-10	-5	-5
归母净利润	亿元		8	3	6	8	8

资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 工程服务：盈利能力抬升，利润保持小幅增长

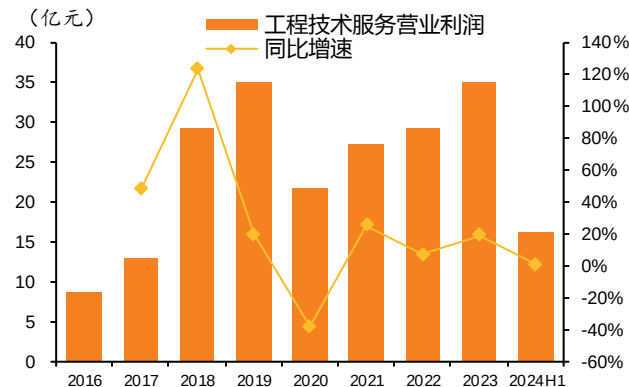
公司工程服务板块收入端整体保持相对稳定，利润端自 21 年以来持续增长，毛利率亦稳中有升。24H1 收入/营业利润同比分别+2%/+1%达 206/16 亿元，毛利率达 19%。

图 34：公司工程服务营业收入及同比增速



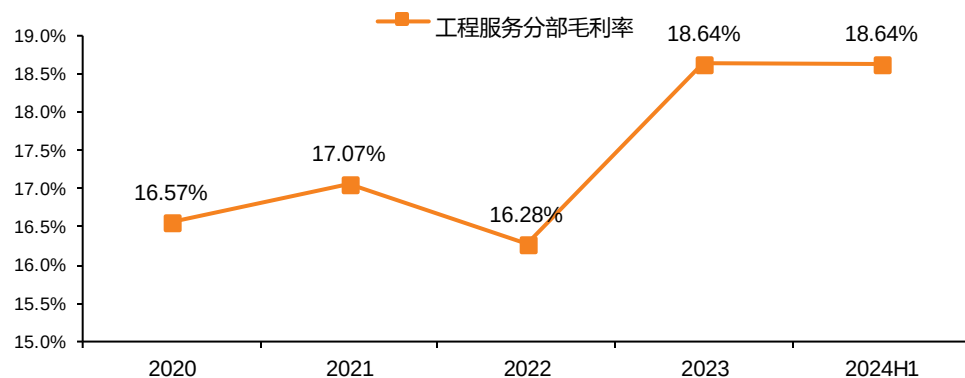
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 35：公司工程服务营业利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 36：工程服务板块毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们对工程服务板块做出盈利预测，预计 24-26 年收入分别达 503/558/616 亿元，同比分别+12%/+11%/+10%，归母净利润分别为 15/18/19 亿元，同比分别+5%/+16%/+10%。

表 7：工程服务板块盈利预测

项目	单位	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
分部收入	亿元	424	451	206	503	558	616
YoY		-10%	6%	2%	12%	11%	10%
分部归母净利润	亿元		15	7	15	18	19
YoY					5%	16%	10%
中材国际							
收入	亿元	388	458	209	509	565	623
归母净利润	亿元	22	29	14	32.2	35.8	40.0
权益占比		48%	41%	41%	41%	41%	41%
归母净利润贡献	亿元	10	12	6	13	15	16
其他							

收入	亿元	36	-7	-3	-6	-7	-7
归母净利润	亿元		3	1	2	3	3

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

综上,我们预计公司 24-26 年收入分别为 1993/2162/2290 亿元,同比分别 -5%/+8%/+6%,归母净利润分别达 12/44/56 亿元,同比分别 -69%/+262%/+27%。参考可比公司,给予公司 25 年 8xPE,对应目标价 4.53 港元,首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：公司盈利预测总表（截至 2025/2/13）

项目	单位	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
收入	亿元	2,302	2,102	835	1,993	2,162	2,290
YoY		-16%	-9%	-18%	-5%	8%	6%
收入：分部合计	亿元	2,356	2,115	849	2,013	2,172	2,300
YoY					-5%	8%	6%
收入：其他	亿元	-54	-13	-14	-20	-10	-10
归母净利润	亿元	80	39	-20	12	44	56
YoY		-51%	-51%	---	-69%	262%	27%
归母净利润：分部合计	亿元		61	-11	32	64	76
YoY					-47%	99%	18%
归母净利润：其他	亿元		-22	-9	-20	-20	-20
股本	亿股	84.35	84.35	84.35	84.35	84.35	84.35
EPS	港元/股	1.06	0.51	-0.26	0.16	0.57	0.72
PE	倍	3.61	7.51	-14.73	24.52	6.77	5.34

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 9：公司可比估值表

股票代码	公司名称	总市值 (亿港元)	当前价格 (港元)	EPS (港元)				PE (倍)			
				22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E
0914. HK	海螺水泥	1,112.85	21.00	3.35	2.23	1.65	1.89	6.3	9.4	12.7	11.1
6655. HK	华新水泥	160.91	7.74	1.46	1.47	1.02	1.26	5.3	5.3	7.6	6.1
1313. HK	华润建材科技	109.63	1.57	0.28	0.10	0.11	0.18	5.7	15.7	14.3	8.7
平均值								5.7	10.1	11.5	8.7
3323. HK	中国建材	323.05	3.83	1.06	0.51	0.16	0.57	3.6	7.5	24.5	6.8

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：数据截至 2025/2/13

5. 风险提示

公司回购进度不及预期：当前公司回购方案仍未落地，涉及审批、股东决议等环节仍未结束，若未来公司回购进度不及预期，则对公司股价或产生不利影响。

下游基建、地产需求不及预期：水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，但若后续因政策传导时间过长等原因导致基建、地产实物工作量落地不及预期，可能导致水泥和玻璃需求及价格不及预期。

产能投放超预期：部分子行业如玻纤仍有产能扩张，若未来产能投放较多，可能导致行业供给过剩，使得价格大幅下滑。

文中测算具有一定的主观性：文中情景假设等参数设定具有一定的主观性，仅供参考。

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