



华新水泥 (600801.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

周期成长，筑梦全球

公司简介

公司始创于 1907 年，主营水泥、骨料、混凝土业务，国内优势区域在两湖、西藏，海外优势区域在非洲、中东等地，瑞士豪瑞集团为公司实控人。2024 年前三季度实现收入 247.19 亿元，同增 2.3%；归母净利 11.38 亿元，同降 39.3%。2024H1 混凝土+骨料收入占比 42.5%，国外收入占比 22.8%。

大出海：先发“地利”，静待“天时”

华新在海外布局的国家数量远超竞争对手，截至 2024H1，华新海外水泥粉磨年产能达到 2254 万吨（熟料年产能 1544 万吨），叠加在建及并购来的可并表产能，整体规模将超过 3500 万吨，公司中长期目标为 5000 万吨。华新出海步伐清晰，从地理位置更“近”的中亚、东南亚逐步过渡到更“远”的非洲、中东、南美。2024 年，公司收购优质资产进一步布局尼日利亚、巴西等地。尼日利亚是非洲第一大经济体，且水泥行业市场集中度高，全国仅三家水泥企业，市场格局优异。我们认为，水泥行业在非洲、中亚的“卡位”布局将迎来阶段性尾声，面对中东、南美、非洲这些更加复杂的营商环境，像华新这样具备出海先发优势、决策灵活高效、外资实控的企业，独特的“匹配性”就是核心优势。如果非洲等地未来出现人均水泥消耗量向全球平均接近的机会，先发者将优先享受红利。

国内市场：“一体化”毛利贡献近 50%，低碳领先一步

华新在国内“占据要塞”、巩固为先，2020 年以来加大对非水泥业务布局，2024H1 混凝土+骨料收毛利贡献已近 50%。2021 年发布《低碳发展白皮书》，持续使用替代燃料等方式降低二氧化碳排放。

盈利预测、估值和评级

我们看好非洲、南美、中东等海外区域水泥景气度，华新一方面秉承错位竞争和收购改造策略，一方面受益股东禀赋，预计将继续在国际竞争中发挥综合优势。在不考虑尼日利亚项目并表的情况下，我们预计 2024-26 年公司整体营收分别为 343.96、384.64、422.68 亿元，同比增速分别为 2%、12%、10%；归母净利润分别为 21.01、24.80 和 31.17 亿元，同比增速分别为-24%、18%、26%，对应 2 月 24 日收盘价 PE 分别为 12、10 和 8 倍，首次覆盖，给以 2025 年 13 倍估值，目标价 15.51 元，给予公司“买入”评级。

风险提示

非洲产能增长过快的风险、国内价格竞争激烈、汇率波动等。

建筑建材组

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：王龙（执业 S1130525010002）

wanglong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：11.83 元

目标价（人民币）：15.51 元



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,470	33,757	34,396	38,464	42,268
营业收入增长率	-6.14%	10.79%	1.89%	11.83%	9.89%
归母净利润(百万元)	2,699	2,762	2,101	2,480	3,117
归母净利润增长率	-49.68%	2.34%	-23.93%	18.05%	25.68%
摊薄每股收益(元)	1.287	1.329	1.011	1.193	1.499
每股经营性现金流净额	2.19	3.02	2.57	3.47	3.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.83%	9.55%	6.97%	7.84%	9.31%
P/E	11.51	9.36	11.71	9.92	7.89
P/B	1.13	0.89	0.82	0.78	0.73

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 公司简介.....	5
1.1 公司实控人为豪瑞集团（外资）.....	5
1.2 业务结构多元+出海.....	6
2 大出海：先发“地利”，静待“天时”.....	9
2.1 华新在海外布局的国家数量远超竞争对手.....	9
2.2 华新正在推进第二轮大出海，收购优质资产进军尼日利亚、巴西.....	9
2.3 水泥出海“卡位”近尾声，先发者静待“天时”红利.....	11
2.4 并购 vs 自建，绕道“同业扎堆”，华新出海方式独树一帜.....	14
2.5 筑梦全球之路，直击风险、收获机遇.....	16
3 国内市场：“一体化”毛利贡献近 50%，低碳领先一步.....	16
3.1 国内水泥需求下行周期尚未结束.....	16
3.2 华新在国内水泥行业“占据要塞”、巩固为先.....	18
3.3 华新组合发展水泥+混凝土+骨料.....	21
3.4 提前布局低碳，环保理念深入.....	23
4 盈利预测与投资建议.....	24
4.1 盈利预测.....	24
4.2 投资建议及估值.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构（截至 2024 年三季度末）.....	5
图表 3：员工持股计划公司层面考核指标.....	6
图表 4：2015-2024H1 公司分业务收入占比.....	6
图表 5：2015-2024H1 公司分地区收入占比.....	6
图表 6：2016-2024Q1-Q3 公司营收表现.....	7
图表 7：2016-2024Q1-Q3 公司归母净利表现.....	7
图表 8：2015-2024 全国水泥价格走势.....	7
图表 9：2019 年至今煤炭价格走势.....	7
图表 10：2016-2024Q1-Q3 公司毛利率及净利率表现.....	7
图表 11：2023 年公司水泥成本构成.....	7
图表 12：2015-2024H1 公司海外收入占比.....	8
图表 13：2015-2024Q1-3 公司各项费用率表现.....	8



图表 14:	2005-2024Q1-3 华新、海螺应收/收入	8
图表 15:	2005-2024Q1-3 华新、海螺有息负债率	8
图表 16:	2005-2024Q1-3 华新有息负债、财务费用 (亿元)	8
图表 17:	2005-2024Q1-3 华新及海螺购置固定/无形/其他长期资产支付的现金 (亿元)	8
图表 18:	2024 年国内水泥企业海外投产产能排行	9
图表 19:	2024 年华新的海外产能分布 (不含未并表资产)	9
图表 20:	尼日利亚水泥行业竞争格局	10
图表 21:	华新海外产能收并购及投建时间表	10
图表 22:	2021-2024H1 公司海外水泥粉磨产能	11
图表 23:	1960-2023 尼日利亚总人口	12
图表 24:	1960-2023 尼日利亚城镇人口占比	12
图表 25:	丹格特水泥计划向非洲中部、西部辐射影响力	12
图表 26:	丹格特水泥计划向非洲东部、南部辐射影响力	12
图表 27:	2000-2023 年尼日利亚煤炭产量 (万吨)	13
图表 28:	2012-2021 年尼日利亚发电类型 (单位: gigawatts)	13
图表 29:	2022-23 年中国对外投资流量多国对比 (万美元)	14
图表 30:	2024 年海外投资投产熟料年产能排行榜	15
图表 31:	2024 年海外投资在建熟料年产能排行榜	15
图表 32:	2024 年海螺水泥海外产能分布	15
图表 33:	2024 年西部水泥海外产能分布	15
图表 34:	2016-2024H1 公司海外业务收入	16
图表 35:	2024 年全国各区域水泥产量 (万吨)	16
图表 36:	2015-2024 年全国水泥产量 (亿吨)	17
图表 37:	2016-2024 年全国高标水泥价格走势 (元/吨)	17
图表 38:	2015-2024 年全国基建投资增速 (%、不含电力)	18
图表 39:	2020-2024 年地方专项债当月值 (亿元)	18
图表 40:	2024 年全国水泥熟料产能 TOP10	18
图表 41:	2020-2024 年头部水泥企业市占率	18
图表 42:	2020-2023 年公司水泥业务相关指标	18
图表 43:	2020-2023 年头部水泥企业吨毛利对比 (元/吨)	19
图表 44:	2021 年公司各区域收入占比	19
图表 45:	2024 年公司熟料产能分布	19
图表 46:	2024 年湖北水泥企业产能及市占率	20
图表 47:	2024 年云南水泥企业产能及市占率	20
图表 48:	2024 年湖南水泥企业产能及市占率	20



图表 49:	2015-2024 年湖北水泥产量.....	21
图表 50:	2024 年全国部分区域水泥价格对比 (元/吨)	21
图表 51:	2020-2024H1 公司骨料产能.....	21
图表 52:	2020-2023 公司混凝土产能.....	21
图表 53:	2011-2023 全国混凝土销量.....	22
图表 54:	2022-2024 全国混凝土均价.....	22
图表 55:	2017-2024H1 全国砂石产量.....	22
图表 56:	2023-2024H1 全国砂石综合均价.....	22
图表 57:	2024 年全国各省在册砂石类矿山数量.....	22
图表 58:	2023-2024H1 砂石企业产能利用率.....	22
图表 59:	2016-2024H1 混凝土收入及同比.....	23
图表 60:	2016-2024H1 骨料收入及同比.....	23
图表 61:	2016-2024H1 混凝土+骨料毛利占比.....	23
图表 62:	2016-2024H1 混凝土及骨料毛利率.....	23
图表 63:	公司碳减排路线图	24
图表 64:	公司水泥、混凝土碳强度目标.....	24
图表 65:	台泥集团减碳路线	24
图表 66:	公司盈利预测拆分	25
图表 67:	可比公司估值比较 (市盈率法)	25

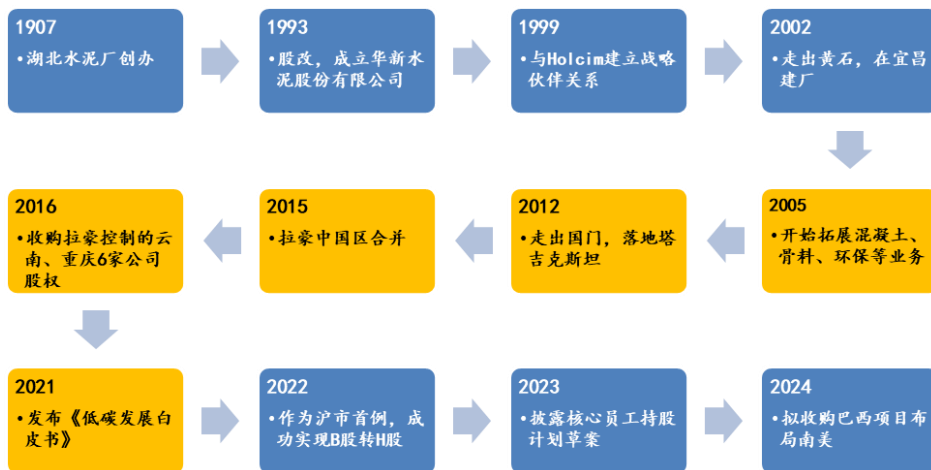


1 公司简介

华新水泥，始创于1907年，至今已有百余年历史，从地方性水泥厂逐步发展为全球化建材集团，业务覆盖国内17个省/市/自治区以及海外16个国家和地区，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、新型建材等多个领域，始终致力于全产业链一体化发展。

截至2024年6月30日，公司水泥产能1.27亿吨（指粉磨能力、含联营），商混产能52184方/小时（含委托加工），骨料产能2.8亿吨，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。公司于2012年在海外建设第一个水泥项目，2024H1海外收入占比已达22.77%。

图表1：公司发展历程



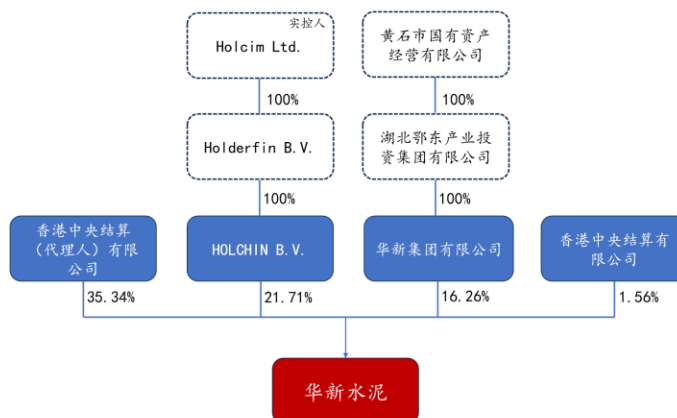
来源：公司官网、公司官方公众号、wind，国金证券研究所

1.1 公司实控人为豪瑞集团（外资）

实控人 Holcim Ltd. 为外资，中外联合持股是治理特色。截至2024年三季度末，豪瑞集团为公司实控人，其通过 HOLCHIN B.V. 间接持股 21.71%，华新集团持股 16.26%（黄石市国资委控股），香港中央结算（代理人）持股 35.34%。

豪瑞集团为全球建材领军企业，2023年净销售额为270.09亿瑞士法郎（按照1:7.88汇率换算，对应2128.31亿元），息税前利润为47.60亿瑞士法郎（汇率同上，对应375.09亿元），息税前利润率为17.6%。2024年第三季度实现经常性息税前利润创下记录，相应利润率为23.5%。

图表2：公司股权结构（截至2024年三季度末）



来源：公司2024年三季报，ifind，国金证券研究所

员工持股计划调动积极性。2023年6月30日，公司发布《2023-2025年核心员工持股计划（草案）》，实施对象为公司董事、监事、高级管理人员、核心技术和业务员工等不超过900人，计划分3期实施，总规模不超过人民币2.235亿元。



考核指标分为公司层面与个人层面，锁定期结束后根据 2 个层面的结果确定实际可归属持有人的权益比例。①公司层面考核的可归属比例为 X，具体考核预算完成率和所处对标企业排名；②个人层面绩效考核系数为 Y（最高为 1），根据个人年度业绩考核结果完成率确定；③个人可归属权益数量=个人获授的权益数量×X×Y。

图表3：员工持股计划公司层面考核指标

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 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%
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	$X=Q*40\%+R*60\%$	

来源：公司公告，国金证券研究所

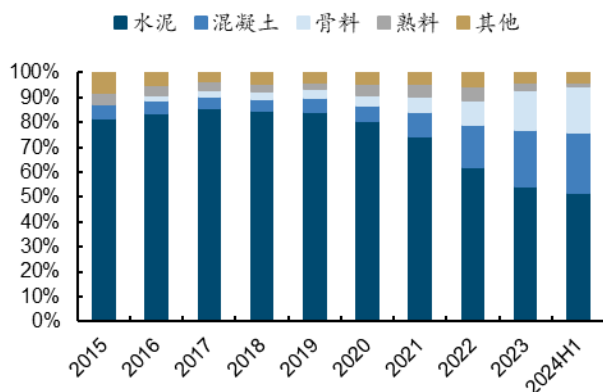
备注：OCF 匹配率完成率=经营性现金流净额/EBITDA/OCF 匹配率目标值

1.2 业务结构多元+出海

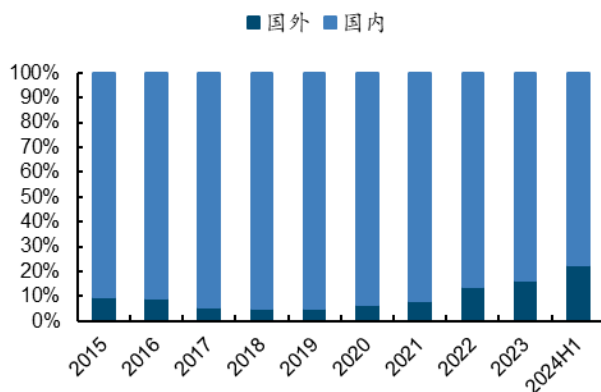
收入端：公司年收入从 2016 年的 135.26 亿元增长至 2023 年的 337.57 亿元，期间 CAGR 为 13.96%，期间最高点为 2021 年的 324.6 亿元。国内水泥产量从 2022 年开始明显下滑，2022-2024 年全国水泥产量同比分别-10.8%、-0.7%、-9.5%，而公司仅在 2022 年收入出现下滑 6.14%，随后 2023 年逆势增长 10.79%，2024 年前三季度增长 2.29%，主因业务结构多元+出海加快两方面贡献，24H1 骨料和海外两项业务合计占比超过 40%，2021 年仅为 14.3%。（注：海外业务中，骨料占比较小，因此 2 项可以直接合计）

- 骨料业务 2021 年收入占比仅为 6.3%，24H1 已超过 18%，骨料收入同比增速在 2021-2024H1 分别为 74%、49%、75%、37%；
- 海外收入 2021 年占比仅为 8%，但是到 24H1 已经实现 22.77%，海外收入增速在 2022、2023、2024H1 分别达到 63.5%、30%、55.5%。

图表4：2015-2024H1 公司分业务收入占比



图表5：2015-2024H1 公司分地区收入占比



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

利润端：价格下降是公司利润从高点回落的主要原因，但多元化+出海对冲并重新提振盈利。公司 2016 年归母净利实现 4.52 亿元，2023 年为 27.62 亿元，期间 CAGR 为 29.51%，巅峰时期归母净利曾达到 2019 年的 63.42 亿元，随后受下行周期影响回落至 2022 年的 27 亿元，扣非角度 2023 年扣非归母为近 5 年来最低、仅有 23.22 亿元。

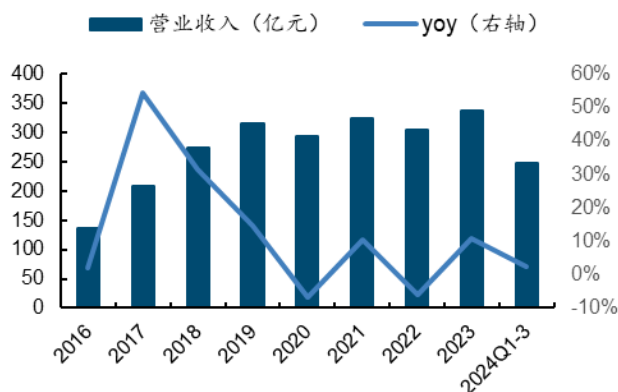
- 2022 年是公司压力最大的一年，煤价虽有回落但仍处于高位、长江流域水泥价格大幅下滑开启、以及销量回落明显。2022 年秦皇岛动力煤年度均价仍同比+43.88%，南京水泥高标价格从 4 月 22 日的 510 元/t 连续降至 7 月初的 350 元/t、累计下降 160 元/t，销量压力同样明显，2022 年公司水泥销量同比回落 22%，弱于行业整体。
- 2023 年公司扣非利润的同比降幅明显收窄，仅为-10%，归母净利甚至同增 2.34%，与



海外及骨料占比提高有关,例如骨料2021-2023年毛利率分别为65.6%、55.3%、45.9%,同期水泥毛利率仅为33.8%、25.9%、26.8%。

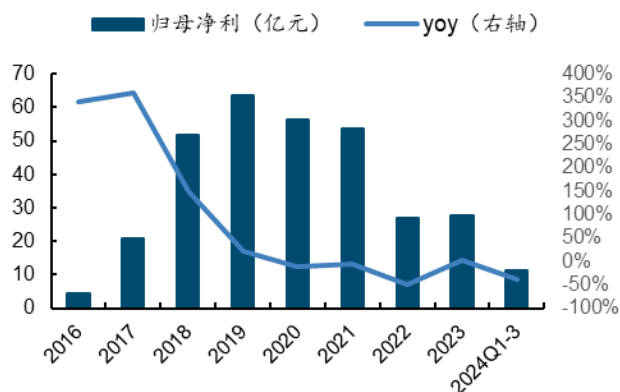
- 2024年国内水泥量价继续下滑,叠加海外成本的上涨及汇兑损失,前三季度公司归母净利同比下降39.26%,综合毛利率为24.02%、同比下降2.29pct,净利率6.39%、同比下降2.81pct。

图表6: 2016-2024Q1-Q3 公司营收表现



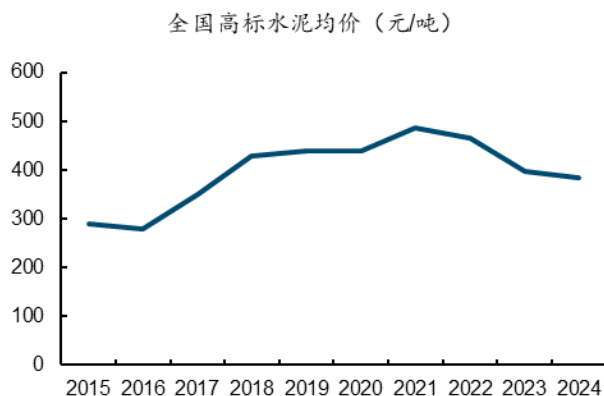
来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 2016-2024Q1-Q3 公司归母净利表现



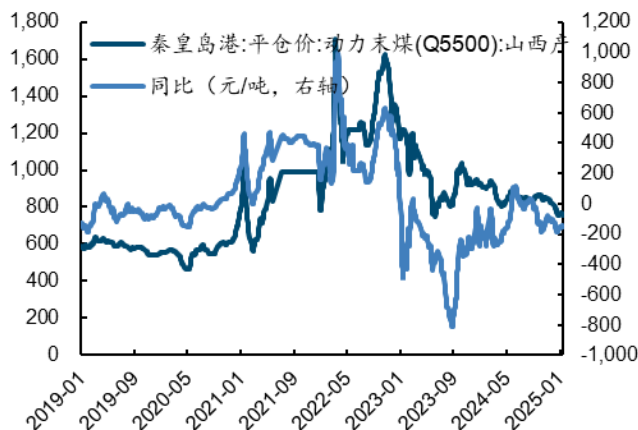
来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 2015-2024 全国水泥价格走势



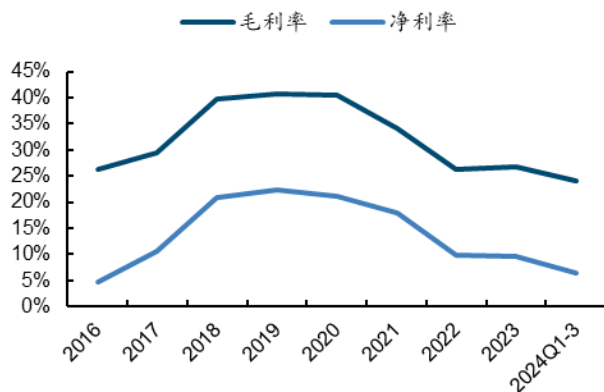
来源: 数字水泥网, 国金证券研究所

图表9: 2019 年至今煤炭价格走势



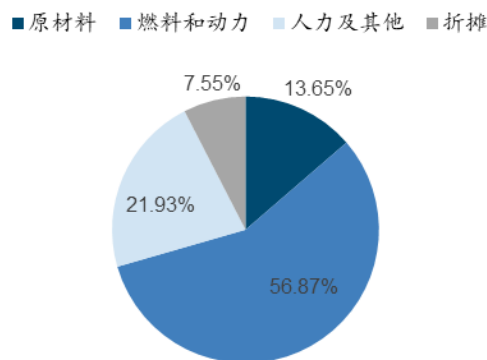
来源: wind, 国金证券研究所

图表10: 2016-2024Q1-Q3 公司毛利率及净利率表现



来源: wind, 国金证券研究所

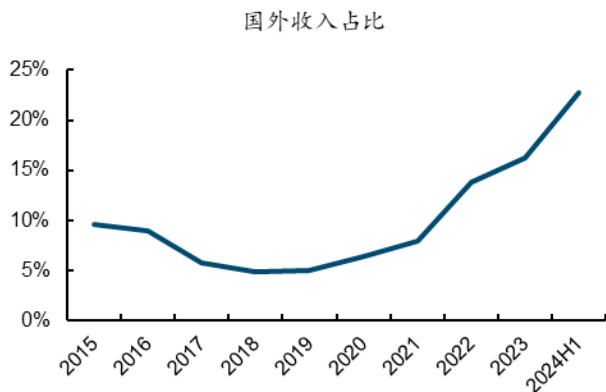
图表11: 2023 年公司水泥成本构成



来源: wind, 国金证券研究所

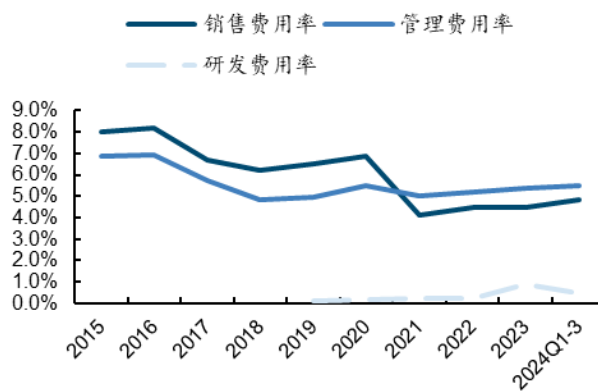


图表12: 2015-2024H1 公司海外收入占比



来源: wind, 国金证券研究所

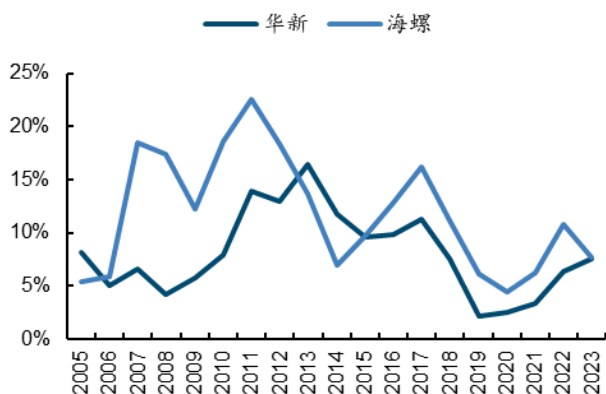
图表13: 2015-2024Q1-3 公司各项费用率表现



来源: wind, 国金证券研究所

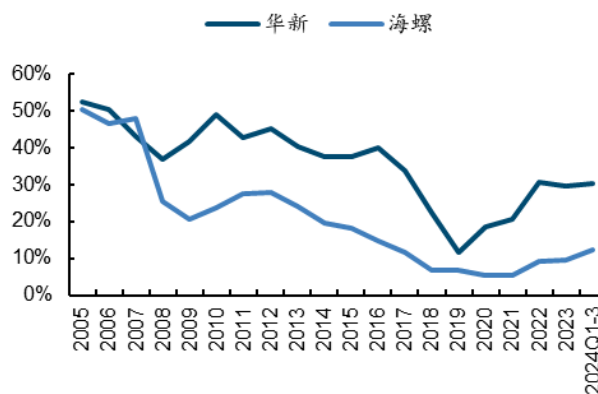
业务结构变化也同步带来一些指标变动, 尤其是水泥同行较为看中的指标, 例如财务费用和应收账款。华新 2022 年至 2024 前三季度末, 有息负债率在 30%左右, 海螺在 10%左右。财务费用方面, 2022-2024Q1-3 华新利息费用分别为 4.07、7.22、5.78 亿元, 海螺为 5.25、9.3、5.76 亿元, 但在抵扣完利息收入后财务费用为负。华新因混凝土业务增长, 应收/收入比例在 2023 年达到 7.5%, 2019-2020 年均低于 3%。

图表14: 2005-2024Q1-3 华新、海螺应收/收入



来源: wind, 国金证券研究所

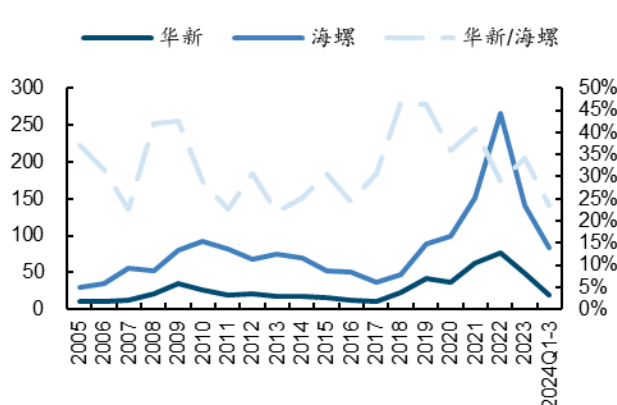
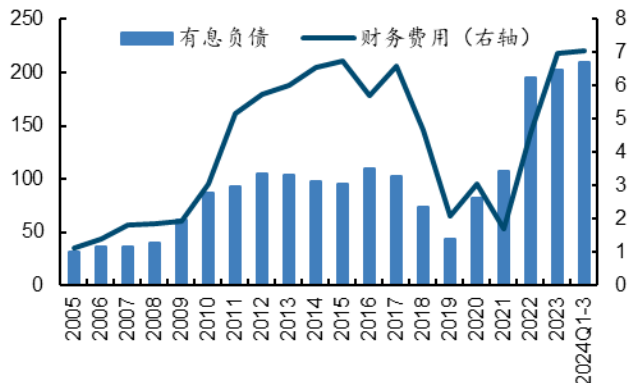
图表15: 2005-2024Q1-3 华新、海螺有息负债率



来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 2005-2024Q1-3 华新有息负债、财务费用(亿元)

图表17: 2005-2024Q1-3 华新及海螺购置固定/无形/其他长期资产支付的现金 (亿元)





来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

2 大出海：先发“地利”，静待“天时”

2.1 华新在海外布局的国家数量远超竞争对手

截至 2023 年底，中资水泥企业已在 21 个国家投资建设了 43 条水泥熟料生产线，已投产熟料产能 5520 万吨，水泥产能 8117 万吨；在建熟料产能 2999 万吨，水泥产能 4250 万吨；拟建熟料产能 1655 万吨，水泥产能 2525 万吨（根据中国水泥协会统计）。

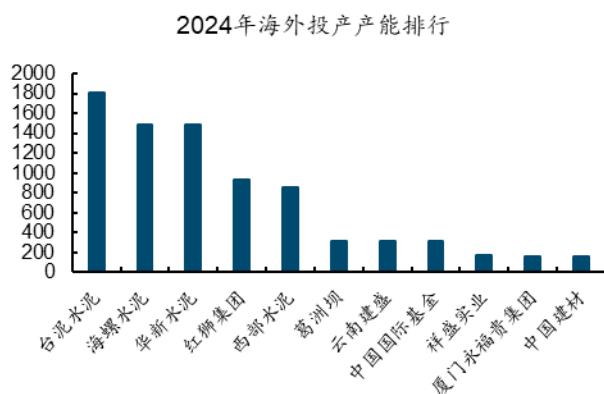
截至 2024H1，华新海外水泥粉磨年产能达到 2254 万吨（熟料年产能 1544 万吨），叠加在建及并购来的可并表产能，整体规模将超过 3500 万吨，公司中长期目标为 5000 万吨。在建项目包括莫桑比克新建生产线、马拉维新建生产线、赞比亚生产线升级、南非生产线升级、津巴布韦粉磨站等，在建熟料产能合计约 300 万吨/年，在建水泥粉磨产能合计约 270 万吨/年，并购带来的可并表产能主要指尼日利亚的产能。

（1）从总规模角度，华新在所有中国企业中排名第 3。根据水泥网，在 2024 年海外投产的熟料产能排行榜中，华新位列第 3，仅次于台泥的 1803.5 万吨和海螺水泥 1491.1 万吨。在此之前，公司排名长期位列第 2（仅次于海螺水泥），2024 年台泥水泥海外产能规模大幅扩张，主因 2024 年 3 月 7 日台泥集团宣布完成扩大投资欧洲低碳水泥相关交割程序，从而正式成为欧洲低碳水泥的主要供货商之一。

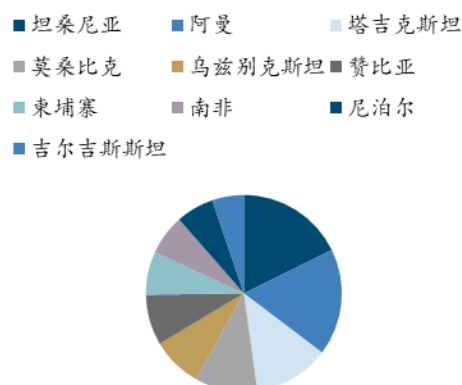
（2）从布局时间角度，海螺出海更早。2011 年海螺率先布局海外，2012 年华新水泥、红狮集团走出国门，2019 年起西部水泥持续发力海外市场。

（3）但是，从市场分布角度，华新布局国家数量遥遥领先。台泥海外产能主要布局在土耳其和葡萄牙两地，海螺海外产能主要布局在乌兹别克斯坦、印度尼西亚、缅甸、柬埔寨、老挝等地，红狮集团在印度尼西亚、尼泊尔、老挝等地，华新布局更加多元化，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、阿曼、津巴布韦、尼日利亚等 13 个国家布局，以及骨料业务布局巴西。

图表 18：2024 年国内水泥企业海外投产产能排行



图表 19：2024 年华新的海外产能分布（不含未并表资产）



来源：中国水泥网，国金证券研究所

来源：中国水泥网，国金证券研究所

2.2 华新正在推进第二轮大出海，收购优质资产进军尼日利亚、巴西

我们将 2011-2015 年定义为公司第一轮大出海动作，目的地在地理位置更“近”的中亚、东南亚，例如 2011 年公告进入塔吉克斯坦，2014 年柬埔寨，呈现为跟随龙头、小试牛刀。而我们将 2019 年开启的、正在进行的定义为第二轮大出海，目光投向更“远”的非洲、中东、南美，呈现为更加坚定、领先的国际化。

2019 年华新走出去步伐已经明显加快，2019 年公告进入乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、尼泊尔、坦桑尼亚。2020 年全球公共卫生事件发生后，叠加国内地产周期长期走弱，华新审时度势、继续加快走出去，2021 年公告进入赞比亚、马拉维，2023 年莫桑比克、南非、阿曼。

2024 年，公司进一步布局尼日利亚、巴西等地。2024 年 12 月 1 日，公司公告收购豪瑞尼日利亚资产，进军尼日利亚市场，收购公司目前其在尼日利亚拥有 4 家大型水泥工厂及 6 家混凝土工厂，业务覆盖尼日利亚全国市场，其中水泥产能 1060 万吨/年，混凝土产能



40 万方/年。尼日利亚是非洲第一人口大国，为非洲第一大经济体，尼日利亚水泥行业市场集中度高，全国仅三家水泥企业，且第一大水泥厂商占有 50%以上的市场份额。2024 年 12 月 16 日，公司公告收购巴西标的公司，该公司在巴西圣保罗州拥有 4 座骨料工厂，总产能共计 880 万吨/年（2023 年实际产量 620 万吨）。巴西是拉美最大的经济体，自然资源丰富，经济发展潜力巨大。

图表20：尼日利亚水泥行业竞争格局

企业名称	水泥产能（万吨）	市占率
丹格特	3225	50.20%
BUA 集团	2150	33.50%
原拉法基非洲水泥公司	1050	16.30%
总产能	6425	100%

来源：水泥网，国金证券研究所

结合华新区域选择的特点，可以看出其坚定践行“一带一路”的思路，目前全球有近 160 个签署“一带一路”倡议的国家及地区（指签署共建“一带一路”倡议谅解备忘录），其中，非洲、中东和南美地区分别有 52、10、10 个国家及地区，合计占比达到 45%。华新第二轮出海的区位选择上极具巧思、顺应趋势。

图表21：华新海外产能收并购及投建时间表

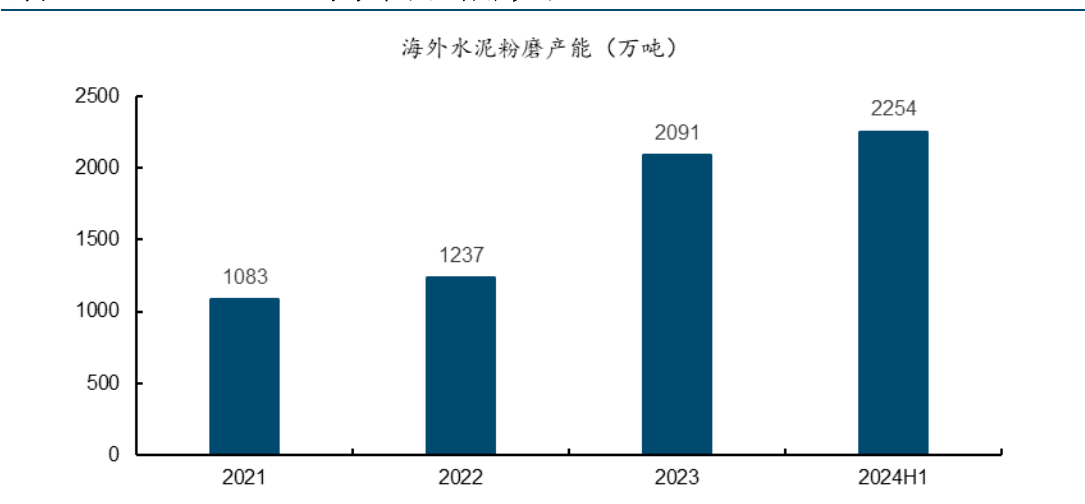
地区	国家	类型	主体	公告时间	完成时间	投资额	产能（年）	GDP 增速（2023）
中亚	塔吉克斯坦	投建	华新亚湾水泥有限公司	2011 年 7 月 26 日	2013 年 8 月	1.5 亿美元	水泥：150 万吨， 熟料：124.1 万吨	8.3%
		投建	华新噶优尔（索格特）水泥有限公司	2014 年 4 月 18 日	2016 年 3 月	1.5 亿美元	水泥：150 万吨， 熟料：109.5 万吨	
	乌兹别克斯坦	投建	华新水泥（吉扎克）有限公司	2019 年 3 月 29 日	2020 年 6 月 28 日	1.5 亿美元	水泥：200 万吨， 熟料：146 万吨	6.3%
	吉尔吉斯斯坦	收购	吉尔吉斯南方水泥有限公司	2019 年 11 月 7 日	2019 年 12 月 6 日	-	水泥：100 万吨	6.2%
南亚	尼泊尔	投建	华新水泥纳拉亚尼有限公司	2019 年 3 月	2022 年 1 月 8 日	1.5 亿美元	水泥：150 万吨	2.0%
东南亚	柬埔寨	外投	柬埔寨卓雷丁水泥有限公司	2014 年 2 月 28 日	2014 年 6 月 17 日	2400 万美元（40%股权）	水泥：124.1 万吨， 熟料：120 万吨	5.0%
		收购		2015 年 3 月 2 日	2015 年 3 月 27 日	3290 万美元（28%股权）		
非洲	赞比亚	收购	赞比亚奇兰卡水泥有限公司	2021 年 6 月 11 日	2021 年 11 月 30 日	1.5 亿美元（75%股权）	水泥：150 万吨， 骨料：60 万吨	5.4%
	马拉维	收购	马拉维波特兰水泥有限公司	2021 年 6 月 11 日	2021 年 12 月 22 日	1000 万美元（100%股权）	水泥：25 万吨	1.5%
	坦桑尼亚	收购	马文尼石灰石有限公司	2019 年 9 月	2020 年 5 月 20 日	1.45 亿美元（100%股权）	水泥：160 万吨， 熟料：146 万吨	5.1%
		投建		2022 年 7 月	-	-	熟料：146 万吨	
	莫桑比克	收购	Natal Portland Cement Company	2023 年 6 月 27 日	-	2.316 亿美元（100%股权）	水泥：330 万吨	5.4%
	南非						水泥：180 万吨	0.7%
	尼日利亚	收购	Caricement B.V.、Davis Peak Holding s Limited	2024 年 12 月 1 日		8.38 亿美元（100%股权）	水泥 1060 万吨 混凝土：40 万方	2.9%
中东	阿曼	收购	Oman Cement Company	2023 年 3 月 13 日	2023 年 4 月 5 日	1.997 亿美元	水泥：360 万吨，	1.3%



地区	国家	类型	主体	公告时间	完成时间	投资额	产能（年）	GDP 增速（2023）
			y			（ 59.58% 股权）	熟料：261 万吨	
				2023 年 6 月 25 日	2023 年 7 月 2 日	0.17 亿美元（ 5.08% 股权）		
				合计：2.167 亿美元（64.66%股权）				
南美	巴西	收购	EMBUS. A. ENGENHARIA AECOMÉRCIO	2024 年 12 月 16 日	-	1.87 亿美元（100%股权）	骨料：880 万吨	2.9%

来源：公司公告，世界银行，国金证券研究所

图表22：2021-2024H1 公司海外水泥粉磨产能



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 水泥出海“卡位”近尾声，先发者静待“天时”红利

水泥下游需求单一，即盖房子、修基建，经常用玻璃进行对比，后者向电子、药用、光伏、汽车等其他赛道积极延展，即便是钢铁，也有更多的应用领域可以挖掘。这一特点决定水泥投资高度依赖传统经济的发展趋势。前文提到，华新布局的海外地区，近年来的重点在非洲、中东、南美、中亚等地，国家及地区多而复杂，如果采取传统的分析方法，将要着重于各区域的需求讨论，人口是一个比较好的切入点，因为参考中国发展历程，人均收入的提高会带来房屋及基建需求的提升，因此，海外市场分析的重点经常放在人口是否持续增加、人均收入提高的趋势上。但是，海外市场面对太多不稳定因素，移民和地缘冲突对人口的数量影响大，欠发达地区和发展中国家能否实现基础工业化，会面临原材料、技术及人才、资金、外汇、别国干扰等各方面的约束，人均收入并非 1 年、2 年短期的 GDP 增速可以预判，我们认为，如果对各区域需求开展分析，稍加严谨、篇幅就会受限。

因此，我们认为供给角度出发，将会缩短这一讨论过程，也更容易得到更有说服力的结论。我们的结论是：水泥行业在非洲、中亚的“卡位”布局将迎来阶段性尾声，面对中东、南美、非洲这些更加复杂的营商环境，像华新这样具备出海先发优势、决策灵活高效、外资实控的企业，独特的“匹配性”就是核心优势。如果非洲等地未来出现人均水泥消耗量向全球平均接近的机会，先发者将优先享受红利。

我们以华新海外产能布局最大的非洲地区为例（非洲水泥产能在华新海外占比约 60%）。华新非洲布局在撒哈拉沙漠以南地区，例如尼日利亚（西非）、赞比亚（中非）、马拉维（非洲南部）、莫桑比克（非洲南部）、坦桑尼亚（东非）、南非。其中，尼日利亚地处西非、可辐射部分中非地区，马拉维、坦桑尼亚、莫桑比克、赞比亚 4 个地区相邻，因此，虽然华新的布局看起来在多个不同国家，但是有“连成一片”的雏形，整体相对完整、并非离散。

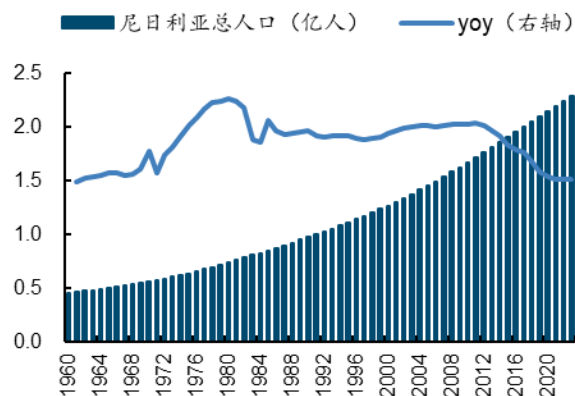
（1）尼日利亚

尼日利亚国土面积在 92 万平方公里左右（大小接近四川+重庆+云南），到 2023 年底人口



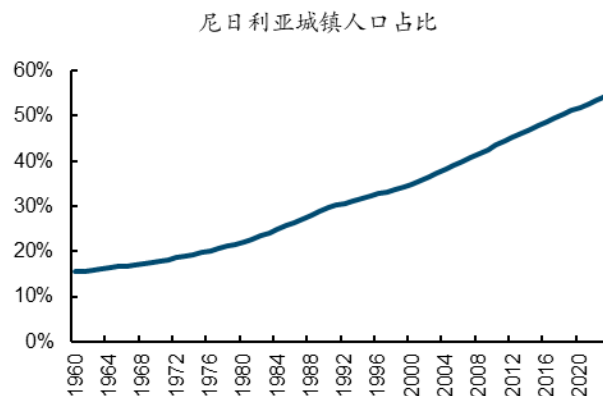
总数约 2.3 亿人，同比增速 2.1%。2023 年尼日利亚水泥人均消费量在 122kg，全球平均水平是 541kg（撒哈拉沙漠以南地区均值是 130kg），显然有上升空间，更何况人口还在增长通道。

图表23：1960-2023 尼日利亚总人口



来源：世界银行，国金证券研究所

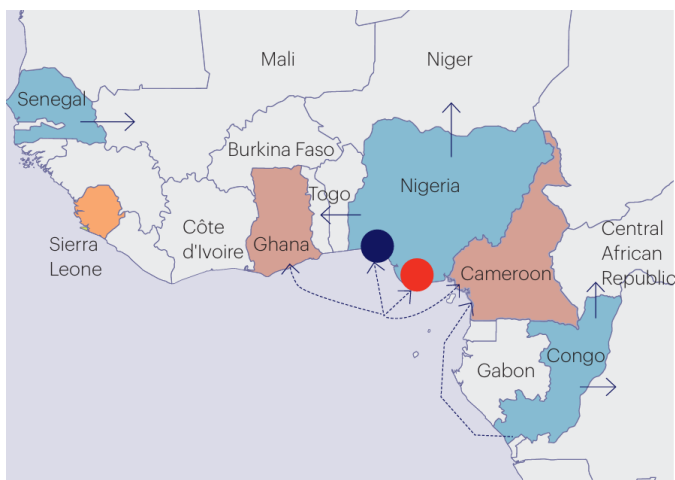
图表24：1960-2023 尼日利亚城镇人口占比



来源：世界银行，国金证券研究所

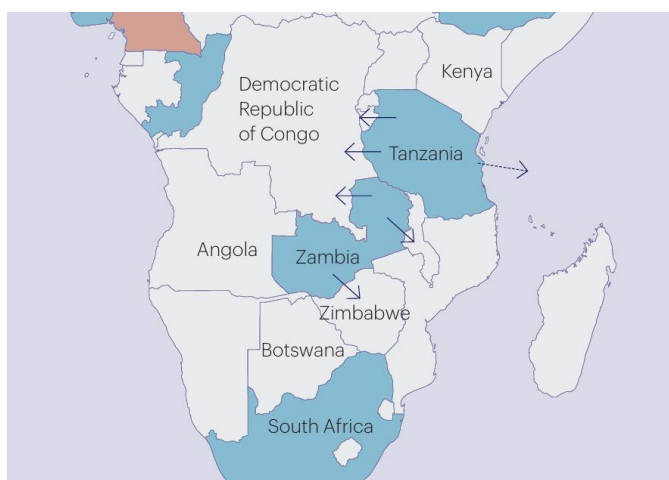
但是，从供给角度，占据 50%以上市占率的非洲丹格特水泥公司、2023 年产能利用率不足 50%，需要通过出口来提高产量、摊薄成本。尼日利亚拥有丰富的石灰石矿山，但西非地区尤其沿海国家缺乏石灰石资源，因此丹格特水泥实施“export to import”战略，可以让西非国家不用继续从亚洲和欧洲进口熟料。丹格特在尼日利亚的 Lagos and Port Harcourt 布局出口渠道。

图表25：丹格特水泥计划向非洲中部、西部辐射影响力



来源：丹格特财报，国金证券研究所

图表26：丹格特水泥计划向非洲东部、南部辐射影响力



来源：丹格特财报，国金证券研究所

BUA 集团布局在尼日利亚的 Edo 州、Sokoto 州：

- Edo 州：Obu-Okpella 位于尼日利亚南部，仅 BUA 有水泥产能布局，是内陆地区。
 - Sokoto 州：Kalambaina 位于尼日利亚西北部，仅 BUA 有水泥产能布局，是内陆地区
- 原 Lafarge Africa Plc（拉法基）在尼日利亚西南部的 Ewekoro、Sagamu，及南部的 Mfamosingo 和东北部的 Ashaka 设有工厂。2024 年 12 月华新公告收购拉蒙尼日利亚资产——在尼日利亚拥有 4 家大型水泥工厂及 6 家混凝土工厂，其中，水泥产能 1060 万吨/年，混凝土产能 40 万方/年。
- Ewekoro：位于尼日利亚西南部，拉法基和丹格特均有水泥产能布局，是内陆地区。
 - Sagamu：位于尼日利亚西南部，仅拉法基有水泥产能布局，是内陆地区。
 - Mfamosingo：位于尼日利亚南部，仅拉法基有水泥产能布局，是内陆地区。



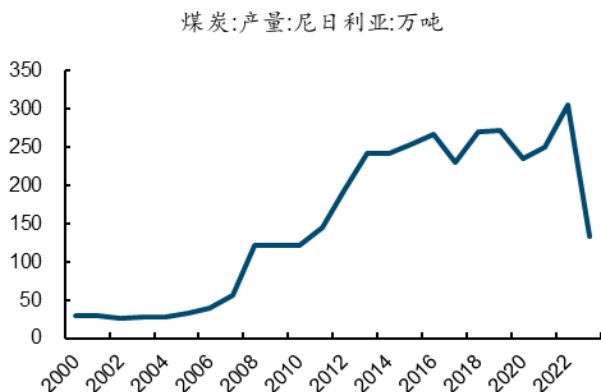
- Ashaka: 位于尼日利亚东北部, 仅拉法基有水泥产能布局, 是内陆地区。

我们从这 3 家水泥企业的格局总结一些特征:

- 策略差异化、布局不交叉: 与丹格特积极打造出口辐射中非、西非的策略不同, 拉法基(即华新拟收购资产)是以内陆为主, 并在其 3/4 的布局区域内仅拉法基拥有水泥产能, BUA 集团同样是内陆地区布局的策略, 且区域内并无其他竞争对手的工厂。
- 经历收并购, 是长周期下的三足鼎立、具备天然稳定性: 丹格特水泥最早追溯到 2000 年(涉及收购 Benue Cement Company、Obajana Cement Plc), BUA 可以追溯到 1962 年(CCNN), 拉法基可以追溯到 1959 年, 尼日利亚曾被英国殖民, 英国蓝圈水泥公司(Blue Circle Industries) 1959 年与多方合资成立 Wapco(西非波特兰水泥公司), 2001 年蓝圈公司被拉法基收购。因此, 尼日利亚的市场并非不成熟市场, 发展时间久, 参与方包含外资, 有多起收并购案例。
- 资源禀赋制约“玩家”上限: 尼日利亚产能按 6425 万吨、满产情况测算需要标煤 500 万吨以上, 但是尼日利亚 2013-2023 年的平均产量仅为 245.21 万吨, 尽管缺口很大、尼日利亚也已经是西非唯一产煤国; 以及电力短缺预计是普遍存在的问题, 根据世界银行估计到 2020 年尼日利亚有 55% 的家庭通电, 以及虽然水资源丰富但是水电并不发达、供水较为紧张。
- 此外, 建材价格不稳定也是制约因素之一, 因为奈拉汇率极不稳定, 尼日利亚和钢材和水泥大量依赖进口, 建材价格波动较大, 2024 年水泥价格在 130-180 美元/吨。

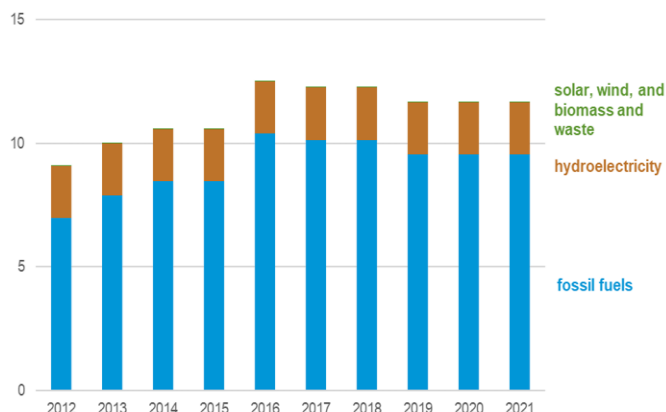
因此, 进入尼日利亚市场并非易事, 3 家水泥企业已经“卡位”, 除非未来有效突破区域、能源等桎梏, 更不用提外汇、政局等外在影响(2023 年才刚刚发生奈拉巨幅贬值)。

图表27: 2000-2023 年尼日利亚煤炭产量(万吨)



来源: EIA, 国金证券研究所

图表28: 2012-2021 年尼日利亚发电类型(单位: gigawatts)



来源: U.S. Energy Information Administration, 国金证券研究所

(2) 坦桑尼亚、马拉维、莫桑比克、赞比亚

马拉维、莫桑比克、赞比亚为非洲南部国家, 但是地理位置与坦桑尼亚接近, 因此我们将 4 个国家放在一起分析。

- 马拉维: 2023 年底人口超过 2100 万, 同比增长 2.6%, 人均 GDP 仅为 602 美元。
- 莫桑比克: 2023 年底人口接近 3400 万, 同比增长 3%, 人均 GDP 仅为 623 美元。
- 赞比亚: 2023 年底人口超过 2070 万, 同比增长 2.8%, 人均 GDP 为 1331 美元。
- 坦桑尼亚: 2023 年底人口超过 6660 万, 同比增长 2.9%, 人均 GDP 为 1224 美元。

马拉维、莫桑比克的经济水平十分落后, 对外吸引力有限。其中:

- ① 马拉维以农业为支柱、烟草业出口贡献外汇, 布兰太尔、利隆圭等主要城市电力供应频繁中断、水资源短缺以及高额服务费用等导致其对外资吸引力不足。
- ② 莫桑比克虽然被称为南部非洲的窗口, 但全境无高速公路, 道路交通匮乏, 好在拥有天然气、煤炭、铁等多种矿产资源, 且储量大、质量好, 开发较为活跃, 莫桑比克的水泥熟料以进口为主, 2024 上半年水泥价格每吨达到 135.8 美元。



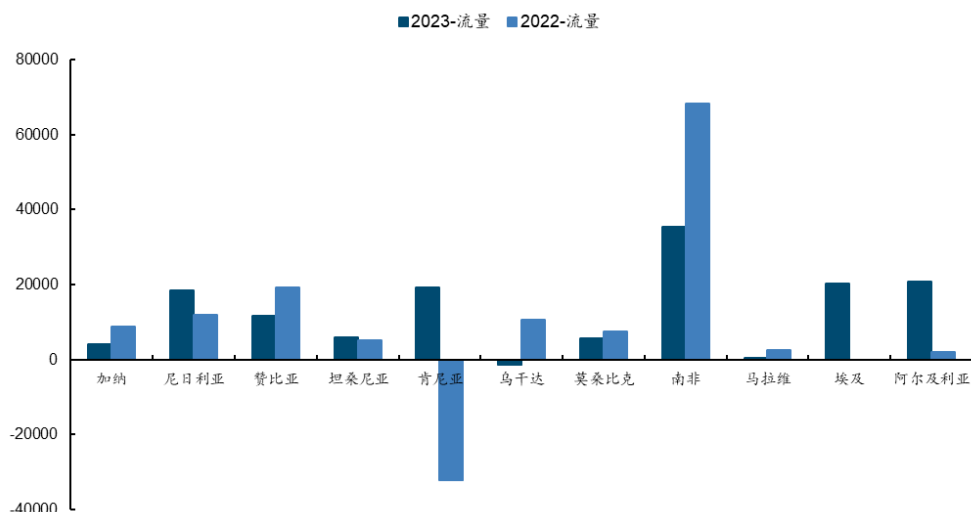
马拉维和莫桑比克两个国家的共性是基建落后、运输不便、有效需求增速不快，现有状态难以支持较大规模的水泥投资，“新玩家”进入前也会谨慎考虑。

赞比亚、坦桑尼亚的人均 GDP、人口增速较为接近，其中：

- ①赞比亚是世界第 7 大产铜国，2024 年因旱情、农业减产、能源短缺等影响 GDP 下滑预估 4.5%（世界银行），采矿业、零售业、建筑业和农业是主要经济支柱，根据赞比亚中央统计局月报，2024 年 6 月水泥价格约为 116 美元/吨。赞比亚拥有中材水泥（工业园拥有 1 条 2500t/d 熟料产线、100 万吨水泥年产能），华新赞比亚奇兰卡公司（成立于 1949 年、2021 年成为华新子公司、拥有 2 座窑炉，原水泥产能 150 万吨/年，正在对一座窑炉升级改造），丹格特水泥（2023 年在赞比亚近 80 万吨水泥销量、产能利用率约为 53%），赞比西波特兰水泥（ZPC，成立于 2005 年，位于第二大城市恩多拉，估计水泥日产能在 2000 吨、年产能达到 80 万吨），赞比亚德金鑫水泥（江西德金鑫实业子公司，计划建立一条 1500t/d 产线），以及 PPC Zambia Plc（估计部分熟料来自南非）。
- ②坦桑尼亚和中资的合作紧密，中国是坦桑尼亚第一大贸易伙伴、第一大外资来源国、最大的工程承包方。农业是支柱产业，建材业在本地较为旺盛，大型企业名录中马文尼水泥、坦桑尼亚波特兰水泥处于较为靠前的位置，此外，政治社会稳定，天然气、煤炭、水力等资源丰富，投资法规相对完善、地理位置优均构成区别于非洲其他国家的优点。坦桑尼亚水泥产业较为成熟，2023 年底拥有 6 个综合水泥工厂及一些磨机、合计产能约 1100 万吨（其中约 400 万吨过剩、需要出口进行消化），本地上市企业有 2 家，分别是 TPC PLC（成立于 1966 年，隶属于海德堡，2014 年产能达到 200 万吨/年），Tanga Cement Public（坦噶水泥公司，代码 TCCL），此外，还包括丹格特水泥（2023 年在坦桑尼亚销量 200 万吨，产能利用率约 67%），及华新等，分布在沿海地区角度，也有针对内陆市场。2024 年 8 月（42.5 标号）水泥价格在 150 美元/吨，如果政府投资项目进入尾声、整体竞争会转为激烈。

坦桑尼亚是一个突出的案例，可以代表非洲的投资拉动型需求。2019 年以来随着坦桑尼亚深入推进中央标轨铁路和尼雷尔水电站等大型基础设施项目建设，对水泥需求异常旺盛，建材市场开始复苏。最近几年水泥、瓷砖（科达）、玻璃（科达）、钢材等建材逐渐在当地形成生产规模。从需求角度，类似坦桑尼亚这样的非洲国家很多，发展基数低、有较大的发展空间，但各个国家的资源、政局、竞争格局制约“玩家数量”。整体来看东非的资源禀赋优于西非，竞争也更为激烈。

图表29：2022-23 年中国对外投资流量多国对比（万美元）



来源：wind，国金证券研究所

2.4 并购 vs 自建，绕道“同业扎堆”，华新出海方式独树一帜

近年来，华新海外扩张方式可以简单概括为“先并购现有产能、改造或者按需扩建”，不以破坏当地市场供需平衡为目的来发展业务。因为直接新建产能通常会带来当地供给快速增加、影响价格和盈利。

- 例如原有基地上扩建：2024 上半年开始推进莫桑比克 2500 吨/日新水泥熟料生产线建设，是隶属 2023 年收购的莫桑比克水泥资产、对应水泥产能 330 万吨/年，以及启



动了马拉维 2000 吨/日水泥熟料新产线，对应的是 2021 年收购的资产，水泥产能 25 万吨/年。

- 例如原有基础上改造升级：2024 上半年对赞比亚及南非原生产线升级改造，赞比亚是 2021 年的收购案例(对应原水泥产能 150 万吨/年)，南非是 2023 年的收购案例(对应原水泥产能 180 万吨/年)。

华新水泥海外合计 13 个国家资产中(含已公告的拟收购)，收购的项目包括吉尔吉斯斯坦、柬埔寨(部分资产)、赞比亚、马拉维、坦桑尼亚、莫桑比克、南非、巴西、尼日利亚、阿曼，在我们前文定义的第二轮大出海阶段，华新均采用收并购方式入局。

而国内其他企业出海不完全采取这种方式，是以新建大规格产线较为常见。例如西部水泥 2024 年 8 月埃塞俄比亚万吨线点火，是非洲地区首条万吨线。在 2024 年中国水泥网统计的在建产能中，西部水泥仍处于榜首(对应 558 万吨熟料年产能)，第二为红狮集团 310 万吨/年，华新、海螺均为 155 万吨/年。

图表30：2024 年海外投资投产熟料年产能排行榜

图表31：2024 年海外投资在建熟料年产能排行榜



来源：中国水泥网，国金证券研究所

来源：中国水泥网，国金证券研究所

但是，水泥中资企业的过度投建会带来价格下行、盈利下行，以乌兹别克斯坦为例，2020 至 2024 年，当地水泥销售价格从 70 美元/吨以上、降至不到 40 美元/吨。根据中国水泥协会统计，截至 2024 年 4 月底，乌兹别克斯坦年熟料产能约为 2888 万吨，年水泥产能约为 3834 万吨，约为需求量的两倍，处于严重过剩的状态，市场行情大幅下滑。2023 年以来受当地招商引资政策影响，中资水泥企业在乌兹别克斯坦的新建生产线集中投产，进一步加剧了市场竞争，中资水泥企业的水泥产能约占该国总产能的 50%。

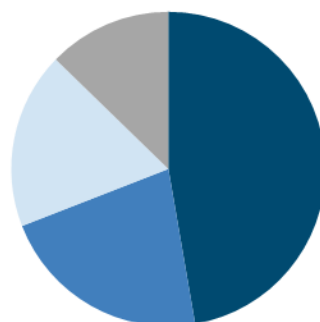
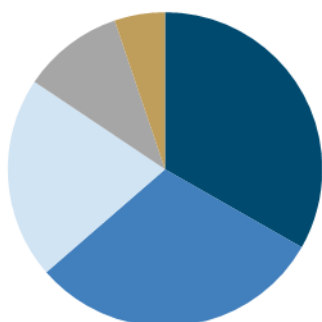
华新的出海策略注重避开“同行扎堆”的地方，尤其是华新在非洲和中国的竞争对手区域重叠少。根据水泥网，海螺水泥主要布局在乌兹别克斯坦、印度尼西亚、缅甸、柬埔寨、老挝等地，西部水泥集中在埃塞俄比亚、乌兹别克斯坦、莫桑比克等地，二者跟公司重叠区域主要是莫桑比克、乌兹别克斯坦、柬埔寨 3 地。

图表32：2024 年海螺水泥海外产能分布

图表33：2024 年西部水泥海外产能分布

■ 乌兹别克斯坦 ■ 印度尼西亚 ■ 缅甸 ■ 柬埔寨 ■ 老挝

■ 埃塞俄比亚 ■ 乌兹别克斯坦 ■ 莫桑比克 ■ 刚果(金)





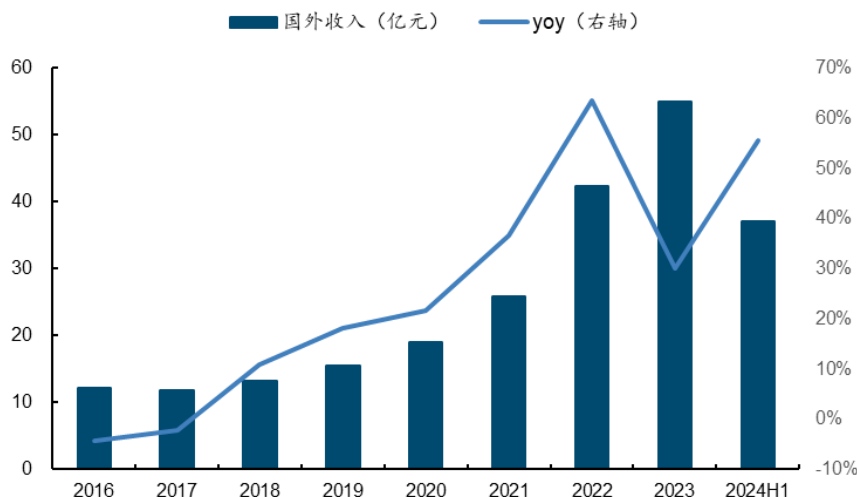
来源：水泥网，国金证券研究所

来源：水泥网，国金证券研究所

2.5 筑梦全球之路，直击风险、收获机遇

华新的海外盈利能力优于国内。根据公司公告，2024 年前三季度，公司海外水泥及商品熟料销量 1,204.63 万吨，同比增长 41%，实现营收 59.36 亿元，同比增长 49%，实现净利润 8.47 亿元，同比增长 32%。据此可得，前三季度海外水泥熟料均价为 492.77 元/吨，净利率为 14.27%，而 2024H1 公司水泥整体销售价格为 304.24 元/吨，以及 2024 年前三季度，公司整体净利率为 6.39%，由此可见海外盈利能力更优。

图表34：2016-2024H1 公司海外业务收入



来源：公司公告，国金证券研究所

出海面临多种风险，需要坚定的战略定力。例如常见的经商稳定、原材料/燃料/电力紧缺汇率风险等。华新的货币资金、应收账款、应付账款、应付利息、一年内到期的非流动负债会披露外币项目，例如 2024 半年报中，期末货币资金有 1.48 亿美元、596 万人民币、918 万欧元、23.7 万港币、212 万南非兰特，3787 赞比亚克瓦查，5245 肯尼亚先令，6.93 万坦桑尼亚先令，11 瑞士法郎，182 卢布，2 新加坡元，4770 莫桑比克梅蒂卡尔。上半年财务费用增长 63%主因汇兑损失增加，上半年确认汇兑损失 1.15 亿元，上年同期为汇兑收益 2270 万元。此外，非洲国家用电负荷紧张、经常发生停电，例如尼日利亚 2024 年 12 次大规模停电、2025 年至今已停电 2 次，南非 2022 年累计停电 200 天。因此，面对多重困难挑战，非常考验企业的外部管理能力，相应给这类资产估值需要结合时间维度。

3 国内市场：“一体化”毛利贡献近 50%，低碳领先一步

3.1 国内水泥需求下行周期尚未结束

2024 年国内水泥行业量价齐跌。根据国家统计局数据，全年水泥产量 18.25 亿吨，同比下降 9.5%，其中东北、华东下滑幅度较大，分别达到-13.69%、-11.47%。根据数字水泥网，全年高标水泥均价为 384 元/吨，同比下降 3.03%。

2024 年下半年开始，从行业自发到政策约束，双管齐下、水泥出现复价，华东地区以南京为例，12 月 20 日高标水泥价格为 375 元/t，随后开始淡季回落，这个价格也是全年最高价，比 9 月底的 275 元/t 高出 100 元，9 月底也是全年的最低点。

- 一是在行业上半年巨幅亏损情况下，行业自发限产增加，倡导反内卷、盈利优先级大于份额；
- 二是政策加码，10 月 31 日工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法(2024 年本)》，以及对行业实际产能超过设计产能的现象予以关注；
- 三是东北地区不仅在价格维度企稳回升做出“示范效应”，同时收并购走在全国前列，例如冀东水泥陆续公布其在辽宁、黑龙江两地的收购计划。

图表35：2024 年全国各区域水泥产量（万吨）

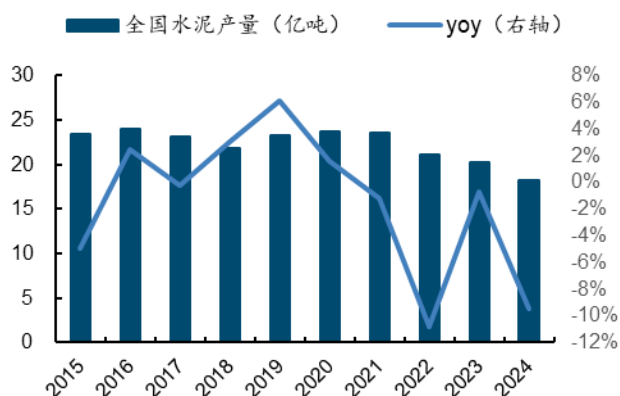
区域	水泥产量（万吨）	同比增速	产量占比
----	----------	------	------



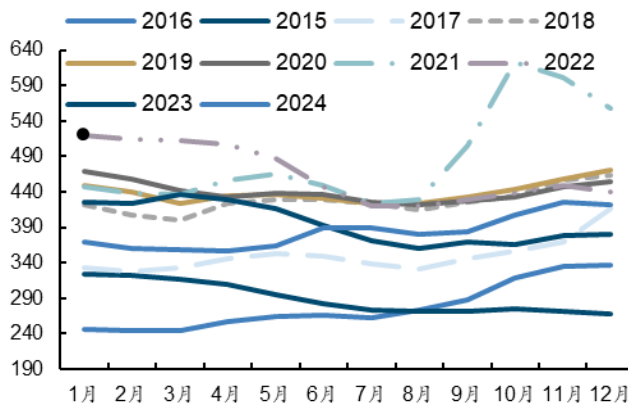
区域	水泥产量 (万吨)	同比增速	产量占比
华北	18081	-5.60%	9.91%
东北	6739	-13.69%	3.69%
华东	61239	-11.47%	33.55%
中南	48881	-8.62%	26.78%
西南	31400	-8.58%	17.20%
西北	16184	-8.07%	8.87%
全国	182524	-9.45%	100.00%

来源：国家统计局，数字水泥网，国金证券研究所

图表36：2015-2024 年全国水泥产量 (亿吨)



图表37：2016-2024 年全国高标水泥价格走势 (元/吨)



来源：国家统计局，国金证券研究所

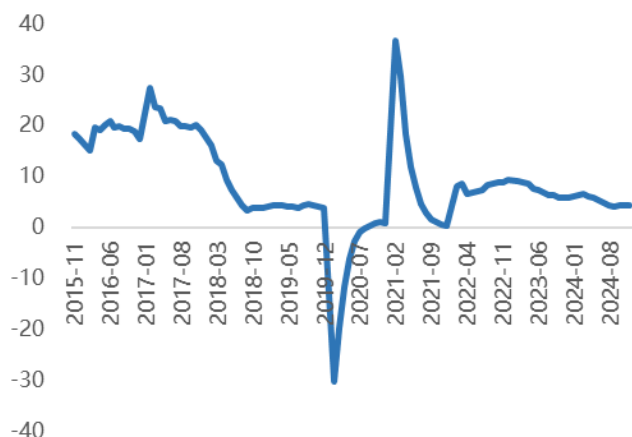
来源：数字水泥网，国金证券研究所

我们预计 2025 年水泥行业将继续面临弱现实、弱预期：

- 房地产方面，2024 年累计住宅新房销售面积 8.1 亿平（是高峰期 2021 年 15.65 亿平的 52%），同比下滑 14%，累计住宅新开工面积 5.4 亿平（是高峰期 2019 年 16.7 亿平的 32%），同比下滑 23%，累计住宅新房竣工 5.4 亿平（是近 5 年高峰期 2021 年 7.3 亿平的 74%），同比下滑 27.4%。根据中指研究院数据，top100 企业拿地总额同比下降 29.7%，估计 2025 年新开工仍面临下行压力，以及根据下行的深度判断，竣工下行压力大于新开工与销售。
- 基建方面，2024 年累计不含电力基建投资增速 4.4%，央地投资分化，一方面是中央引导投资，常见于重点工程领域，例如平陆运河、西南水电、高铁、核电站、低空经济等，另一方面是地方受到化债与专项债等资金使用规范化等因素影响，秉承高质量发展思路、求质不求速。
- 但传统需求也有强于预期的可能性，例如城中村计划、收储改造、乡村振兴等。

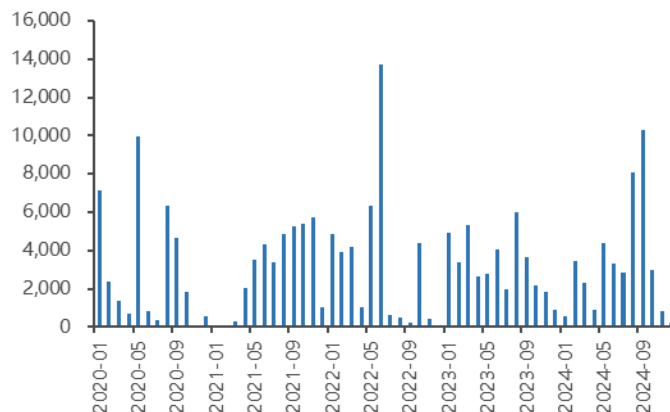


图表38：2015-2024年全国基建投资增速（%，不含电力）



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表39：2020-2024年地方专项债当月值（亿元）

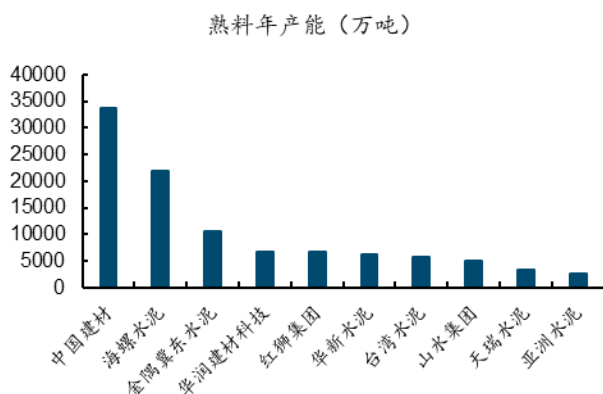


来源：国家统计局，国金证券研究所

3.2 华新在国内水泥行业“占据要塞”、巩固为先

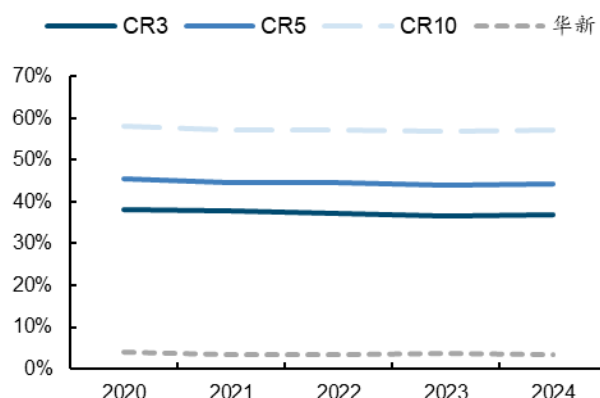
华新熟料产能位居行业前列，市占率稳定在3.5%左右。根据水泥网熟料产能百强榜显示，截至2024年，公司熟料产能为6306.95万吨，位列第6。从格局来看，近五年水泥行业龙头份额较为稳健，按照产能口径，2024年CR3、CR5、CR10分别为36.77%、44.22%、57.07%，其中华新水泥市占率为3.52%，基本稳定。

图表40：2024年全国水泥熟料产能TOP10



来源：水泥网，国金证券研究所

图表41：2020-2024年头部水泥企业市占率



来源：水泥网，国金证券研究所

受大环境影响，公司国内水泥吨盈利有所下滑。2020-2023年，公司水泥产能扩张步伐放缓，增量产能主要来自海外，2022、2023年水泥产能增量分别为200、900万吨，其中海外产能增量为154、854万吨。吨毛利虽然呈现持续下降，但受益海外发力、降幅收敛，2023年为84.32元/吨，同比下降5.59%，对比同行处于中高水平。2024H1海外业务毛利率为33.19%，而国内为20.78%。

图表42：2020-2023年公司水泥业务相关指标

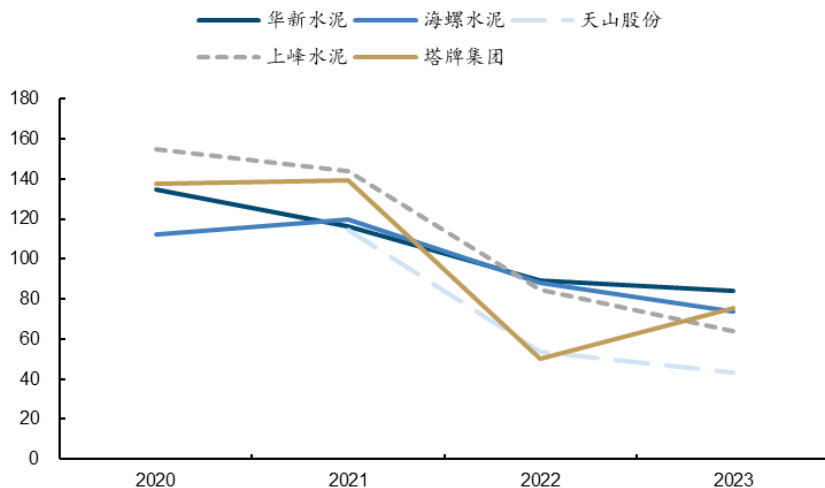
	2020	2021	2022	2023
收入（亿元）	236.32	240.68	188.30	183.32
产能（亿吨）	1.15	1.16	1.18	1.27
产量（万吨）	7,229	7,299	5,902	6,526
产能利用率	62.86%	62.92%	50.02%	51.39%
销量（万吨）	7,137	7,014	5,469	5,818
产销率	98.73%	96.10%	92.66%	89.15%



	2020	2021	2022	2023
单价（元/吨）	331.12	343.14	344.30	315.09
吨毛利（元）	134.78	116.10	89.32	84.32
吨成本（元）	193.84	218.17	236.27	205.73

来源：公司公告，国金证券研究所

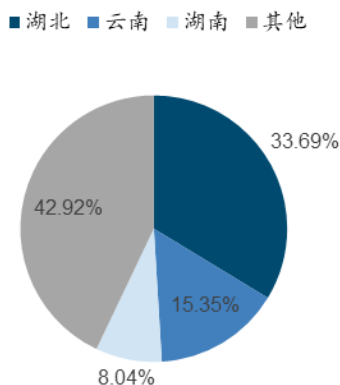
图表43：2020-2023 年头部水泥企业吨毛利对比（元/吨）



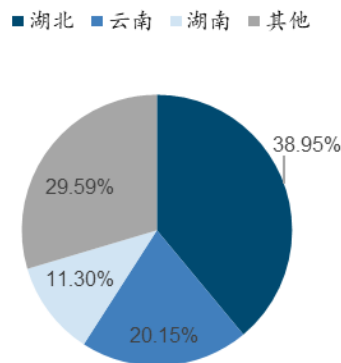
来源：各公司公告，国金证券研究所

分区域看，公司国内收入主要来源于湖北、云南、湖南等地。2021 年，公司营业收入为 324.64 亿元，其中在湖北、云南、湖南收入分别为 109.38、49.83、26.09 亿元，占比分别为 33.69%、15.35%、8.04%。根据水泥网，2024 年，公司熟料总产能为 6306.95 万吨，其中在湖北、云南、湖南的产能分别为 2456.75、1271、713 万吨，占比分别为 38.95%、20.15%、11.30%。两湖地区集中度更高，2024 年湖北、湖南熟料产能 CR3 分别为 67.58%、66.71%，云南则为 41.53%。

图表44：2021 年公司各区域收入占比



图表45：2024 年公司熟料产能分布



来源：公司公告，国金证券研究所

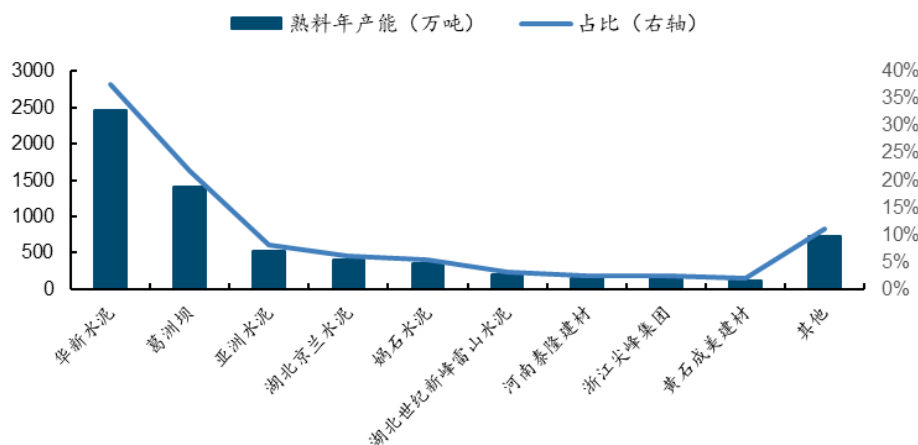
来源：水泥网，国金证券研究所

- 湖北是公司大本营，市占率近 4 成。湖北水泥市场主要参与者是华新和葛洲坝，2024 年二者在湖北产能分别为 2456.75、1416.7 万吨，市占率分别为 37.68%、21.73%，剩下企业市占率均在 10% 以内。
- 云南水泥市场较大企业包括中国建材（产能 1519 万吨，市占率 15.96%）、华新水泥（产能 1271 万吨，市占率 13.36%）、云南水泥（产能 1162.5 万吨，市占率 12.21%）。
- 湖南水泥市场较大企业为中国建材（产能 2352.9 万吨，市占率 29.63%）、海螺水泥（产能 2232 万吨，市占率 28.10%）、华新水泥（产能 713 万吨，市占率 8.98%）。



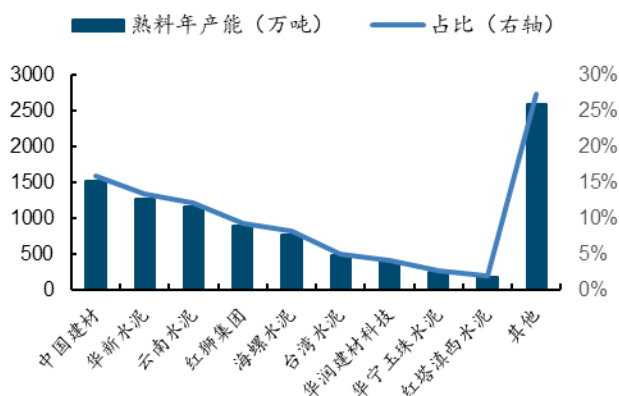
- 此外，华新在西藏、贵州、川渝等地同样有产能布局。

图表46：2024年湖北水泥企业产能及市占率



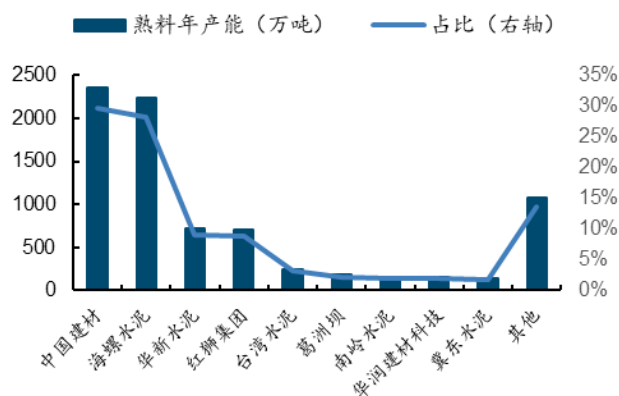
来源：水泥网，国金证券研究所

图表47：2024年云南水泥企业产能及市占率



来源：水泥网，国金证券研究所

图表48：2024年湖南水泥企业产能及市占率



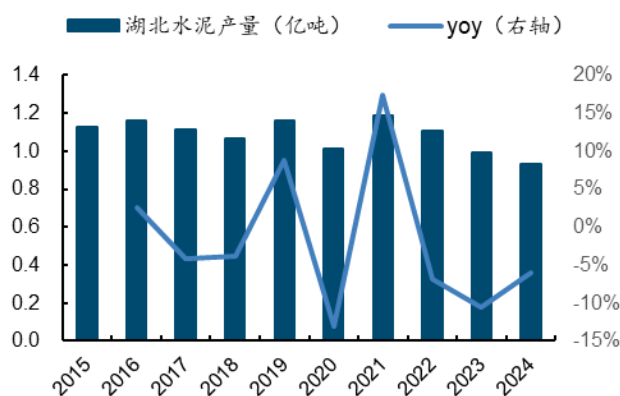
来源：水泥网，国金证券研究所

湖北毗邻长江黄金航道，连接长江上下游，华新“占据要塞”。产量方面，2024年湖北水泥产量0.93亿吨，同比下降5.95%（全国-9.5%），降幅低于全国。价格方面，湖北处于全国中低水平，根据中国水泥网数据，2024年，湖北水泥（42.5级，散装）均价为327元/吨，同比下降4.73%，而江苏、湖南、山东、广东、上海、河南同期均价分别为335、339、339、337、363、318元/吨。

湖北价格偏低，我们预计一是受长江上游市场冲击，二是错峰生产执行力度仍有提升空间，2024年湖北一直执行精细化错峰生产计划，但整体幅度低于周边省市，例如湖南仅一季度即要求停窑45天，江西全年要求停产120天，浙江、江苏全年不少于80天，川渝停窑140天以上。2025年1月，湖北省发布最新错峰文件，根据各企业能效不同，全年错峰停窑时间从45-100天不等，较2024年错峰力度有所提升。

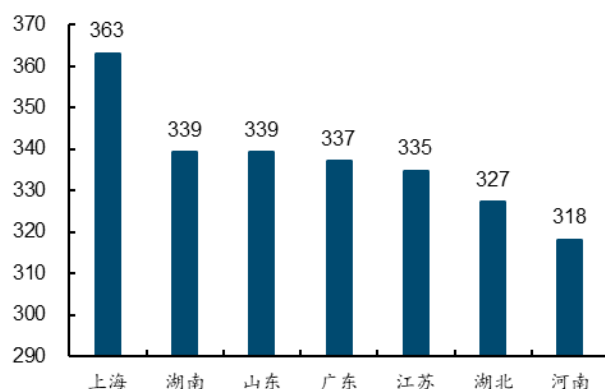


图表49：2015-2024 年湖北水泥产量



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表50：2024 年全国部分区域水泥价格对比 (元/吨)



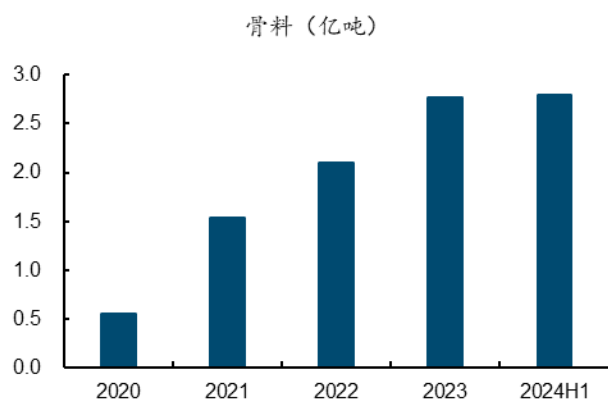
来源：中国水泥网，国金证券研究所

3.3 华新组合发展水泥+混凝土+骨料

2020 年以来华新加大对非水泥业务（又称“水泥+”业务）的布局力度，骨料及混凝土产能增长较快，考虑到国内骨料和混凝土行业产能过剩依然严重，预计未来会重点考虑海外市场布局，例如 2024 年 12 月的两起并购，标的公司包含混凝土年产能 40 万方、骨料年产能 880 万吨。

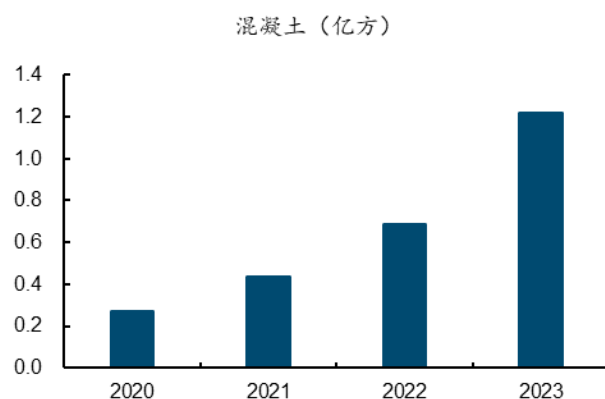
- 截至 2024 年上半年，华新①混凝土产能国内主要分布在湖北、湖南、云南、四川、重庆、西藏、河南、贵州、江西、江苏、海南、上海、浙江等 13 省市。海外在柬埔寨、坦桑尼亚、塔吉克斯坦和南非运营 10 家混凝土搅拌站。②骨料产能分布于国内的湖北、云南、重庆、湖南、四川、贵州、河南及西藏等 8 个省市，海外在塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚和南非运营了 6 个骨料项目。
- 截至 2024H1，公司骨料、混凝土产能分别达到 2.8 亿吨/年、52184 方/小时（含委托加工产能）。
- 截至 2024 年，公司骨料产能及产销量均为全国第一，混凝土业务连续三年位列国内四强。

图表51：2020-2024H1 公司骨料产能



来源：公司财报，国金证券研究所

图表52：2020-2023 公司混凝土产能

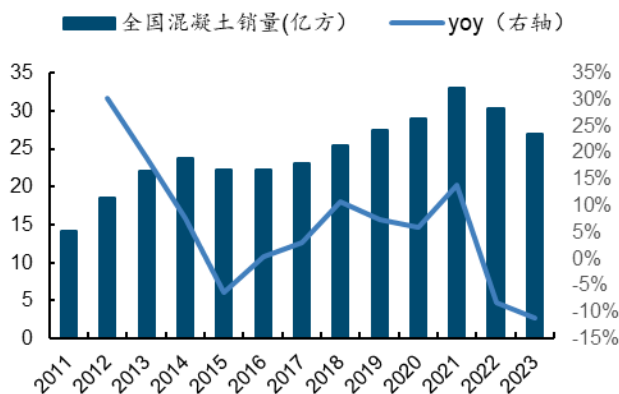


来源：公司财报，国金证券研究所

类似水泥，混凝土行业需求弱、量价齐跌。商混行业集中度低，产能严重过剩。根据中国混凝土与水泥制品协会，2024 年 1-11 月，商品混凝土累计产量同比下降 10.8%，规上混凝土与水泥制品工业主营业务收入同比下降 16.2%，利润总额同比下降 37.75%。根据 ifind 数据，2024 年全国混凝土均价为 369.36 元/方，同比下降 11.46%。

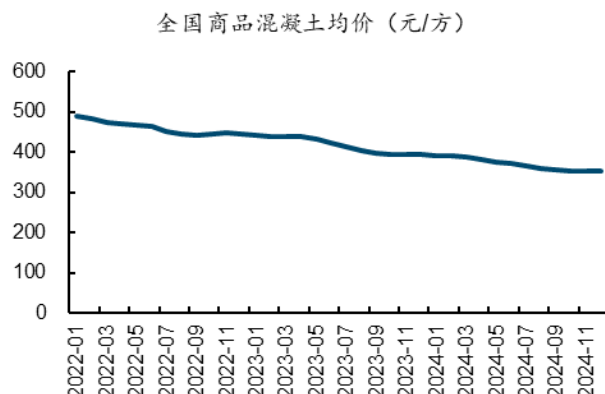


图表53：2011-2023 全国混凝土销量



来源：中国混凝土与水泥制品协会，国金证券研究所

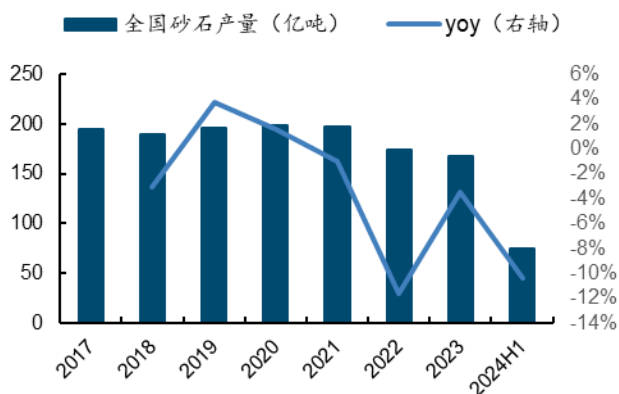
图表54：2022-2024 全国混凝土均价



来源：ifind，国金证券研究所

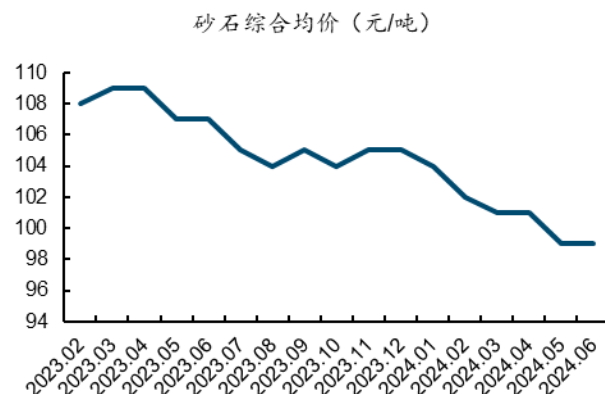
骨料是混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料，量价同样承压。2024H1 全国砂石产量 75.4 亿吨, 同比下降 10.4%。2024 年 6 月全国砂石综合均价为 99 元/吨, 同比下降 7.8%，产能利用率仅为 39%。

图表55：2017-2024H1 全国砂石产量



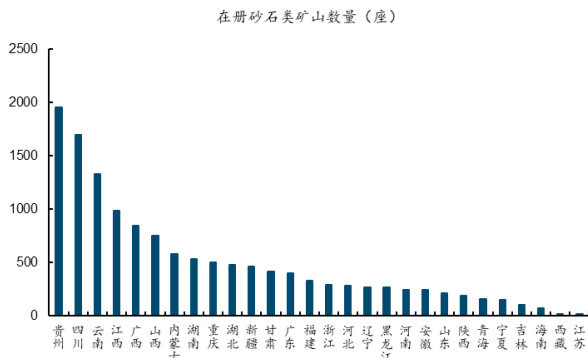
来源：中国砂石协会，国金证券研究所

图表56：2023-2024H1 全国砂石综合均价



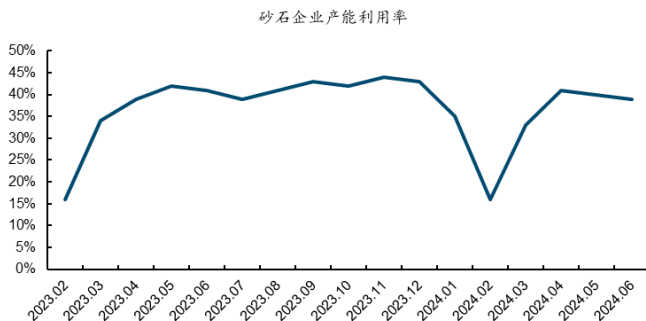
来源：中国砂石协会，国金证券研究所

图表57：2024 年全国各省在册砂石类矿山数量



来源：中国砂石协会，国金证券研究所

图表58：2023-2024H1 砂石企业产能利用率

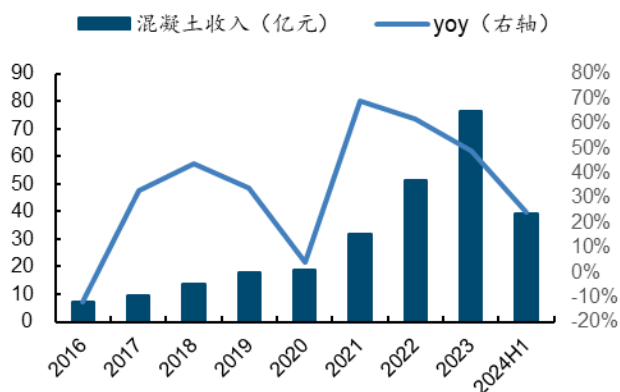


来源：中国砂石协会，国金证券研究所

公司混凝土+骨料收入增长迅速，毛利贡献已接近 50%。2016-2023 年，公司混凝土和骨料收入复合增速分别为 40.46%、55.15%，2024H1 公司混凝土业务营收 39.43 亿元，同比增长 24.21%，骨料营收 29.62 亿元，同比增长 36.96%。混凝土+骨料毛利占比由 2016 年的 7.67% 增长至 2024 年 H1 的 48.48%。

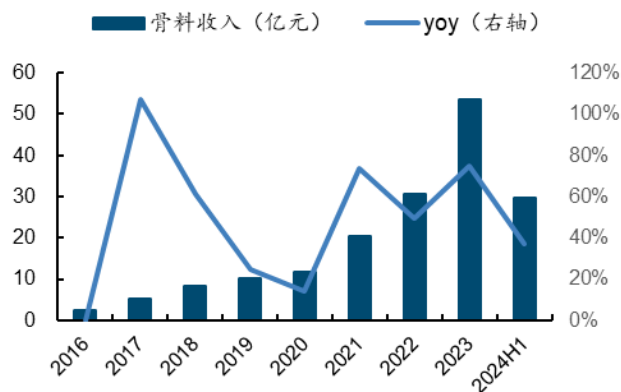


图表59：2016-2024H1 混凝土收入及同比



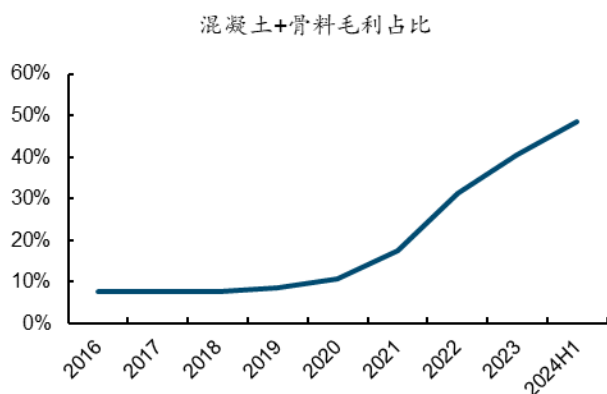
来源：公司财报，国金证券研究所

图表60：2016-2024H1 骨料收入及同比



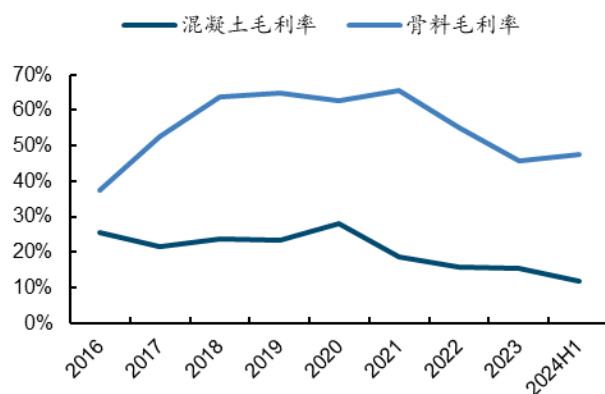
来源：公司财报，国金证券研究所

图表61：2016-2024H1 混凝土+骨料毛利占比



来源：公司财报，国金证券研究所

图表62：2016-2024H1 混凝土及骨料毛利率



来源：公司财报，国金证券研究所

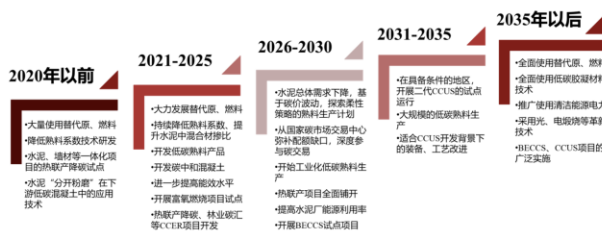
3.4 提前布局低碳，环保理念深入

2021 年，公司发布《低碳发展白皮书》，提及 1990-2020 年，公司水泥业务不断增长，单位产品产值碳排放强度呈下降趋势，水泥和熟料的碳排放强度总体降低。公司同步制定一系列降碳举措，包括大力发展替代原、燃料，积极开发低碳熟料，提高减碳技术等。公司低碳发展的量化目标为：到 2030 年，公司单位产品产值的二氧化碳排放量将比 2005 年下降 70%以上，替代燃料能源占一次能源消费比重将达到 25%以上。到 2030 年，公司吨水泥二氧化碳直接排放强度将降至 475kg，单位立方混凝土的二氧化碳直接排放强度将降至 124kg。

2023 年，公司年度累计使用替代燃料 437 万吨，较上年增加 50 万吨；集团合并热值替代率达到 20%，较 2022 年提升 6 个百分点；其中国内实现 23%，较 2022 年上升 7 个百分点。国内窑线综合能耗 94.7kg/tcl，达到标杆水平的窑线 33 条，占比达到 63%。国内吨水泥二氧化碳直接排放强度降至 576.47 千克。在工信部组织的 2023 年度“国家级绿色工厂”遴选中，秭归、万源、参天、郴州、昭通、禄劝等 6 家工厂被评为国家级绿色工厂。

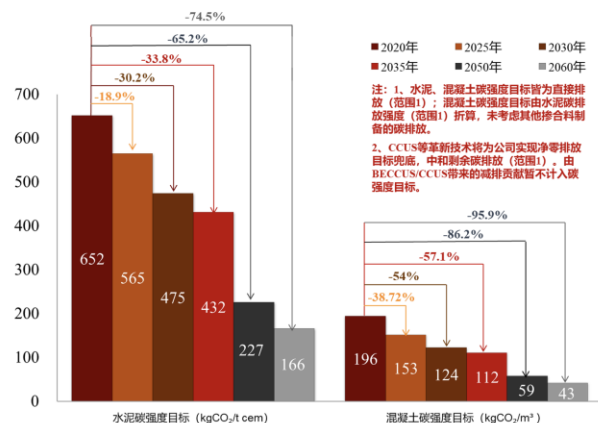


图表63：公司碳减排路线图



来源：公司公告，国金证券研究所

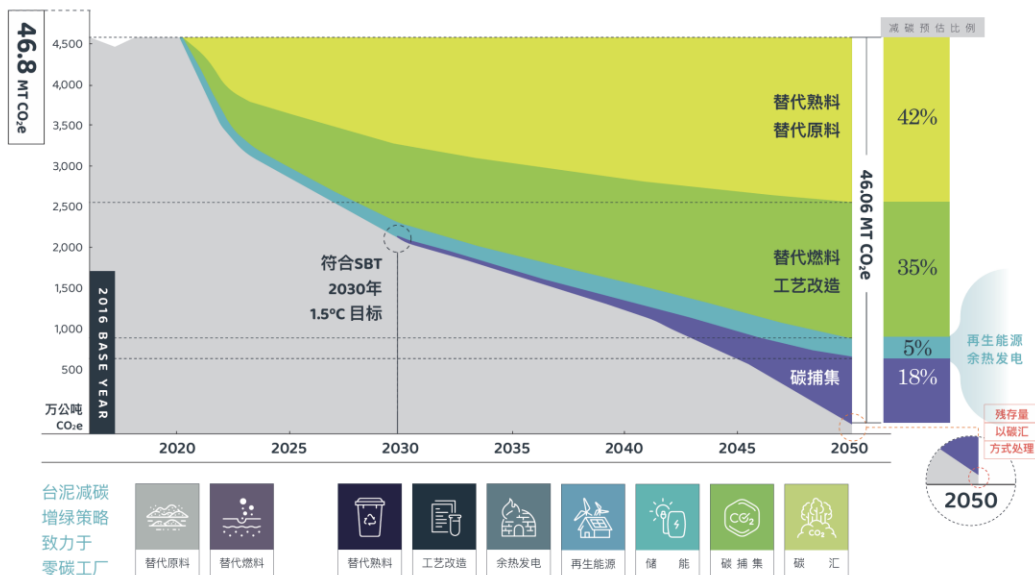
图表64：公司水泥、混凝土碳强度目标



来源：公司公告，国金证券研究所

台泥通过低碳成功切入欧洲市场。欧洲重视水泥低碳发展，制定了清晰的降碳路径，根据欧洲水泥协会，到2030年，水泥生产二氧化碳减排量由30%提高至37%，到2040年，水泥生产二氧化碳排放量减少78%，2050年，欧洲水泥生产将实现碳中和。台泥在低碳上走得更早、更深，2018年起着手布局海外市场，首先与土耳其OYAK成立合资公司，再透过葡萄牙的Cimpor顺利在非洲取得超低碳替代原燃料，以煅烧黏土替代熟料制成超低碳水泥的技术领先全球。台泥于2019年启动科学基础减碳目标计划，在2021年已达成中国大陆地区集团内碳达峰，并许诺在2050年时让集团内混凝土产品达到碳中和。低碳已成为公司在欧洲市场的主要竞争力，2024年3月，台泥正式成为欧洲低碳水泥的主要供货商之一。

图表65：台泥集团减碳路线



来源：台泥集团2023年可持续发展报告，国金证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

水泥：受下游地产影响，2024年国内水泥行业呈现量价齐跌态势，展望后市，价格端，国内水泥企业更加重视盈利能力，提价意愿较强，叠加错峰生产、产能置换等政策，预计2025年国内水泥价格小幅回暖，同时，海外水泥价格优于国内，随着收入占比提升，将拉升整体价格中枢。销量端，看好海外业务的拓展，或能对冲部分国内市场影响。整体而言，在不考虑尼日利亚项目并表的情况下，我们预计2024-26年水泥业务收入分别为163.70、180.48、189.61亿元，同比分别-11%、10%、5%。毛利率受益于结构改善、价格



回暖等因素，预计小幅增长，2024-2026 年分别为 22%、24%、25%。

混凝土：公司混凝土产能增长较快，2024 年 H1，混凝土业务营业收入 39.43 亿元，同比增长 24.21%。结合公司产能规划，预计后续销量仍有增长，混凝土行业产能过剩较为严重，预计价格小幅承压。整体而言，我们预计 2024-26 年混凝土业务收入分别为 98.14、111.88、127.54 亿元，同比分别 28%、14%、14%。毛利率稳定在 12%。

骨料：2024 年 H1，骨料业务实现营业收入 29.62 亿元，同比增长 36.96%。国内骨料行业供需错配、需求疲软，预计公司未来国内产能扩张速度将放缓，海外将成为骨料战略重心。结合公司产能规划，我们预计 2024-26 年骨料业务收入分别为 65.04、78.04、93.65 亿元，同比分别 21%、20%、20%。毛利率稳定在 47%。

费用率：①我们预计 2024-2026 年公司销售费用率为 4.9%、5.0%、5.0%，管理费用率分别为 5.5%、5.6%、5.6%。随着海外业务扩张，预计销售及管理费用率小幅提升；②我们预计 2024-2026 年公司研发费用率保持在 0.4%，预计维持平稳。

图表66：公司盈利预测拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
水泥					
收入（亿元）	188.30	183.32	163.70	180.48	189.61
YoY	-21.8%	-2.6%	-10.7%	10.3%	5.1%
毛利率	25.9%	26.8%	22.0%	24.0%	25.0%
混凝土					
收入（亿元）	51.33	76.52	98.14	111.88	127.54
YoY	61.6%	49.1%	28.3%	14.0%	14.0%
毛利率	15.8%	15.5%	12.0%	12.0%	12.0%
骨料					
收入（亿元）	30.65	53.64	65.04	78.04	93.65
YoY	49.3%	75.0%	21.3%	20.0%	20.0%
毛利率	55.3%	45.9%	47.0%	47.0%	47.0%
费用率					
销售费用率	4.5%	4.5%	4.9%	5.0%	5.0%
管理费用率	5.2%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%
研发费用率	0.3%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%
整体					
收入（亿元）	304.70	337.57	343.96	384.64	422.68
YoY	-6.1%	10.8%	1.9%	11.8%	9.9%
毛利率	26.2%	26.7%	23.8%	25.1%	25.9%

来源：wind，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们选取水泥行业的海螺水泥、天山股份、塔牌集团、上峰水泥作为可比公司。截至 2025 年 2 月 24 日收盘数据，可比公司对应 2024-26 年平均 PE 分别为 14x、15x 和 12x，公司 2024-2026 年 PE 分别为 12、10 和 8 倍，低于可比公司平均水平。

我们看好非洲、南美、中东等海外区域水泥景气度，同时，华新一方面秉承错位竞争和收购改造策略，一方面受益股东禀赋，预计将继续在国际竞争中发挥综合优势。在不考虑尼日利亚项目并表的情况下，我们预计 2024-26 年公司整体营收分别为 343.96、384.64、422.68 亿元，同比增速分别为 2%、12%、10%；归母净利润分别为 21.01、24.80 和 31.17 亿元，同比增速分别为-24%、18%、26%，对应 2 月 24 日收盘价 PE 分别为 12、10 和 8 倍，首次覆盖，给以 2025 年 13 倍估值，目标价 15.51 元，给予公司“买入”评级。

图表67：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价(元)	EPS	PE
----	----	-------	-----	----



			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
600585.SH	海螺水泥	22.66	2.96	1.97	1.60	1.84	2.03	9.26	11.46	14.15	12.29	11.17
000877.SZ	天山股份	5.51	0.53	0.23	0.00	0.25	0.33	16.25	29.45		22.15	16.82
002233.SZ	塔牌集团	7.44	0.23	0.64	0.47	0.54	0.61	31.80	11.38	15.75	13.70	12.12
000672.SZ	上峰水泥	7.19	0.99	0.78	0.62	0.73	0.80	10.98	10.50	11.66	9.89	8.98
平均值										13.86	14.51	12.27
600801.SH	华新水泥	11.83	1.30	1.33	1.01	1.19	1.50	11.51	9.36	11.71	9.92	7.89

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 2 月 24 日收盘价

风险提示

海外产能增长过快风险：公司未来业务重点在海外市场，若非洲等地新增水泥产线过多，市场竞争加剧，可能会导致水泥价格下降，从而影响公司利润。

国内地产、基建需求继续下降风险：水泥行业主要受地产和基建影响较大，若后续地产持续承压，基建开工不及预期，将会影响水泥行业需求，公司国内水泥业务收入将面临下滑风险。

汇率波动风险：公司海外业务占比逐步增加，若汇率波动过大，将会影响公司业绩。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	32,464	30,470	33,757	34,396	38,464	42,268
增长率		-6.1%	10.8%	1.9%	11.8%	9.9%
主营业务成本	-21,392	-22,482	-24,741	-26,195	-28,814	-31,336
%销售收入	65.9%	73.8%	73.3%	76.2%	74.9%	74.1%
毛利	11,072	7,988	9,016	8,200	9,649	10,932
%销售收入	34.1%	26.2%	26.7%	23.8%	25.1%	25.9%
营业税金及附加	-605	-586	-745	-757	-846	-930
%销售收入	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
销售费用	-1,331	-1,372	-1,519	-1,685	-1,904	-2,092
%销售收入	4.1%	4.5%	4.5%	4.9%	5.0%	5.0%
管理费用	-1,635	-1,583	-1,819	-1,892	-2,135	-2,346
%销售收入	5.0%	5.2%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%
研发费用	-71	-78	-301	-138	-154	-169
%销售收入	0.2%	0.3%	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	7,430	4,370	4,631	3,729	4,611	5,395
%销售收入	22.9%	14.3%	13.7%	10.8%	12.0%	12.8%
财务费用	-170	-458	-699	-787	-704	-662
%销售收入	0.5%	1.5%	2.1%	2.3%	1.8%	1.6%
资产减值损失	-63	-135	-206	-33	-4	-4
公允价值变动收益	-4	19	-36	7	8	8
投资收益	27	17	59	32	36	42
%税前利润	0.4%	0.4%	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%
营业利润	7,444	4,023	4,352	3,552	4,103	4,946
营业利润率	22.9%	13.2%	12.9%	10.3%	10.7%	11.7%
营业外收支	-71	-34	-25	-38	-33	-32
税前利润	7,373	3,988	4,326	3,515	4,070	4,914
利润率	22.7%	13.1%	12.8%	10.2%	10.6%	11.6%
所得税	-1,568	-965	-1,108	-813	-990	-1,197
所得税率	21.3%	24.2%	25.6%	23.1%	24.3%	24.4%
净利润	5,805	3,024	3,218	2,701	3,080	3,717
少数股东损益	441	325	456	600	600	600
归属于母公司的净利润	5,364	2,699	2,762	2,101	2,480	3,117
净利率	16.5%	8.9%	8.2%	6.1%	6.4%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,805	3,024	3,218	2,701	3,080	3,717
少数股东损益	441	325	456	600	600	600
非现金支出	2,278	2,782	4,002	3,204	3,295	3,375
非经营收益	325	431	256	-864	508	489
营运资金变动	-782	-1,640	-1,205	294	335	265
经营活动现金净流	7,626	4,597	6,271	5,335	7,219	7,847
资本开支	-6,186	-7,682	-4,629	-3,466	-2,688	-1,987
投资	-628	-366	-2,094	14	8	8
其他	21	-335	270	32	36	42
投资活动现金净流	-6,794	-8,383	-6,454	-3,420	-2,644	-1,936
股权募资	153	546	221	0	0	0
债权募资	2,018	4,292	1,416	484	-2,030	-3,225
其他	-2,803	-3,066	-2,589	-1,465	-1,537	-1,780
筹资活动现金净流	-632	1,772	-952	-980	-3,567	-5,006
现金净流量	161	-1,905	-1,211	935	1,008	905

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,836	7,038	5,849	6,389	7,117	7,824
应收款项	2,219	2,934	4,028	4,930	5,583	6,128
存货	3,542	3,405	3,463	3,588	3,947	4,293
其他流动资产	1,529	1,073	1,879	2,119	2,152	2,194
流动资产	16,127	14,450	15,220	17,025	18,800	20,440
%总资产	30.7%	22.5%	22.1%	24.1%	26.2%	28.4%
长期投资	649	1,616	1,593	1,585	1,585	1,585
固定资产	25,525	29,296	31,367	32,481	32,449	31,614
%总资产	48.6%	45.6%	45.6%	46.0%	45.2%	43.9%
无形资产	8,614	16,664	17,753	17,164	16,664	16,184
非流动资产	36,423	49,791	53,581	53,646	53,035	51,644
%总资产	69.3%	77.5%	77.9%	75.9%	73.8%	71.6%
资产总计	52,550	64,242	68,800	70,672	71,835	72,084
短期借款	1,857	5,020	7,365	8,515	6,484	3,259
应付款项	8,539	10,011	9,767	10,666	11,870	12,798
其他流动负债	2,317	1,594	1,802	1,890	2,161	2,359
流动负债	12,714	16,625	18,934	21,071	20,516	18,415
长期贷款	5,082	7,282	8,623	8,623	8,623	8,623
其他长期负债	5,376	9,497	7,948	5,886	5,516	5,395
负债	23,172	33,403	35,505	35,580	34,655	32,433
普通股股东权益	26,730	27,446	28,933	30,130	31,618	33,489
其中：股本	2,097	2,097	2,079	2,079	2,079	2,079
未分配利润	22,406	23,010	24,703	25,964	27,452	29,323
少数股东权益	2,648	3,392	4,362	4,962	5,562	6,162
负债股东权益合计	52,550	64,242	68,800	70,672	71,835	72,084

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.558	1.287	1.329	1.011	1.193	1.499
每股净资产	12.749	13.091	13.917	14.493	15.208	16.108
每股经营现金净流	3.637	2.193	3.016	2.566	3.472	3.774
每股股利	1.000	0.510	0.530	0.404	0.477	0.600
回报率						
净资产收益率	20.07%	9.83%	9.55%	6.97%	7.84%	9.31%
总资产收益率	10.21%	4.20%	4.01%	2.97%	3.45%	4.32%
投入资本收益率	14.54%	6.88%	6.34%	5.10%	6.20%	7.35%
增长率						
主营业务收入增长率	10.59%	-6.14%	10.79%	1.89%	11.83%	9.89%
EBIT 增长率	-3.79%	-41.18%	5.98%	-19.49%	23.65%	17.00%
净利润增长率	-4.74%	-49.68%	2.34%	-23.93%	18.05%	25.68%
总资产增长率	19.63%	22.25%	7.10%	2.72%	1.65%	0.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.0	14.0	19.7	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	50.3	56.4	50.7	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	105.9	125.6	119.4	120.0	121.7	120.4
固定资产周转天数	239.8	272.2	300.1	290.4	249.9	213.3
偿债能力						
净负债/股东权益	2.44%	31.29%	42.35%	41.92%	32.15%	20.23%
EBIT 利息保障倍数	43.6	9.5	6.6	4.7	6.6	8.1
资产负债率	44.10%	52.00%	51.61%	50.35%	48.24%	44.99%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	13	28	79
增持	0	0	1	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.22	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究