

多板块复价进行时，轻舟已过万重山

华泰研究

2025 年 3 月 29 日 | 中国香港

年报点评

水泥

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

4.79

研究员

SAC No. S0570517080007
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com
+(86) 755 2266 0892

研究员

SAC No. S0570522030002
SFC No. BSH293

黄颖

huangying018854@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524110002

王玺杰

wangxijie@htsc.com
+(86) 755 8249 3388

联系人

SAC No. S0570123040088

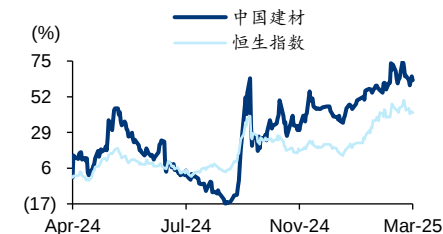
樊星辰

fanxingchen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	4.79
收盘价(港币 截至 3 月 28 日)	4.03
市值(港币百万)	30,600
6 个月平均日成交额(港币百万)	152.21
52 周价格范围(港币)	2.01-4.37
BVPS(人民币)	12.23

股价走势图



资料来源: S&P

中国建材发布 24 年年报, 全年实现收入 1813.01 亿元, 同比-13.8%, 归母净利润 23.9 亿元, 同比-38.2%; 4Q24 单季度实现营业额 470.67 亿元, 同比-7.05%, 环比-7.3%。全年收入承压主因水泥板块受行业供需失衡扰动, 但新材料及工程技术服务板块增长势头不减, 维持“买入”。

基础建材分部水泥量价承压, 但 2H24 盈利出现修复趋势

公司 24 全年水泥熟料销量 2.45 亿吨, 同比-20.7%, 主因公司继续在错峰生产执行上引领行业, 叠加合并口径缩小; 全年水泥熟料综合均价为 250.6 元/吨, 同比-7.7%, 但 24 年 5 月以来行业积极复价, 带动水泥价格修复, 我们测算 4Q24 公司水泥吨毛利为 46 元/吨, 环比+8.0%/同比+48.8%。25 年以来, 行业错峰生产、稳价保利共识延续, 我们测算 1Q25 全国水泥均价环比-4.2%/同比+10.1%, 叠加水泥超产治理、纳入碳交易市场、产能置换等供给侧政策持续出台, 我们预计 25 年水泥价格或维持向好态势。

新材料板块产品价减量增, 随复价深入 25 年盈利能力有望改善

24 全年新材料板块玻纤/风电叶片/锂电隔膜/碳纤维销量分别同比+15.4%/+10.9%/+9.4%/-9.4%, 均价同比-11.2%/-18.7%/-42.9%/-24%; 石膏板/防水材料/涂料销量分别-0.05%/+26.0%/+605.1%, 价格分别同比-4.4%/-5.4%/-39.3%, 新材料分部产品多有价值减量增。全年综合毛利率 21.7%, 同比-3.2pct。玻纤纱价格 2Q24 起渐进式恢复, 24 年 9 月底主要石膏板品牌也相继推涨价格, 截至 25 年 3 月整体复价效果稳固较好, 随着主要产品复价的深入, 我们预计 25 年新材料业务盈利改善有望进一步延续。

工程板块整体表现稳定, 装备出海对冲境内需求压力

24 全年工程和技术服务板块的核心子公司中材国际营收 461 亿元, 同比+0.7%; 归母净利润 29.8 亿元, 同比+2.3%, 全年新签订单 634 亿, 同比+3%, 其中工程/装备/运维服务新签业务订单同比-5%/-3%/+27%, 境内/境外订单同比-4%/+9%, 境外装备订单占比已达 44%, 装备出海对冲境内需求压力, 运维服务订单景气增长有望提升板块利润率和持续性, 优化板块盈利质量。

盈利预测与估值

考虑到 25 年集团下多板块复价进行时, 盈利修复的同时对公司综合管控能力要求增强, 我们上调 25 年期间费用假设, 调整公司 2025-2026 年 EPS +6.7%/+13%至 0.55/0.68 元, 并引入 2027 年预测为 0.80 元, 目标价上调 18%至 4.79 港元(港币兑人民币 0.92), 基于 8x 25 年 P/E, 较 08 年以来均值(8.9x)折让 10%, 以反映水泥需求中长期下行预期。

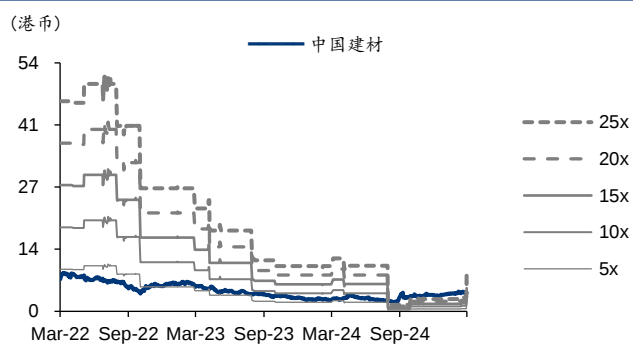
风险提示: 房地产销售企稳的速度慢于预期, 错峰生产的执行弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	210,216	181,301	187,850	192,557	200,666
+/-%	(8.70)	(13.80)	3.60	2.50	4.20
归属母公司净利润(人民币百万)	3,863	2,388	4,198	5,149	6,060
+/-%	(51.50)	(38.20)	75.80	22.70	17.70
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.46	0.28	0.55	0.68	0.80
ROE(%)	3.66	2.29	4.03	4.82	5.51
PE(倍)	8.12	13.14	6.73	5.48	4.66
PB(倍)	0.30	0.30	0.27	0.26	0.25
EV EBITDA(倍)	16.53	13.29	8.88	8.18	7.56

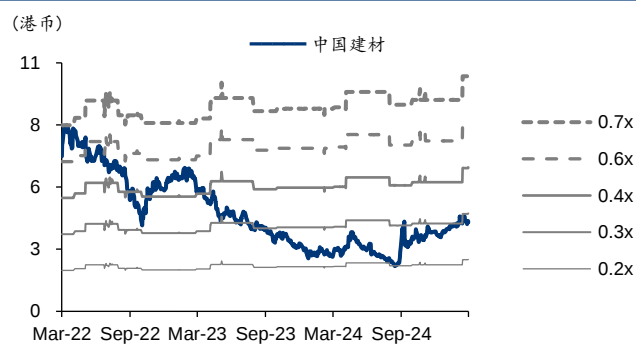
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 中国建材 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表2: 中国建材 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	210,216	181,301	187,850	192,557	200,666
销售成本	(172,770)	(148,591)	(150,351)	(152,856)	(158,399)
毛利润	37,446	32,709	37,499	39,701	42,268
销售及分销成本	(3,694)	(3,918)	(4,321)	(4,429)	(4,615)
管理费用	(21,053)	(21,254)	(21,706)	(22,224)	(23,116)
其他收入/支出	3,454	5,533	5,000	5,000	5,000
财务成本净额	(5,142)	(4,658)	(4,645)	(4,390)	(4,170)
应占联营公司利润及亏损	1,509	1,082	1,181	1,339	1,531
税前利润	12,520	9,494	13,008	14,998	16,897
税费开支	(2,119)	(2,080)	(2,869)	(3,278)	(3,658)
少数股东损益	6,538	5,026	5,941	6,571	7,179
归母净利润	3,863	2,388	4,198	5,149	6,060
折旧和摊销	484.56	(8,298)	(14,925)	(15,479)	(16,032)
EBITDA	17,177	22,450	32,578	34,867	37,099
EPS (人民币, 基本)	0.46	0.28	0.55	0.68	0.80

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	21,128	16,951	17,564	18,004	18,762
应收账款和票据	81,900	87,593	64,776	66,399	69,195
现金及现金等价物	27,431	23,534	45,695	63,153	82,177
其他流动资产	18,044	15,962	15,962	15,962	15,962
总流动资产	148,504	144,039	143,997	163,518	186,096
固定资产	198,008	204,239	203,918	203,079	201,724
无形资产	32,244	34,377	34,177	33,977	33,777
其他长期资产	110,142	111,352	110,820	110,216	109,632
总长期资产	340,394	349,968	348,914	347,271	345,133
总资产	488,898	494,007	492,910	510,789	531,229
应付账款	100,397	97,195	80,990	82,243	85,014
短期借款	73,980	82,129	90,277	98,426	106,574
其他负债	2,418	2,140	2,140	2,140	2,140
总流动负债	176,795	181,463	173,407	182,809	193,728
长期债务	112,759	111,930	110,786	109,643	108,499
其他长期债务	5,829	6,086	6,086	6,086	6,086
总长期负债	118,589	118,016	116,872	115,729	114,585
股本	8,435	8,435	7,593	7,593	7,593
储备/其他项目	96,891	94,686	97,690	100,741	104,225
股东权益	105,325	103,121	105,283	108,334	111,818
少数股东权益	88,189	91,407	97,348	103,918	111,098
总权益	193,514	194,528	202,631	212,252	222,916

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8.12	13.14	6.73	5.48	4.66
PB	0.30	0.30	0.27	0.26	0.25
EV EBITDA	16.53	13.29	8.88	8.18	7.56
股息率 (%)	6.16	3.81	7.43	9.12	10.73
自由现金流收益率 (%)	41.11	(2.70)	73.52	56.28	63.13

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	17,177	22,450	32,578	34,867	37,099
融资成本	5,142	4,658	4,645	4,390	4,170
营运资本变动	1,059	(4,175)	6,000	(810.63)	(783.30)
税费	(2,119)	(2,080)	(2,869)	(3,278)	(3,658)
其他	7,765	2,343	(5,826)	(2,286)	(5,701)
经营活动现金流	29,025	23,196	34,528	32,882	31,127
CAPEX	(3,643)	(15,939)	(13,918)	(13,918)	(13,918)
其他投资活动	(23,696)	(4,337)	1,713	(2,022)	2,114
投资活动现金流	(27,339)	(20,277)	(12,205)	(15,940)	(11,804)
债务增加量	10,574	7,005	7,005	7,005	7,005
权益增加量	0.00	0.00	(841.75)	0.00	0.00
派发股息	(3,188)	(1,932)	(1,194)	(2,099)	(2,575)
其他融资活动现金流	(8,464)	(11,643)	(4,645)	(4,390)	(4,170)
融资活动现金流	(1,078)	(6,570)	323.90	516.18	260.19
现金变动	607.42	(3,650)	22,647	17,458	19,583
年初现金	25,748	26,356	22,705	45,352	62,810
汇率波动影响	NA	NA	NA	NA	NA
年末现金	26,356	22,705	45,352	62,810	82,392

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(8.70)	(13.80)	3.60	2.50	4.20
毛利润	(4.00)	(12.60)	14.60	5.90	6.50
营业利润	(20.60)	(19.10)	26.00	9.60	8.20
净利润	(51.50)	(38.20)	75.80	22.70	17.70
EPS	(51.48)	(38.18)	95.29	22.65	17.69
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	17.80	18.00	20.00	20.60	21.10
EBITDA	8.17	12.38	17.34	18.11	18.49
净利润率	1.84	1.32	2.23	2.67	3.02
ROE	3.66	2.29	4.03	4.82	5.51
ROA	0.80	0.49	0.85	1.03	1.16
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	82.32	87.66	76.68	68.28	59.62
流动比率	0.84	0.79	0.83	0.89	0.96
速动比率	0.72	0.70	0.73	0.80	0.86

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.43	0.37	0.38	0.38	0.39
应收账款周转天数	143.13	168.28	146.00	122.62	121.63
应付账款周转天数	214.04	239.36	213.32	192.22	190.07
存货周转天数	46.96	46.13	41.32	41.88	41.78
现金转换周期	(23.94)	(24.95)	(26.00)	(27.72)	(26.66)

每股指标 (人民币)

EPS	0.46	0.28	0.55	0.68	0.80
每股净资产	12.49	12.23	13.87	14.27	14.73

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、王玺杰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、王玺杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国建材（3323 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 中国建材（3323 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在新加坡内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司