

供求新平衡，经营有弹性

华泰研究

更新报告

2025 年 3 月 31 日 | 中国内地/中国香港

水泥

海螺水泥 2024 年实现收入 910 亿元，同比-35.4%，实现归母净利 77 亿元，同比-26.2%；其中 4Q24 当季归母净利 25 亿元，环比/同比 33.4%/+42.3%，水泥复价推动公司盈利明显改善。展望 2025 年，我们认为经济大省挑大梁将有望释放公司核心区域经营弹性，同时行业错峰生产、超产产能治理等供给侧变革有序展开，公司财务经营稳健，并公告 2025-2027 年分红比例不低于 50%，我们认为公司 2025 年有望迎来供求共振，维持“买入”。

华东水泥价格恢复，催化公司核心区域弹性

东部和中部自产建材收入占海螺水泥主营收入（扣除贸易及其他业务）的 50% 以上，2022-2024 年分别为 60%/60%/56%，是公司核心利润的主要来源。24 年随着核心区域复价，公司归母净利逐季提升。根据数字水泥网，今年春节后，长三角沿江熟料/水泥价格公布三/两轮提价，累计幅度 40/50 元/吨，截至 3 月 28 日，华东 PO42.5 散装水泥含税价 399 元/吨，同比+15%，提价落地将有望推动公司利润弹性释放。

持续积极拓展海外与骨料一体化业务

截至 2024 年末，公司海外 11 条在产熟料生产线年产能约 1650 万吨，占公司全球熟料产能的 6%，2025 年 2 月新点火金边海螺 5000t 项目。我们测算公司 2019-2024 年海外水泥熟料吨毛利 111 元/吨，略低于国内的 114 元/吨，但海外吨毛利和毛利率稳定性更好。2024 年末公司骨料产能 1.63 亿吨，规模并非行业第一，但 2020-2024 年骨料毛利率领先同行。

周期底部吨毛利提升，继续压降资本开支

与上一轮水泥底部周期（2015-2016 年）相比，公司 1Q24 吨毛利低点 50 元，较 16Q1 的 44 元上升 14%，且 2024 年末净负债率为-22%，彰显公司独特的经营韧性。而 2024 年随着行业积极复价，公司公告 2023/2024 年资本性支出 195/156 亿元，同比-18%/-20%，2025 年计划进一步减少 23%。

盈利预测与估值

由于地产新开工企稳和错峰生产更进一步，综合考虑更低的销量假设，我们将 2025/2026 年 EPS 分别下调 2.81%/0.02%，并引入 2027 年预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.88/2.08/2.29 元。基于新的 EPS 和 BVPS，我们将海螺水泥-A/H 的目标价分别下调 0.5%/0.6%至 32.97 元/31.85 港元，维持 0.9/0.8x2025 年 P/B(BVPS:36.63 元)，较 2011 年以来的平均 P/B 低一个标准差，以充分考虑到水泥需求在短期仍然可能面临调整压力。

风险提示：房地产需求恢复不及预期，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)	141,157	91,030	92,914	94,559	96,579
+/-%	6.92	(35.44)	2.07	1.77	2.14
归属母公司净利润 (人民币百万)	10,428	7,696	9,945	11,047	12,125
+/-%	(33.42)	(26.21)	29.22	11.08	9.76
EPS (人民币，最新摊薄)	1.97	1.45	1.88	2.08	2.29
ROE (%)	5.65	4.12	5.21	5.60	5.96
PE (倍)	10.29	13.94	10.79	9.71	8.85
PB (倍)	0.58	0.57	0.55	0.54	0.52
EV EBITDA (倍)	4.43	5.64	4.54	4.08	3.52

资料来源：公司公告、华泰研究预测

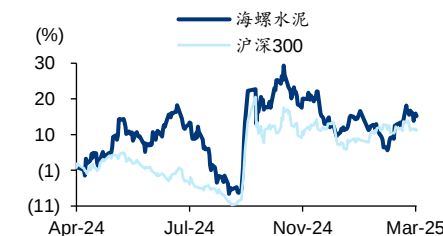
	914 HK	600585 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：31.85	人民币：32.97

研究员	方晏荷
SAC No. S0570517080007	fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811	+(86) 755 2266 0892
研究员	黄颖
SAC No. S0570522030002	huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293	+(86) 21 2897 2228
研究员	王玺杰
SAC No. S0570524110002	wangxijie@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388
联系人	樊星辰
SAC No. S0570123040088	fanxingchen@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	914 HK	600585 CH
目标价	31.85	32.97
收盘价 (截至 3 月 28 日)	22.50	24.60
市值 (百万)	119,234	130,363
6 个月平均日成交额 (百万)	162.20	480.27
52 周价格范围	16.02-26.60	19.81-27.70
BVPS	35.46	35.47

股价走势图



资料来源：Wind

正文目录

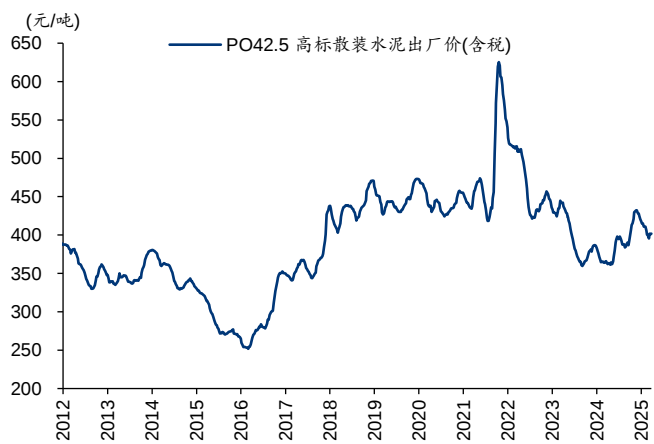
国内水泥价格逐季恢复，25 年核心区域弹性大.....	3
24 年价格逐季恢复，周期底部毛利提升	3
25 年华东复价早于预期，大省挑大梁贡献弹性	4
去产能路径更加清晰，长期有望改善格局	6
积极出海叠加骨料扩产，多元化业务巩固新增长	7
深耕东南亚积极拓展中亚，完善出海布局	7
骨料集中投产期，毛利有望趋于稳定	8
整体财务稳健，积极提升股东回报	10
财务指标稳健，成本优势领先	10
压降资本开支，提升股东回报	10
盈利预测调整	13
风险提示	14

国内水泥价格逐季恢复，25 年核心区域弹性大

24 年价格逐季恢复，周期底部毛利提升

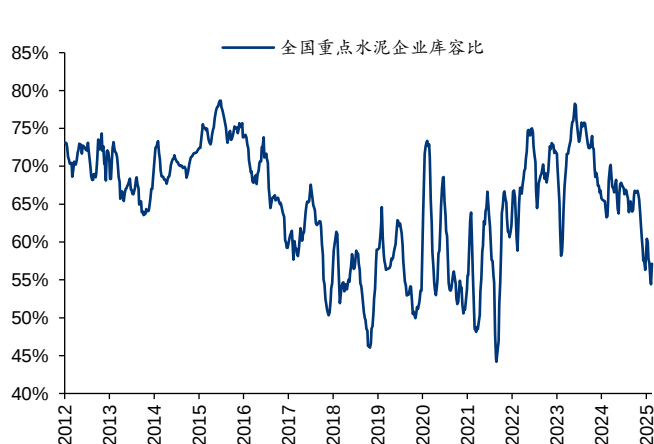
行业层面看，2011 年以来，水泥价格走势经历了两轮较为明显的回调周期，一是 2011 年中开始水泥价格震荡走低至 2016 年初，随后跟随需求改善和供给侧变革回升；二是自 2021 年 Q4 超越 600 元/吨后震荡回落，至 2024 年 4 月筑底回升。截至 2025 年 3 月 28 日，根据数字水泥网数据，全国 PO42.5 高标散装水泥出厂价 402 元/吨，同比+38.5 元/吨/+10.6%。而同期重点水泥企业加强错峰生产、库容比持续下降，当前水泥库存处于历史较低水平，若以错峰停产和产能置换全面开始实施的 2018 年起算，当前水泥价格低于 2018 年以来的均价 437 元/吨（幅度 8.3%），而目前水泥库容比为 57%，较 2018 年以来的均值 62% 低 4.8 个百分点，因此，我们认为尽管水泥行业需求仍然面临挑战，但供给端相对低的产量库存水平和更为清晰的去产能路径也有望提供更加可持续的价格支撑。

图表1：PO42.5 散装水泥出厂价格走势



资料来源：数字水泥网，华泰研究

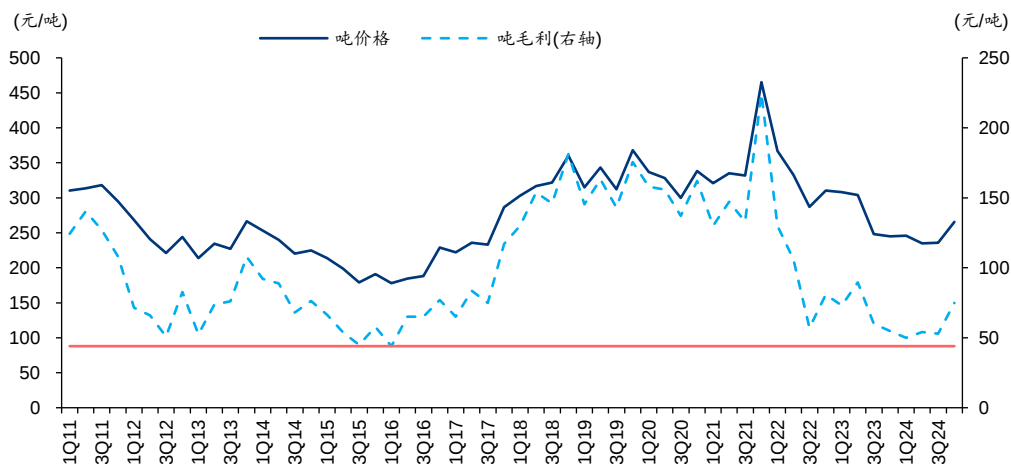
图表2：全国重点水泥企业库容比



资料来源：数字水泥网，华泰研究

从海螺水泥的数据来看，与 2015-2016 年的底部周期相比，2024 年水泥吨均价和吨毛利均较前一轮周期底部更高。我们测算公司 24Q2 自产水泥熟料吨价格为 235 元/吨，较 16Q1 低点的 178 元/吨提升 32%，而吨毛利低点 24Q1 为 50 元，较 16Q1 的 44 元也回升 14%。尽管此轮周期中，因水泥企业置换升级提效导致行业成本曲线变得更为平缓，但从公司盈利来看，得益于产品均价的提升以及持续的降本增效，公司吨盈利相较上一周期底部仍然有所提升。而 2024 年随着行业积极复价，我们测算公司 24Q4 水泥熟料吨价格和吨毛利分别为 265 元/吨、75 元/吨，同比均高 20 元/吨。

图表3：海螺水泥自产水泥熟料吨均价与吨毛利估算



资料来源：海螺水泥公告，华泰研究测算

25 年华东复价早于预期，大省挑大梁贡献弹性

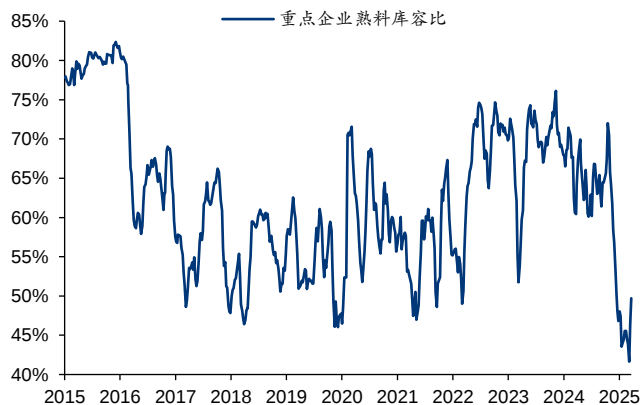
从上游熟料来看，与 2016 年 2 月至 4 月类似，2024 年 11 月以来熟料库存持续快速下降，对需求的悲观预期和错峰生产导致熟料备库水平普遍偏低，因而减轻了水泥复价压力。根据卓创资讯，截至 2025 年 3 月 27 日，全国熟料价格 290 元/吨，同比+35 元/吨/+14%；全国重点企业熟料库容比为 50%，同比低 11pct；其中华东为 44%，同比低 30pct。

图表4：水泥熟料出厂价格走势



资料来源：卓创资讯，华泰研究

图表5：全国重点企业熟料库容比

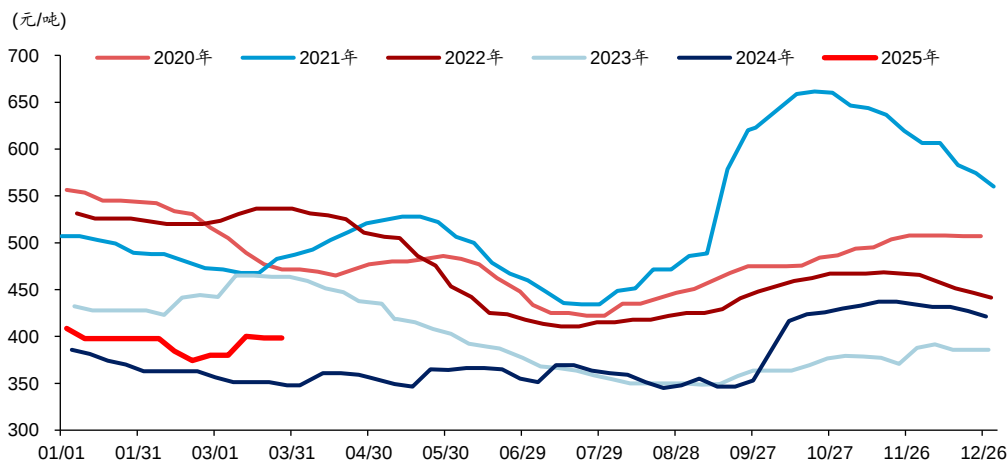


资料来源：卓创资讯，华泰研究

华东区域偏低的熟料库存水平及旺季施工需求恢复，带动长三角区域水泥价格回升。我们认为 2024 年水泥价格复价呈现出偏强的供给推动特征：1) 5 月中下旬淡季提价成功并保持基本平稳；2) 长三角水泥提价滞后于其他区域。与 2024 年不同，2025 年需求推动的华东区域复价有所回归，且我们认为今年华东区域水泥和熟料价格的涨价时点早于市场预期，一方面，化债资金向江苏等华东区域倾斜较多，另一方面，2024 年 12 月中央经济工作会议提出“支持经济大省挑大梁”，因此我们建议相对乐观看待华东 2025 年水泥需求。

根据数字水泥网，今年春节后，长三角沿江熟料价格公布三轮涨价（2 月 6 日 10 元/吨，2 月 21 日 10 元/吨，3 月 5 日 20 元/吨），三轮累计幅度 40 元/吨，涨后沿江熟料平仓价 260-270 元/吨；水泥价格公布两轮涨价（2 月 21 日 20 元/吨，3 月 5 日 30 元/吨），两轮累计幅度 50 元/吨。随着长三角区域水泥熟料价格恢复，川渝（四川重庆）、两广（广东广西）、两湖（湖北湖南）等区域价格陆续跟随提价，截至 3 月 28 日，华东 PO42.5 散装水泥含税价 399 元/吨，同比+15%。由于海螺水泥东部和中部区域收入占公司自产建材收入的 50% 以上（2022-2024 年分别为 60.3%/59.7%/56.3%），华东区域水泥价格的领涨有望对公司业绩增长形成较强支撑。

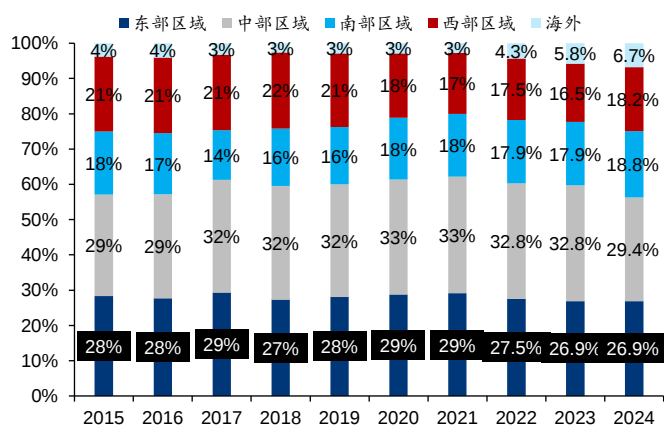
图表6：华东区域 PO42.5 高标散装水泥（出厂含税价）



资料来源：数字水泥网，华泰研究

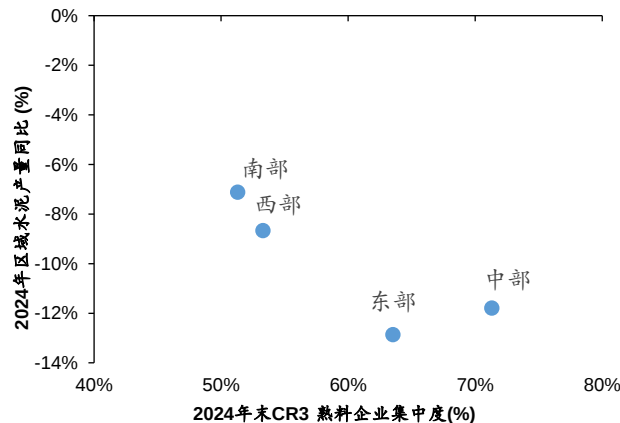
分区域市场看，2024 年海螺水泥中部和东部区域自产收入分别同比-22%/-13%，公司核心市场收入下降明显，但南部和西部区域收入分别同比-8.6%/-4.1%，降幅小于东中部市场。而从四大区域的水泥需求和竞争格局看，我们以相应区域省份水泥产量加总估算需求，以区域熟料企业 CR3 来反映区域市场的竞争格局。2024 年中部区域水泥产量同比-11.8%，东部、南部和西部区域水泥产量同比-12.9%、-7.1%、-8.7%，东部和中部尽管竞争格局较优，2024 年 CR3 分别达到 63.5%、71.3%，但由于需求降幅较大，拖累海螺水泥 2024 年整体增速。因此，若 2025 年经济大省挑大梁背景下东部和中部投资需求改善，我们预计对公司业绩有望贡献较高弹性。

图表7：海螺水泥分区域自产建材收入占比



资料来源：海螺水泥公告，华泰研究

图表8：海螺水泥重点区域市场需求与竞争格局



注：海螺水泥东部主要包括江苏、浙江、上海、福建及山东；中部主要包括安徽、江西及湖南；南部主要包括广东、广西及海南；西部主要包括四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西、新疆及内蒙古等。

资料来源：数字水泥网，华泰研究

2024 年全国水泥产量 18.3 亿吨，同比-9.5%，其中华东区域水泥产量 6.1 亿吨，同比-11.5%。而 2025 年 1-2 月全国水泥产量 1.7 亿吨，同比-5.7%，其中华东地区 0.6 亿吨，同比-7.8%，经济大省挑大梁作用仍有待发挥。2024 年 9 月 26 日的政治局会议强调要加大财政货币政策逆周期调节力度，更好发挥政府投资带动作用，促进房地产市场的止跌回稳，稳增长政策的信号得到了强化。随着各项政策的逐步落地，我们预计 2025 年国内水泥需求同比-6.0%，下行的速度有所收敛，需求端的压力有望得到缓解。

图表9：水泥行业供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
总供给(百万吨/年)	2,867	2,881	2,893	2,907	2,923	2,940	2,953	2,953	2,952
同比(%)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	(0.0)	(0.0)
新生产线投产(百万吨/年)	46	33	33	63	53	54	38	16	5
在产生产线关停(百万吨/年)	(33)	(19)	(21)	(49)	(37)	(38)	(24)	(16)	(6)
当年净增加(减少)(百万吨/年)	13	14	12	15	16	17	14	(1)	(1)
水泥产量(百万吨)	2,316	2,177	2,330	2,395	2,377	2,118	2,023	1,825	1,716
同比(%)	-3.6	-6.0	7.1	2.8	-0.7	-10.9	-0.7	(9.5)	(6.0)
国内需求(百万吨)	2,304	2,169	2,327	2,395	2,379	2,120	2,020	1,819	1,710
同比(%)	-3.4	-5.9	7.3	2.9	-0.7	-10.9	-4.7	(9.9)	(6.0)
净出口(进口)(百万吨)	12.8	8.1	3.5	(0.5)	(1.4)	(0.4)	3.4	5.3	5.4
水泥出口(百万吨)	12.9	9.0	5.5	3.1	2.2	2.0	3.8	5.4	5.5
水泥进口(百万吨)	0.0	1.0	2.0	3.6	3.6	2.4	0.4	0.1	0.1
产能利用率 (%)	80.8	75.6	80.6	82.4	81.3	72.0	68.5	61.8	58.1

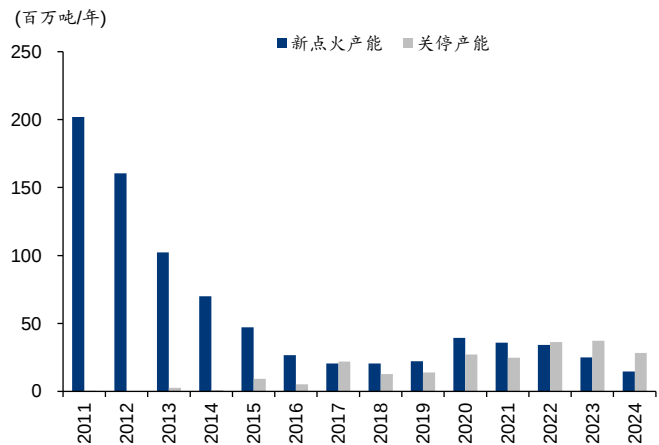
注：总供给以熟料名义产能为基础换算的等效水泥产能计算，并以此为基础计算产能利用率

资料来源：数字水泥，卓创资讯，国家统计局，华泰研究预测

去产能路径更加清晰，长期有望改善格局

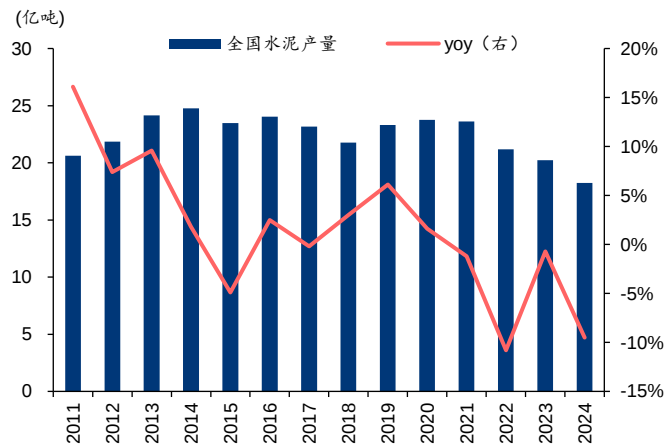
根据我们在《供给变革三：哪些细分建材加速再平衡》（20250321）中的分析，“十三五”期间，水泥行业的供给侧改革成效较为显著，主要体现为严控了水泥熟料新增产能、“错峰生产”的常态化执行推广至全国、龙头企业降负债和生产提效取得了较明显成效。但“十四五”以来，产能约束有所松动、需求波动加大了供给侧精准响应的难度，“去产量”效果有所弱化，实质性“去产能”势在必行。

图表10：2011-2024 年中国水泥熟料新点火和关停产能



资料来源：数字水泥网，华泰研究

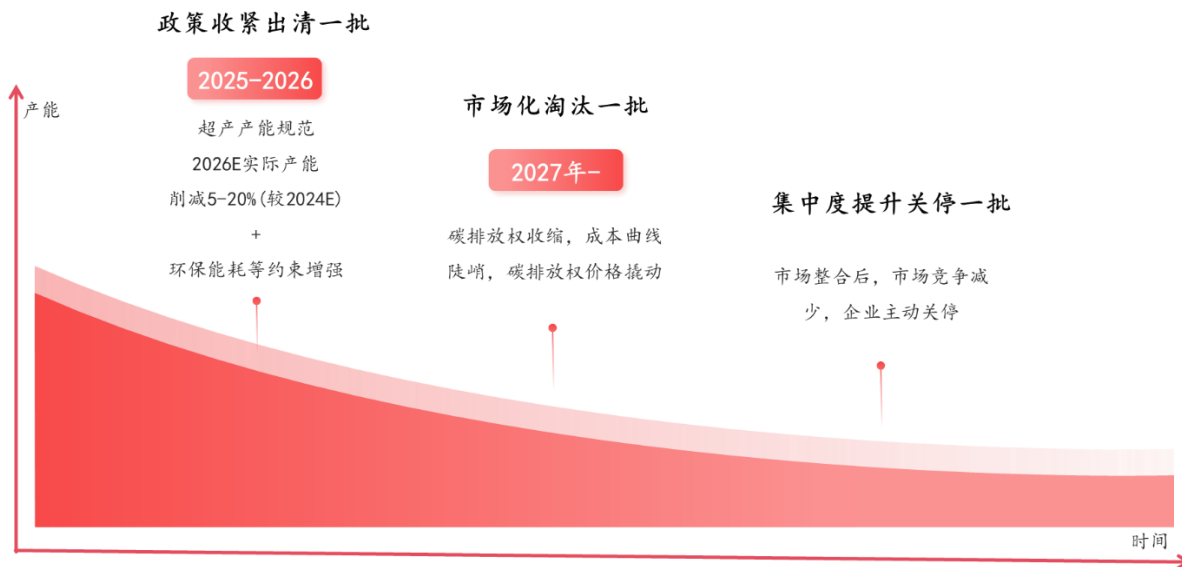
图表11：2011-2024 年中国水泥产量及同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，华泰研究

2024 年 9 月以来，随着水泥行业纳入全国碳交易市场的时间表明确、水泥行业产能置换政策修订稿的发布，以及水泥超产治理规范文件的下发，我们认为水泥行业去产能的路径正变得更加清晰。我们预计 2025-2026 年对水泥超产产能进行规范（行业平均超产约 20%）、2026 年以后利用**碳总量的限制**来进一步约束，有望成为水泥行业实现市场化“去产能”的政策推动力。此外，我们认为通过并购重组加速的**行业集中度的提升**也是一个值得关注的方向，尽管其发生的时间点和节奏相对更难以预测。

图表12：水泥行业“去产能”的路径正在逐步明晰



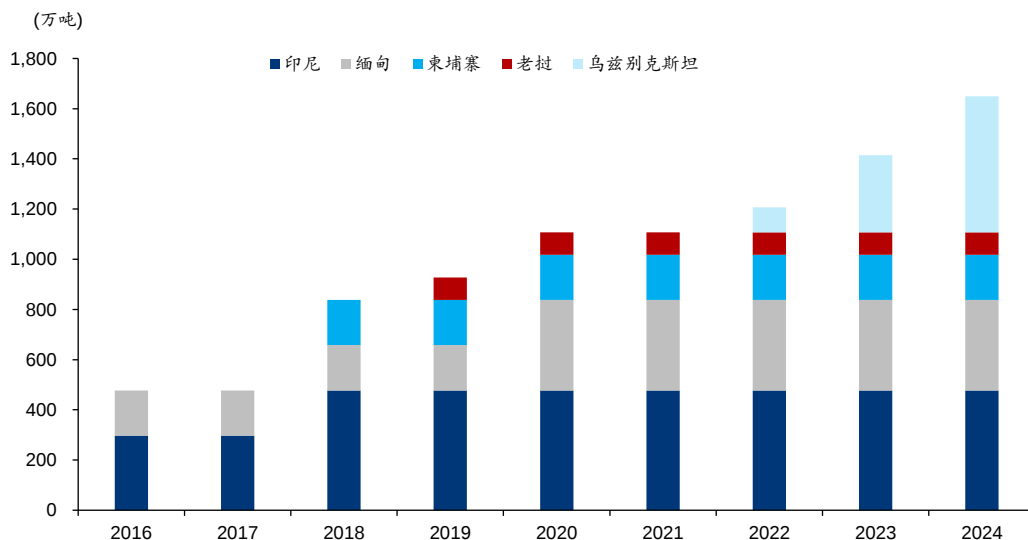
资料来源：华泰研究预测

积极出海叠加骨料扩产，多元化业务巩固新增长

深耕东南亚积极拓展中亚，完善出海布局

海外熟料产能稳步拓展增加。公司海外水泥熟料产能阶段性有序增加，2018 年和 2020 年分别新增柬埔寨和老挝产能布局。公司于乌兹别克斯坦市场，2022 年 5 月投产卡尔希 3200t 熟料线，2023 年 8 月投产塔什干 6300t 熟料线，2024 年 4 月投产运营安集延 6500t 项目，2024 年新增海外熟料年产能 230 万吨。截至 2024 年末，我们统计公司海外在产熟料生产线达到 11 条，年产能达到约 1650 万吨，占公司全球 2.74 亿吨熟料总产能的 6%。2025 年 2 月，公司柬埔寨金边海螺 5000t 项目成功点火，新增海外水泥熟料年产能 180 万吨。

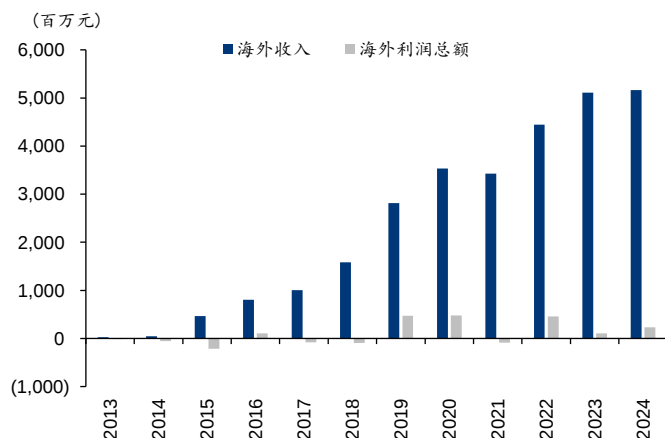
图表13：海螺水泥海外水泥熟料产能分布



资料来源：公司公告，中国水泥网，华泰研究

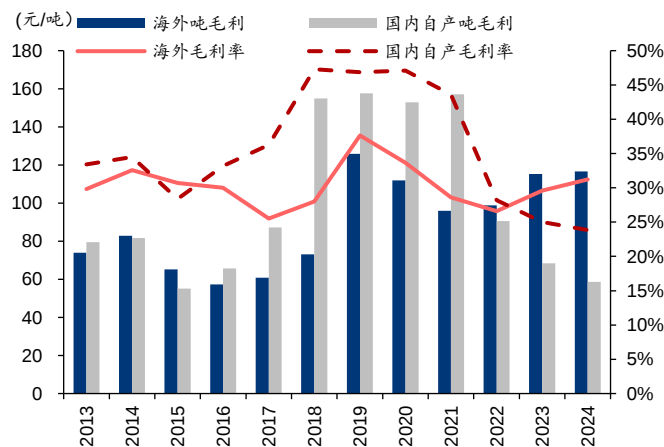
近五年海外业务盈利能力相对更为平稳，中长期有望成为经营平滑稳定器。公司 2024 年海外收入 51.6 亿元，同比+1.0%，占公司总收入的 5.7%，较 2023 年占比提升 2.0 个百分点。从盈利能力来看，2024 年公司海外业务实现利润总额 2.3 亿元，较 2023 年的 1.1 亿元翻倍增长，主要得益于新产线进入常态化生产以及期间费用下降。我们测算公司 2019-2024 年海外水泥熟料吨毛利 111 元/吨，略低于国内自产水泥熟料吨毛利 114 元/吨，但海外业务吨毛利和毛利率的稳定性要好于国内。未来随着海外业务产能继续扩大，有望成为公司业务稳健经营的重要稳定器。

图表14：海螺水泥海外收入及利润总额增长



资料来源：公司公告，华泰研究

图表15：海螺水泥海外与国内吨毛利及毛利率比较



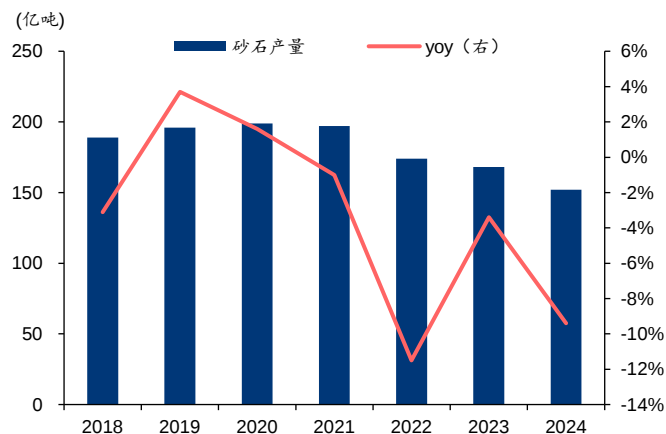
资料来源：公司公告，华泰研究

骨料集中投产期，毛利有望趋于稳定

国内砂石骨料价格承压，但绿色矿山建设有望推动实现新平衡。2021年以来，受地产及基建投资放缓等多因素影响，全国砂石产量和价格震荡下行。根据中国砂石协会统计，2024年全国砂石骨料产量152亿吨，同比-9.4%，较2020年高峰期199亿吨减少24%。而2022年以来随着沿江、沿海区域大型砂石矿山产能持续释放，砂石价格自2022年以来持续下降。

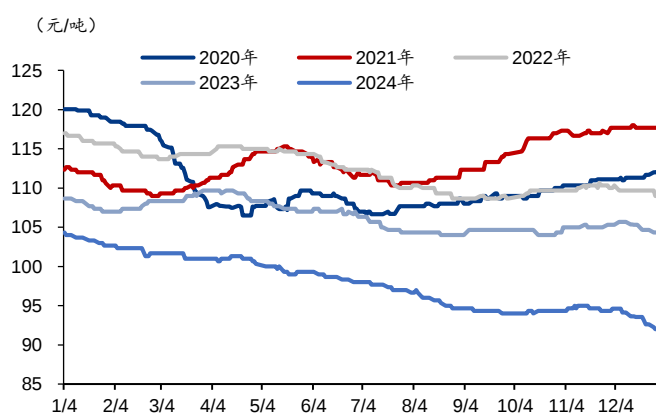
但绿色矿山建设和砂石开采管理政策趋于完善，有望推动行业供给端有序增加。2023年4月，国家自然资源部发布《关于规范和完善砂石开采管理的通知》；2024年4月，国家自然资源部等七部门发布《关于进一步加强绿色矿山建设的通知》，明确了砂石行业绿色矿山建设的方向、具体目标和路径、保障措施和监督考核机制等；而新的《矿产资源法》将于2025年7月1日起施行，明确规定了矿业权出让方式以及加强绿色矿山建设。

图表16：中国砂石骨料产量及同比变动



资料来源：中国砂石协会，华泰研究

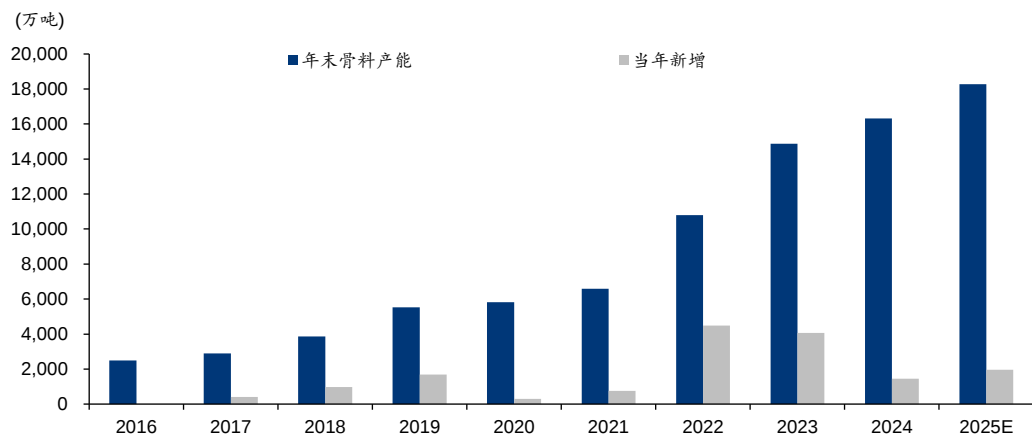
图表17：全国综合砂石骨料均价走势



资料来源：百年建筑网，华泰研究

公司积极延伸上下游产业链，加快推进重点骨料项目建设投产。公司扎实推动“水泥+骨料+商混+消费建材+其他产业”融合发展，2022-2023年公司新增骨料产能均超过4000万吨，推动公司2022年末骨料产能首次超过1亿吨。但受下游需求及价格变动影响，公司2024年明显减少产能投放，当年新增1450万吨，年末骨料产能为1.63亿吨。根据公司2024年报披露，2025年公司计划新增1960万吨，较2024年小幅增加。

图表18：海螺水泥骨料产能持续增长

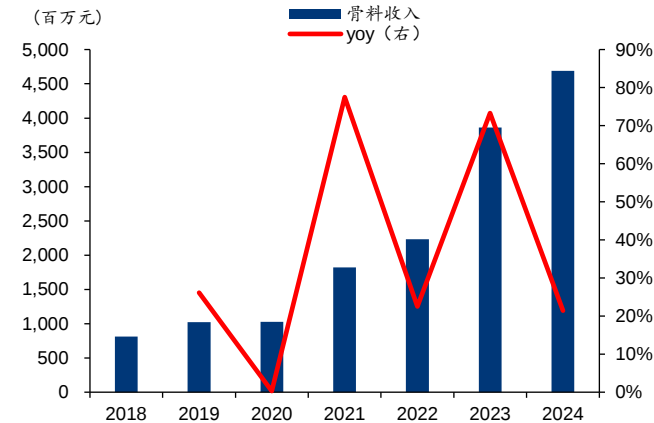


注：2025年新增为公司2024年报计划数。

资料来源：公司公告，华泰研究

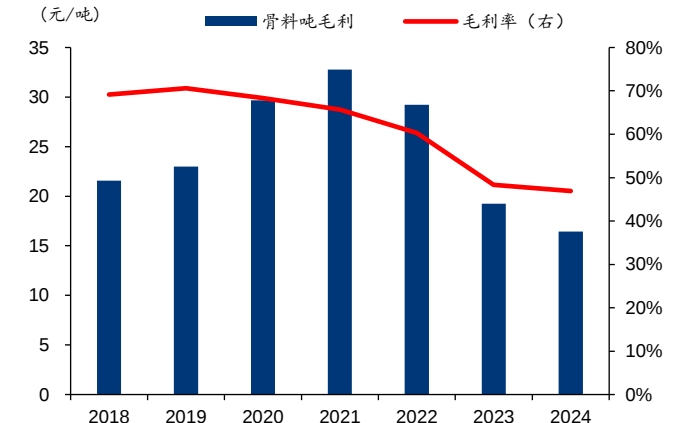
从公司分部收入来看,受益于前期新增产能投放,公司 2024 年实现骨料及机制砂收入 46.9 亿元,同比+21.4%,实现毛利率 46.9%,同比下降 1.4 个百分点,仍主要受行业产品价格下行影响,我们测算公司骨料吨均价 35 元,同比减少 5 元/吨,较 2021 年高峰期吨均价 50 元减少 15 元/吨。截至 2024 年末,尽管公司骨料产能和吨均价并非行业第一,但从毛利率来看,公司 2020 年以来的骨料业务毛利率始终保持行业前列,彰显出公司精益生产管理在水泥、骨料等一体化业务链的全面贯彻。

图表19: 海螺水泥骨料收入及同比增速



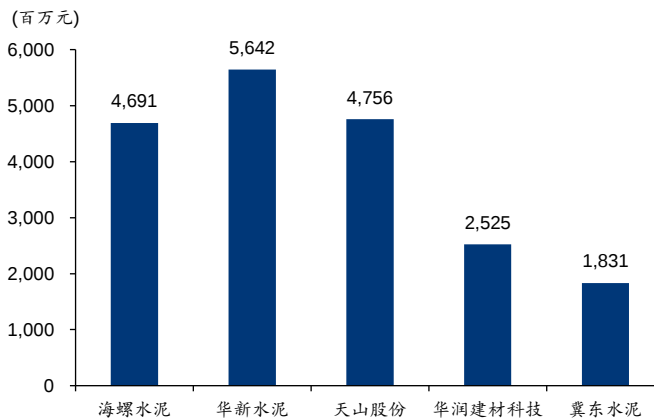
资料来源:公司公告,华泰研究

图表20: 海螺水泥骨料吨毛利及毛利率



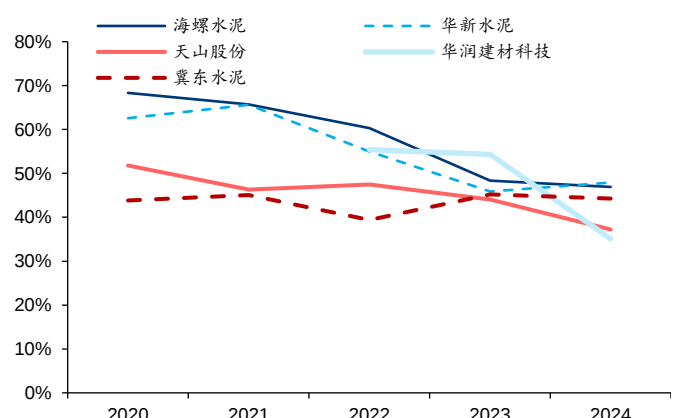
资料来源:公司公告,华泰研究

图表21: 不同企业 2024 年骨料销售收入比较



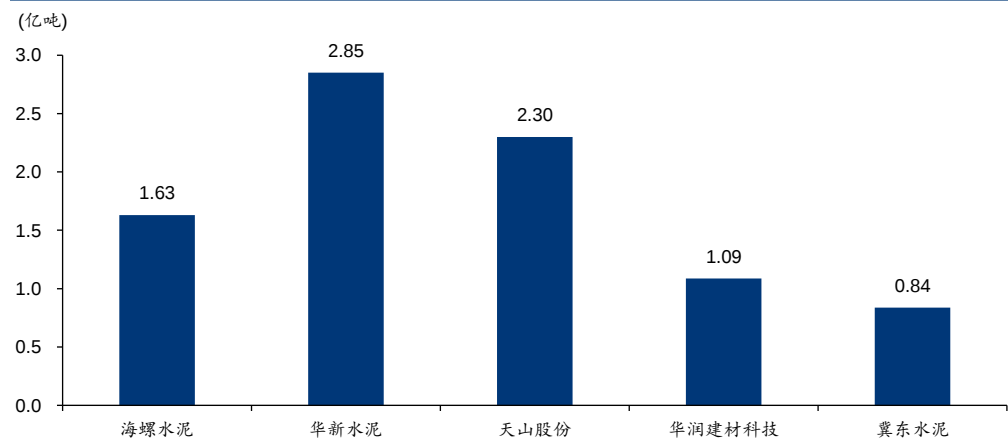
资料来源:公司公告,华泰研究

图表22: 不同企业 2020-2024 年骨料业务毛利率比较



资料来源:公司公告,华泰研究

图表23: 不同水泥企业 2024 年末骨料产能比较



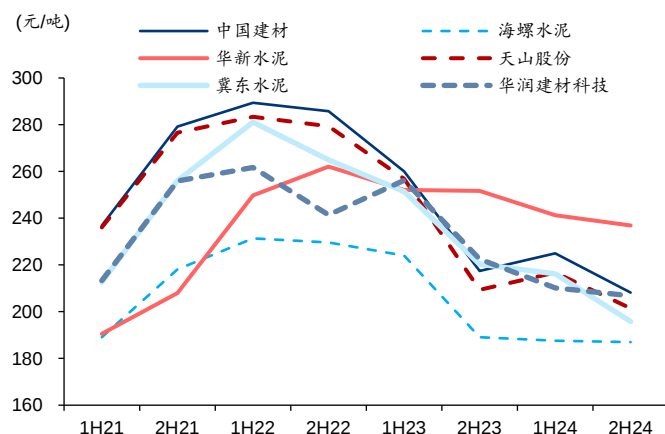
资料来源:公司公告,华泰研究

整体财务稳健，积极提升股东回报

财务指标稳健，成本优势领先

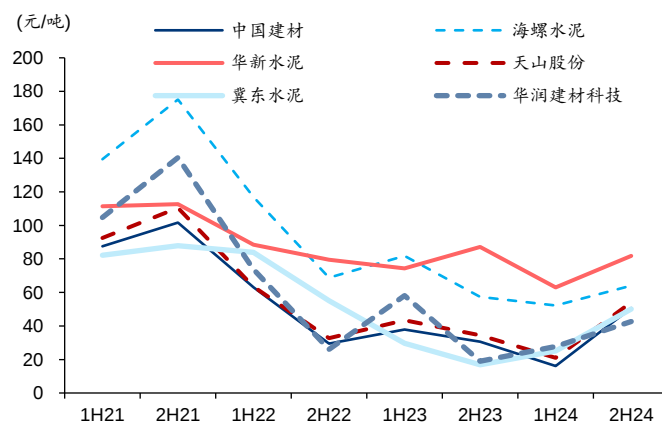
得益于公司优秀的成本控制能力，公司吨毛利仍然领先同行。2024 年公司自产水泥熟料 2.68 亿吨，同比-6.05%，实现销售收入 732 亿元，同比-12.89%。根据公司 2024 年报披露，自产水泥熟料吨综合成本为 187.25 元，同比-8.65%，继续领先国内同行，综合毛利率 24.81%，同比下降 0.91 个百分点，吨毛利仅次于华新水泥（因其海外收入占比高，均价高于国内）。从细分项来看，公司积极推动熟料工序和水泥工序的吨能耗下降，根据公司 ESG 报告披露，2024 年公司熟料生产环节（含海外基地）吨综合煤耗为 99.84 千克标煤，较 2020 年和 2023 年分别下降 10.7、2.8 千克标煤。

图表24：主要水泥企业吨成本比较



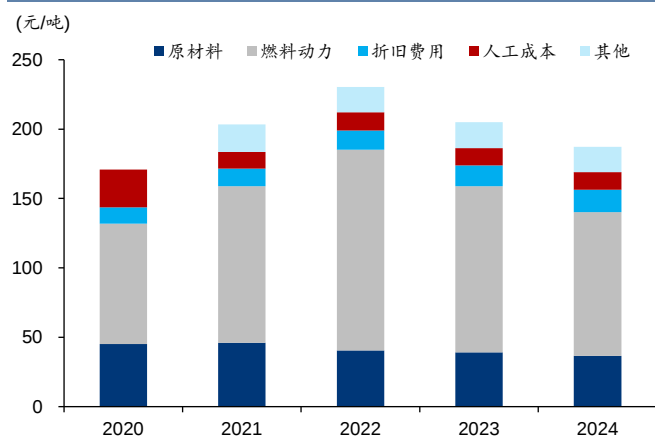
资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：主要水泥企业吨毛利比较



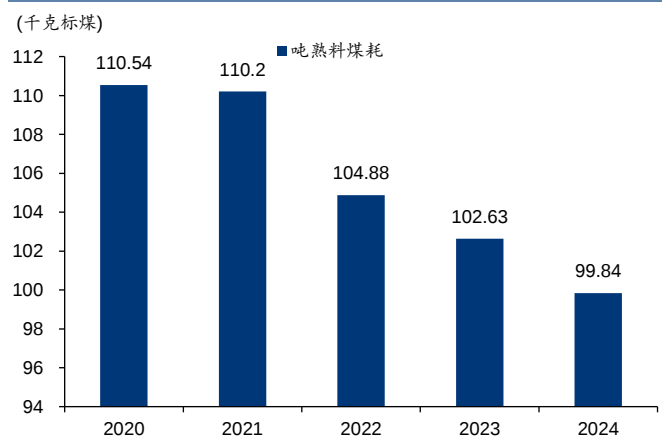
资料来源：公司公告，华泰研究

图表26：海螺水泥自产水泥熟料吨成本拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表27：吨熟料综合能耗持续下降



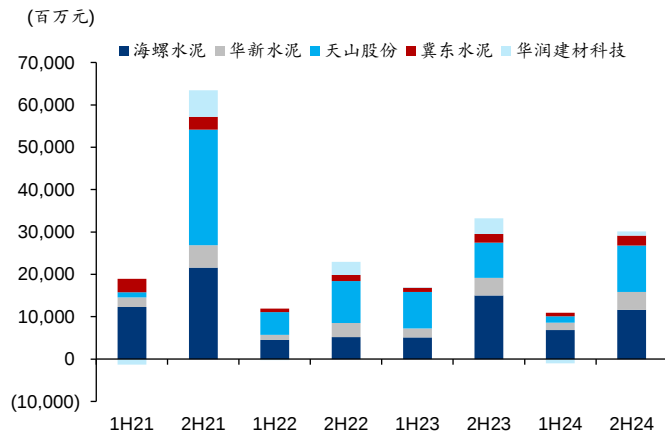
资料来源：公司公告，华泰研究

压降资本开支，提升股东回报

我们综合比较已发布 2024 年报的五家水泥企业（海螺水泥、华新水泥、天山股份、冀东水泥、华润建材科技）现金流和资本开支指标。从五家样本企业来看，2H24 经营性现金流合计 301 亿元，同比-9%，较 1H24 的同比降幅 41% 明显收窄。全年实现经营性净现金流 401 亿元，较 2023 年全年的 502 亿元减少 20%，但随着行业 2H24 陆续复价和利润恢复，以及通过积极管理应收账款、压缩营运资本规模，样本企业的经营性现金流在 2025 年有望实现更好的增长。

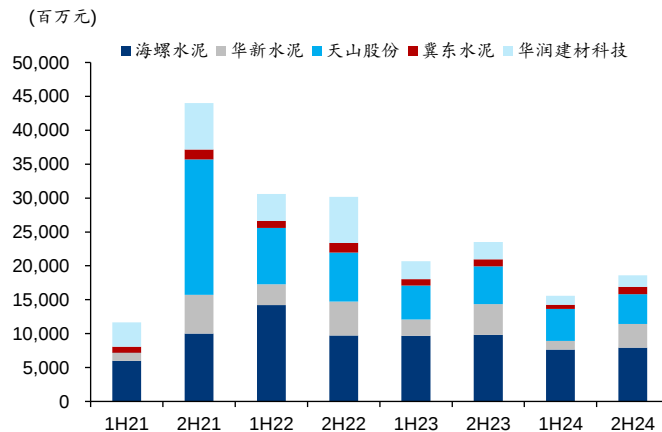
从五家样本企业的资本开支来看，2H22 以来持续同比下行，2024 年合计资本开支 342 亿元，同比-23%，连续第二年降幅超过 20%，其中 1H24 资本开支 156 亿元，同比-25%；2H24 资本开支 186 亿元，同比-21%。在行业供需关系仍然面临挑战的当下，保障当前的现金和盈利能力正普遍成为相对更为优先的选项，行业追求利润的共识更加深入。

图表28：主要水泥企业经营性现金流



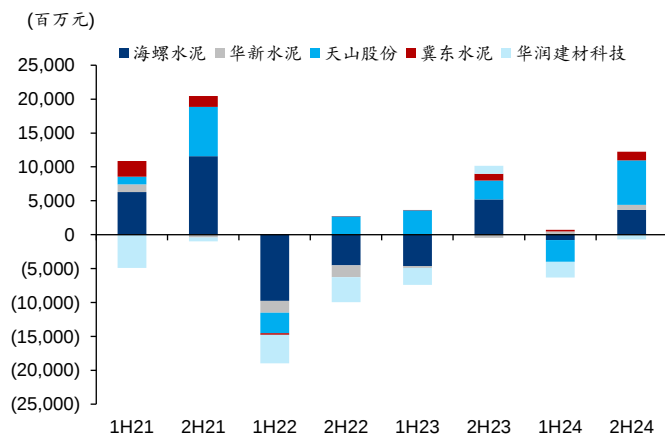
资料来源：公司公告，华泰研究

图表29：主要水泥企业资本开支



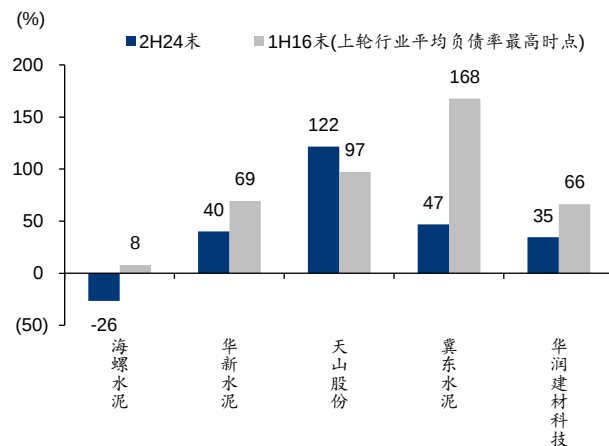
资料来源：公司公告，华泰研究

图表30：主要水泥企业自由现金流



资料来源：公司公告，华泰研究

图表31：净负债率(gearing ratio, 净现金/总权益)

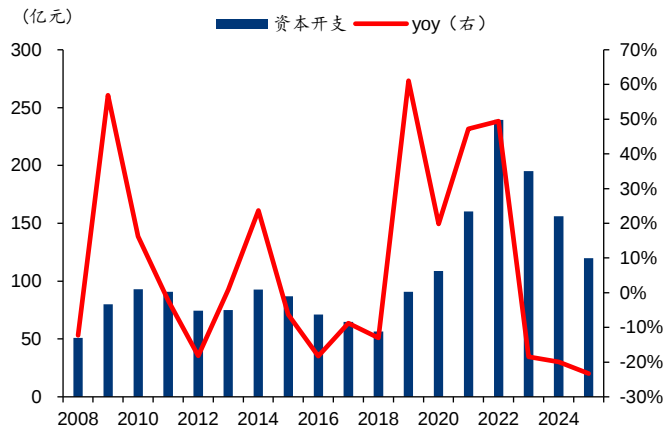


资料来源：公司公告，华泰研究

海螺水泥积极压降资本开支,净财务杠杆优于同行。根据公司历年年报披露,公司 2023/2024 年资本性支出为 195/156 亿元,同比-18%/-20%,在行业需求挑战期积极压降资本开支。其中 2024 年与水泥主业和技改投资相关的资本开支占比 48%,夯实自身水泥熟料成本优势;与骨料商混相关的占比 34%,积极拓展新增长点。公司在 2024 年报披露,2025 年计划资本开支 120 亿元,预计进一步减少 23%。

从财务杠杆来看,海螺水泥 2024 年末资产负债率为 21.31%,较 2023 年末的 19.59%提升 1.72 个百分点。尽管此轮周期水泥行业企业财务相对更加健康,2H24 末五家样本企业净负债率普遍小于上轮周期底部(1H16 末),但仅海螺水泥净负债率为负,显示公司当前现金储备超过带息债务总额,公司财务控制能力显著优于同行。

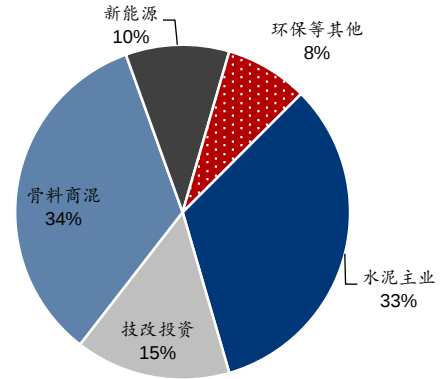
图表32：海螺水泥资本开支金额及同比增速



注：2025 年为公司年报已披露计划数。

资料来源：公司公告，华泰研究

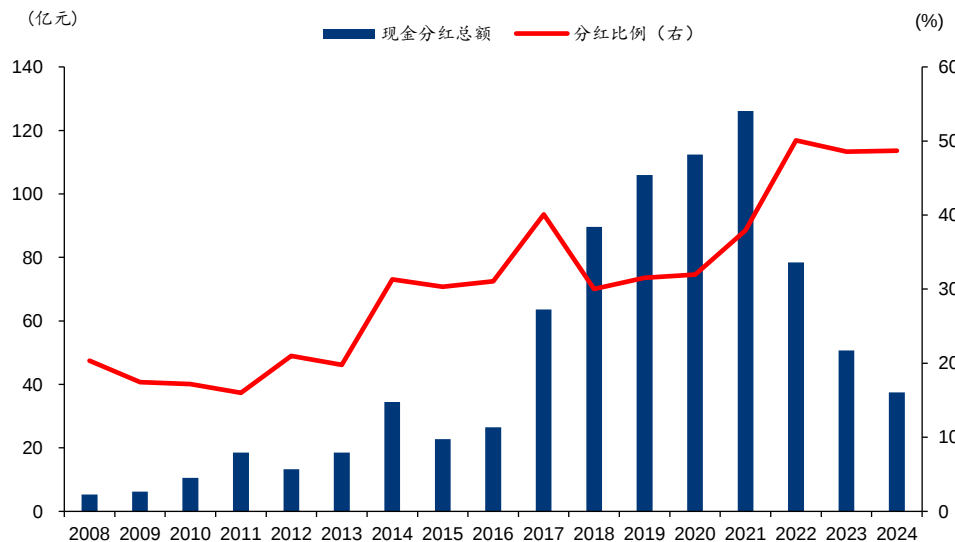
图表33：海螺水泥 2024 年资本开支构成



资料来源：公司公告，华泰研究

2002-2023 年公司累计现金分红 789.72 亿元，年均股利支付比例 32%，2024 年继续分红 37.5 亿元，合计分红将超过 800 亿元。其中最近三年（2022-2024 年）均实现了年末现金分红，每股派息 1.48/0.96/0.71 元，现金分红比例分别为 50.08%、48.57%、48.68%，基本保持在 50% 左右；若按每年年末收盘价计算，公司 A 股当年股息率分别为 5.4%/4.3%/3.0%；H 股当年股息率分别为 6.0%/5.8%/3.9%。根据公司最新披露的《未来三年股东分红回报规划（2025-2027 年度）》，公司预计 2025-2027 年每年现金分红金额与股份回购金额（如有）合计不低于当年归母净利润的 50%，突破了过去三年 50% 的分红比例上限。

图表34：海螺水泥现金分红金额及分红比



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测调整

根据公司 2024 年报结果及前述有关国内水泥需求、供给方面的分析，我们调整对公司 2025-2026 年的预测假设，并引入 2027 年预测。与最近一次相比，我们下调了 2025-2026 年公司自产水泥熟料销量假设，同时考虑错峰生产执行增强、盈利共识增强、超产产能治理趋严，我们上调资产水泥熟料吨毛利假设。调整后，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 99/110/121 亿元。

图表35：核心假设、盈利预测调整

	2025E			2026E			2027E 预测值
	调整后	调整前	幅度(%)	调整后	调整前	幅度(%)	
自产水泥熟料销量 (百万吨)	260	276	-5.80	255	281	-9.25	252
自产水泥熟料吨毛利 (元/吨)	71	69	2.90	77	71	8.45	80
主营业务收入 (百万元)	92,914	101,645	-8.59	94,559	105,029	-9.97	96,579
归属于母公司净利润 (百万元)	9,945	10,233	-2.81	11,046	11,048	-0.02	12,125

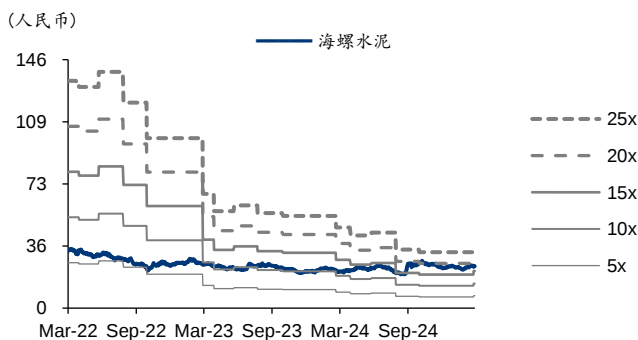
资料来源：华泰研究预测

图表36：海螺水泥分季度业绩总结

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
自产水泥和熟料												
销售量(千吨)	58,000	70,000	78,418	76,582	60,950	69,050	73,530	81,470	55,990	70,010	69,500	72,500
同比(%)	(15.9)	(17.6)	(3.2)	10.8	5.1	(1.4)	(6.2)	6.4	(8.1)	1.4	(5.5)	11.0
销售均价(元/吨)	367	333	287	310	308	304	248	245	246	235	236	265
单位成本(元/吨)	(237)	(227)	(230)	(229)	(235)	(214)	(188)	(190)	(196)	(181)	(183)	(190)
吨毛利(元/吨)	130	106	57	81	73	89	60	55	50	54	53	75
损益表 (百万元)												
主营业务收入	25,462	30,814	29,052	46,694	31,368	34,068	33,607	41,956	21,328	24,238	22,584	22,879
同比(%)	(26.1)	(33.0)	(29.6)	1.0	23.2	10.6	15.7	(10.1)	(32.0)	(28.9)	(32.8)	(45.5)
主营业务成本	(17,478)	(22,773)	(23,433)	(40,212)	(26,192)	(26,530)	(28,169)	(36,746)	(17,543)	(19,399)	(17,891)	(16,439)
营业税金及附加	(221)	(233)	(246)	(266)	(256)	(264)	(243)	(261)	(199)	(262)	(219)	(283)
毛利润	7,762	7,808	5,373	6,215	4,921	7,274	5,195	4,950	3,586	4,577	4,474	6,158
毛利率(%)	30.5	25.3	18.5	13.3	15.7	21.4	15.5	11.8	16.8	18.9	19.8	26.9
销售费用	(679)	(846)	(793)	(1,009)	(783)	(844)	(907)	(890)	(718)	(846)	(769)	(1,082)
管理费用	(1,287)	(1,421)	(1,116)	(1,737)	(1,471)	(1,663)	(1,392)	(1,125)	(1,346)	(1,356)	(1,587)	(1,657)
经营性利润	5,555	4,965	2,848	2,888	2,412	4,313	2,328	2,351	1,336	2,042	1,772	3,026
经营性利润率(%)	21.8	16.1	9.8	6.2	7.7	12.7	6.9	5.6	6.3	8.4	7.8	13.2
财务费用，净额	379	567	496	210	283	537	185	114	255	188	279	449
投资收益	187	644	84	436	89	429	67	(41)	21	258	(5)	23
利润总额	6,684	6,292	3,361	3,678	3,419	5,085	2,933	2,163	1,915	2,472	2,416	3,227
所得税费用	(1,577)	(1,237)	(765)	(296)	(747)	(949)	(668)	(487)	(428)	(575)	(554)	(809)
少数股东权益	(182)	(141)	(18)	(139)	(121)	(218)	(63)	83	14	(72)	11	80
归属于母公司净利润	4,925	4,915	2,578	3,243	2,551	3,918	2,203	1,759	1,501	1,823	1,873	2,498
同比(%)	(15.2)	(46.2)	(65.3)	(70.2)	(48.2)	(20.3)	(14.6)	(45.8)	(41.1)	(53.4)	(15.1)	42.3
净利率(%)	19.3	15.9	8.9	6.9	8.1	11.5	6.6	4.2	7.0	7.5	8.3	10.9

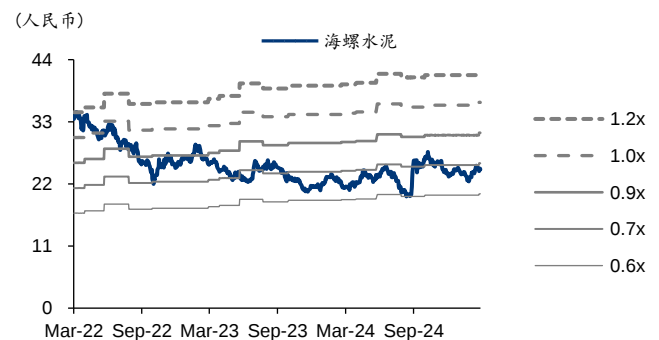
资料来源：公司公告，华泰研究

图表37：海螺水泥 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表38：海螺水泥 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

1. 房地产需求恢复不及预期：尽管促地产止跌回稳已成为当前重要任务和目标，且 4Q24 以来地产土拍和新房销售出现了积极变化，有利于改善水泥下游需求预期。若部分地方政府对房地产行业的调控政策收紧或者后续政策接力不及时，可能会进一步延缓房地产销售市场整体的企稳，从而使公司核心业务(水泥和骨料价格)低于我们预测，从而使公司盈利和目标价低于我们预期。
2. 水泥行业的竞合或错峰生产执行力度弱于我们预期：随着水泥行业 2H24 以来积极复价，推动行业盈利有所改善。但如果大型水泥企业维护行业健康生态的共识产生了偏差，可能会使水泥价格出现回落，从而使平均水泥价格低于我们的预期，影响我们的盈利预测和目标价。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	101,096	93,762	102,213	110,808	122,453
现金	68,362	70,229	77,983	85,539	97,371
应收账款	12,616	11,110	12,455	12,869	14,206
其他应收账款	6,098	2,355	2,355	2,355	2,355
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	10,100	8,109	7,460	8,086	7,562
其他流动资产	3,920	1,959	1,960	1,959	959.43
非流动资产	145,093	160,873	165,607	167,990	170,024
长期投资	7,765	7,776	7,627	7,479	7,330
固定投资	96,407	98,583	102,635	104,393	105,858
无形资产	32,380	34,264	35,094	35,869	36,586
其他非流动资产	8,541	20,250	20,251	20,249	20,250
资产总计	246,189	254,635	267,819	278,799	292,477
流动负债	29,660	28,892	30,420	29,874	31,503
短期借款	7,347	7,722	8,222	8,722	9,222
应付账款	6,568	6,127	7,155	6,109	7,238
其他流动负债	15,745	15,043	15,043	15,043	15,043
非流动负债	18,561	25,366	30,866	36,366	41,866
长期借款	15,612	21,586	27,086	32,586	38,086
其他非流动负债	2,949	3,780	3,780	3,780	3,780
负债合计	48,220	54,258	61,286	66,240	73,369
少数股东权益	12,648	12,437	12,395	12,347	12,295
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,721	8,346	8,346	8,346	8,346
留存公积	169,005	171,645	177,843	183,916	190,517
归属母公司股东权益	185,321	187,940	194,139	200,212	206,813
负债和股东权益	246,189	254,635	267,819	278,799	292,477

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	20,106	18,476	15,807	14,807	19,558
净利润	10,430	7,696	9,945	11,047	12,125
折旧摊销	6,268	6,727	7,118	7,468	7,818
财务费用	1,119	1,171	1,244	1,273	1,348
投资损失	543.60	296.80	301.15	301.15	301.15
营运资金变动	6,581	6,416	331.64	(2,086)	316.83
其他经营现金	(4,836)	(3,831)	(3,132)	(3,196)	(2,351)
投资活动现金	(19,307)	(13,326)	(11,550)	(9,550)	(9,550)
资本支出	(19,510)	(15,619)	(12,000)	(10,000)	(10,000)
长期投资	0.00	0.00	449.65	449.65	449.65
其他投资现金	203.00	2,293	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(5,436)	(385.50)	3,497	2,300	1,826
短期借款	(5,043)	375.00	500.00	500.00	500.00
长期借款	5,923	5,974	5,500	5,500	5,500
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,316)	(6,735)	(2,503)	(3,700)	(4,174)
现金净增加额	(4,638)	4,765	7,754	7,557	11,833

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	141,157	91,030	92,914	94,559	96,579
营业成本	(117,746)	(71,272)	(70,060)	(69,960)	(70,416)
营业税金及附加	(1,026)	(962.70)	(982.63)	(1,000)	(1,062)
营业费用	(3,426)	(3,415)	(3,486)	(3,688)	(4,056)
管理费用	(7,569)	(7,203)	(7,352)	(7,482)	(7,630)
财务费用	1,119	1,171	1,244	1,273	1,348
资产减值损失	(333.71)	(353.73)	(353.73)	(353.73)	(100.00)
公允价值变动收益	(206.12)	(90.02)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	543.60	296.78	301.15	301.15	301.15
营业利润	12,095	8,562	11,524	12,929	14,180
营业外收入	649.07	991.72	1,007	1,017	1,028
营业外支出	(186.21)	(162.52)	(162.52)	(162.52)	(162.52)
利润总额	13,594	10,029	13,069	14,503	15,830
所得税	(2,850)	(2,366)	(3,167)	(3,505)	(3,758)
净利润	10,745	7,663	9,903	10,998	12,072
少数股东损益	316.97	(32.92)	(42.54)	(47.25)	(51.86)
归属母公司净利润	10,428	7,696	9,945	11,047	12,125
EBITDA	18,743	15,586	18,943	20,698	22,299
EPS (人民币, 基本)	1.97	1.45	1.88	2.08	2.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.92	(35.44)	2.07	1.77	2.14
营业利润	(29.83)	(28.28)	34.60	12.19	9.68
归属母公司净利润	(33.42)	(26.21)	29.22	11.08	9.76
获利能力 (%)					
毛利率	16.59	21.70	24.60	26.01	27.09
净利率	7.39	8.45	10.70	11.68	12.55
ROE	5.65	4.12	5.21	5.60	5.96
ROIC	6.19	4.25	5.42	5.91	6.40
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.59	21.31	22.88	23.76	25.09
净负债比率 (%)	(24.50)	(21.77)	(21.98)	(22.09)	(24.21)
流动比率	3.41	3.25	3.36	3.71	3.89
速动比率	3.07	2.96	3.11	3.44	3.65
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.36	0.36	0.35	0.34
应收账款周转率	9.54	7.67	7.89	7.47	7.13
应付账款周转率	6.03	3.75	3.67	3.66	3.68
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.97	1.45	1.88	2.08	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.81	0.83	1.02	1.73
每股净资产(最新摊薄)	34.97	35.47	36.63	37.78	39.03
估值比率					
PE (倍)	10.29	13.94	10.79	9.71	8.85
PB (倍)	0.58	0.57	0.55	0.54	0.52
EV EBITDA (倍)	4.43	5.64	4.54	4.08	3.52

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。
- 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条的规定分发其在华泰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，了解来自或与所述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