



公司研究 | 深度报告 | 华新水泥 (600801.SH)

华新水泥：走向全球的水泥龙头

报告要点

公司有别于国内同行，属于周期成长股，周期部分主要是国内水泥，盈利在底部之上迎来拐点；成长则来自海外水泥，通过跨区域市场扩张不断为公司提供新增长点，而骨料业务盈利逐步企稳，中期有望为公司贡献较稳态利润。整体看，公司近年发展轨迹可谓走出一条差异化路径。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李金宝

SAC: S0490516040002

SFC: BVZ972

2025-04-25

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

华新水泥（600801.SH）

华新水泥：走向全球的水泥龙头

逻辑简介：已走出差异化的 α 路径

公司有别于国内同行，属于周期成长股，周期部分主要是国内水泥，盈利在底部之上迎来拐点；成长则来自海外水泥，跨区域市场扩张不断为公司提供新增长点，而骨料业务盈利能力逐步企稳，中期有望为公司贡献稳态利润。整体看，公司近年发展轨迹可谓走出一条差异化路径。

骨料：格局溢价加持，底部位置已稳

相比于水泥，骨料更聚焦在非地产领域，稳增长背景下也存更强修复动能。同时供给也有优势：

- 1、区域定价：**更低货值赋予骨料更短运输半径（50km 以内），因此呈现更强区域定价属性。
- 2、柔性生产：**骨料是冷加工工艺，生产切换成本几乎为 0，赋予更强供给柔性，灵活协同控产。
- 3、成本差距大：**骨料成本差距更多聚焦在资源成本和区位差异，很难通过后续工艺技改（水泥降本路径之一）进行追赶；而当前矿端成本差异较大，支撑行业盈利底部位置而不至于陷入全行业亏损；基于此，骨料不会成为下一个水泥。微观来看，骨料价格自 2024Q3 基本企稳。

公司在骨料领域布局时点快于同行，在过去几年的抢矿潮中，公司拿矿成本较低，布点区域（聚焦湖北，锚向华东）较好，进而为公司积累了难以超越的优势。从当前产销和经营规模来看，公里已然成为行业佼佼者（收入规模最大）；未来，骨料也有望成为公司压舱石的利润项。

海外市场：工艺成本占优，尽享区域红利

国内水泥趋势性承压背景下，出海或是当前的产业大趋势，当前重心从此前东中亚亚洲锚向非洲。

- 1、非洲水泥需求：**目前预计 2.5 亿吨/年，但内部存在显著区域分化，假设非洲其他区域未来人均消费量全面对标北非，那么非洲水泥需求潜力可达 7.7 亿吨，相比目前有 3 倍以上空间。
- 2、非洲水泥格局：**非洲水泥目前由本土企业和欧洲企业主导，本土企业在工艺装备、供应链管理等方面较落后，欧洲企业逐步退出。国内企业近年切入非洲，目前仅约 5% 份额，中期扩张潜力较大。同时，国内企业工艺、技术、管理优势显著，未来有望成为非洲市场的明日之星。
- 3、非洲水泥盈利：**水泥整体供给偏紧（资源稀缺也是制约因素之一），水泥价格常年在 600-1500 元/吨，吨净利预计在 100 元/吨以上（部分国家更高），相较国内市场，可谓是一片蓝海。

公司是国内水泥出海破局者，10 多年前都率先在中亚布局，当下海外重心锚向非洲。2024 年底，公司公告收购尼日利亚水泥资产（产能 1050 万吨），期待后续并表后技改提供较大弹性。

国内水泥：供给逻辑加持，底部的右侧拐点

2024 年需求承压令行业量价低迷，不少企业出现阶段性亏损。展望 2025 年，一方面，当下多部委推动的超产治理有望带来供给一定程度上出清，同时，全球关税冲突下，市场对国内基建稳增长升温，全年投资增速预期或上修；再叠加考虑到协同错峰强化和煤价成本下行贡献的贡献，预计 2025 年全行业价格和盈利中枢同比均有较显著改善（2024 年同期盈利基数也偏低）。

预计 2025-2026 年业绩 26、31 亿元，对应 PE 为 10.3、8.5 倍，买入评级。

风险提示

- 1、需求复苏不及预期。
- 2、供给协同较弱。
- 3、骨料等外延进度缓慢。
- 4、海外市场项目进度和汇率波动。
- 5、盈利预测不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.91
总股本(万股)	207,900
流通A股/B股(万股)	134,428/0
每股净资产(元)	14.57
近12月最高/最低价(元)	16.09/9.91

注：股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究

- 《中期海外市场提供确定性成长》2025-04-07
- 《静待国内涨价弹性落地》2024-11-04
- 《期待国内涨价和海外新突破》2024-09-10



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

逻辑简介：已走出差异化的 α 路径	6
骨料：格局溢价加持，底部位置已稳	7
为什么骨料不会成为下一个水泥？	7
公司在骨料领域优势是什么？	8
当下骨料价格和盈利水平如何？	10
海外市场：工艺成本占优，尽享区域红利	12
非洲市场，是极具红利的蓝海	12
自身竞争力显著，出海赛道的弄潮儿	13
尼日利亚产能大并购，中期经营弹性可期	14
国内水泥：供给逻辑加持，底部的右侧拐点	17
2024 全行业盈利筑底，跌破历史周期	17
供给赋能叠加需求弱复苏，国内拐点或至	17
风险提示	19

图表目录

图 1：公司的中期维度来看，周期成长示意图	6
图 2：骨料近年采矿成本并没有下降，多数地方还有小幅上涨（元/吨）	8
图 3：水泥企业采矿权原值对比（亿元）	9
图 4：水泥企业采矿权原值历年新增对比（亿元）	9
图 5：中国电建的骨料资源储量和产能（亿吨）	9
图 6：华新水泥骨料的产能和销量（万吨）	9
图 7：全国骨料价格基本企稳	10
图 8：全球重点区域的水泥价格（美元/吨）	13
图 9：公司有自身的工程与装备事业部	13
图 10：公司的全球产能布局示意图	13
图 11：华新海外收入及占比整体情况（亿元）	14
图 12：丹格特的产能分布（万吨）	15
图 13：2024 年丹格特在不同区域销售价格（美元/吨）	15
图 14：公司收购的巴西骨料项目的税后利润（千美元）	16
图 15：巴西水泥产销量（万吨）	16
图 16：全国水泥产量（亿吨）	17
图 17：全国水泥价格（元/吨）	17
图 18：水泥行业利润总额（亿元）	17
图 19：超产治理的核心逻辑示意图	18
表 1：截至 2023 年末，华新水泥产能分布	6
表 2：水泥和骨料的需求领域和结构对比拆解	7
表 3：华新水泥骨料吨指标情况	8
表 4：某央企的采矿成本测算（截至 2022 年底）	9
表 5：截至 2023 年底，华新水泥的骨料产能情况	10
表 6：骨料行业同行业经营情况（亿元）	11
表 7：非洲目前内部不同国家的人均消费量差异	12
表 8：非洲和部分重点观测国家中期水泥需求测算	12
表 9：华新水泥目前海外产线明细	14
表 10：华新收购拉法基尼日利亚的标的产能财务数据（亿元）	15
表 11：2023 年丹格特尼日利亚的盈利能力	15
表 12：公司收入与利润敏感性分析	19

逻辑简介：已走出差异化的 α 路径

公司是国内水泥龙头企业，大股东为拉法基豪瑞，是全球最大水泥公司。二股东为黄石国资委，核心管理层较为稳定。

截至 2024 年底，公司具备水泥产能 1.26 亿吨/年（含联营企业产能）、骨料 2.85 亿吨/年。作为首批走出去的水泥企业，公司已在塔吉克斯坦、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、阿曼和津巴布韦等 12 个国家布局，并已成为中亚和非洲水泥市场领军者。截至 2024 年底，公司海外累计运营及在建产能突破 2500 万吨，并进一步巩固了在非洲的发展布局。

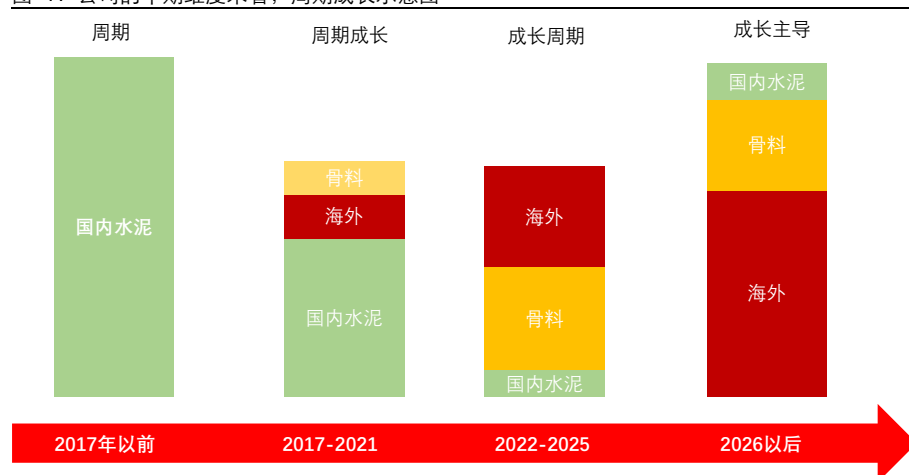
表 1：截至 2023 年末，华新水泥产能分布

水泥产能			熟料产能		
区域	产能（万吨/年）	生产线数量（条）	区域	产能（万吨/年）	生产线数量（条）
湖北	4194	26	湖北	2583	18
云南	2401	17	云南	1663	14
西藏	623	5	西藏	382	5
河南	245	1	河南	155	1
湖南	1366	6	湖南	781	5
四川	473	3	重庆	580	4
重庆	809	4	广东	155	1
广东	294	1	贵州	130	2
贵州	154	2	海外	1507	17
海外	2091	25	四川	279	2
合计	12650	90	合计	8215	69

资料来源：公司公告，长江证券研究所

从投资逻辑来看，公司属于典型的周期成长股，周期部分主要是国内水泥，目前盈利在底部；成长部分则来自海外水泥，未来跨区域市场的扩张有望不断为公司提供新的增长点，而骨料业务则盈利水平逐步企稳，中期有望公司贡献较稳态利润。相比国内水泥，公司近年的发展轨迹可谓走出了一条差异化的路径。

图 1：公司的中期维度来看，周期成长示意图



资料来源：长江证券研究所

骨料：格局溢价加持，底部位置已稳

为什么骨料不会成为下一个水泥？

需求端再认知：骨料的下游应用和水泥类似，但更聚焦在非地产领域，因此中期经济稳增长预期背景下具备更强修复动能。

从下游混凝土配方结构来看，水泥和砂石骨料是两个主要组成部分，一般来讲，单方商品混凝土需要水泥 350kg，需要砂石骨料 1800kg。2024 年全国水泥产量 18.25 亿吨，砂石骨料产量 152 亿吨，商混产量 25 亿方，基于此，我们测算认为：总量来看，水泥和砂石骨料配方是 1:8.4，且非商混领域骨料消耗系数高于商混，也即**骨料更侧重在传统非地产（如重点工程）领域，占比高达 87%**。

表 2：水泥和骨料的需求领域和结构对比拆解

水泥骨料配方系数测算		
总配比	水泥产量（亿吨）	18.25
	砂石骨料（亿吨）	152
	水泥骨料消耗比	1：8.4
商混	商混产量（亿方）	25
	对水泥的消耗系数	0.35
	对骨料的消耗系数	1.8
	对水泥的需求（亿吨）	8.75
	对骨料的需求（亿吨）	45
	水泥骨料消耗比	1：5.63
非商混	水泥需求（亿吨）	9.5
	骨料需求（亿吨）	107
	水泥骨料消耗比	1：10.7
进一步拆解水泥和骨料中的地产与非地产权重		
水泥	假设商混中的地产占比	45%
	地产用水泥（亿吨）	3.94
	地产占比水泥总量	22%
	非地产占比水泥总量	78%
骨料	地产用骨料（亿吨）	20.25
	地产占比骨料用量	13%
	非地产占比骨料总量	87%

资料来源：Wind，统计局，数字水泥网，长江证券研究所

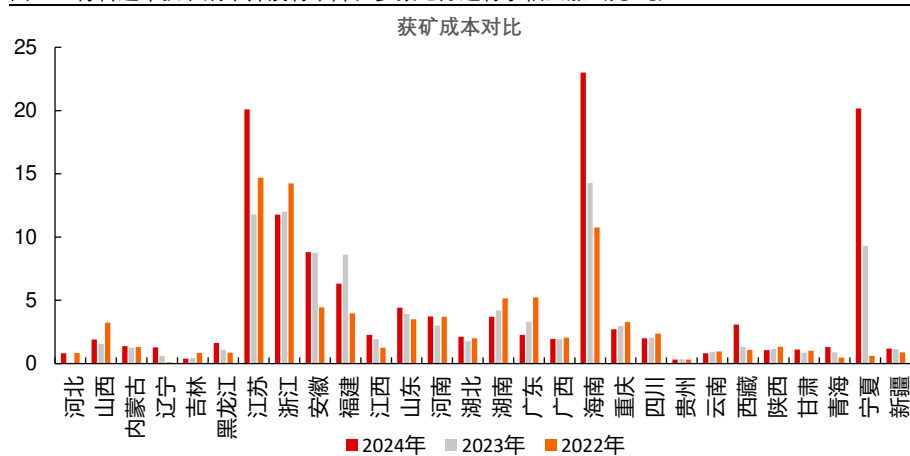
水泥和骨料需求趋势相仿，近年持续的需求下行令水泥价格持续承压，我们观察到 2024 年部分企业经营出现压力，甚至出现部分区域大面积亏损（2024 前 3 季度），令市场担心骨料也会成为下一个水泥。**我们认为，骨料不会陷入水泥的亏损困境，盈利底部边际比水泥要好，更多是基于骨料的供给格局逻辑更为占优，体现在：**

- 1、骨料单价远低于水泥，基本是客单价最低的大宗品，基于运价/货值角度来看，骨料运输半径更短，一般陆运运输半径不超过 50km，因此骨料具备更强区域定价属性；
- 2、骨料生产属于冷加工工艺，没有类似水泥熟料的高温煅烧环节，因此生产切换成本为 0，赋予企业更强的供给操作柔性；

3、骨料供给在过去十年经历较大洗牌，一方面河砂到机制砂的切换，一方面国家加大非煤矿山治理，令部分小砂石企业退出市场，同时行业也涌现一批新进入者；而此类新进入者企业在装备工艺的选择差距不大，进而导致骨料企业成本差距更多聚焦在矿山资源成本的差异和矿山资源区位布局的差异，而这部分成本差距是很难通过后续的工艺技改（水泥降本的路径之一）进行追赶。

4、骨料边际供给主要是近年投产的骨料矿企业，我们观察到虽然骨料价格近 3 年有明显下跌，但是企业获矿成本并没有下降，而获矿成本差异是企业成本差异的核心要素，因此意味着较晚进入者成本普遍较高，进而赋予行业成本曲线趋向扁平化，低成本先发布局企业有望占优，进而令行业盈利中枢维持在合理水平而不至于陷入全行业亏损。

图 2：骨料近年获矿成本并没有下降，多数地方还有小幅上涨（元/吨）



资料来源：中国砂石骨料网，长江证券研究所

公司在骨料领域优势是什么？

我们认为，公司的骨料优势主要是拿矿成本较低，布点区域较好。

公司的获矿成本较低。从骨料成本构成来看，以公司为例，原材料成本在 1-4 元/吨之间，折旧摊销在 3-7 元之间，2024 年，公司骨料吨成本为 20.5 元/吨，原材料成本占比为 18.4%。

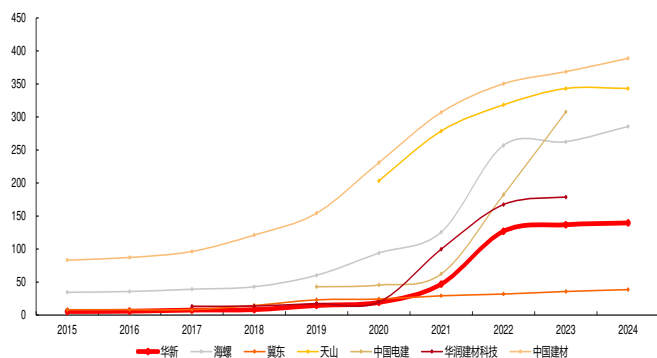
表 3：华新水泥骨料吨指标情况

	2021	2022	2023	2024
骨料销量（万吨）	3497	6579	13100	14323
吨指标				
原材料（元/吨）	1.4	1.6	2.0	3.8
燃料和动力（元/吨）	2.0	1.9	2.2	2.0
折摊（元/吨）	3.6	3.9	6.6	4.2
人力及其他（元/吨）	13.1	13.4	11.4	10.5
合计（元/吨）	20.2	20.8	22.2	20.5

资料来源：公司公告，长江证券研究所

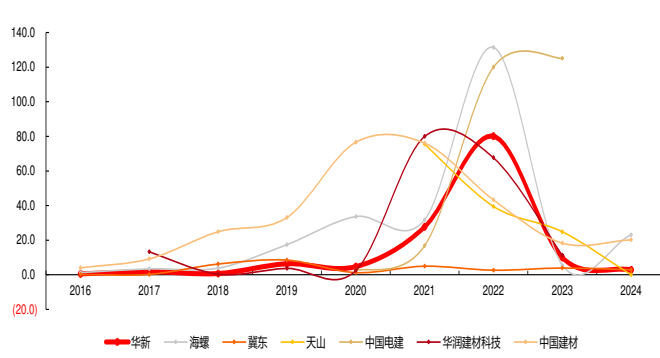
骨料同行供给投放对比：从同行业企业获矿权角度来看，2021 年至今是国内企业拿矿的高峰期，主流企业累计拿矿都在 100 亿元以上。华新和同行的拿矿投资相比并不算突出，但是华新的骨料目前产能、产量和收入遥遥领先同行，说明公司的整体获成本较低。

图 3：水泥企业采矿权原值对比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：水泥企业采矿权原值历年新增对比（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

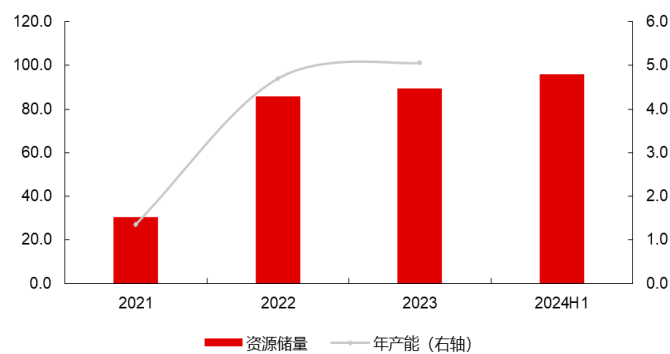
同行企业获矿成本偏高。以某央企为例，截至 2023 年底，其骨料设计产能达 **5.05 亿吨/年**，投运产能达 1.32 亿吨/年，设计产能已经成为行业龙头。我们以 2022 年底的数据进行测算，其平均获矿成本在 7 元左右，远高于华新。

表 4：某央企的获矿成本测算（截至 2022 年底）

测算	
资源储量（亿吨）	86
设计产能（亿吨）	4.69
总投资（亿元）	1004
矿权投资占比	60%
单吨矿权成本（元/吨）	7.0

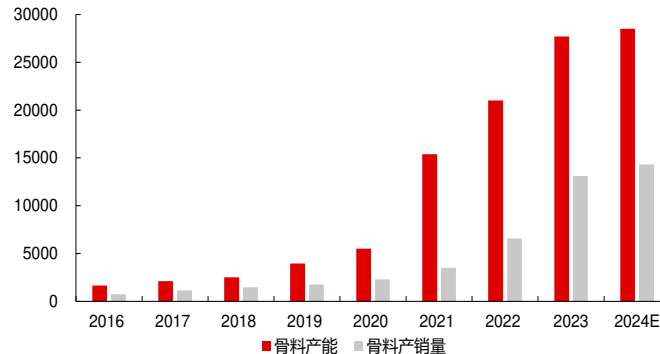
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：中国电建的骨料资源储量和产能（亿吨）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 6：华新水泥骨料的产能和销量（万吨）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

就华新而言，骨料领域产能的快速扩张主要也是 2021 年至今，产能和产量快速增长，目前成为公司第一利润曲线。截至 2024 年，公司骨料产能 2.85 亿吨，骨料销量 1.43 亿吨，成为行业的头部企业。

目前公司骨料主要集中在湖北为主，以 2023 年数据来看，公司湖北骨料产能 1.87 亿吨，占比总的骨料产能 68%。此外，云南、湖南和四川公司也有较多骨料产能布局。湖北毗邻长江，因此骨料市场的价格和长三角具备较强的联动性。

表 5：截至 2023 年底，华新水泥的骨料产能情况

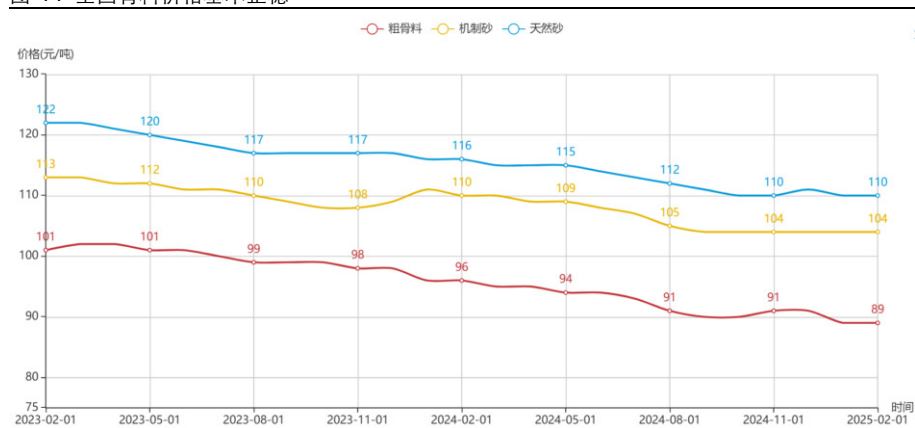
区域	产能（万吨/年）	生产线数量（条）
湖北	18684	15
云南	2330	11
重庆	1520	3
西藏	400	1
湖南	2100	5
四川	1850	2
贵州	150	1
河南	450	1
海外	172	6
合计	27656	45

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

当下骨料价格和盈利水平如何？

微观跟踪来看，骨料价格在 2024Q3 以来基本企稳，一方面是新增产能进度放缓，同时行业格局也有一定自律优化，主流企业有一定控产挺价。部分企业 2024 年骨料产能依然在增长，但是产量甚至有一定下滑。

图 7：全国骨料价格基本企稳



资料来源：中国砂石骨料网，长江证券研究所

同行骨料企业经营对比：纵观公司过往骨料布局历史，公司在此领域布局也是在 2017 年后加速的，2016-2017 年骨料收入尚低于海螺，随后步入快车道，2024 年公司骨料收入 56.4 亿元，远超过海螺，成为骨料行业的龙头；且从毛利率来看，也处于行业前列。

表 6：骨料行业同行业经营情况（亿元）

骨料收入	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
海螺水泥	0.2	1.1	2.6	3.6	7	8.1	10.2	10.3	18.2	22.3	38.6	24.9
华新水泥				2.5	5.1	8.3	10.3	11.8	20.5	30.6	53.6	56.42
天山股份									41.9	55	58.4	47.56
华润建材科技										5.6	16.2	
上峰水泥		0	0.1	0.3	1.1	1.2	4.6	5.7	6.7	7.2	4.9	
祁连山					0	0.1	0.1	0.3	0.5	0.8		
冀东水泥								9.4	9.8	11.6	14.6	18.31
宁夏建材		0	0.1	0.6	0.7	1	1.5	1.6	1.7	1.2	1.1	1.23
毛利率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
海螺水泥	30%	51%	46%	46%	64%	69%	71%	68%	66%	60%	48%	47%
华新水泥				37%	53%	64%	65%	63%	66%	55%	46%	48%
天山股份									46%	47%	44%	37%
华润建材科技										55%	54%	
上峰水泥		38%	47%		72%	73%	78%	80%	80%	79%	71%	
祁连山					68%	31%	38%	30%	35%	22%		
冀东水泥								44%	45%	39%	45%	44%
宁夏建材		-12%	-8%	31%	47%	47%	60%	55%	52%	37%	33%	34%

资料来源：Wind，长江证券研究所

海外市场：工艺成本占优，尽享区域红利

非洲市场，是极具红利的蓝海

非洲市场供需现状：2021 年非洲水泥产量约 2.2 亿吨，2010 年约 1.5 亿吨，区间复合增速约 3.4%，长周期来看非洲水泥需求具备景气支撑。非洲市场产能利用率并不高，主要是当地产能工艺及装备较落后、开窑条件受限及社会粉磨站较多等综合所致。

非洲市场远期需求测算：非洲市场城镇化率整体分化较为显著，北非西非相对较高，东非南非相对较低，基于此，不同区域水泥人均消费量也存在较大差异，西北较高国家可达 500-600kg，较低的国家如坦桑尼亚和埃塞俄比亚则不到 100kg。基于此，我们假设未来非洲地区人均消费量都对标北非(假设 550kg)，那么未来非洲水泥市场需求可达 7.7 亿吨，相比目前或有 3 倍以上的空间。

表 7：非洲目前内部不同国家的人均消费量差异

	人口 (万)	消费量(万 吨)	人均消费量(kg/ 人)
非洲整体	140000	24000	171
人均消费量较高国家(阿尔及利亚)	4440	2500	563
人均消费量较高国家(突尼斯)	1190	690	580
人均消费量较低国家(坦桑尼亚)	5930	550	93
人均消费量较低国家(埃塞俄比亚)	11500	980	85

资料来源：ZKG CEMENT，长江证券研究所

表 8：非洲和部分重点观测国家中期水泥需求测算

	人口(亿人)	目标人均消费量(kg/人)	水泥需求(亿吨)
非洲	14.0	550	7.70
埃塞俄比亚	1.2	550	0.63
坦桑尼亚	0.6	550	0.33
莫桑比克	0.3	550	0.18
刚果金	1.0	550	0.52
南非	0.6	550	0.34
赞比亚	0.2	550	0.11

资料来源：ZKG CEMENT，长江证券研究所

非洲水泥格局：非洲企业 CR10 集中度与我国类似，但考虑到非洲面积较大，因此从区域角度看，此集中度实则高于我国。龙头丹格特水泥综合销售价格常年在 700 元/吨以上，吨净利常年在 150 元/吨以上。而非洲资源成本和国内相比并未高出很多，因此国内企业进入非洲，从工艺装备到技术管理等都具备得天独厚优势。

[illegible]

资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

公司相比于同行，在海外扩张的优势体现在：1、公司大股东为拉豪，在全球很多国家具备城市的市场积累，因此在市场开拓方面可以为公司进行一定引流；2、公司具备自身的装备公司，因此可以选择轻资产的扩张，通过并购的方式在海外市场进行破局，然后依托自身的装备和工艺配套能力进行技改，进而实现标的公司的工艺技术优化和成本的显著的降低。

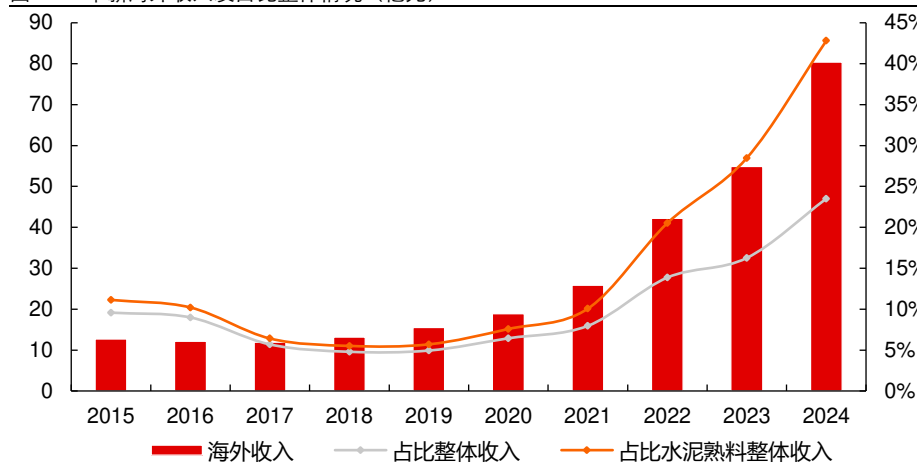
A diagram with a central red circle labeled "水泥" (Cement). Surrounding it are five colored segments, each representing a different application of cement: "环保" (Environmental Protection) in green, "骨料" (Bone Material) in orange, "装备与工程" (Equipment and Engineering) in teal, "新型建筑材料" (New Building Materials) in red, and "混凝土" (Concrete) in grey.

资料来源：公司网站，长江证券研究所

资料来源：公司网站，长江证券研究所

请阅读最后评级说明和重要声明

图 11：华新海外收入及占比整体情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司早年在海外市场布局如中亚和东南亚，更多是新建产线为主，当前的海外布局重心转向非洲，且主要采取并购的方式切入，一方面，并购切入一定程度可减少对当地市场产能冲击，同时，并购市场投资成本相对较低，公司在此基础上再进行产能的工艺技术优化，实现盈利能力的大幅提升，也可提升公司的整体 ROE 水平。

表 9：华新水泥目前海外产线明细

国家	企业名称	熟料产能 (t/d)	熟料产能 (万吨)	备注
塔吉克斯坦	华新水泥塔吉克斯坦索格特水泥有限公司	3400	105.4	已投产
塔吉克斯坦	华新亚湾水泥有限公司	3400	105.4	已投产
乌兹别克斯坦	华新水泥（吉扎克）有限责任公司	5000	155	已投产，一期
吉尔吉斯	吉尔吉斯南方水泥	3000	93	2021 年收购得来
尼泊尔	华新纳拉亚尼水泥有限公司	2800	86.8	已投产
柬埔寨	柬埔寨卓雷丁水泥有限公司	3400	105.4	已投产
赞比亚	赞比亚、马拉维水泥	3000	93	2021 年收购得来
坦桑尼亚	马文尼石灰石有限公司	4000	124	2019 年并购后改造投产
阿曼	阿曼水泥企业	3000+5000	240	2022 年收购得来
莫桑比克	莫桑比克水泥公司 96%的股权	3000	93	2023 年 6 月协议签署，新产线 24 年 11 月点火
南非	Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd.	3300	240	2023 年 6 月收购，12 月交割
坦桑尼亚	坦桑尼亚产线	4000	124	2022 年 7 月开工建设，24 年 1 月投产
尼日利亚	拉法基非洲有限公司	19361	707	收购中

资料来源：Wind，公司公告，卓创资讯，长江证券研究所

尼日利亚产能大并购，中期经营弹性可期

2024 年，公司公告拟 8.38 亿美元收购位于尼日利亚的拉法基非洲公司控股权，也是公司在北方成熟市场的一个重大突破。标的公司产能 1060 万吨，2024 年前 3 季度净利润 2.4 亿元（贬值因素），此也是近年行业最大一笔并购，后续并表有望提供较大盈利弹性。标的公司目前盈利水平不高，若对标同行，标的资产盈利或有 3 倍改善空间。

表 10：华新收购拉法基尼日利亚的标的产能财务数据（亿元）

项目	2023 年/2023 年 12 月 31 日	2024 年 1-9 月/2024 年 9 月 30 日
营业收入	44.4	23.9
税前利润	7.9	3.9
净利润	5.0	2.4
其他综合收益税后净额	-31.9	-15.6
综合收益总额	-26.9	-13.3
总资产	67.4	35.5
总负债	22.5	15.2
股东权益	44.8	20.3

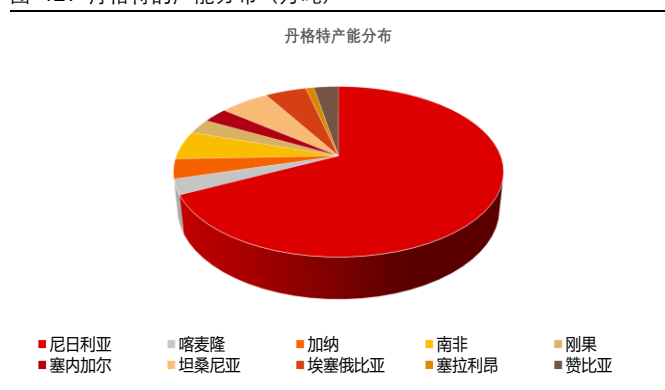
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 11：2023 年丹格特尼日利亚的盈利能力

指标	单位	指标	单位
销量	16392 千吨	16392	千吨
收入	1,297,639 百万尼日利亚元	181669	百万美元
ebitda	650,311 百万尼日利亚元	91044	百万美元
吨指标情况			
吨收入	791.6 百万尼日利亚元/吨	111	美元/吨
吨 ebitda	396.7 百万尼日利亚元/吨	56	美元/吨
ebitda 率	50%	50%	

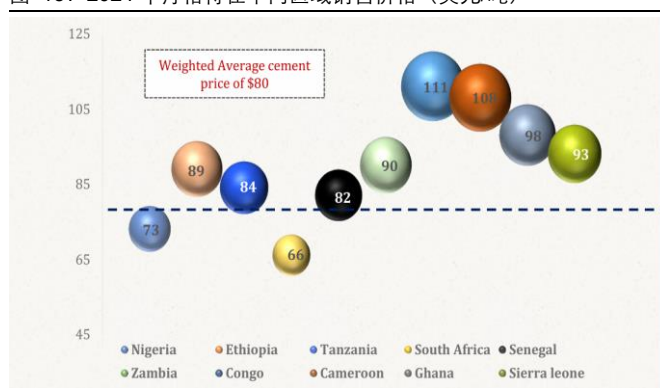
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 12：丹格特的产能分布（万吨）



资料来源：丹格特，长江证券研究所

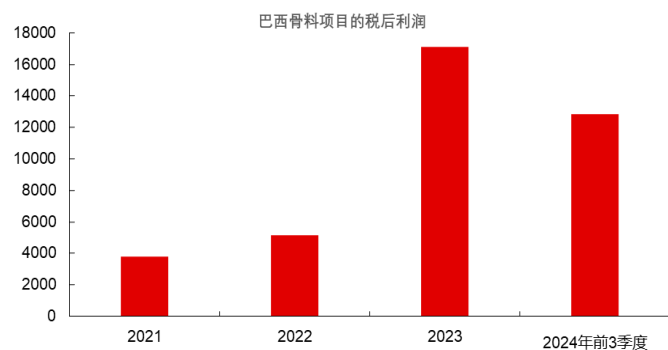
图 13：2024 年丹格特在不同区域销售价格（美元/吨）



资料来源：丹格特，长江证券研究所

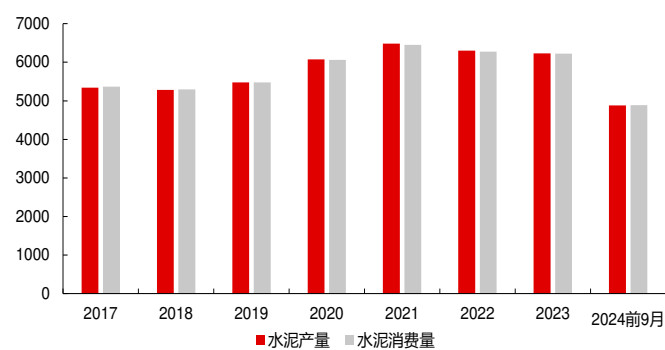
巴西市场也是外延的一个重点区域。2024 年，公司公告收购巴西某骨料企业，总代价约 1.866 亿美元。标的公司在巴西圣保罗州拥有四座骨料工厂，总产能共计 880 万吨/年（2023 年实际产量 620 万吨）。四座骨料工厂资源储量丰富。我们测算公司 23 年吨净利为 27.6 元。2022 年、2023 年税后利润分别为 516、1713 万美元；巴西目前经济增长整体较为强劲，建材类需求较为旺盛，公司选择巴西市场扩展，是南美市场的首棋，未来期待更多南非市场扩展项目落地。

图 14：公司收购的巴西骨料项目的税后利润（千美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 15：巴西水泥产销量（万吨）



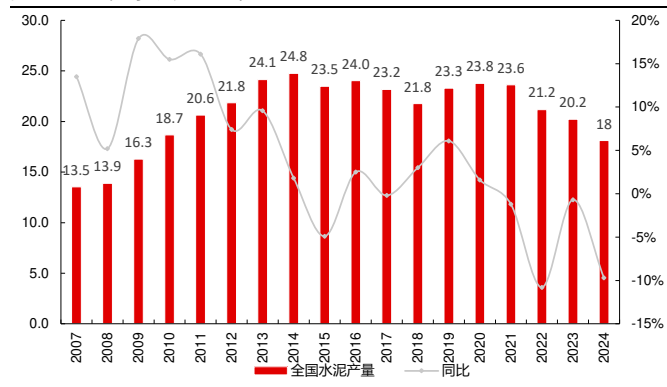
资料来源：snic，长江证券研究所

国内水泥：供给逻辑加持，底部的右侧拐点

2024 全行业盈利筑底，跌破历史周期

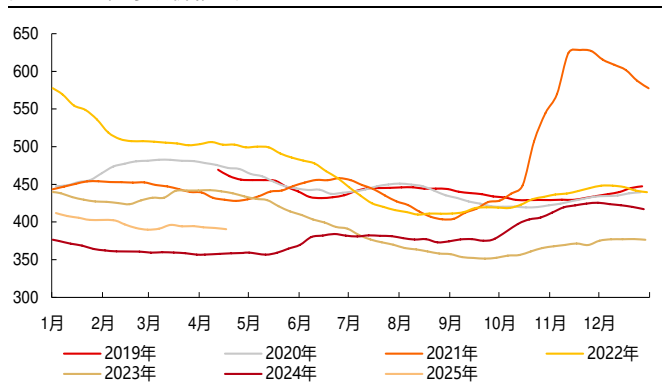
2024 年全国水泥产量 18.25 亿吨，同比下降 9.7%。需求承压之下，尽管全国多地主动加大错峰停窑限产力度，但供给限产调控措施未能有效适应市场波动，全行业盈利陷入低迷状态，不少企业纷纷陷入亏损，整体盈利跌破 2015 年底部水平。

图 16：全国水泥产量（亿吨）



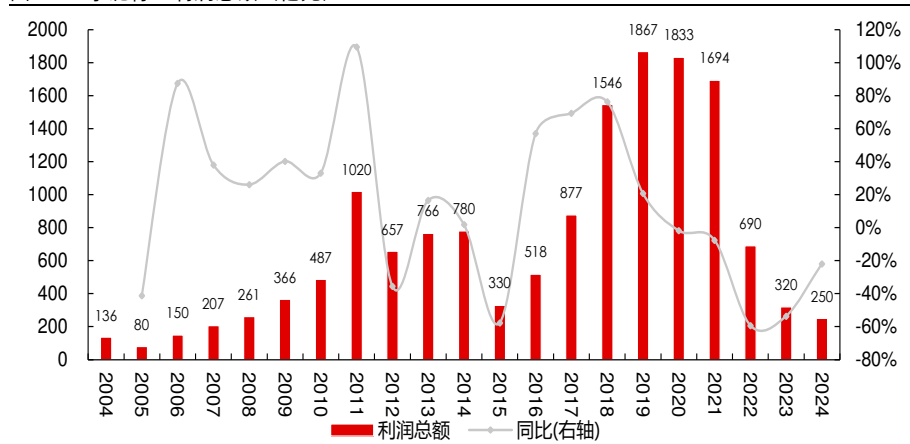
资料来源：Wind，数字水泥网，长江证券研究所

图 17：全国水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

图 18：水泥行业利润总额（亿元）

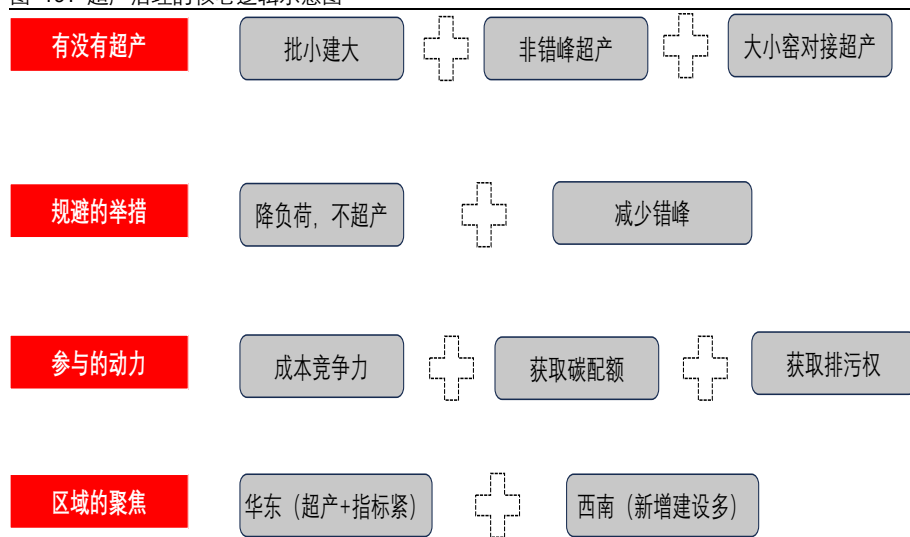


资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

供给赋能叠加需求弱复苏，国内拐点或至

就供给端来看，当下行业推动的超产治理，拉开配额生产第一步，进而实现供给一定程度上出清。2024 年 11 月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，核心思路是推动备案产能与实际产能统一，对于实际产能大于备案产能合规生产线，可补指标解决，基于此，我们判断行业供给端可能有部分产能因此而出现实质性出清，而湖北市场在超产的界定上则走在全国前列。

图 19：超产治理的核心逻辑示意图



资料来源：长江证券研究所

此外，全球贸易冲突升级下，市场对国内基建稳增长升温，全年投资增速预期或上修，叠加价格同比要高（协同错峰强化）和成本端贡献（煤价下行）双向贡献，进一步，在超产治理背景叠加盈利低基数下，预计 25Q1-Q3 业绩均有显著正增长，全年盈利中枢上移可期。

综上，整体来看，预计 2025-2026 年业绩 26、31 亿元，对应 PE 为 10.3、8.5 倍，买入评级。

风险提示

1、需求复苏不及预期。地产端前端指标尤其新开工目前显著承压，对水泥需求形成较大拖累，后续基建稳增长弹性需要观察。

2、供给协同较弱。协同更多是基于自律角度出发，中小企业的配合度存在不确定性，如果部分民企参与协同不积极，可能会对价格形成一定冲击。

3、骨料等外延进度缓慢。骨料业务资源属性较强，盈利能力较高，公司前几年通过一系列布局已经初步具备规模。未来公司仍会进行一系列的扩张，但是进度和业绩弹性尚需观察。

4、海外市场项目进度和汇率波动。海外市场主要靠项目并购和技改带来增量，存在一定的不确定性，同时海外的价格和汇率存在一定波动，可能对企业的经营弹性带来一定不确定性。

5、盈利预测不及预期的风险。公司在海外市场仍处于持续布局阶段，产销进度存在不确定性，因此存在盈利预测不及预期的风险。在对公司进行盈利测算和价值分析时，我们基于行业情况和公司公开信息做了一系列的假设。我们认为，基准情形下，伴随后续公司的海外产能秩序爬坡，价格保持基本稳定。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 342.2 亿元、363.9 亿元、403.8 亿元，对应增速分别为 1.4%、6.3%、11%；预计 2024-2026 归母净利润分别为 24.2 亿元、26.1 亿元、31.4 亿元，对应增速分别为-12.5%、7.9%、20.6%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观情形下，若海外市场拓展较为缓慢等，公司盈利增速或不及预期。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 342.2 亿元、350 亿元、385 亿元，对应增速分别为 1.4%、2.3%、10%；预计 2024-2026 归母净利润分别为 24.2 亿元、25 亿元、28 亿元，对应增速分别为-12.5%、3.5%、12%。

表 12：公司收入与利润敏感性分析

单位（百 万）	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	34217	36390	40375	34217	35000	38500
—YOY	1.4%	6.3%	11.0%	1.4%	2.3%	10.0%
毛利率	24.7%	27.2%	28.8%	24.7%	26.5%	27.0%
归母净利润	2416	2606	3143	2416	2500	2800
—YOY	-12.5%	7.9%	20.6%	-12.5%	3.5%	12.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	34217	36390	40375	42381	货币资金	6809	9260	13949	18353
营业成本	25771	26507	28748	29723	交易性金融资产	32	32	32	32
毛利	8447	9883	11627	12657	应收账款	2970	2084	3523	2363
%营业收入	25%	27%	29%	30%	存货	3058	3569	3618	3813
营业税金及附加	809	910	1009	1060	预付账款	315	530	575	594
%营业收入	2%	3%	3%	3%	其他流动资产	2608	2188	2968	2412
销售费用	1500	1565	1817	1907	流动资产合计	15792	17663	24665	27567
%营业收入	4%	4%	5%	5%	长期股权投资	585	585	585	585
管理费用	1880	2001	2342	2331	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	6%	6%	6%	固定资产合计	28408	28237	27995	27683
研发费用	239	364	606	636	无形资产	15080	15080	15080	15080
%营业收入	1%	1%	2%	2%	商誉	1209	1209	1209	1209
财务费用	686	399	301	113	递延所得税资产	833	833	833	833
%营业收入	2%	1%	1%	0%	其他非流动资产	7606	7606	7606	7606
加: 资产减值损失	-81	-200	-200	-200	资产总计	69513	71213	77972	80563
信用减值损失	-91	0	0	0	短期贷款	297	297	297	297
公允价值变动收益	11	0	0	0	应付款项	7744	6982	8989	7524
投资收益	80	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	4224	4444	5353	6411	应付职工薪酬	281	212	230	238
%营业收入	12%	12%	13%	15%	应交税费	756	728	808	848
营业外收支	-112	-30	-30	-30	其他流动负债	9091	8472	9295	8708
利润总额	4112	4414	5323	6381	流动负债合计	18169	16691	19618	17614
%营业收入	12%	12%	13%	15%	长期借款	9599	9599	9599	9599
所得税费用	1158	1236	1490	1787	应付债券	2446	2446	2446	2446
净利润	2953	3178	3833	4594	递延所得税负债	1109	1109	1109	1109
归属于母公司所有者的净利润	2416	2606	3143	3767	其他非流动负债	3292	3292	3292	3292
少数股东损益	537	572	690	827	负债合计	34615	33137	36064	34060
EPS (元)	1.16	1.25	1.51	1.81	归属于母公司所有者权益	30291	32897	36040	39807
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	4606	5178	5868	6695
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	34898	38076	41908	46503
经营活动现金流净额	5977	5152	7390	7105	负债及股东权益	69513	71213	77972	80563
取得投资收益收回现金	49	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-72	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-4096	-2030	-2030	-2030	每股收益	1.16	1.25	1.51	1.81
其他	447	0	0	0	每股经营现金流	2.88	2.48	3.55	3.42
投资活动现金流净额	-3672	-2030	-2030	-2030	市盈率	10.43	10.30	8.54	7.12
债券融资	-1519	0	0	0	市净率	0.83	0.82	0.74	0.67
股权融资	446	0	0	0	EV/EBITDA	4.77	5.37	4.18	3.23
银行贷款增加 (减少)	628	0	0	0	总资产收益率	3.5%	3.7%	4.0%	4.7%
筹资成本	-2606	-671	-671	-671	净资产收益率	8.0%	7.9%	8.7%	9.5%
其他	1578	0	0	0	净利率	7.1%	7.2%	7.8%	8.9%
筹资活动现金流净额	-1472	-671	-671	-671	资产负债率	49.8%	46.5%	46.3%	42.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	833	2451	4689	4404	总资产周转率	0.49	0.52	0.54	0.53

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。