

全球化布局加速，一体化战略拓展

华泰研究

深度研究

2025年7月21日 | 中国内地/中国香港

水泥

公司是国内水泥企业的出海先锋，我们认为公司全球化布局持续深化，并通过收购巴西骨料项目将一体化战略拓展至全球，我们看好海外业务和非水泥业务的扩张带动公司规模和盈利进一步增长，A/H 均维持“买入”。

国内水泥行业产能出清待加码，公司成本和技术优势突出

我们认为当前国内水泥行业处在整体需求下滑而产能出清待加码的阶段，但公司具备三大核心看点：1) 深耕长江经济带和西部开发重点区域，雅鲁藏布江下游水电工程及三峡水运新通道等重大项目有望支持区域需求；2) 原料自供比例高，25年以来煤炭价格同比明显下降，成本端改善趋势明显；3) 能效及环保工艺行业领先。据公司年报，24年公司国内熟料综合能耗 94.03kgce/t，吨熟料温室气体排放强度 809kg/t，均领先于同行业。随着水泥行业环保及排放要求趋严，公司在能效及环保上的优势有望逐步体现。

海外并购扩张提速，收入和盈利占比持续提升

近年来公司海外水泥业务加速扩张，海外水泥产能由 18 年的 390 万吨增长至 24 年的 2370 万吨，CAGR 达 35.1%。同时，非洲水泥销量占比提升带动公司海外水泥单价提升，据公司业绩演示材料，18-24 年公司境外 EBITDA 由 5.8 亿元增长至 23.7 亿元，CAGR 达 26.4%，境外 EBITDA 占比由 6.3% 持续提升至 27.2%，我们预计境外业务收入和利润占比有望进一步提升。

全产业链一体化战略持续推进，骨料规模和区位优势显著

16-24 年公司非水泥熟料业务收入由 16.1 亿元持续增长至 154.3 亿元，收入和毛利占比由 11.9%/13.6% 提升至 45.1%/48.0%，其中骨料是公司近年来盈利增长的重要驱动之一（16-24 年收入/毛利 CAGR+47.8%/+52.4%）。24 年公司骨料业务收入 56.4 亿元，在 A 股上市水泥公司中排名前列，具备较强规模优势；同时，由于公司骨料布局时间较早，拿矿成本较低，因此公司骨料业务盈利能力也位于同行前列，未来骨料产能释放有望带动公司整体规模和盈利能力进一步改善。

我们与市场观点不同之处

市场普遍认可海外业务是公司未来的重要增长点，但关注点更多在产能规模和利润增速上，我们认为公司海外水泥业务的领先优势主要体现在：1) 股东和机制优势：公司为混合所有制企业，依托 Holcim 集团在海外的布局，公司在海外水泥项目的获取上具备先发优势；2) 规模和区域布局：公司在海外布局区域远超国内其他公司，分散化的布局帮助公司拓展更多的市场且避免单一区域的产能过剩及汇率等风险；3) 通过并购显著缩短市场进入周期并快速获取成熟产能，同时公司并购后通过技改明显提升生产效率；4) 优先布局水泥价格较高盈利较好的区域，有望充分受益于当地发展红利。

盈利预测与估值

考虑煤炭等成本端持续下降，我们小幅下调公司水泥吨成本假设，上调公司 25-27 年 EPS 至 1.23/1.50/1.64 元（前值 1.19/1.47/1.55 元）。我们看好海外业务和非水泥业务的扩张带动公司规模和盈利进一步增长，给予华新水泥-A 目标价 17.71 元（前值 15.11 元），基于 14.4x25 年 PE（前值基于 12.7x），估值相比可比公司溢价 10%，基于更快的海外产能增速；华新水泥-H 目标价 13.25 港元（前值 11.26 港元），基于 9.8x25 年 PE（前值基于 8.8x），H-A 折价率 32%（前值 31%），与水泥公司 H-A 平均折价率一致，我们看好公司在出海发展和节能降碳方面的领先优势，A/H 均维持“买入”。

风险提示：需求下降超预期，水泥行业的竞争弱于我们预期。

	6655 HK	600801 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 13.25	人民币: 17.71

方晏荷 研究员
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

王玺杰 研究员
SAC No. S0570524110002 wangxijie@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

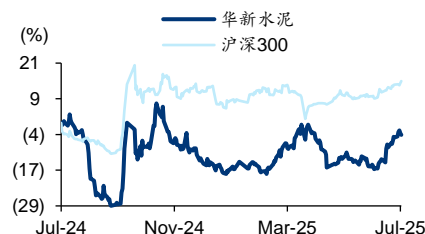
黄颖 研究员
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

樊星辰 研究员
SAC No. S0570525040003 fanxingchen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	6655 HK	600801 CH
目标价	13.25	17.71
收盘价(截至7月18日)	10.02	13.10
市值(百万)	20,832	27,235
6个月平均日成交额(百万)	11.85	128.85
52周价格范围	6.31-11.40	10.10-15.20
BVPS	14.66	14.66

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	34,217	36,733	39,663	41,282
+/-%	1.36	7.35	7.98	4.08
归属母公司净利润(百万)	2,416	2,562	3,116	3,413
+/-%	(12.52)	6.04	21.61	9.55
EPS(最新摊薄)	1.16	1.23	1.50	1.64
ROE(%)	8.16	8.24	9.46	9.73
PE(倍)	11.27	10.63	8.74	7.98
PB(倍)	0.90	0.85	0.80	0.75
EV EBITDA(倍)	2.08	2.07	1.75	1.34
股息率(%)	3.51	3.76	4.58	5.01

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

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	15,220	15,792	13,355	13,626	14,838
现金	5,849	6,809	3,673	3,966	4,546
应收账款	2,259	2,970	2,908	2,969	3,147
其他应收账款	747.27	1,238	893.20	1,407	987.05
预付账款	417.88	314.89	471.75	377.64	506.41
存货	3,463	3,058	3,899	3,462	4,119
其他流动资产	2,483	1,403	1,510	1,444	1,533
非流动资产	53,581	53,721	54,885	56,263	56,267
长期投资	512.86	584.75	615.41	657.14	725.21
固定投资	27,740	28,398	28,529	28,549	27,558
无形资产	15,958	15,080	16,458	18,042	19,359
其他非流动资产	9,370	9,658	9,282	9,015	8,625
资产总计	68,800	69,513	68,240	69,889	71,105
流动负债	18,934	18,169	16,414	15,651	16,335
短期借款	644.33	296.81	1,468	741.78	296.81
应付账款	7,827	7,744	8,868	8,709	9,393
其他流动负债	10,463	10,128	6,078	6,200	6,645
非流动负债	16,571	16,446	14,753	14,381	11,988
长期借款	8,623	9,599	7,906	7,533	5,140
其他非流动负债	7,948	6,847	6,847	6,847	6,847
负债合计	35,505	34,615	31,166	30,032	28,322
少数股东权益	4,362	4,606	5,176	5,869	6,628
股本	2,079	2,079	2,079	2,079	2,079
资本公积	1,586	1,580	1,580	1,580	1,580
留存公积	25,815	27,130	29,009	31,294	33,797
归属母公司股东权益	28,933	30,291	31,897	33,988	36,155
负债和股东权益	68,800	69,513	68,240	69,889	71,105

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	6,236	5,977	7,604	7,225	8,894
净利润	3,218	2,953	3,132	3,809	4,172
折旧摊销	3,796	3,905	3,403	3,783	4,147
财务费用	698.52	686.48	504.79	512.99	540.87
投资损失	(59.29)	(79.88)	(52.10)	(63.75)	(65.24)
营运资金变动	(1,205)	(1,029)	919.28	(520.65)	389.26
其他经营现金	(212.93)	(458.87)	(302.83)	(295.01)	(290.70)
投资活动现金	(6,454)	(3,672)	(4,114)	(4,697)	(3,685)
资本支出	(4,850)	(4,535)	(4,282)	(4,815)	(3,718)
长期投资	6.80	613.77	(30.66)	(41.73)	(68.07)
其他投资现金	(1,611)	249.02	198.24	160.13	101.46
筹资活动现金	(951.75)	(1,472)	(6,626)	(2,235)	(4,629)
短期借款	50.92	(347.53)	1,171	(726.07)	(444.98)
长期借款	1,341	975.75	(1,693)	(372.22)	(2,393)
普通股增加	(17.60)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(389.87)	(5.53)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,936)	(2,095)	(6,104)	(1,137)	(1,791)
现金净增加额	(1,246)	848.92	(3,136)	293.03	579.75

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	33,757	34,217	36,733	39,663	41,282
营业成本	24,741	25,771	27,494	29,091	29,959
营业税金及附加	744.93	809.48	869.00	938.32	976.60
营业费用	1,519	1,500	1,610	1,738	1,809
管理费用	1,819	1,880	2,018	2,179	2,268
财务费用	698.52	686.48	504.79	512.99	540.87
资产减值损失	(137.93)	(80.73)	(86.67)	(93.58)	(97.40)
公允价值变动收益	(36.44)	11.05	11.05	11.05	11.05
投资净收益	59.29	79.88	52.10	63.75	65.24
营业利润	4,352	4,224	4,472	5,414	5,920
营业外收入	62.79	29.63	29.63	29.63	29.63
营业外支出	88.04	141.51	141.51	141.51	141.51
利润总额	4,326	4,112	4,360	5,302	5,809
所得税	1,108	1,158	1,228	1,494	1,636
净利润	3,218	2,953	3,132	3,809	4,172
少数股东损益	455.98	537.19	569.62	692.72	758.84
归属母公司净利润	2,762	2,416	2,562	3,116	3,413
EBITDA	8,712	8,634	7,974	9,261	10,084
EPS (人民币, 基本)	1.33	1.16	1.23	1.50	1.64

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.79	1.36	7.35	7.98	4.08
营业利润	8.18	(2.93)	5.88	21.07	9.35
归属母公司净利润	2.34	(12.52)	6.04	21.61	9.55
获利能力 (%)					
毛利率	26.71	24.69	25.15	26.65	27.43
净利率	9.53	8.63	8.53	9.60	10.11
ROE	9.80	8.16	8.24	9.46	9.73
ROIC	8.61	8.01	7.83	9.15	10.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.61	49.80	45.67	42.97	39.83
净负债比率 (%)	44.62	38.39	30.67	26.04	16.26
流动比率	0.80	0.87	0.81	0.87	0.91
速动比率	0.52	0.65	0.51	0.58	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.49	0.53	0.57	0.59
应收账款周转率	18.54	13.09	12.50	13.50	13.50
应付账款周转率	3.06	3.31	3.31	3.31	3.31
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.33	1.16	1.23	1.50	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	3.00	2.88	3.66	3.48	4.28
每股净资产(最新摊薄)	13.92	14.57	15.34	16.35	17.39
估值比率					
PE (倍)	9.86	11.27	10.63	8.74	7.98
PB (倍)	0.94	0.90	0.85	0.80	0.75
EV EBITDA (倍)	2.21	2.08	2.07	1.75	1.34



正文目录

投资要点	6
核心观点	6
我们与市场观点不同之处	7
水泥行业盈利同比修复，产能出清仍待加码	8
国内水泥业务：聚焦核心区域，成本与技术优势双轮驱动	12
看点 1：深耕长江经济带和西部开发重点区域，重大项目经验丰富	12
看点 2：原材料自供比例较高，成本端改善趋势明显	14
看点 3：能效及环保工艺行业领先，政策驱动下技术优势逐步体现	15
海外水泥业务：并购扩张提速，掘金非洲高增长	17
海外产能规模快速扩张，布局国家数量行业领先	17
通过并购快速打入市场，聚焦水泥价格较高的经济高增长区域	19
海外水泥单价及吨毛利显著高于国内，海外利润占比持续提升	21
非水泥业务：全产业链一体化布局，规模和区位优势显著	24
盈利预测与估值分析	29
风险提示	33

图表目录

图表 1：PO42.5 散装水泥出厂价格走势	8
图表 2：全国重点水泥企业库容比	8
图表 3：2022 年以来全国分区域水泥均价	8
图表 4：全国水泥当月产量及同比增速	9
图表 5：分年度水泥出货率	9
图表 6：秦皇岛动力煤市场均价	9
图表 7：分年度水泥煤炭价差	9
图表 8：水泥行业碳排放来源	10
图表 9：全国碳市场碳排放权(CEA)价格	11
图表 10：水泥行业供需平衡表	11
图表 11：2024 全国水泥熟料产能 TOP10	12
图表 12：华新水泥国内熟料产能省市分布	12
图表 13：公司国内外水泥熟料销量及占比	12
图表 14：公司国内外水泥熟料收入及占比	12
图表 15：公司国内水泥熟料销售均价和全国/中南/西南水泥均价对比	13
图表 16：公司国内水泥分区域销量及均价（2023 年）	13
图表 17：三峡水运新通道总体示意图	14
图表 18：公司水泥业务成本构成	14
图表 19：公司主要原材料采购量及采购均价	14

图表 20: 公司国内水泥熟料吨成本及吨售价	15
图表 21: 公司国内水泥熟料吨毛利及毛利率	15
图表 22: 主要上市公司吨熟料综合能耗 (2024)	15
图表 23: 吨熟料温室气体排放强度 (2024)	15
图表 24: 华新水泥降碳路线图	16
图表 25: 华新水泥熟料燃料替代率	16
图表 26: 公司海外水泥及熟料产能	17
图表 27: 公司海外水泥产能分布 (2024 年)	17
图表 28: 中国水泥公司海外投产熟料产能排行榜 (2024 年)	17
图表 29: 公司海外产线区域及获取方式	19
图表 30: 公司非洲布局主要区域 GDP 增速	19
图表 31: 公司非洲布局主要人口增速	19
图表 32: 全球水泥需求增速预测 (2024-2030)	20
图表 33: 全球不同区域水泥市场的中国制造商占比	20
图表 34: 公司拟收购尼日利亚标的公司财务数据	20
图表 35: 全球水泥价格行情地图 (2024 年)	21
图表 36: 公司海外布局区域水泥均价及同比增速 (2024 年)	21
图表 37: 公司海外及国内水泥熟料单价及单吨成本	22
图表 38: 公司海外及国内水泥熟料单吨毛利对比	22
图表 39: 公司海外业务 EBITDA 及占比	22
图表 40: 公司境外分部收入及净利润	22
图表 41: Oman Cement Company SAOG 主要财务指标	23
图表 42: 公司非水泥熟料业务收入及占比	24
图表 43: 2024 年公司各业务收入占比	24
图表 44: 公司非水泥熟料业务毛利及占比	24
图表 45: 2024 年公司各业务毛利占比	24
图表 46: 公司混凝土产能	25
图表 47: 公司混凝土产能区域分布 (2023 年)	25
图表 48: 公司混凝土销量	25
图表 49: 公司混凝土业务收入及收入占比	25
图表 50: 公司混凝土业务单价及单方成本	26
图表 51: 公司混凝土业务单方毛利及毛利率	26
图表 52: 公司骨料产能	26
图表 53: 公司骨料产能区域分布 (2024 年)	26
图表 54: 公司骨料销量	27
图表 55: 公司骨料业务收入及收入占比	27
图表 56: 公司骨料业务吨售价及吨成本	27
图表 57: 公司骨料业务吨毛利率及毛利率	27
图表 58: 公司骨料成本构成 (2024 年)	28
图表 59: 新设砂石矿权成交价格 (2024 年)	28



图表 60: 主要水泥公司骨料收入对比 (2024 年)	28
图表 61: 主要水泥公司骨料毛利率对比	28
图表 62: 公司煤炭采购量及采购均价	30
图表 63: 煤炭采购价格变化对公司水泥吨成本影响测算	30
图表 64: 公司主要业务核心数据及假设	31
图表 65: 公司核心财务数据假设	31
图表 66: 公司归母净利相对于水泥价格和骨料价格敏感性测算	32
图表 67: 可比公司估值表	32
图表 68: 华新水泥 PE-Bands	33
图表 69: 华新水泥 PB-Bands	33

投资要点

华新水泥是国内水泥行业的龙头企业以及出海先锋,根据水泥网熟料产能百强榜,截至 2024 年底,公司在中国水泥企业熟料产能全球排行中位居第四,其中国内熟料产能位列全国第六,海外熟料产能排名全国第三,我们认为公司全球化布局持续深化,并通过收购巴西骨料项目将一体化战略拓展至全球,我们看好海外业务和非水泥业务的扩张带动公司规模和盈利进一步增长。

核心观点

国内水泥业务深耕长江经济带和西部开发重点区域,成本和技术优势突出。我们认为当前国内水泥行业处在整体需求下滑而产能出清仍待加码的阶段,但公司具备三大核心看点:**1) 深耕长江经济带和西部开发重点区域,重大项目经验丰富。**据水泥网,24 年公司熟料产能位列全国第 6 位,其中中南和西南为公司的核心产能区域,据数字水泥网,25 年前 6 月中南和西南水泥均价分别为 381 /364 元/吨,同比+7.1%/+14.2%,同比涨幅均高于全国,雅鲁藏布江下游水电工程及三峡水运新通道等重大项目有望支持区域需求;**2) 原料自供比例高,成本端改善趋势明显。**20-24 年公司原材料吨成本由 29 元下降至 23 元,22-24 年燃料和动力吨成本由 155 元下降至 129 元,25 年以来煤炭价格延续下行,我们测算若 25 年煤炭采购价格同比下降 25%,对应水泥吨成本相比 24 年有望下降 18 元;**3) 能效及环保工艺行业领先。**据公司年报,24 年公司国内熟料综合能耗 94.03kgce/t,吨熟料温室气体排放强度 809kg/t,均领先于同行业。24 年公司达到标杆水平的熟料窑线 31 条,占比达到 63%,随着水泥行业环保及排放要求趋严,公司在能效及环保上的优势有望逐步体现。

我们认为海外水泥业务有望成为公司的重要增长驱动,且公司海外布局具备领先优势。近年来公司海外水泥业务加速扩张,海外水泥产能由 18 年的 390 万吨增长至 24 年的 2370 万吨,期间 CAGR 达 35.1%。由于非洲水泥价格显著高于中亚,非洲水泥销量占比提升带动公司海外水泥单价提升,18-24 年公司海外水泥熟料单价由 375 元/吨提升至 481 元/吨,单吨毛利则维持在 160-210 元/吨区间,海外单吨毛利显著高于国内且相对稳定,我们认为海外水泥有望成为未来公司利润的主要增长点。据公司业绩演示材料,18-24 年公司境外 EBITDA 由 5.8 亿元增长至 23.7 亿元,期间 CAGR 达 26.4%,境外 EBITDA 占比由 6.3%持续提升至 27.2%,24 年境外分部净利润占比达 41.1%,我们预计未来境外业务收入和利润占比有望进一步提升。

全产业链一体化战略持续推进,非水泥业务收入和利润占比有望进一步提升。16-24 年公司非水泥熟料业务收入由 16.1 亿元持续增长至 154.3 亿元,收入和毛利占比由 11.9%/13.6%提升至 45.1%/48.0%,其中骨料业务毛利占比较高,是公司近年来盈利增长的重要驱动之一。18-21 年公司骨料毛利率保持在 60%以上,虽然 21 年以来受价格影响公司骨料吨毛利和毛利率有所下降,但毛利率仍显著高于公司其他业务。截至 24 年底公司骨料产能达 2.85 亿吨,其中超过 60%集中于湖北地区,而据砂石骨料网,湖北砂石矿山储量居全国前列,且获矿成本仅约 1.4 元/吨,显著低于全国平均水平,因此公司整体拿矿成本相对较低。我们认为公司骨料布局时间较早,拿矿成本较低,具备规模和区域优势,因此公司骨料业务盈利能力也位于同行前列,未来骨料产能释放有望带动公司整体规模和盈利能力进一步改善。

我们与市场观点不同之处

市场普遍认可海外业务是公司未来的重要增长点，但关注点更多在产能规模和利润增速上，但我们认为发展思路和战略规划同样重要，我们认为公司海外水泥业务的领先优势主要体现在：**1) 股东和机制优势**：公司为混合所有制企业，第一大股东为全球水泥龙头之一 Holcim（截至 25H1 持股 21.7%），第二大股东华新集团（截至 25H1 持股 16.3%）实控人为黄石市国资委，兼具外资和国资的资源优势，尤其是依托 Holcim 集团在海外的布局，公司在海外水泥项目的获取上具备先发优势；**2) 规模和区域布局**：根据水泥网，公司在 24 年中国水泥公司海外投产熟料产能排行榜中位列第三，作为首批走出去的中国水泥企业之一，公司已在海外 12 个国家布局水泥业务，布局区域远超国内其他公司，分散化的布局一方面能够帮助拓展更多的市场，另一方面有助于避免单一区域过度集中造成的竞争加剧风险；**2) 通过并购显著缩短市场进入周期并快速获取成熟产能**：18 年以来公司主要并购新增海外产能，以此能够快速依托现有的供应链及渠道打通当地市场，并通过技改进一步提升原产线的盈利能力。同时，相比于新建，并购未在当地大幅增加产能，有助于维持当地供给格局相对稳定，进而保证相对稳定的市场价格和盈利能力；**4) 优先布局水泥价格较高盈利较好的区域**：公司在非洲主要布局经济及人口快速增长区域，有望充分受益于当地发展红利，据水泥网，2024 年公司在非洲的水泥主要布局区域坦桑尼亚/马拉维/赞比亚/莫桑比克/南非/尼日利亚水泥均价为 144/178/110/144/108/117 美元/吨，同比 +6.7%/-9.0%/-44.0%/+2.0%/+18.2%/+2.9%，除赞比亚和马拉维外水泥价格同比仍有所增长。同时，据 On field investment research 预测，2024-2030 年非洲大部分区域的水泥需求仍将维持较快增速，而中国企业在非洲的南部已经逐步占据了较大的市场份额，但西部和中部仍有部分区域没有企业布局，公司此次公告拟收购尼日利亚 1060 万吨水泥资产，除了带来产能规模的明显扩张，还有望为公司向非洲西部和中部开拓带来先发优势。

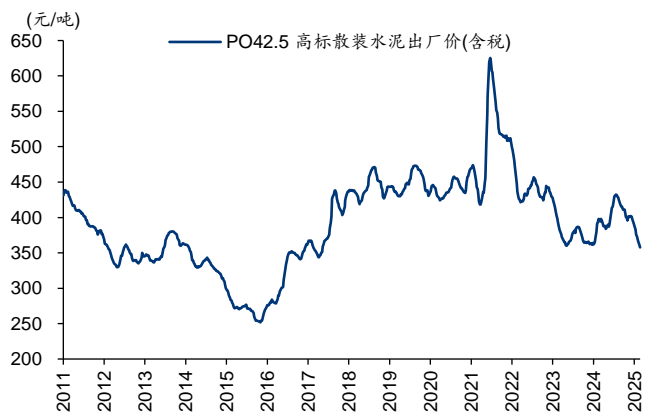
我们对公司的盈利做了敏感性测算，并测算了公司底部利润。结合 25H1 国内水泥价格及全国砂石骨料价格趋势，中性情境下我们假设 25 年公司水泥熟料/骨料业务单价为 343/38 元/吨，同比+10%/-3%，对应吨毛利分别为 80/18 元/吨，对应 25 年归母净利为 25.6 亿元。若将水泥价格及骨料价格的变化对公司 25 年归母净利做敏感性测算，当水泥价格在 313-353 元/吨变化，骨料价格在 26.0-42.0 元/吨变化，公司归母净利变化区间在 6.5-31.7 亿元。从中期维度看，假设 1) 国内水泥业务盈利跌至历史最差情况（以 24Q1 最差单季度吨净利测算）；2 海外水泥考虑尼日利亚并购及在建项目投产后的总产能，吨净利维持相对稳定，但剔除价格和盈利可能较差的中亚区域；3) 骨料假设吨成本不变，参考美国火神材料，稳态毛利率降至 30%，净利率 10%，我们测算公司底部利润为 16.7 亿元。

水泥行业盈利同比修复，产能出清仍待加码

25Q1 水泥价格同比改善，淡季关注错峰生产执行力度。国内水泥价格自 24 年 4 月以来筑底回升，24Q3 开始同比增速转正，25Q1 延续同比改善趋势，截至 25 年 6 月 27 日，根据数字水泥网数据，全国 PO42.5 高标散装水泥出厂价 358 元/吨，同比-9.6%，短期处于淡季回落趋势；截至 25 年 6 月 27 日重点水泥企业库容比 66%，25 年重点水泥企业继续加强错峰生产，25Q1 库容比延续下降趋势，但 3 月起有所回升，若以错峰停产和产能置换全面实施实施的 2018 年起算，当前水泥价格低于 2018 年以来的均价 436 元/吨(幅度 17.1%)，而目前水泥库容比仅较 2018 年以来的均值 62%高 4 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，且考虑当前处于淡季，错峰生产的执行力度将是影响行业短期供需和价格的重要因素。

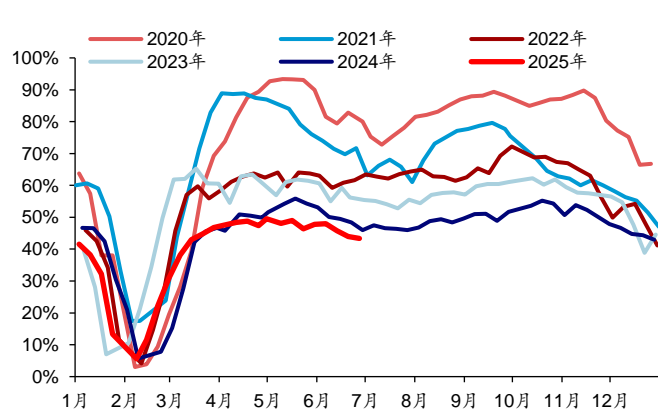
分区域来看，据数字水泥网，25 年前 6 月华北/东北/华东/中南/西南/西北水泥均价分别为 379/476/381/381/364/397 元/吨，同比+0.8%/+21.3%/+5.7%/+7.0%/+9.0%/-0.6%，区域间分化明显，前两年水泥价格下滑较多的东北和西南地区今年均价同比涨幅较高，其中东北区域 4 月以来均价仍有所提升。

图表1: PO42.5 散装水泥出厂价格走势



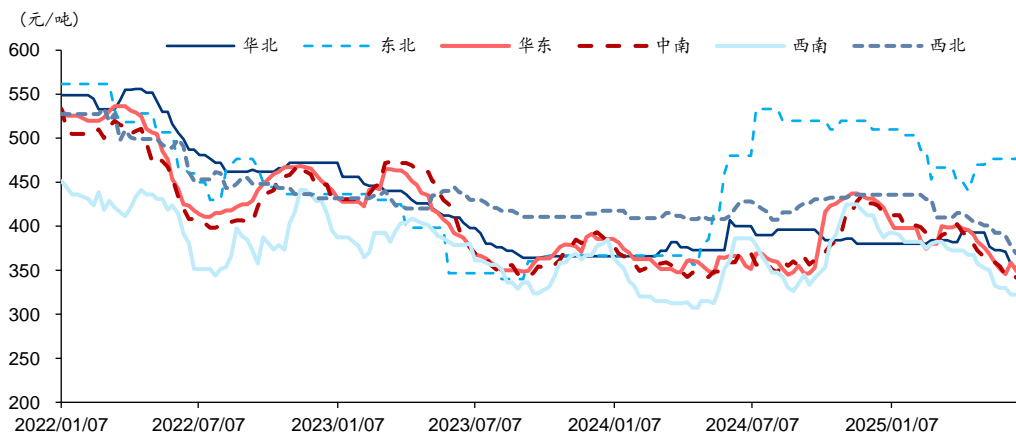
资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

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

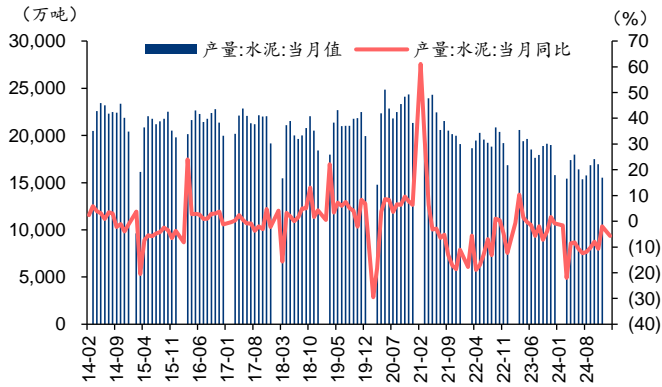
图表3: 2022 年以来全国分区域水泥均价



资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

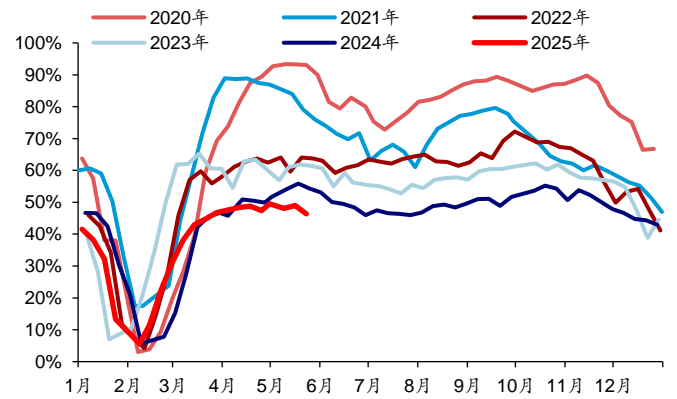
25 年以来水泥产量延续收缩, 5 月水泥出货率位于 2020 年以来同期最低。据国家统计局, 25 年 1-5 月水泥产量 6.59 亿吨, 同比-4.0%, 降幅较 1-4 月扩大 1.2pct; 据数字水泥网, 25 年 1-6 月全国水泥平均出货率 39.3%, 同比-2.2pct, 截至 6 月 27 日水泥出货率 43.4%, 位于 2020 年以来同期最低水平, 错峰生产持续推进叠加新开工项目需求下滑, 水泥产量及出货率整体均呈下降趋势, 供给端压力相对趋缓。

图表4: 全国水泥当月产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 华泰研究

图表5: 分年度水泥出货率



资料来源: 数字水泥网, 华泰研究

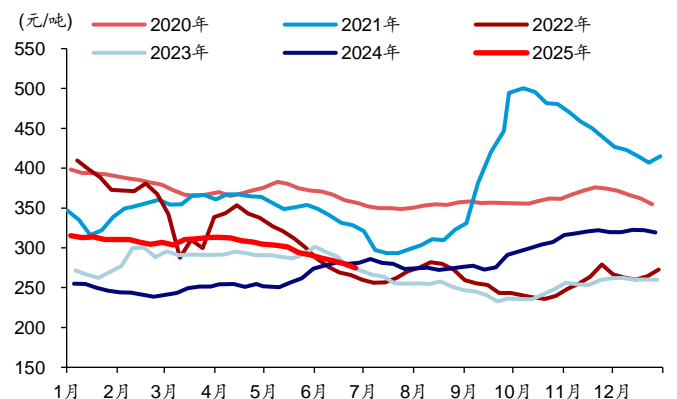
25 年以来煤炭价格延续回落, 25Q2 平均水泥煤炭价差仍高于 23/24 年。煤炭是水泥企业的重要能源动力来源, 25 年以来煤炭价格同环比延续回落趋势, 成本端延续改善趋势, 据 Wind, 截至 25 年 6 月 27 日秦皇岛动力煤市场价 625 元/吨, 同比-26.7%, 若按水泥价格-煤炭价格*单吨煤耗计算水泥煤炭价差, 则当前水泥煤炭价差为 275 元/吨, 同比-2.3%, 6 月底同比转负, 但 25Q2 平均水泥煤炭价差仍高于 2024 年和 2023 年同期水平, 由此反映出水泥企业盈利能力同比明显提升。从上市公司角度, 25Q1 海螺水泥/华新水泥/天山股份/冀东水泥/上峰水泥毛利率 22.9%/26.1%/13.7%/8.5%/27.4%, 同比 +5.1/+4.2/+5.9/+10.8/+5.0pct, 同比均有所改善, 结合 Q2 以来成本端和价格同比延续改善趋势, 从上市水泥公司已发布的 25H1 业绩预告看, 预计 25Q2 水泥企业盈利能力同比仍有所提升, 但若水泥价格环比进一步下跌, 25Q3 水泥企业盈利压力或再度显现。

图表6: 秦皇岛动力煤市场均价



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 分年度水泥煤炭价差

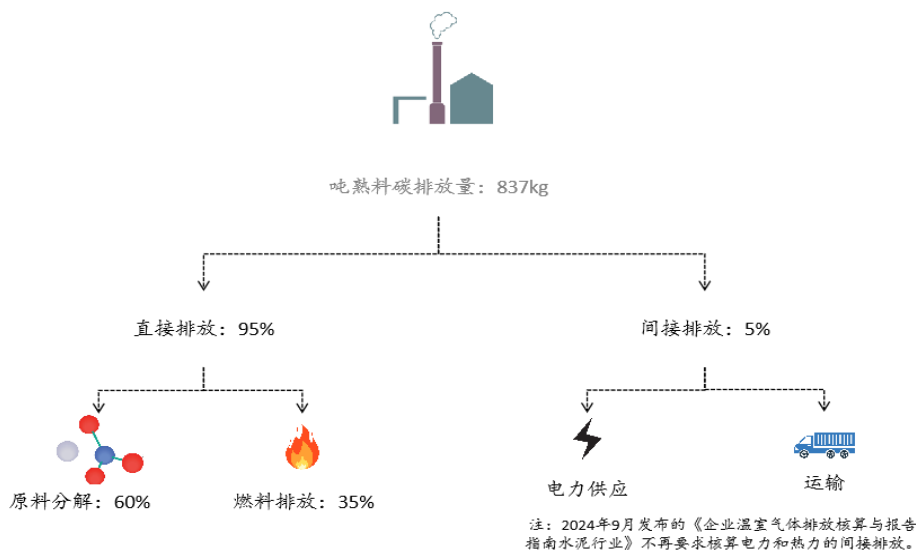


资料来源: 数字水泥网, Wind, 华泰研究测算

超产规范和碳排放核查有望加速行业出清，25H2有望进入实质性落地阶段。据工信部《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》及《产能管理工作有关事项通知》，生产线实际日产量不得超过备案产能的110%、超产产能在2025年底前需补齐产能指标，我们认为超产产能的规范有望成为行业破局的关键。水泥生产线的实际产能高于名义核准产能，在中国水泥行业是一个较为普遍的现象。根据数字水泥网统计，2023年末全国名义核准熟料产能18.3亿吨/年，而实际产能约21.9亿吨/年，平均超产幅度约20%。在防止“内卷式”竞争背景下，我们预计行业有望以产能置换政策为依据，对实际产能超出名义产能的部分进行置换，从而推动更多“僵尸”产能的彻底出局，进而有望使行业的价格修复和稳定具备更强的持续性。

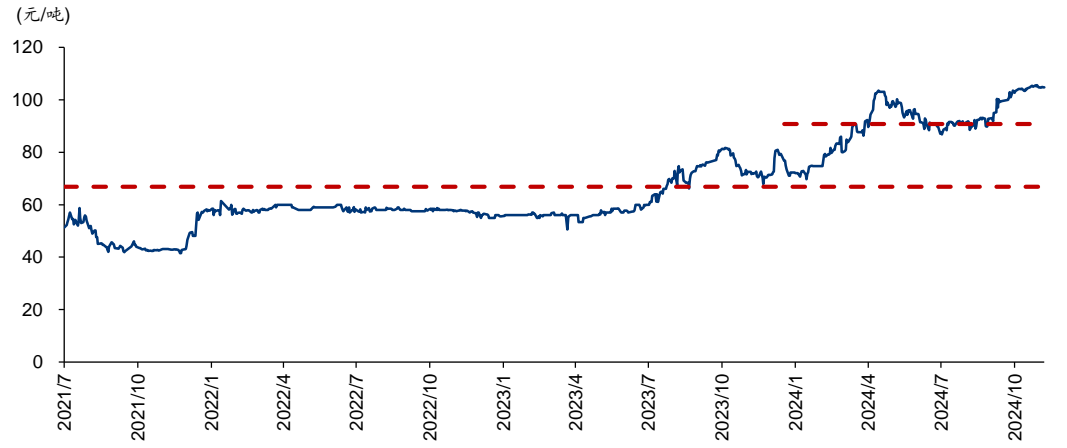
2025年3月3日，生态环境部正式印发了《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案》(后文简称工作方案)，其中2024-2026年作为启动实施阶段，以夯实碳排放管理基础、推动企业熟悉市场规则为主要目标，2025年底前将完成首次履约，2025、2026年度配额采用碳排放强度控制的思路分配。我们认为随着水泥行业纳入全国碳交易市场，成本陡峭化有望开始出现。如果以全国碳市场2021年以来的平均碳排放价格(66.6元/吨)计算，样本大企业相当于较行业平均水平进一步降低熟料生产成本1.9元/吨(折水泥生产成本约2.8元/吨)；若以2024年以来CEA均价(90.8元/吨)计算，样本大企业相当于较行业平均水平进一步降低熟料生产成本2.6元/吨(折水泥生产成本约3.9元/吨)。随着更多行业纳入全国碳交易市场、强度约束的逐步提升，碳排放权的需求或进一步出现提升。如果碳排放权的交易价格进一步提升，陡峭化的程度亦会相应提升。

图表8：水泥行业碳排放来源



资料来源：中国水泥协会，华泰研究

图表9: 全国碳市场碳排放权(CEA)价格



资料来源: 上海能源环境交易所, Wind, 华泰研究

预计 25 年水泥需求同比-6.0%，降幅有望收敛。据国家统计局，2024 年全国水泥产量 18.3 亿吨，同比-9.5%，而 2025 年 1-5 月全国水泥产量 4.95 亿吨，同比-4.0%。据国家统计局，25 年 1-5 月基建（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）/地产/制造业投资累计同比+5.6%/-10.7%/+8.5%，较 1-4 月增速-0.2/-0.4/-0.4pct，投资增速均有所回落，其中水利、电力等高基数领域增速回落，铁路、交通运输等投资增速延续提升；1-5 月地产销售/新开工/竣工面积同比-2.9%/-22.8%/-17.3%，较 1-4 月增速-0.1/+1.0/-0.4pct，新开工降幅延续收窄。5 月中国人民银行公布将推出降准降息、公积金贷款和结构性货币政策工具利率下调等一揽子金融政策，内需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10: 水泥行业供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总供给(百万吨/年)	2,867	2,881	2,893	2,907	2,923	2,940	2,953	2,953	2,805	2,749	2,694
同比(%)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0	-5.0	-2.0	-2.0
新生产线投产(百万吨/年)	46	33	33	63	53	54	38	16	5	5	5
在生产产线关停(百万吨/年)	-33	-19	-21	-49	-37	-38	-24	-16	-153	-61	-60
当年净增加(减少)(百万吨/年)	13	14	12	15	16	17	14	-1	-148	-56	-55
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	1,630	1,581
同比(%)	-3.6	-6	7.1	2.8	-0.7	-10.9	-0.7	-9.5	-6.0	-5.0	-3.0
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	1,642	1,592
同比(%)	-3.4	-5.9	7.3	2.9	-0.7	-10.9	-4.7	-9.9	-6.0	-4.0	-3.0
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	5.4	5.4
水泥出口(百万吨)	12.9	9	5.5	3.1	2.2	2	3.8	5.4	5.5	5.5	5.5
水泥进口(百万吨)	0	1	2	3.6	3.6	2.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
产能利用率 (%)	80.8	75.6	80.6	82.4	81.3	72	68.5	61.8	58.1	59.3	58.7

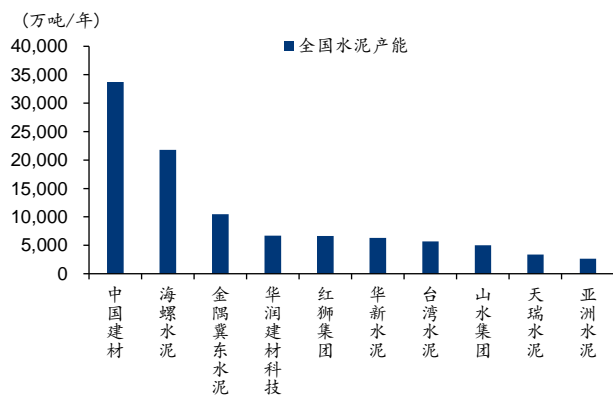
注: 总供给以熟料名义产能为基础换算的等效水泥产能计算, 并以此为基础计算产能利用率
资料来源: 数字水泥, 卓创资讯, 国家统计局, 华泰研究预测

国内水泥业务：聚焦核心区域，成本与技术优势双轮驱动

看点 1：深耕长江经济带和西部开发重点区域，重大项目经验丰富

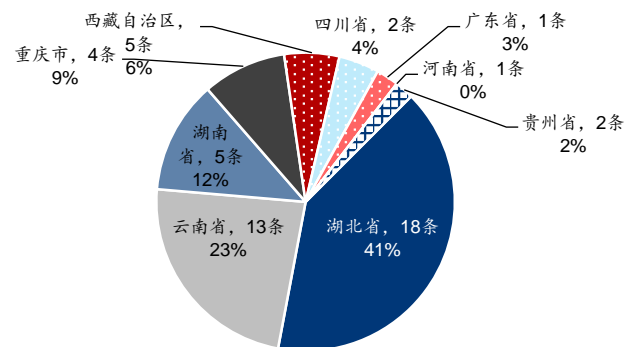
2024 年公司熟料产能位列全国第 6 位，产能规模稳居行业前列。公司是国内水泥行业的龙头企业，根据水泥网熟料产能百强榜，截至 2024 年底，在中国水泥企业熟料产能全球排行中，公司位居第四，其中国内熟料产能位列全国第六，海外熟料产能排名全国第三。行业集中度方面，2024 年国内 CR3、CR5、CR10 分别为 36.77%、44.22%、57.07%，头部企业份额近五年保持稳定。从区域布局看，公司构建“两核多翼”的产能布局体系，形成显著的区域产能梯度，其中中华和西南为公司的核心产能区域，湖北依托长江经济带辐射中东部需求，云南、湖南受益西部基建增量，西藏因市场封闭性及高价格形成特色盈利区。截至 25 年 4 月华新国内熟料总产能为 6591 万吨，核心产能分布于湖北（2647 万吨，占比 40%）、云南（1533 万吨，23%）、湖南（779 万吨，12%）及重庆（591 万吨，9%），其余分布于西藏、四川、广东等地。

图表 11：2024 年全国水泥熟料产能 TOP10



资料来源：水泥网，华泰研究

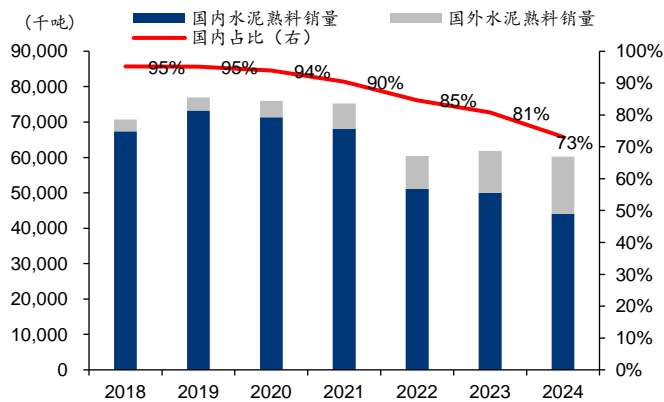
图表 12：华新水泥国内熟料产能省市分布



资料来源：公司公告，华泰研究

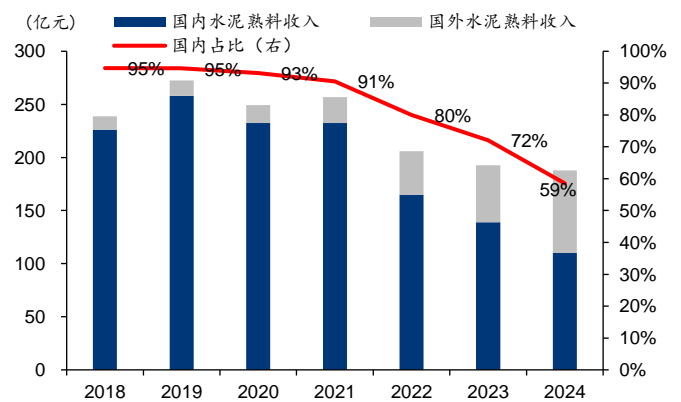
国内水泥减量提价，海外延续增长。2011-2019 年公司水泥熟料销量由 4228 万吨增长至 7693 万吨，2020 年以来公司水泥产能扩张步伐放缓，增量产能主要来自海外。2024 年公司水泥熟料销量 6027 万吨，其中国内/国外销量 4407/1620 万吨，同比-11.9%/+36.1%，合计实现收入 187.9 亿元，同比-2.5%。从占比来看，国内水泥熟料的销量和收入占比分别由 2018 年的 95%/95%下降至 2024 年的 73%/59%。

图表 13：公司国内外水泥熟料销量及占比



资料来源：公司公告，华泰研究

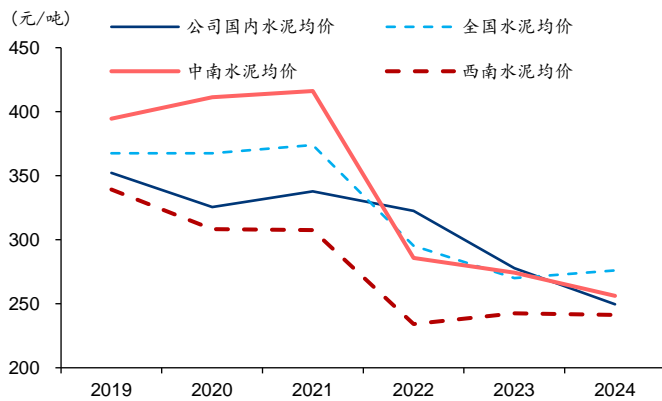
图表 14：公司国内外水泥熟料收入及占比



资料来源：公司公告，华泰研究

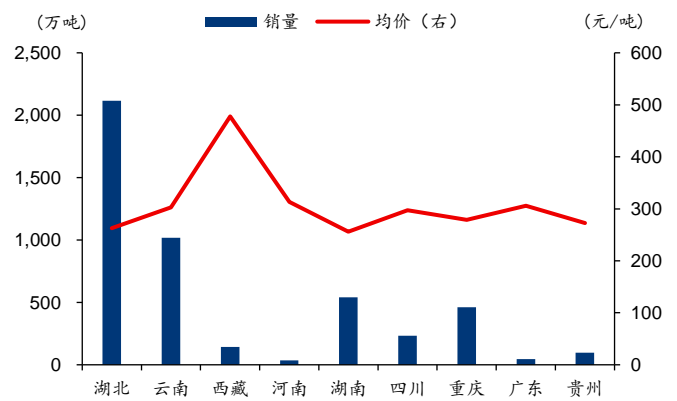
25年前6月公司水泥主要销售区域水泥价格同比改善相对显著。在销售区域方面，公司充分发挥区域市场的品牌优势、规模优势与协同效应，国内战略布局涉及湖北、湖南、四川、重庆、云南、河南、广东、西藏等地。与此同时，公司全面实施“核心市场拓展”策略，加大对核心市场的开发拓展和资源投放力度。公司在湖北省、湖南省、重庆市、西藏自治区市场占有率较高，公司在湖北省等核心市场保持了较为稳定的市场占有率。2024年公司国内水泥均价250元/吨，同比-10%，低于全国水泥均价，介于中南和西南地区水泥均价之间，与公司水泥主要销售区域吻合，国内水泥均价连续三年下滑。25Q1随着水泥价格反弹，公司国内水泥均价同比明显提升，据数字水泥网，25年前6月公司主要销售区域中南和西南水泥均价分别为381/364元/吨，同比+7.1%/+14.2%，同比涨幅均高于全国水泥均价涨幅。

图表15: 公司国内水泥熟料销售均价和全国/中南/西南水泥均价对比



资料来源: 公司公告, 数字水泥网, 华泰研究

图表16: 公司国内水泥分区域销量及均价 (2023年)



注: 公司尚未披露2024年相关数据

资料来源: 公司公告, 华泰研究

重大项目开工建设支撑区域需求。2025年国家发改委做《关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告》指出，将安排超长期特别国债8000亿元支持“两重”建设，重点支持基础研究能力提升、未来产业发展、东北等重点地区高标准农田建设、大中型灌区新建改造及大中型引调水和大中型水库建设、长江经济带生态环境保护和绿色发展、农业转移人口市民化公共服务体系建设、高等教育提质升级、城市地下管网管廊建设改造等方面任务。同时，据水利部，2024年全国水利建设完成投资1.35万亿元，创历史新高，2025年水利部将积极推动“两重”水利项目建设，加快在建重大水利工程建设，推动一批重大工程开工建设，“两重”、“两新”重大项目有望成为投资领域的重要支撑。

2024年中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》提出加快西南水电清洁能源基地建设，2024年12月，据新华社消息，中国政府核准雅鲁藏布江下游水电工程。2025年5月底，国家发展改革委批复三峡水运新通道项目可行性研究报告，6月中国三峡电子采购平台发布《三峡水运新通道项目勘察设计招标公告》。根据公告，三峡水运新通道项目可研阶段项目静态总投资约766亿元、总工期100个月（不含筹建期12个月）。7月19日，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市举行，中共中央政治局常委、国务院总理李强出席开工仪式，并宣布工程正式开工，该工程拟建设5座梯级电站，总投资约1.2万亿元，我们测算该项目带来的水泥总需求有望超2500万吨。

雅鲁藏布江下游水电工程及三峡水运新通道等项目主要位于西南和中南区域，作为规模及投资额较大的重大项目，其工程建设有望带动相关区域水泥及砂石骨料等材料的需求增长，而公司作为湖北和西南区域的水泥龙头，公司的水泥产品在武汉长江大桥、三峡大坝、溪洛渡、白鹤滩等众多国家特大型工程项目中赢得广泛赞誉，具备丰富的项目经验和产品优势，未来有望进一步参与相关项目的建设。

图表17：三峡水运新通道总体示意图



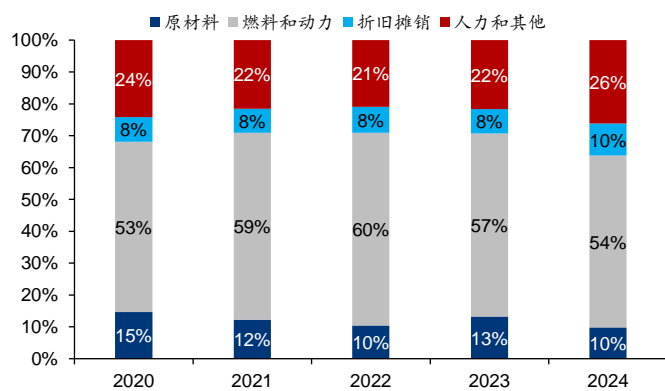
资料来源：泛谈水利公众号，华泰研究

看点 2：原材料自供比例较高，成本端改善趋势明显

水泥生产主要原燃材料包括石灰石、煤炭及电力等，从成本构成看，2024 年公司水泥熟料业务原材料/燃料和动力/折旧摊销/人力和其他成本占比为 10%/54%/10%/26%，其中 2020-2024 年原材料吨成本由 29 元下降至 23 元，燃料和动力吨成本由 2022 年的 155 元下降至 129 元。

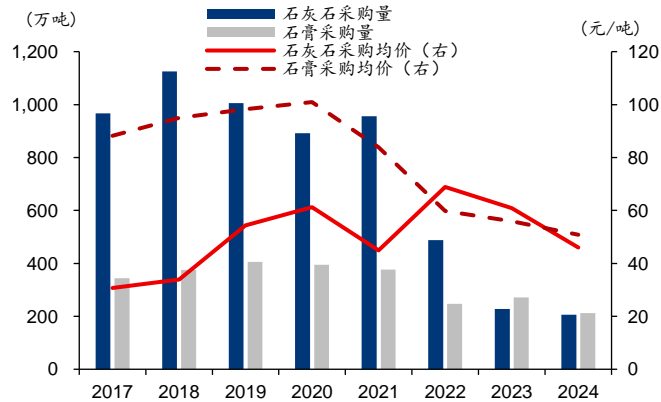
公司依托其矿产资源储备优势，保持了较高的石灰石自供比例，可在一定程度上减少石灰石外购价格波动对公司成本控制的影响。据公司 2024 年债券评级报告，截至 2024 年末，公司共拥有 72 处石灰石和页岩矿山，已获得采矿许可证的石灰石总储量约 66 亿吨，石灰石自供比例约为 97%（2019 年为 93%），外部采购比例仅约 3%。2022-2024 年公司石灰石采购均价呈下降态势，由 68.9 元/吨下降至 46.0 元/吨，降幅达 33.3%。

图表18：公司水泥业务成本构成



资料来源：公司公告，华泰研究

图表19：公司主要原材料采购量及采购均价

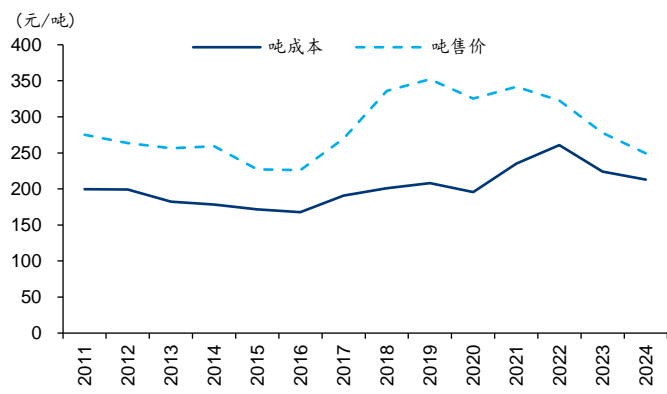


注：石灰石采购量主要为内部采购量

资料来源：公司公告，华泰研究

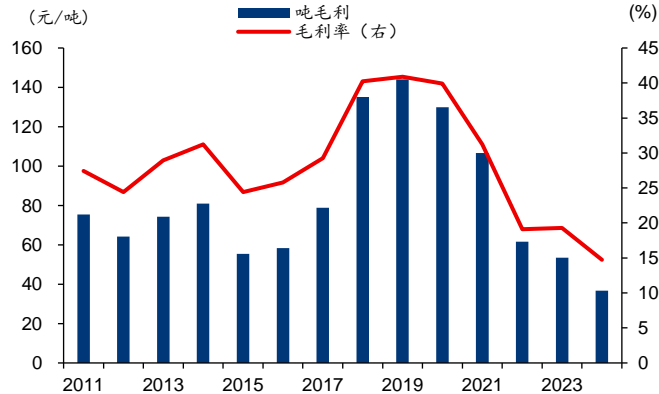
近两年公司水泥成本呈改善趋势，25H1 吨毛利同比明显改善。2019 年公司国内水泥熟料业务吨毛利和毛利率均达到历史高点，此后由于吨售价下降吨毛利逐年下滑，但 2023 年由于成本端改善，毛利率小幅回升。2024 年公司国内水泥熟料吨毛利和毛利率分别为 36.8 元/吨、14.7%，同比分别-31.3%、-4.5pct，均为 2011 年以来新低，但随着国内水泥价格触底回升，叠加成本端改善，25H1 公司国内水泥熟料业务吨毛利及毛利率同比明显改善（参考公司 25H1 业绩预告实现归母净利 11.0-11.3 亿元，同比+50%-55%）。据数字水泥网，7 月份以来，国内水泥价格环比呈下降趋势，且同比增速转负，但在成本端改善的背景下我们预计吨毛利的环比降幅好于价格降幅，25H2 成本端改善的延续性及“反内卷”背景下对水泥价格的影响将是影响公司吨毛利的关键因素。

图表20: 公司国内水泥熟料吨成本及吨售价



资料来源: 公司公告, 华泰研究测算

图表21: 公司国内水泥熟料吨毛利及毛利率

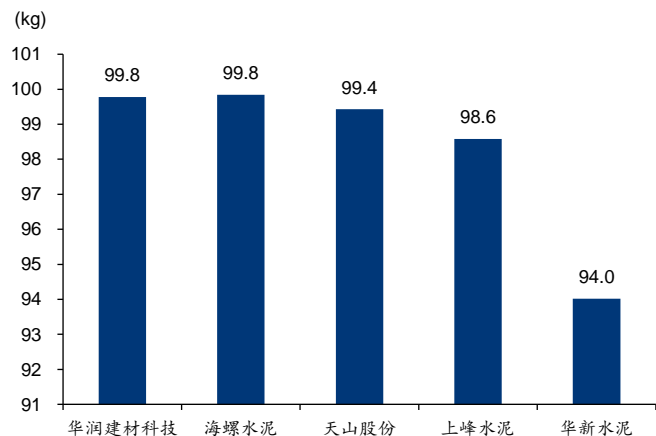


注: 石灰石采购量主要为内部采购量
资料来源: 公司公告, 华泰研究测算

看点3: 能效及环保工艺行业领先, 政策驱动下技术优势逐步体现

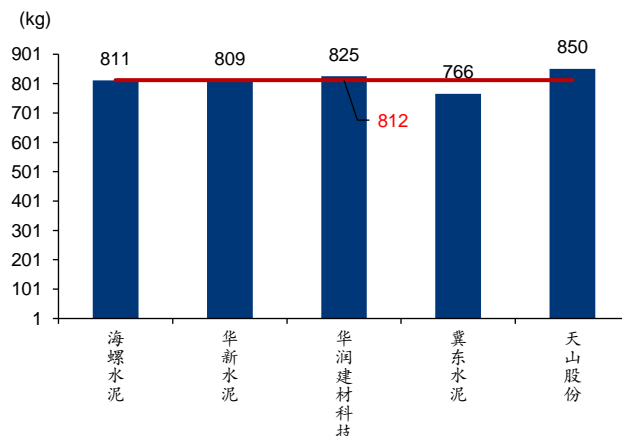
公司通过生产工艺精益化管理和替代燃料技术探索, 在能耗效率上已建立行业领先优势。2024年1月, 生态环境部等部门联合印发的《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》要求推动实施水泥熟料生产企业和独立粉磨站超低排放改造。2024年5月29日, 国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》, 明确提出到2025年底, 全国水泥熟料产能控制在18亿吨左右, 水泥行业能效标杆水平以上产能占比达到30%, 能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。公司持续推进燃料替代以降低综合能耗和燃料成本, 2024年公司国内熟料综合能耗94.03kgce/t, 同比下降0.67kgce/t, 合并热替代率达到21.66%, 吨熟料温室气体排放强度809kg/t, 均领先于同行业。据公司年报, 2024年公司达到标杆水平的熟料窑线31条, 占比达到63%, 随着水泥行业环保及排放要求趋严, 公司在能效及环保上的优势有望逐步体现。

图表22: 主要上市公司吨熟料综合能耗 (2024)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

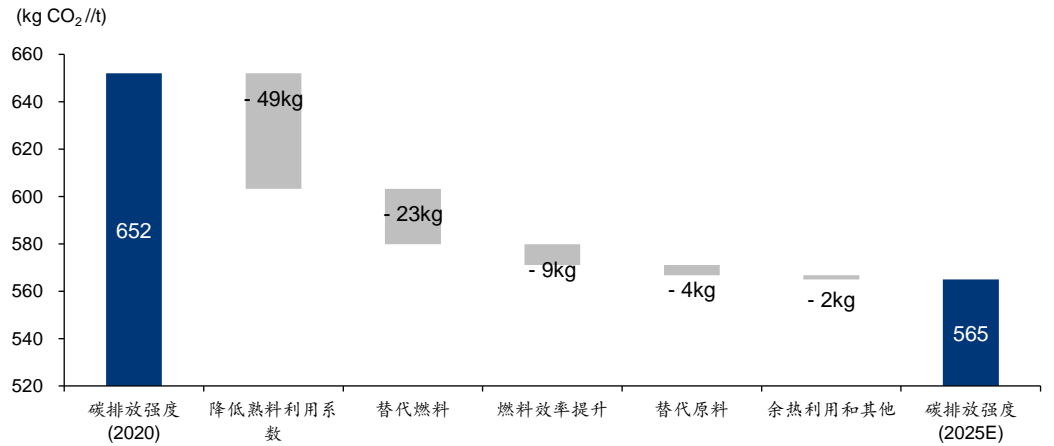
图表23: 吨熟料温室气体排放强度 (2024)



注: 冀东水泥和天山股份以排放总量/熟料产量计算, 非公司核算数据
资料来源: 公司公告, 华泰研究

水泥行业属于高耗能、高污染行业之一, 公司依靠技术进步、严格管理和大力推行清洁生产, 从源头降低水泥生产过程中污染物的排放, 同时公司还大力推行发展水泥窑无害化和资源化协同处置工业废弃物、污染土和城市生活垃圾等示范项目, 形成资源再利用的循环经济产业链。据公司债券募集说明书, 公司采用最先进的纯低温余热发电设备和技术, 在利用水泥生产过程中产生的余热进行发电并降低电费成本的同时, 也减少了水泥生产对环境造成的热污染以及粉尘污染, 而水泥生产线通过增设纯低温余热电站后, 一般吨熟料电费成本可降低约15元左右。

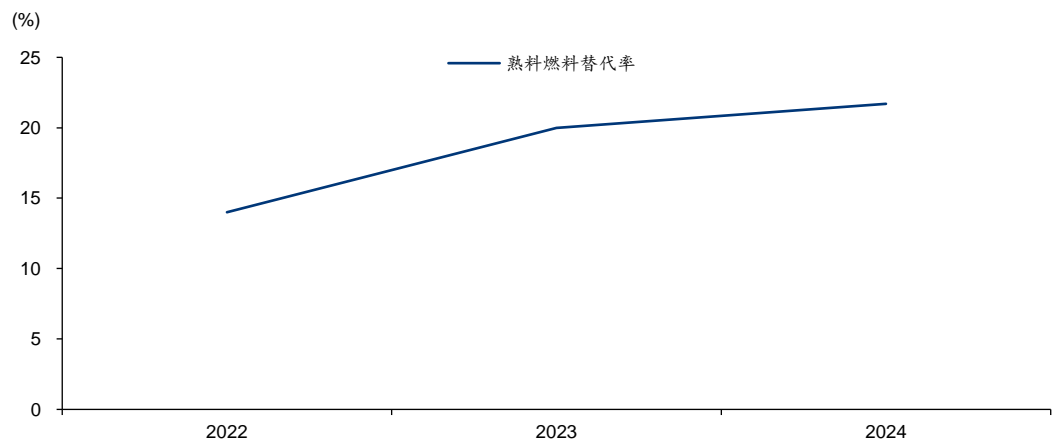
图表24：华新水泥降碳路线图



资料来源：公司公告，华泰研究

公司以固体废弃物替代燃料推动水泥行业可再生能源应用。经过十余年的持续研发与实践，公司成功将生活垃圾、工业危险废弃物等固体废弃物转化为水泥窑的替代燃料，实现了废弃物向可再生能源的高效转换，推动公司能源结构的绿色升级。2024年5月，公司子公司重庆华新地维公司首先实现了该技术的连续、稳定、大规模应用，燃料替代率稳定在60%以上，达到国内领先、国际先进水平，项目实施后，替代燃料热量替代率提高3.5倍以上。据公司2024年ESG报告，公司目标到2030年实现替代燃料占一次能源消费比重（燃料替代率）达25%，而2024年公司国内窑线燃料替代率已达到26.7%，集团合并（含海外）燃料替代率已达到21.7%，未来随着公司继续稳步实施替代燃料入窑改造项目，燃料替代率有望进一步提升。

图表25：华新水泥熟料燃料替代率



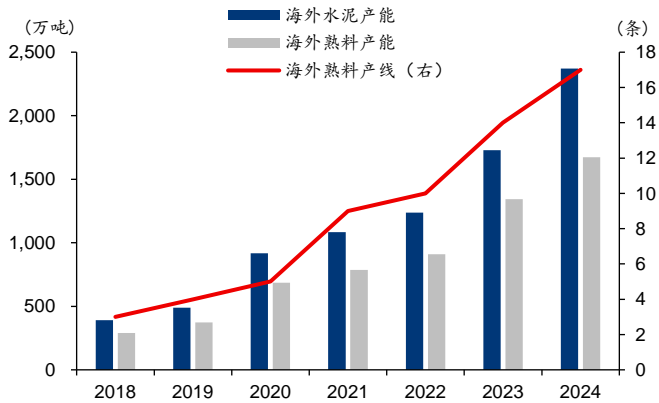
资料来源：公司公告，华泰研究

海外水泥业务：并购扩张提速，掘金非洲高增长

海外产能规模快速扩张，布局国家数量行业领先

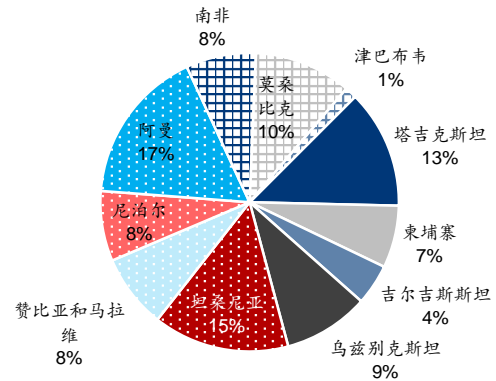
作为首批走出去的中国水泥企业之一，公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、南非、莫桑比克、阿曼和津巴布韦等 12 个国家布局水泥业务。2024 年，公司莫桑比克纳卡拉工厂 3,000 吨/日水泥熟料生产线新建项目建成投产，坦桑尼亚马文尼公司生物质电站成功并网发电；赞比亚奇兰卡工厂 2000 吨/日水泥熟料生产线改 3000 吨/日及恩多拉工厂 1217 吨/日水泥熟料生产线改 2500 吨/日项目、南非工厂 3300 吨/日水泥熟料生产线改 5500 吨/日项目、马拉维 2000 吨/日水泥熟料生产线新建项目等项目顺利推进，截至 2024 年底公司在海外共有 17 条熟料产线，海外水泥和熟料产能由 2018 年的 390/290 万吨增长至 2024 年的 2370/1674 万吨，期间 CAGR 分别达 35.1%/33.9%。同时，公司董事会已审议通过了关于收购豪瑞尼日利亚资产之关联交易的议案，拟收购尼日利亚 1060 万吨水泥资产，若收购完成公司海外水泥产能有望进一步明显增长。

图表26：公司海外水泥及熟料产能



资料来源：公司公告，华泰研究

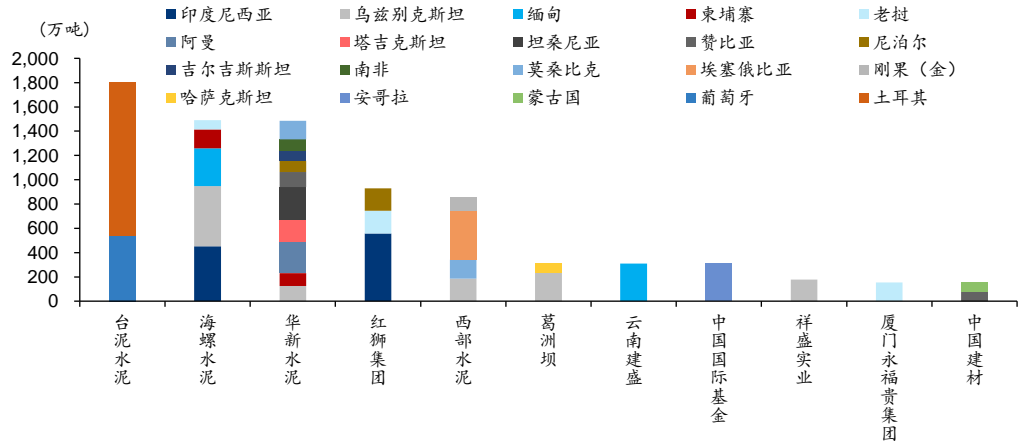
图表27：公司海外水泥产能分布（2024年）



资料来源：公司公告，华泰研究

海外水泥产能位居国内前列，布局区域远超其他公司。根据中国水泥网，在 2024 年中国水泥公司海外投产熟料产能排行榜中，华新水泥位列第三，仅次于台泥水泥和海螺水泥。从布局国家的数量上，公司在海外 12 个国家具备水泥产能（算上拟收购的尼日利亚则为 13 个），其他公司中布局国家数量最多的仅为 5 个国家（海螺水泥），目前公司已成为中亚区域水泥市场的领军者，同时进一步拓展非洲水泥市场。

图表28：中国水泥公司海外投产熟料产能排行榜（2024年）



资料来源：公司公告，华泰研究

从区域布局上，公司在选择工厂建设地时均遵循了“资源有保障、交通较便利、市场增长有潜力”的原则，通过业务布局、市场布局上的统揽与协同形成了战略布局优势。整体来看公司在境外的工厂规划在“一带一路”与中国友好的国家分散布点建设，分散化的布局一方面能够帮助拓展更多的市场，另一方面有助于避免单一区域过度集中造成的竞争加剧风险。

中亚：公司海外水泥业务以塔吉克斯坦为起点，通过新建项目打造海外品牌知名形象。华新亚湾水泥有限公司是华新水泥旗下第一家海外工厂，位于塔吉克斯坦哈特隆州亚湾市，2011年开工建设，2013年8月正式建成投产，具备150万吨年产能，此后公司在塔吉克斯坦北部投建第二条水泥产线，产品同时辐射向吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦。2019年公司新建乌兹别克吉扎克工厂，是乌兹别克斯坦历史上首家外国独资建材企业，同年公司收购吉尔吉斯斯坦南方水泥，主要辐射吉尔吉斯南部市场和乌兹别克费尔干那盆地市场，至此公司在中亚的布局基本完成。公司海外布局的第一阶段以靠近中国的一带一路沿线国家为主，依托当地丰富的石灰石资源，输出国内先进的装备和技术，快速在当地实现了较高的市场份额并建立起了较强的品牌力。

非洲：非洲是华新近年扩张核心，通过大规模并购+本土化改造的方式快速建立市场。2019年开始，公司通过并购整合快速布局非洲市场。2020-2021年公司先后收购坦桑尼亚马文尼公司（改造4000t/d产线）、赞比亚奇兰卡水泥（双工厂覆盖全国）、马拉维波特兰水泥（保留三大本土品牌），依托当地成熟的水泥产线及渠道，快速占据当地市场份额。从区域布局上，公司以非洲东南部作为起点，逐步向非洲南部以及中部拓展，2024年公司拟以8.38亿美元收购豪瑞尼日利亚资产（1035万吨产能），市场区域进一步向非洲中部延伸。截至2024年底公司在非洲区域水泥产能1180万吨，占公司海外总产能接近50%，已经成为公司海外业务的最主要区域，若尼日利亚产能收购完成，公司非洲水泥产能占比有望提升至60%以上。

中东：2023年公司以1.93亿美元收购阿曼水泥（OCC）59.58%股权，实现中国水泥企业在中东市场的突破，截至24年底公司在阿曼具备400万吨水泥产能，项目毗邻波斯湾，未来有望受益于中东基建需求增长。

东南亚：公司东南亚以援建转控股+轻资产运营为特色。2015年接管中国政府援建项目——柬埔寨卓雷丁水泥厂（原“刘少奇水泥厂”），采用全中国装备建设3400t/d熟料线。2022年公司尼泊尔纳拉亚尼项目投产，截至2024年底公司在东南亚具备340万吨水泥产能。

通过并购快速打入市场，聚焦水泥价格较高的经济高速增长区域

通过并购的方式，显著缩短市场进入周期并快速获取成熟产能。公司在海外新建一条水泥产线通常需要 2 年左右的时间，加上前期相关的准备工作，进入一个新的市场需要较长时间积累。公司通过收购海外成熟产能，能够快速依托现有的供应链及渠道打通当地市场。公司并购完成后会先对原有产线进行改造升级，进一步提升原产线的盈利能力，同时公司围绕并购标的在当地的布局继续新建水泥产线，由于已具备较成熟的运输和销售网络，公司能够更快速扩大在当地的市场份额。

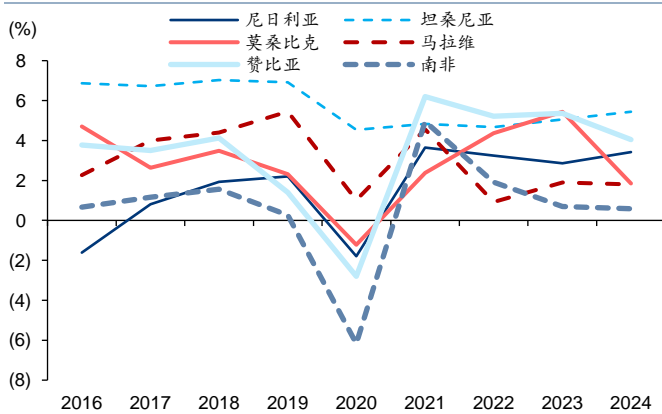
图表29：公司海外产线区域及获取方式

产线名称	地区	产能 (t/d)	获取方式
华新亚湾水泥有限公司	塔吉克斯坦	2500	自建
柬埔寨卓雷丁水泥有限公司	柬埔寨	3400	并购
华新水泥塔吉克斯坦索格特水泥有限公司	塔吉克斯坦	2500	自建
华新纳拉亚尼水泥有限公司	尼泊尔	2800	自建
华新水泥(吉扎克)有限责任公司一线	乌兹别克斯坦	5000	自建
吉尔吉斯南方水泥有限公司	吉尔吉斯斯坦	2500	并购
坦桑尼亚马文尼水泥有限公司	坦桑尼亚	4000	并购
赞比亚 Chilanga 工厂	赞比亚	2500	并购
赞比亚 Ndola 工厂	赞比亚	1500	并购
阿曼工厂	阿曼	8500	并购
坦桑尼亚马文尼水泥有限公司二期	坦桑尼亚	4500	自建
莫桑比克 Matola 一线	莫桑比克	2500	并购
莫桑比克 Matola 二线	莫桑比克	2500	并购
南非 Simuma	南非	2500	并购
莫桑比克 3000 吨/日项目	莫桑比克	3000	自建
马拉维新线	马拉维	2000	并购

资料来源：公司公告，华泰研究

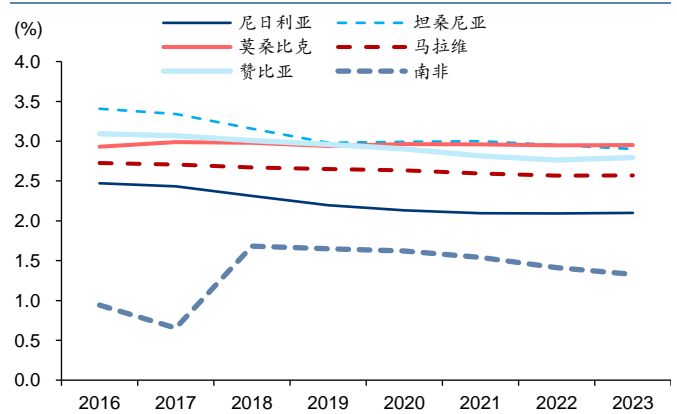
布局经济及人口快速增长区域，充分受益于当地发展红利。公司在非洲的区域布局聚焦于经济及人口高速增长的核心区域，其中坦桑尼亚经济表现尤为亮眼，2016-2019 年其 GDP 增速维持在 7% 左右，2020 年即使受疫情影响也保持了 4.5% 以上的增长，而 2023-2024 年则继续延续 5% 以上的快速增长；莫桑比克则凭借丰富的资源禀赋，2014-2019 年间 GDP 增速基本维持在 6%-8% 区间，2018 年高达 13%，2022-2023 年亦维持 4% 以上的增速。从人口的角度，非洲仍处在人口快速增长的阶段，而坦桑尼亚和莫桑比克的人口增速同样位于非洲前列，人口和经济增长带来的基建等需求有望进一步提升当地的水泥需求，公司提前布局有望充分受益于当地发展红利。

图表30：公司非洲布局主要区域 GDP 增速



资料来源：Wind，世界银行，华泰研究

图表31：公司非洲布局主要人口增速

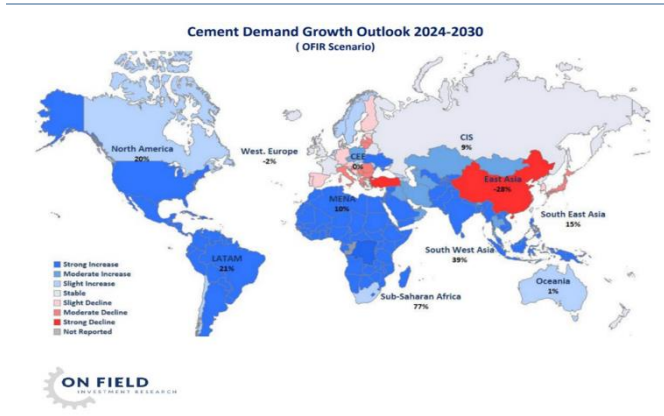


资料来源：Wind，世界银行，华泰研究

尼日利亚是非洲主要的水泥需求市场之一，此次收购具有较大战略意义。据世界银行，尼日利亚是非洲最大的经济体之一，也是非洲人口最多的国家，人口和经济的成长为当地水泥需求创造了较大的增长空间。同时，据 On field investment research 预测，2024-2030

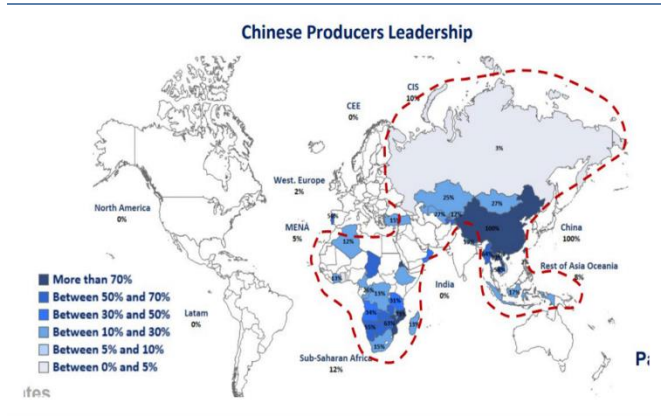
年非洲大部分区域的水泥需求仍将维持较快增速，而中国企业在非洲的南部已经逐步占据了较大的市场份额，而西部和中部仍有部分区域没有企业布局，此次公司收购尼日利亚水泥产线，有望借此打入当地市场，并向非洲西部和中部开拓。据公司公告，公司拟收购的标的公司 2023 年收入/净利润为 44.4/5.0 亿元，2024 年前 9 月收入/净利润为 23.9/2.4 亿元，若本次收购完成有望明显提升公司海外水泥业务规模。

图表32：全球水泥需求增速预测（2024-2030）



资料来源：On field investment research, 华泰研究

图表33：全球不同区域水泥市场的中国制造商占比



资料来源：On field investment research, 华泰研究

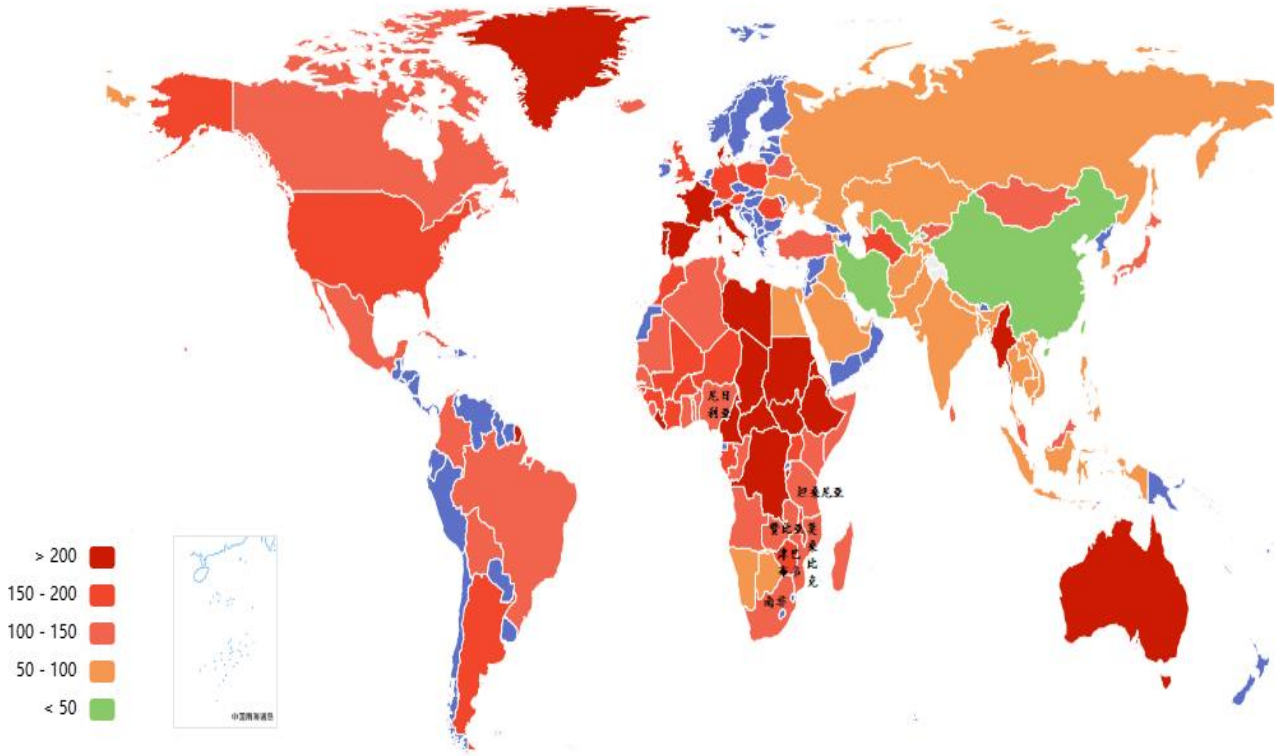
图表34：公司拟收购尼日利亚标的公司财务数据

项目	2023 年度/2023 年 12 月 31 日	2024 年 1-9 月/2024 年 9 月 30 日
营业收入	44.42	23.92
税前利润	7.95	3.93
净利润	5.04	2.38
其他综合收益的税后净额	-31.93	-15.65
综合收益总额	-26.89	-13.26
总资产	67.39	35.46

注：单位均为亿元
资料来源：公司公告, 华泰研究

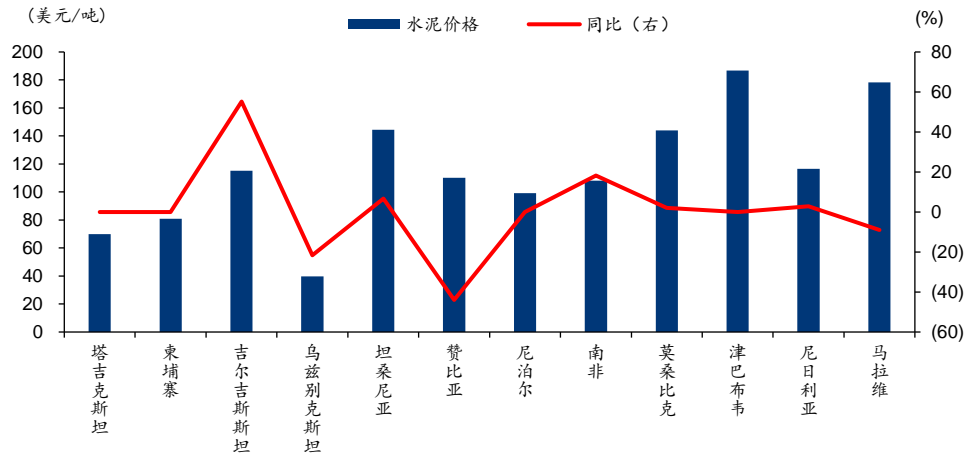
布局区域从东南沿海逐步向内陆纵深，优先布局水泥价格较高盈利较好的区域。从非洲区域布局的先后顺序上，公司以非洲东南部的坦桑尼亚为起点，逐步往南部和中部拓展，主要由于东南沿海区域运输相对便利、经济发展速度较快，而中部区域相对封闭需要更长时间规划和布局；从区域水泥均价看，据水泥网 2024 年坦桑尼亚/马拉维/赞比亚/莫桑比克/南非/尼日利亚水泥均价为 144/178/110/144/108/117 美元/吨，同比 +6.7%/-9.0%/-44.0%/+2.0%/+18.2%/+2.9%，除赞比亚和马拉维外水泥价格同比仍有所增长。整体来看，非洲水泥价格较高的区域集中在东南部和中部，而东南部部分区域水泥价格在国内公司扩产后有所下滑，但仍高于亚洲大部分区域，而非洲中部区域大部分国家水泥价格在 200 美元/吨以上，未来或是公司及其他国内水泥企业重点拓展的方向之一。

图表35：全球水泥价格行情地图（2024年）



注：图例价格单位为美元/吨，不同颜色代表不同区域水泥均价
资料来源：水泥网，华泰研究

图表36：公司海外布局区域水泥均价及同比增速（2024年）

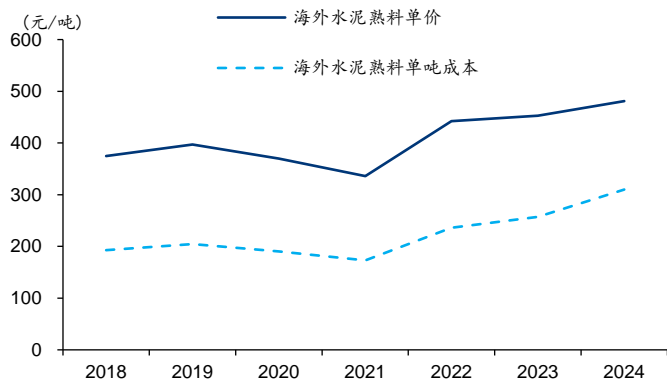


资料来源：公司公告，华泰研究

海外水泥单价及吨毛利显著高于国内，海外利润占比持续提升

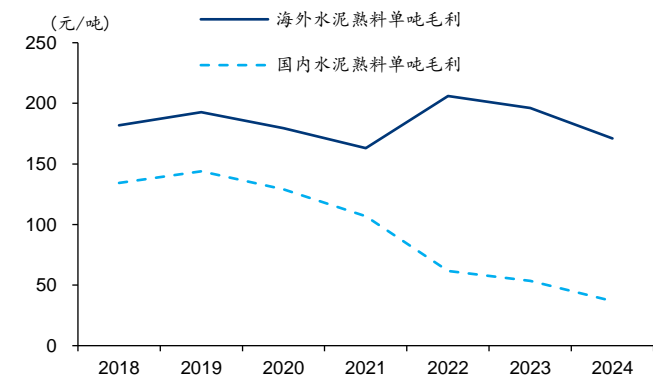
非洲水泥销量占比提升带动公司海外水泥单价提升，海外单吨毛利显著高于国内。由于非洲水泥价格显著高于中亚，随着公司非洲水泥产能持续提升，2018-2024年公司海外水泥熟料单价由375元/吨提升至481元/吨，单吨毛利则维持在160-210元/吨区间，海外单吨毛利显著高于国内且相对稳定，主要得益于更高的价格及相对更好的竞争格局。

图表37: 公司海外及国内水泥熟料单价及单吨成本



资料来源: 公司公告, 华泰研究

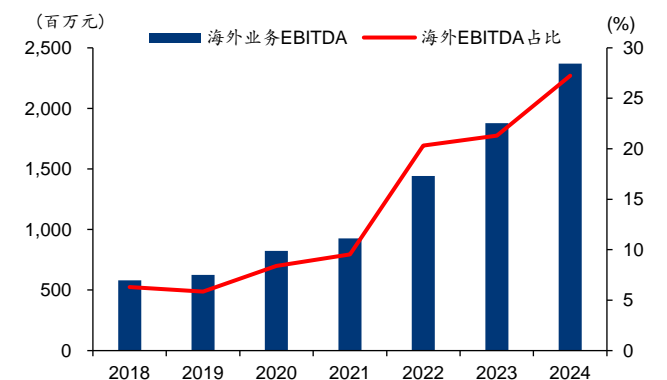
图表38: 公司海外及国内水泥熟料单吨毛利对比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

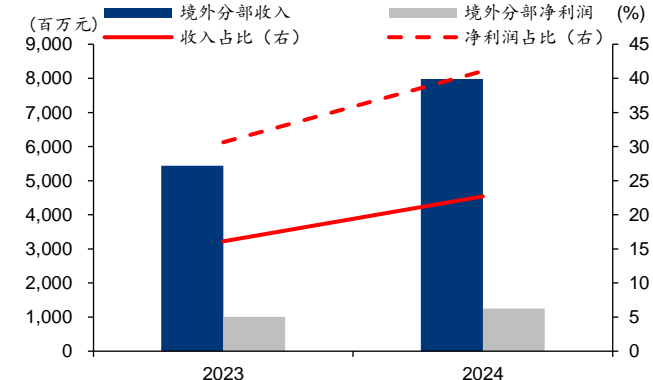
公司境外 EBITDA 及占比持续提升, 24 年境外分部净利润占比超 40%。据公司业绩演示材料, 2018-2024 年公司境外 EBITDA 由 5.8 亿元增长至 23.7 亿元, 期间 CAGR 达 26.4%, 境外 EBITDA 占比由 6.3% 持续提升至 27.2%, 而 2024 年境外分部收入和净利润占比则分别提升至 22.7% 和 41.1%。随着国内水泥需求缓降叠加供给端错峰停窑持续推进, 而海外产能快速增长, 我们预计未来境外业务收入和利润占比有望进一步提升。

图表39: 公司海外业务 EBITDA 及占比



资料来源: 公司公告, 公司业绩演示材料, 华泰研究

图表40: 公司境外分部收入及净利润

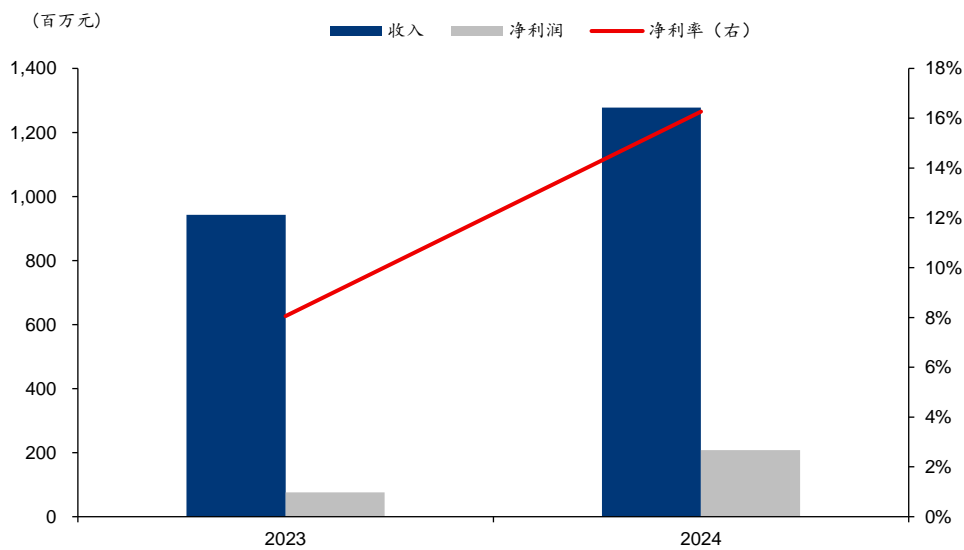


资料来源: 公司公告, 华泰研究

依托自身技术优势, 并购海外产能后通过技改明显提升生产效率。公司并购的海外部分产能面临设备严重老化, 能耗高, 效率低等问题, 而公司依托自身多年积累的技术优势, 对并购的产能, 引入国内先进的水泥管理理念和工艺技术, 有望显著提升原有产线的产能及生产效率。以赞比亚恩多拉工厂为例, 该工厂建于 1969 年, 原有熟料和水泥日产能分别为 500 吨和 650 吨, 2021 年华新完成对其收购后, 于 2024 年 6 月启动恩多拉工厂升级改造, 历时 11 个月在 2025 年 5 月完成现代化改造, 熟料、水泥日产能分别提升至 2000 吨和 2500 吨, 显著提高生产效率, 并有效降低能耗, 大幅改善环保指标和工作环境, 为该工厂可持续发展奠定了坚实基础; 此外, 柬埔寨工厂是公司结合自身技术优势和当地资源的典型案例, 2012 年华新水泥并购接管柬埔寨工厂, 由于设备老化、管理落后, 华新接管时工厂已经陷入停工状态。华新接管柬埔寨工厂后, 通过投产新的熟料生产线和生物质燃料处置生产线, 利用稻壳、木屑、甘蔗渣等生物燃料, 不仅挽救了柬埔寨工厂停产停工现状, 还大幅降低了柬埔寨水泥工厂的生产成本。

从经营指标看, 以阿曼水泥厂为例, 2023 年公司完成对 OmanCementCompany 的 59.58% 股权收购, 收购完成后同步对该工厂进行技术改造及升级, 改造完成后公司生产效率明显提升, 2024 年该公司净利率由 23 年 (收购日起至年底) 的 8.1% 提升至 16.3%, 净利率明显提升。

图表41: Oman Cement Company SAOG 主要财务指标



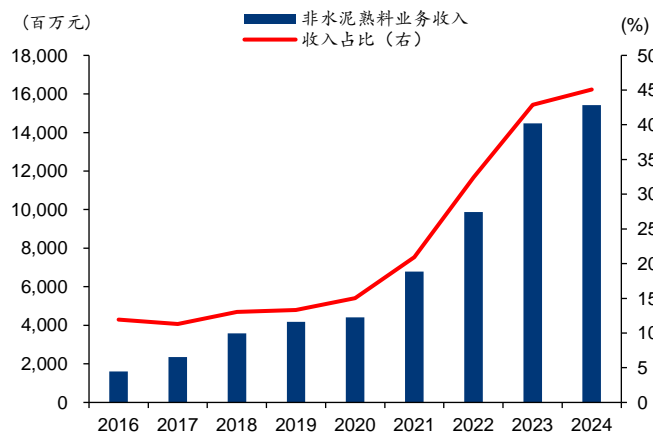
注：2023 年数据为收购日（4 月 5 日）起至 2023 年底期间数据
资料来源：公司公告，华泰研究

非水泥业务：全产业链一体化布局，规模和区位优势显著

公司由水泥专业化公司逐步发展为全产业链一体化建材集团。公司上市之初，是一家专营水泥制造和销售，水泥技术服务，水泥设备的研究、制造、安装及维修，水泥进出口贸易的专业化公司。近二十年来，公司通过实施一体化发展战略、环保转型发展战略、海外发展战略和新型建筑材料业务拓展战略，先后增加了商品混凝土、骨料、水泥基高新材料的生产及销售，水泥窑协同处置废弃物的环保业务，国内国际水泥工程总承包、水泥窑协同处置技术的装备与工程承包等相关业务，成功从一家地方性水泥工厂，发展成为业务覆盖国内 17 个省/市/自治区和海外 16 个国家，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、新型建材等领域全产业链一体化发展的全球化建材集团。

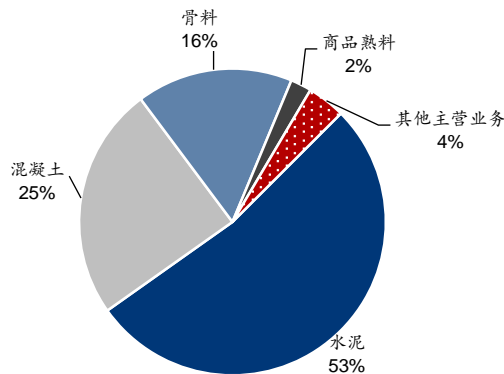
2016-2024 年公司非水泥熟料业务收入由 16.1 亿元持续增长至 154.3 亿元，期间 CAGR 达 32.6%，高于水泥业务复合增速，收入和毛利占比则分别由 11.9%/13.6% 提升至 45.1%/48.0%，非水泥熟料业务收入占比已接近一半。从具体结构看，2024 年公司混凝土/骨料/其他主营业务收入分别为 84.1/56.4/13.7 亿元，占比分别为 24.6%/16.5%/4.0%；毛利分别为 10.1/27.0/3.4 亿元，占比分别为 12.0%/32.0%/4.0%，非水泥业务整体毛利占比高于收入占比，其中骨料业务毛利占比比较高，是公司近年来盈利增长的重要驱动之一。

图表 42：公司非水泥熟料业务收入及占比



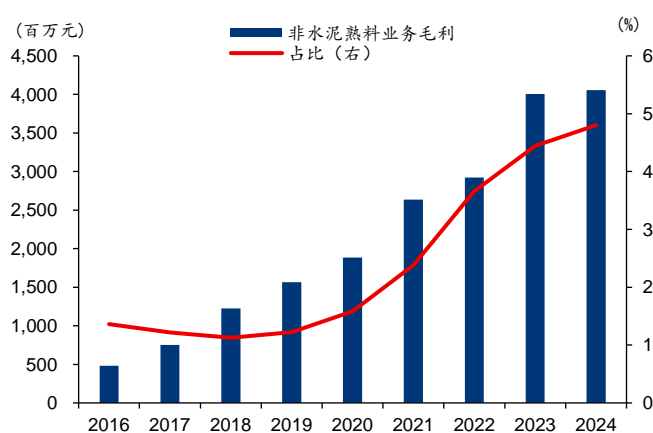
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 43：2024 年公司各业务收入占比



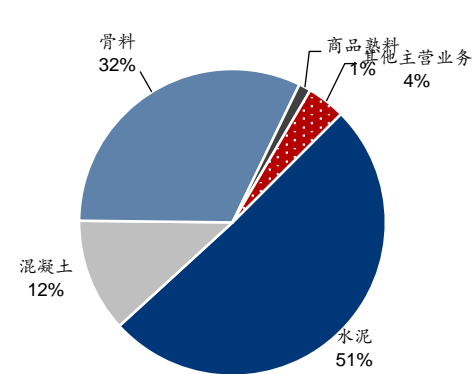
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 44：公司非水泥熟料业务毛利及占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 45：2024 年公司各业务毛利占比

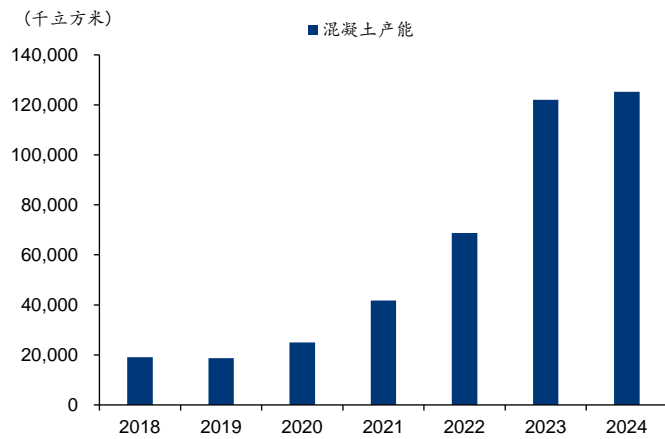


资料来源：公司公告，华泰研究

混凝土的生产销售是公司纵向一体化战略性发展的重要业务。混凝土广泛运用于各种建筑和构筑物，是由水泥、骨料、水及按需掺入的外加剂、矿物掺合料等按一定比例搅拌而成，水泥企业发展商混，通过资源整合，实现水泥—混凝土一体化发展，实现产业链延伸，已逐步成为国内外行业的共识。

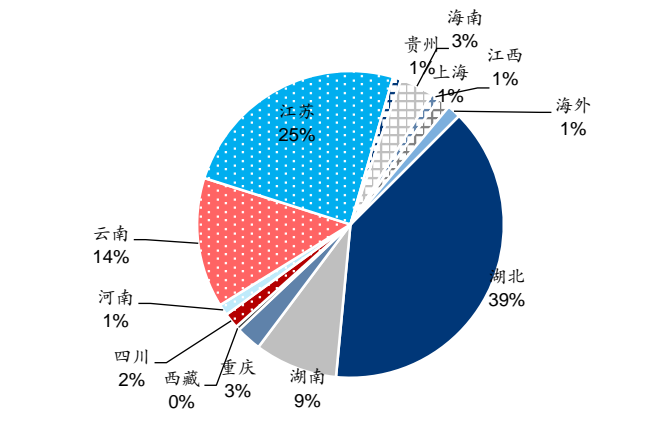
据公司公告，2018年公司混凝土产能为1915万立方米，截至2024年底已增长至1.25亿立方米，其中包括接近3000万立方米的委外产能。公司混凝土产能国内主要分布在湖北、湖南、云南、四川、重庆、西藏、河南、贵州、江西、江苏、海南、上海、浙江等13省市，海外在柬埔寨、坦桑尼亚、塔吉克斯坦和南非运营10家混凝土搅拌站，其中产能占比最高的湖北2023年占比为39%。

图表46：公司混凝土产能



资料来源：公司公告，华泰研究

图表47：公司混凝土产能区域分布（2023年）

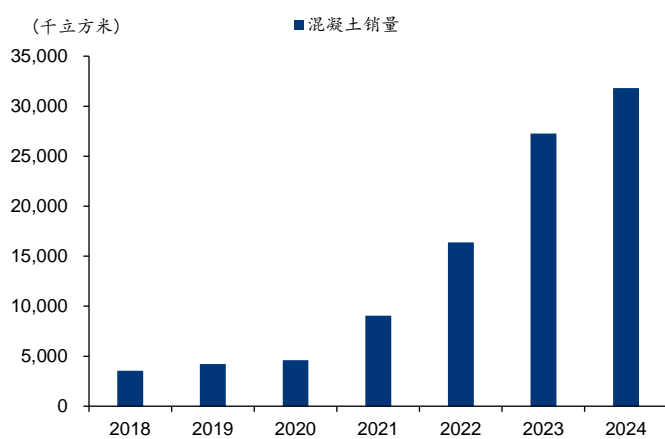


注：不包括2910万立方米委外产能

资料来源：公司公告，华泰研究

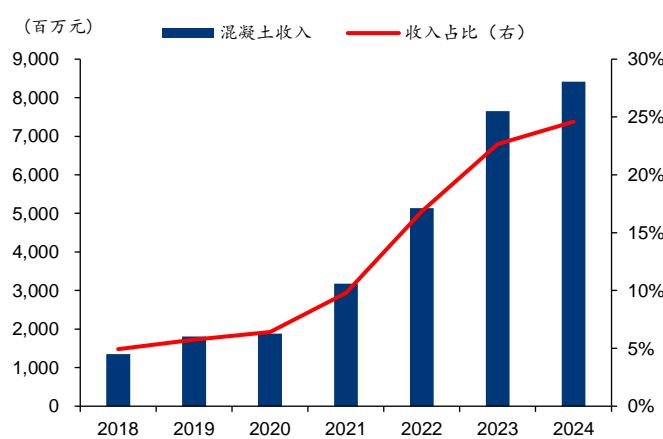
公司混凝土产能利用率相对较低，2020年以来公司混凝土业务单方毛利及毛利率持续下滑。据公司公告，2024年公司混凝土销售量为3181万方，产能利用率仅为25.4%，一方面由于公司产能扩张较快而产能释放需要一定时间，另一方面公司混凝土业务确立了以保护水泥渠道为主，获取适当现金利润的战略方针，混凝土的生产及销售主要以支持公司水泥销售为宗旨。从价格和盈利来看，2020年以来公司混凝土的销售单价及单方毛利均呈持续下降趋势，2024年单方毛利和毛利率分别为32元/立方米和12%，后续仍需关注公司产能扩张放缓后（24年仅新增320万方），产能逐步释放产能利用率提升是否能带动单位成本继续下降从而改善盈利。

图表48：公司混凝土销量



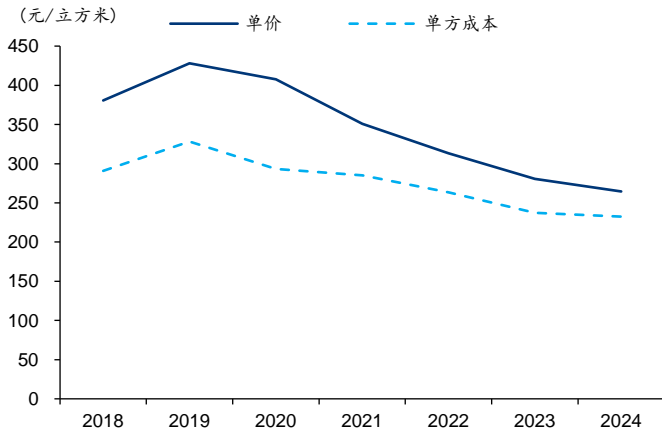
资料来源：公司公告，华泰研究

图表49：公司混凝土业务收入及收入占比



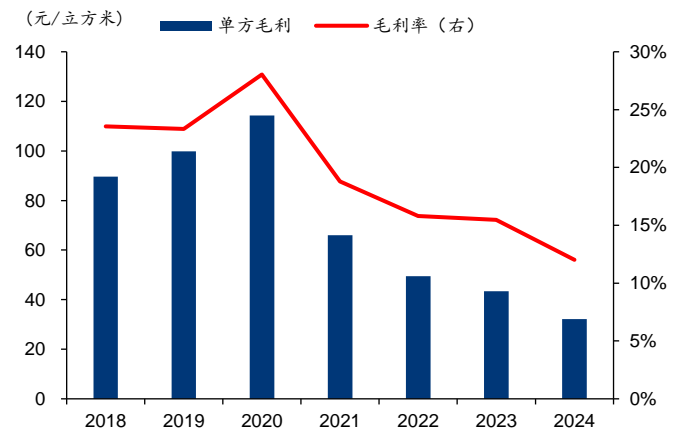
资料来源：公司公告，华泰研究

图表50: 公司混凝土业务单价及单方成本



资料来源: 公司公告, 华泰研究

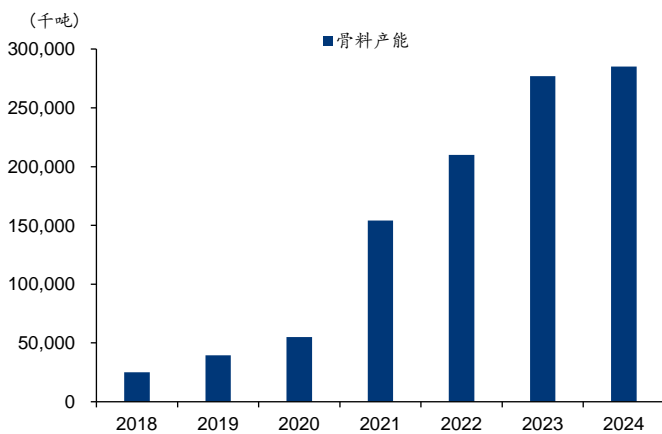
图表51: 公司混凝土业务单方毛利及毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

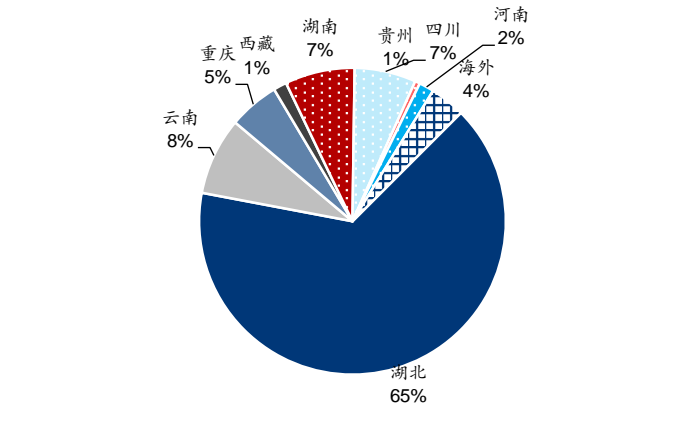
公司是最早从事骨料行业的水泥企业之一, 2021 年以来产能快速扩张。公司是中国水泥行业第一家建设规模化、环保化骨料工厂的企业, 经过十多年的摸索与扩张, 骨料业务规模大幅提升, 2018 至 2024 年公司骨料产能由 2500 万吨提升至 2.85 亿吨, 期间 CAGR 达 50.0%, 截至 2024 年底公司骨料国内产能分布于湖北、云南、重庆、湖南、四川、贵州、河南及西藏等 8 省市, 海外在塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚和南非运营了 6 个骨料项目, 2025 年 3 月公司完成对巴西 880 万吨骨料项目的收购, 海外骨料业务有望进一步扩张。

图表52: 公司骨料产能



资料来源: 公司公告, 华泰研究

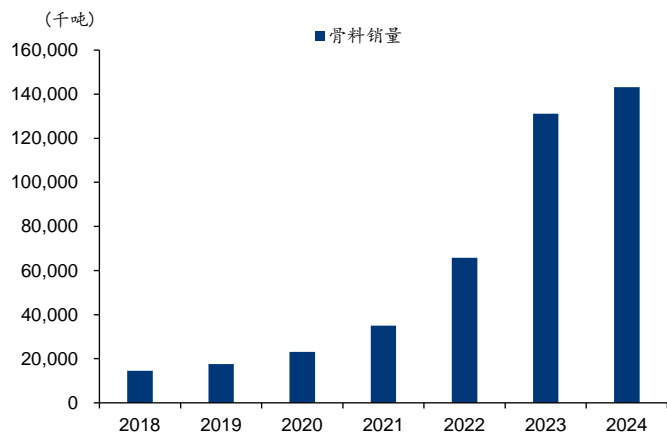
图表53: 公司骨料产能区域分布 (2024 年)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

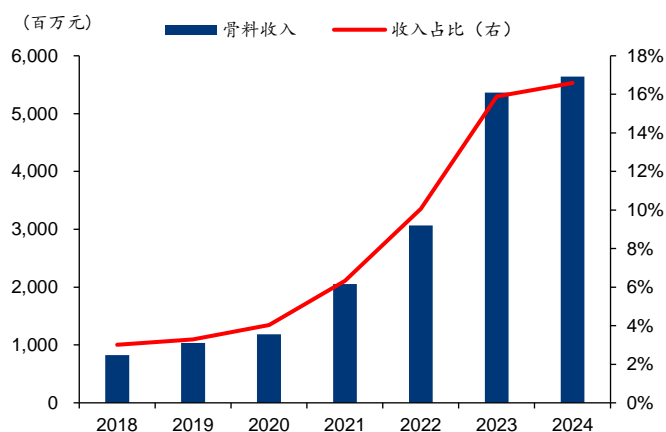
公司骨料吨成本相对稳定, 毛利率显著高于其他业务。2018 年以来, 受国内企业产能快速扩张影响, 国内骨料价格整体呈下滑趋势, 公司骨料吨售价由 2021 年的 58.7 元/吨下降至 2024 年的 39.4 元/吨, 但公司骨料吨成本基本维持相对稳定在 20 元/吨左右。2018-2021 年公司骨料毛利率保持在 60% 以上, 随着价格的下滑, 2021 年以来公司骨料吨毛利和毛利率有所下降, 但毛利率仍显著高于公司其他业务, 因此骨料收入占比的持续提升是公司整体盈利能力改善的重要驱动因素。据砂石骨料网, 25H1 全国砂石综合均价同比-12.2%, 考虑目前国内骨料产能扩张较快, 供给宽松的背景下骨料价格或有进一步下降可能, 后续骨料吨毛利及毛利率的变化需要关注公司骨料产能利用率的提升以及成本端下降的空间。

图表54：公司骨料销量



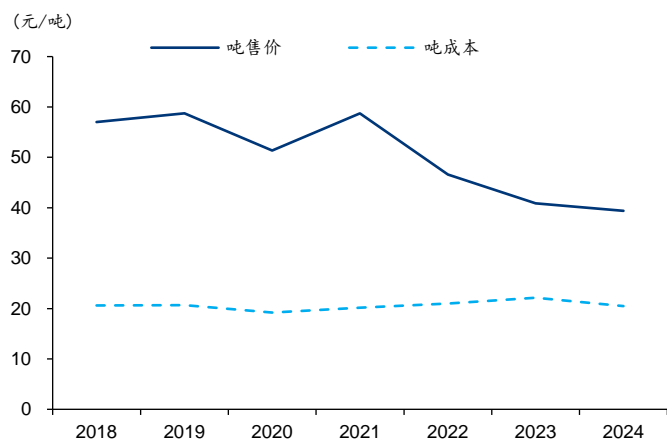
资料来源：公司公告，华泰研究

图表55：公司骨料业务收入及收入占比



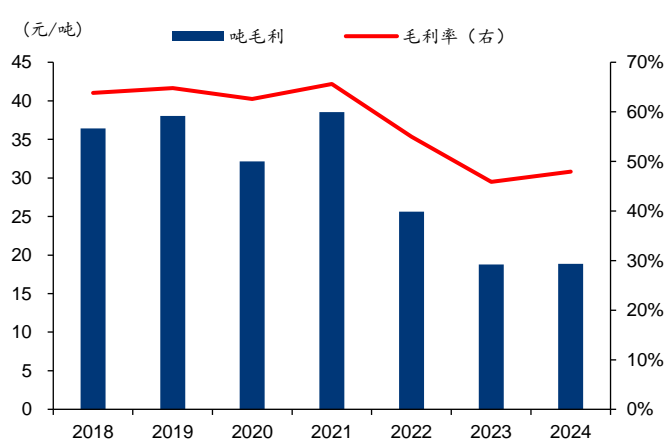
资料来源：公司公告，华泰研究

图表56：公司骨料业务吨售价及吨成本



资料来源：公司公告，华泰研究

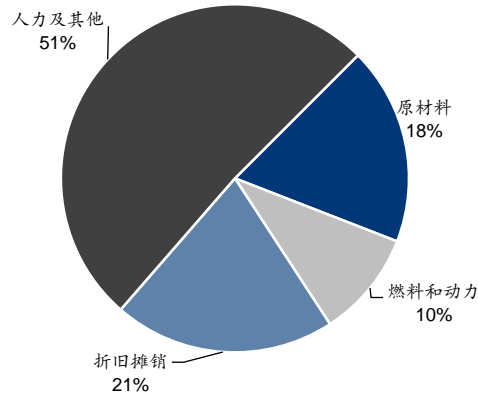
图表57：公司骨料业务吨毛利率及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

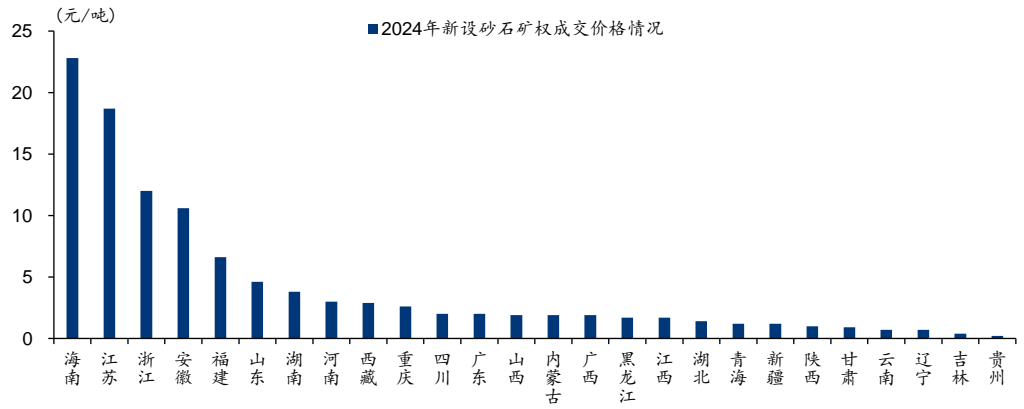
骨料成本中人力及折旧摊销占比较大，规模及区域布局优势明显。据公司公告，2024 年公司骨料成本构成中折旧摊销占比为 21%，人力及其他占比为 51%，因此拿矿成本和规模效应是影响成本的重要因素。截至 2024 年底公司骨料产能达 2.85 亿吨，其中超过 60%集中于湖北地区，而据砂石骨料网，湖北砂石矿山储量居全国前列，2024 年全国新设砂石采矿权平均获矿成本约 4.2 元/吨，其中湖北获矿成本仅约 1.4 元/吨，显著低于全国平均水平，因此公司整体拿矿成本相对较低。此外，湖北地处长江中游，拥有长江“黄金水道”的物流优势，在以水运为主要运输方式的砂石骨料上也具备一定运费优势。从规模上看，2024 年公司骨料业务收入 56.4 亿元，在上市水泥公司中排名前列，具备较强规模优势；同时，由于公司骨料布局时间较早，拿矿成本较低，因此公司骨料业务盈利能力也位于同行前列，未来骨料产能释放有望带动公司整体规模和盈利能力进一步改善。

图表58：公司骨料成本构成（2024年）



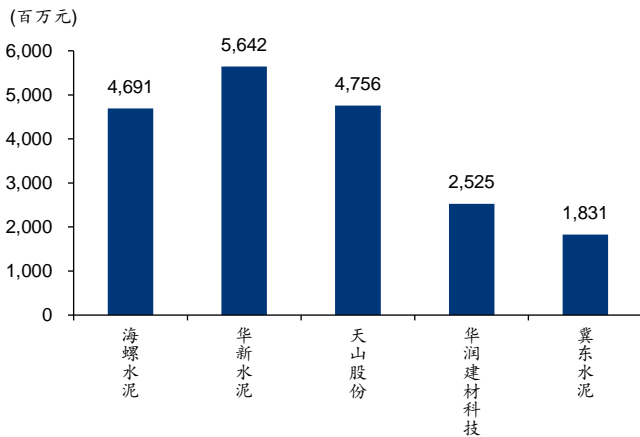
资料来源：公司公告，华泰研究

图表59：新设砂石矿权成交价格（2024年）



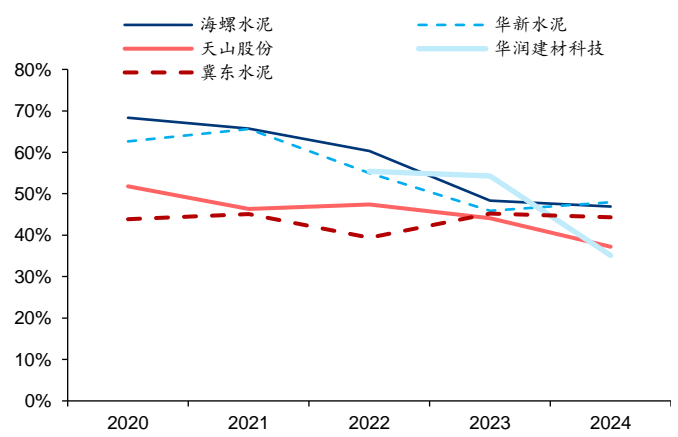
资料来源：砂石骨料网，华泰研究

图表60：主要水泥公司骨料收入对比（2024年）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表61：主要水泥公司骨料毛利率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测与估值分析

华新水泥作为国内水泥行业的龙头企业,近年来通过非水泥业务的拓展和海外业务快速扩张,实现了全产业链一体化布局和业务多元化发展。公司主营业务收入由水泥、熟料、混凝土和骨料等构成,18-24年公司总收入275亿元增长至342亿元。我们认为25-27年公司收入有望继续保持稳健增长,主要驱动力包括:1)国内水泥熟料业务在区域需求支撑和供给端协同下价格中枢有望趋稳;2)海外水泥熟料业务通过并购和产能扩张实现市场份额进一步提升;3)非水泥业务产能利用率逐步提升,全产业链一体化协同带动销量增长。整体来看,我们预测25-27年公司收入为367/397/413亿元,同比+7.4%/+8.0%/+4.1%,具体分析如下:

1) 水泥熟料业务:国内水泥熟料业务是公司的基本盘,22-24年公司国内水泥熟料销量从5110万吨降至4407万吨,ASP从322元/吨降至250元/吨,主要受下游需求偏弱以及错峰停窑影响。但我们认为随着稳增长政策频出,水利等“两重”项目投资加码,有望提振中南和西南核心区域需求,我们预计公司国内水泥熟料销量降幅有望趋缓,预测25-27年国内水泥熟料销量同比-10%/-1%/-1%;同时24年以来行业协同及错峰生产持续推进,国内水泥价格企稳回升,25年以来公司国内水泥核心销售区域价格同比明显改善。

海外水泥熟料是公司近年来收入利润的核心增长点,22-24年公司海外水泥熟料销量从930万吨增长至1620万吨,ASP从442元/吨增长至481元/吨。我们认为公司通过并购和新建持续扩张海外产能,布局非洲经济及人口快速增长区域,有望充分受益于当地发展红利,预测25-27年海外水泥熟料销量同比+10%/+20%/+15%;同时非洲区域销售占比提升有望带动公司海外水泥业务吨售价继续提升。

综合国内和海外,我们预测25-27年公司水泥熟料销量为5748/6281/6538万吨,同比-4.6%/+9.3%/+4.1%,销售单价为343/357/364元/吨,同比+10%/+4%/+2%,对应25-27年水泥熟料业务收入达197/224/238亿元,同比+4.9%/+13.6%/+6.2%。

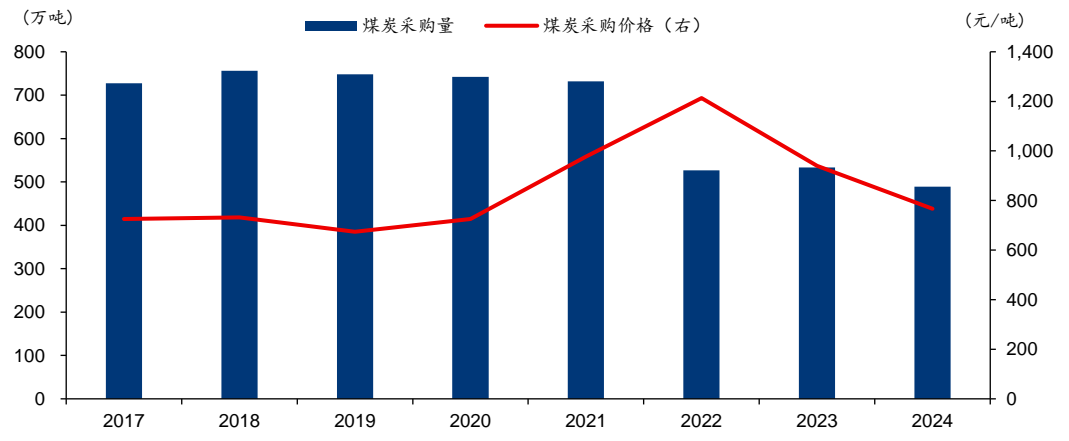
2) 混凝土业务:公司混凝土业务主要服务水泥配套需求,2024年收入占比约25%,22-24年公司混凝土销量从1639万方增至3181万方,但ASP从313元/方降至265元/方。我们预计公司国内混凝土销量受需求下滑影响或保持稳中略降,但海外销量有望进一步提升,预计25-27年公司混凝土业务销量同比+6%/+4%/+4%,预测25-27年单价同比延续小幅下滑趋势,同比-3%/-3%/-3%,预测25-27年混凝土业务收入为86.7/87.2/87.6亿元,同比+3.0%/+0.6%/+0.5%。

3) 骨料业务:骨料业务是公司非水泥业务规模和盈利增长的主要驱动,2024年收入占比16%,22-24年公司骨料销量从6579万吨增至1.4亿吨,但ASP从47元/吨降至39元/吨,主要受行业供给增加影响。我们预计公司骨料产能扩张基本完成,未来销量增长主要来自于产能利用率提升及渠道拓展,同时巴西骨料项目收购完成有望帮助公司打入海外骨料市场,我们预计25-27年公司骨料业务销量同比+20%/+5%/+5%,考虑国内骨料产能扩张仍较多因此单价或延续下滑,预测25-27年单价同比-3%/-2%/-2%,预测25-27年骨料业务收入为65.7/67.6/69.5亿元,同比+16.4%/+2.9%/+2.9%。

煤炭价格下降对成本端改善明显。煤炭及电力是水泥燃料和动力成本的主要来源,是影响水泥企业盈利情况的重要因素。公司煤炭主要采购自中煤能源集团、晋能控股集团、国家能源集团等大型煤矿企业,燃料供应稳定性较高。2024年,受益于煤炭市场供需持续改善,公司煤炭采购均价同比下降18.44%。电力方面,公司所需电力分为外购和自发电两部分,其中外购电是由国家电网或南方电网统一输送,供应稳定;自发电主要来源于公司各生产线配套的余热发电系统,截至2024年末,公司已投运余热发电机组43套,余热发电总装机容量达到387.7MW,全年发电量占用电总量的30%以上。

2025 年以来煤炭价格延续下行，截至 2025 年 5 月底秦皇岛动力煤市场价 670 元/吨（同比 -31%），若假设单吨水泥煤耗为 0.095 吨，我们测算若 2025 年煤炭采购价格同比下降 25%，则公司水泥生产的煤炭成本为 55 元/吨，若其他条件不变，则对应水泥吨成本为 221 元/吨，相比 2024 年下降 8%。

图表 62：公司煤炭采购量及采购均价



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 63：煤炭采购价格变化对公司水泥吨成本影响测算

	2023	2024	2025E	2025E	2025E
煤价变化	-23%	-18%	-20%	-25%	-30%
吨成本 (元/吨)	231	239	224	221	217
单吨煤耗 (吨/吨)	0.095	0.095	0.095	0.095	0.095
煤炭成本 (元/吨)	89	73	58	55	51
公司煤炭采购价格 (元/吨)	940	767	613	575	537

资料来源：公司公告，华泰研究预测

2024 年公司整体毛利率为 24.69%，同比下滑 2.02pct，主要系国内水泥价格下滑，但骨料及海外业务高毛利对冲了部分影响。我们预计随着国内水泥价格企稳，叠加煤炭价格下跌，国内水泥业务毛利率有望改善，海外非洲高盈利区域销售占比提升有望进一步提升公司水泥熟料业务整体毛利率，我们预计 25-27 年公司水泥和熟料业务毛利率为 23.4%/26.3%/27.8%。混凝土业务考虑销售单价持续下滑，预计毛利率仍呈小幅下降趋势，预计 25-27 年公司混凝土业务毛利率为 11.8%/11.7%/11.5%。骨料业务得益于规模效应及拿矿成本较低，我们预计其成本端将继续维持相对稳定，但价格下滑或带动毛利率小幅下滑，预计 25-27 年公司骨料业务毛利率为 47.4%/46.8%/46.3%。综合各项业务，我们预计 25-27 年公司整体毛利率为 25.2%/26.7%/27.4%，整体来看骨料和海外水泥业务收入占比提升仍有望带动公司整体毛利率改善。

图表64：公司主要业务核心数据及假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
水泥和熟料业务						
销量 (千吨)	60,400	61,900	60,270	57,483	62,810	65,376
单价 (元/吨)	340.9	311.4	311.8	343.0	356.7	363.8
吨成本 (元/吨)	257.0	230.5	238.9	262.8	262.8	262.8
吨毛利 (元/吨)	83.9	80.9	72.9	80.2	93.9	101.0
混凝土业务						
销量 (千立方米)	16,390	27,270	31,810	33,793	35,045	36,296
单价 (元/立方米)	313.2	280.6	264.5	256.6	248.9	241.4
单位成本 (元/立方米)	263.7	237.2	232.4	226.0	220.0	214.0
单位毛利 (元/立方米)	49.5	43.4	32.1	30.6	28.9	27.4
骨料业务						
销量 (千吨)	65,790	131,137	143,230	171,876	180,470	189,493
单价 (元/吨)	46.6	40.9	39.4	38.2	37.4	36.7
吨成本 (元/吨)	21.0	22.1	20.5	20.1	19.9	19.7
吨毛利 (元/吨)	25.6	18.8	18.9	18.1	17.5	17.0

资料来源：公司公告，华泰研究预测

2022-2024 年公司期间费用率由 11.5% 提升至 12.6%，其中主要是财务费用率明显增加，具体来看：22-23 年销售费用率维持在 4.5% 左右，24 年小幅下降至 4.4%，我们预测 25-27 年公司销售费用率为 4.4%/4.4%/4.4%，整体保持稳定；公司管理费用率由 2022 年的 5.2% 提升至 2024 年的 5.5%，主要系近年公司并购及新建产线较多，前期人员投入相对较高，随着产能逐步释放带动收入增长，我们预计公司管理费用率将维持稳定，预测 25-27 年公司管理费用率为 5.5%/5.5%/5.5%；研发方面，公司始终坚持“创新驱动发展，引领行业前沿”的理念，积极拓展各类新型低碳建材产品，2022-2024 年研发费用率由 0.3% 提升至 0.7%，考虑水泥行业环保及能效要求进一步提高，我们预计公司研发投入有望保持较高水平，预测 25-27 年研发费用率为 0.7%/0.7%/0.7%；2022-2024 年公司财务费用分别为 1.5%/2.1%/2.0%，财务费用率增长主要系利息支出以及汇兑损失增加，考虑公司海外业务占比有望进一步提升，收入规模的增加有望摊薄利息及汇率变动对公司财务费用率的影响，预测 25-27 年公司财务费用率为 1.4%/1.3%/1.3%。

图表65：公司核心财务数据假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
水泥和熟料收入 (百万元)						
	20588	19279	18791	19714	22403	23784
yoy	-19.8%	-6.4%	-2.5%	4.9%	13.6%	6.2%
毛利率	24.6%	26.0%	23.4%	23.4%	26.3%	27.8%
混凝土收入 (百万元)						
	5133	7652	8415	8672	8723	8764
yoy	61.6%	49.1%	10.0%	3.0%	0.6%	0.5%
毛利率	15.8%	15.5%	12.0%	11.8%	11.7%	11.5%
骨料收入 (百万元)						
	3065	5364	5642	6567	6758	6954
yoy	49.3%	75.0%	5.2%	16.4%	2.9%	2.9%
毛利率	55.0%	45.9%	47.9%	47.4%	46.8%	46.3%
其他业务收入 (百万元)						
	1685	1462	1369	1780	1780	1780
yoy	7.9%	-13.2%	-6.4%	30.0%	0.0%	0.0%
毛利率	25.3%	24.7%	24.9%	27.8%	27.8%	27.8%
总收入 (百万元)						
	30470	33757	34217	36733	39663	41282
yoy	-6.1%	10.8%	1.4%	7.4%	8.0%	4.1%
毛利率						
	26.2%	26.7%	24.7%	25.2%	26.7%	27.4%
销售费用率	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
管理费用率	5.2%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用率	0.3%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
财务费用率	1.5%	2.1%	2.0%	1.4%	1.3%	1.3%
归母净利润 (百万元)						
	2699	2762	2416	2562	3116	3413

资料来源：公司公告，华泰研究预测

同时，我们对公司的盈利做了敏感性测算，并测算了公司底部利润。据数字水泥网，25H1 公司主要布局区域中南和西南水泥均价同比+7.0%/+9.0%，考虑国内水泥反内卷持续推进以及海外销量占比提升，我们中性假设 25 年公司水泥熟料业务单价同比+10%；据砂石骨料网，25H1 全国砂石综合均价同比-12.2%，但考虑公司完成海外巴西骨料产能收购，海外销量占比提升有望对冲国内价格下滑，中性假设 25 年公司骨料业务单价同比-3%。综上，中性情境下我们预测 25 年公司水泥熟料/骨料业务单价为 343/38 元/吨，对应吨毛利分别为 80/18 元/吨，对应 25 年归母净利润为 25.6 亿元。若将水泥价格及骨料价格的变化对公司 25 年归母净利润做敏感性测算，当水泥价格在 313-353 元/吨变化，骨料价格在 26.0-42.0 元/吨变化，公司归母净利变化区间在 6.5-31.7 亿元。从中期维度看，假设 1) 国内水泥业务盈利跌至历史最差情况（以 24Q1 最差单季度吨净利测算）；2) 海外水泥考虑尼日利亚并购及在建项目投产后的总产能，吨净利维持相对稳定，但剔除价格和盈利可能较差的中亚区域；3) 骨料假设吨成本不变，参考美国火神材料，稳态毛利率降至 30%，净利率 10%，我们测算公司底部利润为 16.7 亿元。

图表66：公司归母净利润相对于水泥价格和骨料价格敏感性测算

		水泥价格 (元/吨)				
		313	323	333	343	353
骨料价格 (元/吨)	归母净利 (百万元)	645	933	1,220	1,508	1,796
	26.0	989	1,277	1,564	1,852	2,140
	30.0	1,333	1,621	1,908	2,196	2,484
	34.0	1,677	1,965	2,252	2,562	2,785
	42.0	2,021	2,309	2,596	2,884	3,172

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预测 25-27 年公司归母净利润为 25.6/31.2/34.1 亿元，同比+6.0%/+21.6%/+9.5%，对应公司 25-27 年 EPS 为 1.23/1.50/1.64 元，相比此前预测上调 3.4%/2.0%/5.8%，主要基于 25H1 国内水泥均价同比改善，同时海外水泥业务延续量价齐升。我们看好公司海外业务和非水泥业务的扩张带动公司规模和盈利进一步增长，同时公司国内水泥业务具备成本和技术优势，吨熟料能耗水平位居行业前列，重大项目有望支撑核心区域需求，给予华新水泥-A 目标价 17.71 元（前值 15.11 元），基于 14.4x25 年 PE（前值基于 12.7x），估值相比可比公司溢价 10%，主要基于更高的海外产能增速；华新水泥-H 目标价 13.25 港元（前值 11.26 港元），基于 9.8x25 年 PE（前值基于 8.8x），H-A 折价率 32%（前值 31%），与水泥公司 H-A 平均折价率一致，我们看好公司在出海发展和节能降碳方面的领先优势，A/H 均维持“买入”。

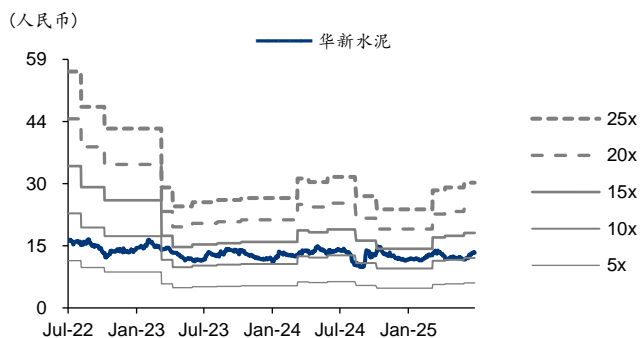
图表67：可比公司估值表

股票简称	股票代码	市值 (百万美元)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Holcim	LHN SW	44,476	14.2	13.6	1.6	1.5	12.6	12.8
Heidelberg	HEI GR	41,515	15.6	13.9	1.8	1.7	12.0	12.2
Cemex	CX US	10,562	10.6	10.6	1.5	1.4	8.2	8.9
海螺水泥	600585 CH	16,237	12.1	10.9	0.6	0.6	5.4	5.6
平均值			13.1	12.3	1.4	1.3	9.5	9.9

注：EPS, BPS 和 ROE 均来自 Bloomberg 一致预期；市值截至 2025 年 7 月 18 日

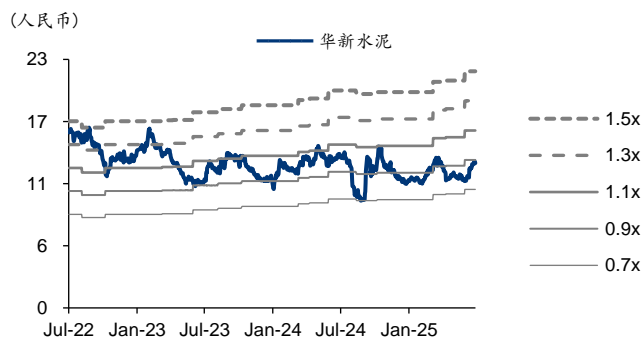
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表68: 华新水泥 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表69: 华新水泥 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

我们的盈利预测和目标价的下行风险主要包括:

1. 需求下降超预期: 1-5月地产销售/新开工/竣工面积同比-2.9%/-22.8%/-17.3%, 较1-4月增速-0.1/+1.0/-0.4pct, 地产需求仍偏弱, 若后续需求下滑超预期, 我们的核心假设(水泥价格和骨料价格)可能会低于我们预期, 从而使公司盈利和目标价低于我们预期。
2. 水泥行业的竞合弱于我们预期: 虽然当前水泥行业反内卷持续推进, 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, 可能会使水泥价格在淡季出现更大幅度的下降, 在旺季出现更小幅度的上涨, 从而使未来的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。

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、王玺杰、黄颖、樊星辰，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、王玺杰、黄颖、樊星辰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。
- 华新水泥（600801 CH）、华新水泥（6655 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。
- 华新水泥（600801 CH）、华新水泥（6655 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，德国市场基准为DAX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