



港股研究 | 公司深度 | 中国建材 (3323.HK)

中国建材：崛起的建材航母

报告要点

公司作为建材行业龙头央企，早年受制于行业环境和自身产品结构，周期底部经营较大承压。近年公司通过一系列的外延布局 and 经营优化，实现了二次崛起，在更多领域体现了强成长属性，进而实现了行业底部的利润中枢抬升。同时，随着报表逐步优化和产品结构的优化，公司的估值修复空间也有望打开。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李金宝

SAC: S0490516040002

SFC: BVZ972

中国建材：崛起的建材航母

过往的窘境

中国建材 (3323.HK) (下文以公司指称) 大股东为中国建材集团, 实控人为国资委。目前业务主要分为三大板块, 基础建材、新材料和工程技术服务。过往经营看, 收入和利润体现较强周期属性, 作为行业最大龙头, 在上轮周期底部 2015-2016 年业绩出现较大亏损 (盈利水平逊色于同行龙头), 反映出过往整体经营包袱较重, 核心是水泥制约 (彼时其他业务贡献较少)。

成长的崛起

公司长周期已走出明显的成长属性, 主要是在家装建材和玻纤新材料产业链进行一系列布局。

1、家装一体两翼的逐步完善。2019 年至今, 公司凭借优秀的现金制造能力和低杠杆优势, 持续通过收购方式, 已在防水和涂料领域进行多项并购, 并进行一系列优化调整。目前 2024 年防水和涂料贡献收入预计约在 40 亿元以上, 成为行业一梯队龙头。过往看, 公司防水收入增速领跑同行, 经营风险更低, 未来有望凭借股东背书和突出经营能力加持, 竞争优势持续扩大。

2、玻纤叶片：拥抱景气。玻纤长周期看, 需求保持持续增长, 主要是取决于部分高端领域下游景气和在新领域的不断渗透。公司作为行业龙头, 在资源和产品结构占优的加持下, 和同行相比保持持续的盈利优势。预计 2025 年维持相对供需平衡, 后续或跟随行业投产计划下降而迎来供需改善。在叶片行业公司稳居龙头, 具备技术与成本优势。2025 年风电装机迎来高景气, 叶片提价陆续落地, 关注提价+量增规模化效应+运营效率提升三重作用下的盈利触底回升。

周期的弹性

需求承压之下, 2024 年全行业盈利陷入低迷状态, 不少企业纷纷陷入亏损, 整体盈利跌破上轮周期 2015 年底部水平。但企业当前较充裕现金储备, 行业市场化出清或仍需时间, 当下供给约束更多来自政策端: 一方面, 可能有部分产能因超产治理而出现实质性出清, 同时碳交易有望重新约束企业生产秩序, 令企业成本曲线再次陡峭化。此外, 行业层面盈利愿望趋向统一, 市场协同加码。就 2025 年来看, 叠加低煤价和盈利低基数下, 全行业盈利中枢同比上移可期。

就公司而言: 1、经过多年的经营优化, 公司水泥成本已得到显著改善 (技改降耗和内部挖潜等), 与头部企业差距大幅收窄, 整体成本已修复到行业腰部。在供需边际改善下, 公司同样可以释放盈利弹性。2、相比上一轮周期, 公司当前在海外市场 (景气度更高, 盈利水平更好) 和骨料 (市场格局和盈利稳定性更为占优) 领域积极布局, 有望为水泥板块盈利提供积极支持。

价值的重估

我们认为, 公司从经营和报表均出现显著质变, 因此需对公司价值进行重估。1、资产负债率下降较显著: 2024 年负债率为 61%, 较 2012 年高点相比下降 21 个 pct。同时, 公司减值计提逐步收尾, 2023-2024 年计提均在 10 亿内。2、积极进行回购和激励, 体现公司战略信心较足。3、公司当前利润和未来 CAPEX 重心均向成长业务倾斜, 后续利润更为健康, 因此不能用传统周期思维理解公司。同时, 目前公司估值水平较低, 叠加反内卷背景之下, 存在修复空间。

预计 2025-2026 年业绩为 37、47 亿元, 对应 PE 为 9、7 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、家装和新材料等外延进度缓慢。4、海外市场项目进度和汇率波动。

公司基础数据

当前股价 (HKD) 4.73

注: 股价为 2025 年 8 月 8 日收盘价

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

过往的窘境	7
成长的崛起	9
家装建材起势	9
玻纤叶片共舞	11
周期的弹性	15
行业盈利筑底	15
供给助力拐点	15
价值的重估	20
报表逐步优化	20
回购激励加码	21
投资价值重估	21
风险提示	23

图表目录

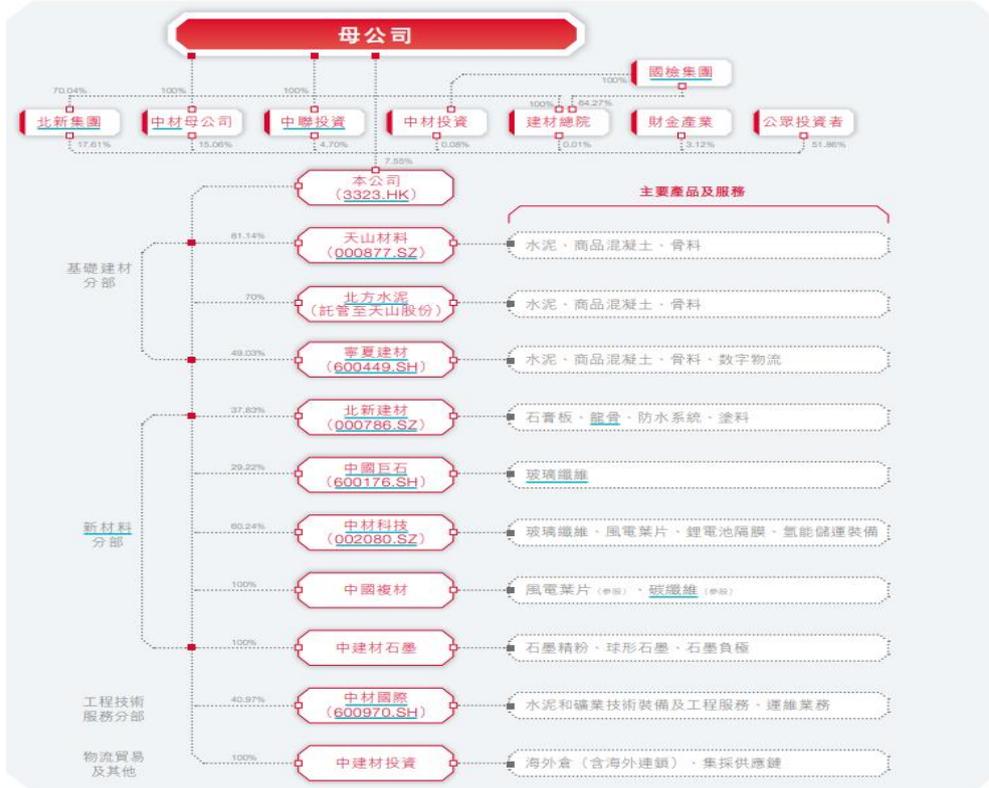
图 1: 截至 2024 年报, 中国建材的股权结构图	7
图 2: 中国建材历年收入 (亿元)	7
图 3: 中国建材历年净利润 (亿元)	7
图 4: 中国建材历年利润构成 (亿元)	8
图 5: 水泥全行业利润总额 (亿元)	8
图 6: 可比公司海螺水泥利润总额占比全行业情况	8
图 7: 北新建材防水基地及营销中心布局	9
图 8: 玻纤生产企业毛利率水平	11
图 9: 玻纤生产企业净利率水平	11
图 10: 玻纤价格与全球制造业 PMI	12
图 11: 玻纤行业产能变化 (万吨)	12
图 12: 玻纤生产企业库存情况	12
图 13: 中材科技的竞争优势	13
图 14: 中材叶片向泰山玻纤的采购金额占生产成本的 8%	13
图 15: 中国风机装机单机容量占比变化	14
图 16: 中国新增陆上和海上风电机组的平均单机容量 (MW)	14
图 17: 2024 年陆风招标机型占比	14
图 18: 2024 年海风招标机型占比	14
图 19: 全国水泥产量 (亿吨)	15
图 20: 全国水泥价格 (元/吨)	15
图 21: 超产治理的核心逻辑示意图	15
图 22: 天山股份吨成本和海螺水泥对比 (元/吨)	16
图 23: 中国建材和海螺的产能对比 (万吨)	16
图 24: 中国建材和海螺的产量份额	16
图 25: 全球重点区域的水泥价格 (美元/吨)	17
图 26: 全国骨料价格基本企稳 (元/吨)	19
图 27: 公司的利息支出常年大于净利润 (亿元)	20
图 28: 公司资产负债率	20
图 29: 公司的总资产和有息负债 (亿元)	20
图 30: 2024 年水泥企业资产负债率横向对比	20
图 31: 公司的资产减值损失 (亿元)	21
图 32: 公司的商誉 (亿元)	21
图 33: 公司的分板块收入 (亿元)	22
图 34: 公司的分板块营业利润 (亿元)	22
图 35: 历年分领域的资本开支 (亿元)	22
图 36: 2024 年分领域的资本开支明细 (亿元)	22
表 1: 北新建材近年在防水和涂料领域的并购	9
表 2: 主要防水材料企业的经营对比 (亿元)	10
表 3: 几家涂料公司的经营对比 (亿元)	10

表 4：泰山玻纤 Low-Dk 玻璃纤维与普通 E-Glass 玻璃纤维对比.....	12
表 5：天山股份骨料近年经营情况.....	17
表 6：骨料行业同行业经营情况（亿元）.....	18
表 7：截至 2023 年底，公司的商誉构成（亿元）.....	21

过往的窘境

公司大股东为中国建材集团，实际控制人为国资委。目前业务主要分为三大板块，基础建材、新材料和工程技术服务。

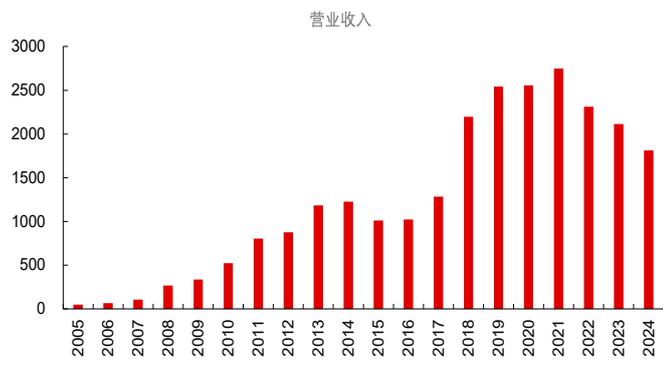
图 1：截至 2024 年报，中国建材的股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

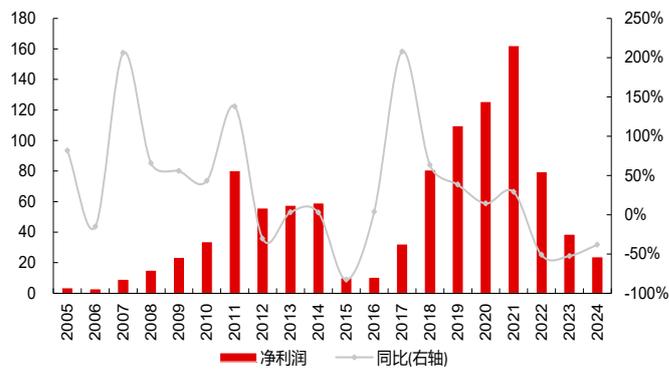
建材龙头，周期底部往往承压，且历史上出现底部较大亏损。从过往经营来看，公司长周期来看收入和利润体现较强周期属性，在 2015-2016 年景气底部的时候经营承压，2017 年后开始增长步入加速车道，随后在 2022 年后再次出现下行。不过，我们认为，作为行业最大龙头，在上轮周期底部 2015-2016 年公司扣非业绩出现较大亏损（而同行企业如海螺等并没有亏损，反而还有较好利润），也反映出公司过往整体经营包袱较重。

图 2：中国建材历年收入（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

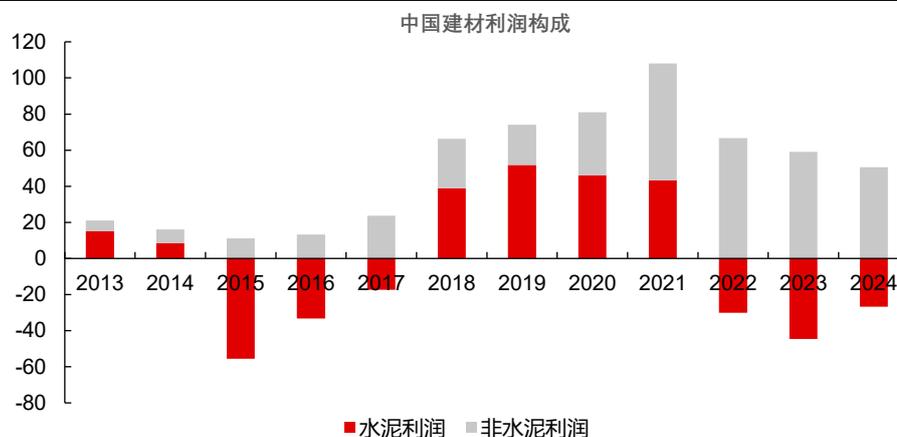
图 3：中国建材历年净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

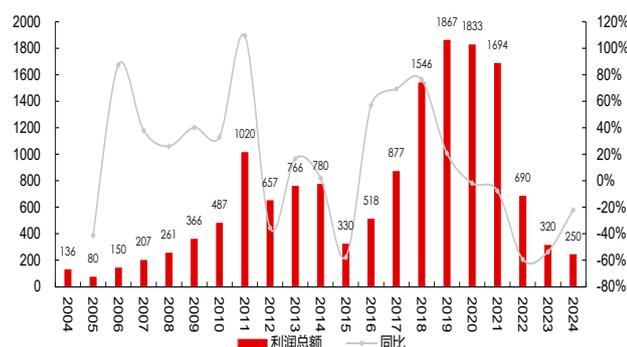
进一步拆解来看，公司利润主要有水泥和非水泥两部分，每一轮周期底部的经营压力核心还是水泥端的经营制约，2015-2016年也是因为水泥出现较大亏损导致整体扣非亏损。

图 4：中国建材历年利润构成（亿元）



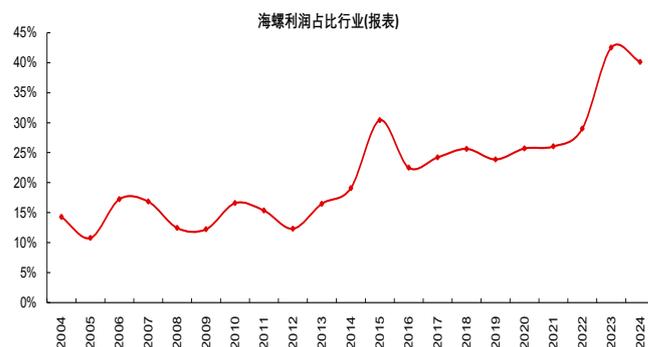
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：水泥全行业利润总额（亿元）



资料来源：统计局，数字水泥网，长江证券研究所

图 6：可比公司海螺水泥利润总额占比全行业情况



资料来源：统计局，数字水泥网，Wind，长江证券研究所

成长的崛起

家装建材起势

公司在家装建材领域的布局主要靠北新建材作为主体来完成。2019 年，北新建材正式提出“一体两翼、全球布局”发展战略，**核心是在发展石膏板主业之外，在防水、涂料、龙骨、粉料砂浆等业务上进行外延拓展。**目前北新建材通过收购的方式，已经在防水和涂料领域进行了多项并购，并进行了一系列的内部管理优化调整。

图 7：北新建材防水基地及营销中心布局



资料来源：北新防水官网，长江证券研究所

表 1：北新建材近年在防水和涂料领域的并购

领域	时间	事件
防水	2019 年	联合重组防水行业三家区域龙头企业——蜀羊防水、禹王防水、金拇指防水，开启防水领域布局
	2020 年	实现上海台安及中建材苏州防水院整合
	2021 年	收购禹王系剩余 30% 股权以及成都赛特、天津澳泰
	2022 年	收购远大洪雨
涂料	2021 年	摘牌收购天津灯塔涂料 49% 股份
	2023 年	以 40.7 亿元现金收购嘉宝莉 78.34% 的股权
		收购天津灯塔涂料剩余 51% 股份
	2024 年	通过公开摘牌及协议收购方式联合重组浙江大桥油漆有限公司，完成后将持有其 51.42% 的股份

资料来源：Wind，北新建材公告，长江证券研究所

防水而言：2019 年以来，北新建材持续大力在防水领域展开布局，通过一系列的收购兼并重组，并通过内部的管理架构优化，实现了防水领域的快速突破，累计投资超 30 亿元。

表 2: 主要防水材料企业的经营对比 (亿元)

	2020	2021	2022	2023	2024
收入					
北新防水	33	39	31	39	46
东方雨虹	217	319	312	328	281
科顺防水	62	78	77	79	68
毛利率					
北新防水	34%	24%	17%	19%	19%
东方雨虹	37%	31%	26%	28%	26%
科顺防水	37%	29%	21%	21%	22%
净利率					
北新防水	16%	6%	-3%	4%	4%
东方雨虹	16%	13%	7%	7%	0%
科顺防水	14%	9%	2%	-4%	0%
资产负债率					
北新防水	52%	50%	54%	55%	50%
东方雨虹	47%	46%	46%	44%	43%
科顺防水	49%	54%	56%	63%	65%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

涂料而言: 2023 年 12 月, 北新建材公告收购嘉宝莉 78.34% 股权。原股东业绩承诺为 2024 年、2024-2025 年、2024-2026 年税后净利润不低于 4.13 亿、8.75 亿、13.94 亿。2024 年实际完成业绩 3.36 亿, 略低于此前承诺预期。

表 3: 几家涂料公司的经营对比(亿元)

	2020	2021	2022	2023	2024
收入					
三棵树	82	114	113	125	121
亚士创能	35	47	31	31	21
嘉宝莉	32	39	36		
毛利率					
三棵树	34%	26%	29%	32%	30%
亚士创能	32%	24%	32%	31%	19%
嘉宝莉	38%	30%	33%		
净利率					
三棵树	7%	-3%	3%	1%	3%
亚士创能	9%	-12%	3%	2%	-16%
嘉宝莉	12%	2%	7%		
资产负债率					
三棵树	71%	83%	82%	81%	79%
亚士创能	61%	77%	74%	73%	79%
嘉宝莉	44%	49%	46%		

资料来源: Wind, 北新建材公告, 长江证券研究所

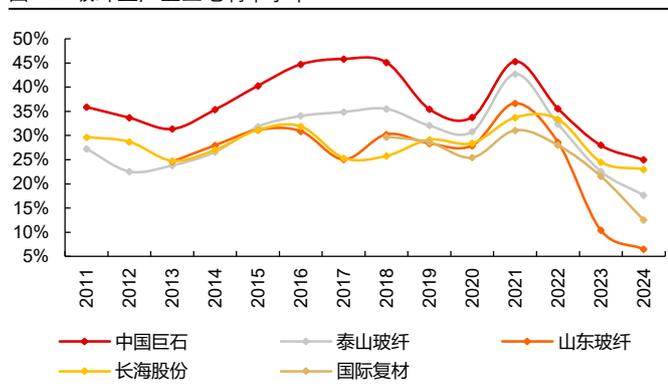
股权激励制定中期的增长目标：北新建材发布 2024 年股权激励计划(草案)，按照业绩考核的复合增速测算 2025-2027 年扣非归母净利润分别为 45.60、54.72、65.67 亿，对应复合增速约 20%。

玻纤叶片共舞

玻纤：龙头持续领跑行业

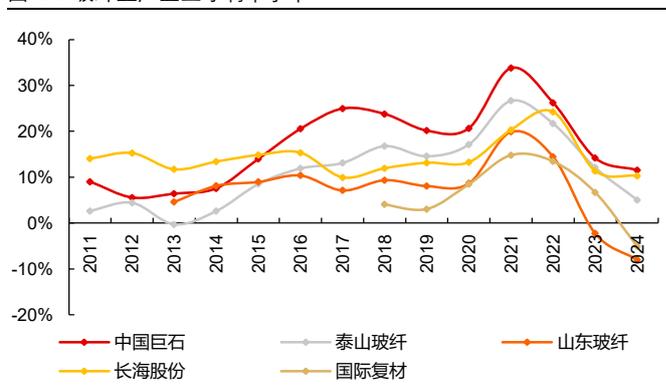
玻纤龙头竞争力继续领先同行。公司子公司中国巨石、泰山玻纤体现了显著的盈利优势，2019-2024 年六年间中国巨石、泰山玻纤、长海股份、国际复材、山东玻纤平均毛利率分别为 34%、30%、29%、24%、23%，叠加费用端的优势，净利率较同行企业的差距更大。竞争力持续领先，一是来自产品结构/产能结构/技术差异，二是矿石资源和地理位置，三是来自规模优势，未来规模优势或有望收敛，但龙头企业在高端产品结构优势、产业链纵深布局上有望进一步拉开差距。

图 8：玻纤生产企业毛利率水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：玻纤生产企业净利率水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

玻纤供给取决于需求周期。粗纱价格同步于全球制造业周期，需求受汽车/电子/风电产业链影响较大，复盘其历史上行周期：1) 2014-2015 年受益于风电和汽车需求；2) 2017 年下半年受益于全球经济复苏；3) 2020 年下半年到 2022 年上半年受益于风电和汽车需求。价格下行通常都是供给投放所致，2018-2019 年、2021-2022 年均是国内产能投产高峰期，但 2022 年海外供给因俄乌战争有所收缩，导致高位价格持续时间较长。

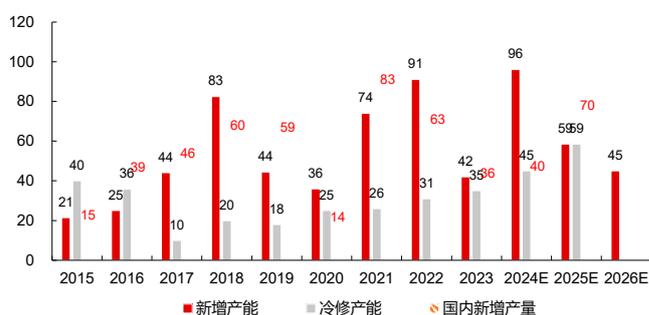
2025 年或维持相对供需平衡，2026 年供给新增显著减少。预计 2024 年玻纤全球需求增长超 60 万吨，而新增产量约 40 万吨，因此全年的供需状况呈改善趋势。展望 2025 年，预计全球玻纤需求增长 60-70 万吨，主要源于风电需求的加速改善，电子、汽车家电等需求增长延续，此外建筑建材需求下滑收敛，但贸易摩擦带来海外需求的不确定性。而玻纤新增产量预计约 70 万吨，预计 2025 年或维持相对供需平衡。而进入 2026 年，行业新增产能计划将出现明显下降，供需关系或迎来一定改善。

图 10: 玻纤价格与全球制造业 PMI



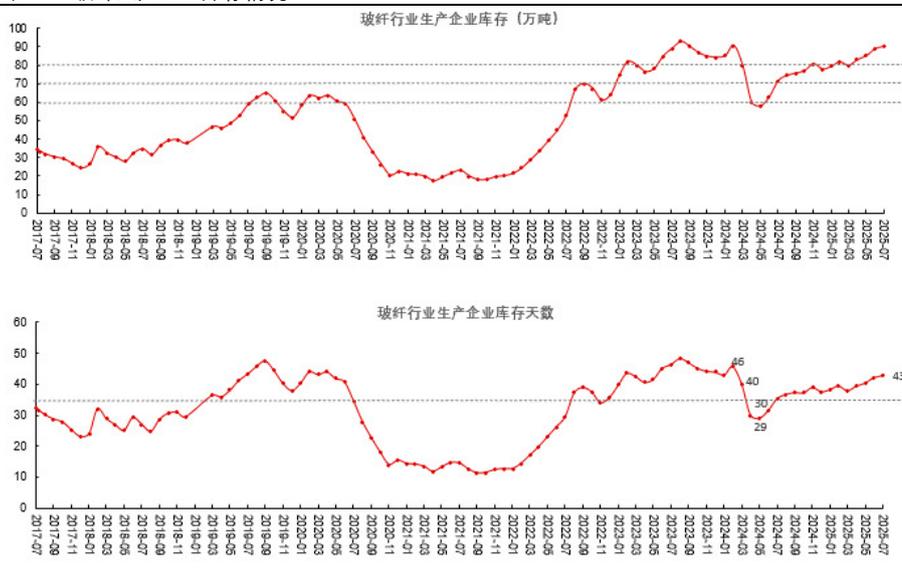
资料来源: Wind, 卓创资讯, 长江证券研究所

图 11: 玻纤行业产能变化 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 12: 玻纤生产企业库存情况



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

值得重视的是, 特种玻纤布需求开始规模放量。特种玻纤布包括低介电/Low-Dk 电子布、Low CTE/低膨胀纤维布、石英纤维等, 下游需求发生积极变化, 一是 Low-Dk 电子布主要用于高频、高速的电子元器件, 如 AI 服务器、交换机等领域, 因 AI 需求爆发且供给壁垒高, 其成为 AI 硬件卡脖子环节, 二是 Low CTE 纤维布主要用于高端芯片封装, 受益于电子产品向高频高速化发展, 同样出现供给短缺局面。泰山玻纤 (中材科技全资子公司) 目前已成为全球特种玻纤布龙头, 1 季度玻纤业绩开始有所体现。

表 4: 泰山玻纤 Low-Dk 玻璃纤维与普通 E-Glass 玻璃纤维对比

性能	测试方法	TLD - Glass	E - Glass
玻璃密度 (g/cm ³)	ISO1183 - 1:2012	2.29 - 2.32	2.57 - 2.63
介电常数 ϵ	同轴空气线法	1GHz: 4.3 - 4.5 10GHz: 4.2 - 4.3	1GHz: 6.6 - 6.8
介电损耗 (1 - 7GHz)	谐振腔法	0.0021	0.0053
热膨胀系数 ($\times 10^{-6}/K$)	ASTM D696	3.28	5.45
折射率	ASTM C1648	1.49	1.55

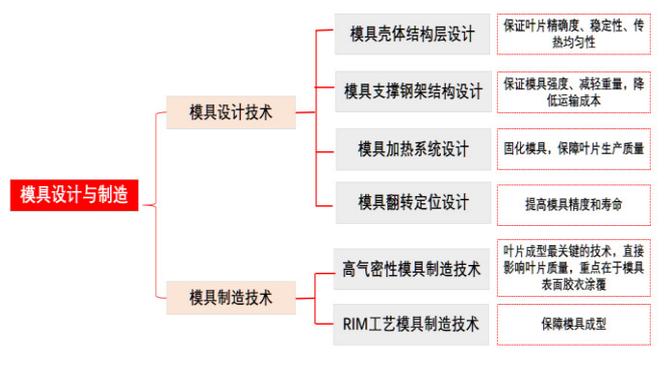
导热系数 (W/m · K, 900°C)	ASTM D5470	0.3216	0.3891
拉伸强度 (MPa)	ASTM D2343	2000	2400
弹性模量 (GPa)	声波法	67	72
耐酸性 (质量保留率, %)	10% H ₂ SO ₄ 溶液, 96°C70 - 80 目颗粒	57.2	53.5

资料来源：泰山玻纤官网，长江证券研究所

叶片：稳居龙头，成本优势显著

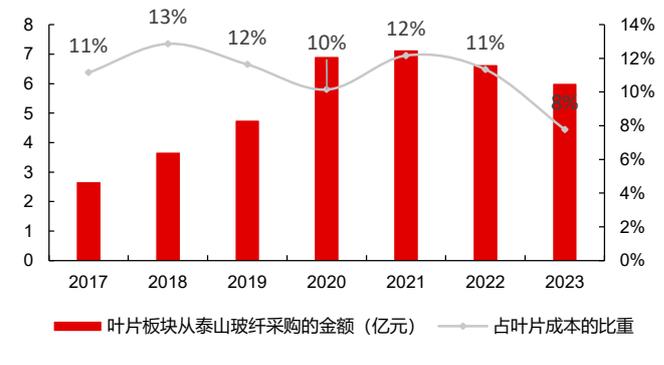
中材科技在风电叶片生产上具有显著的技术和原材料优势。一是以模具为载体的结构设计，公司创新平台之一北玻院，是国内最大的模具供应商，故公司在模具制造和产线升级上具备优势。二是以超高模量玻纤纱代表的新材料，纤维材料用于提供结构足够的刚度与强度，包括单向布、多轴布等，过去几年中材叶片向泰山玻纤的采购金额占其生产成本约 12%，2023 年重组后降到 8%。

图 13：中材科技的竞争优势



资料来源：北玻院，长江证券研究所

图 14：中材叶片向泰山玻纤的采购金额占生产成本的 8%

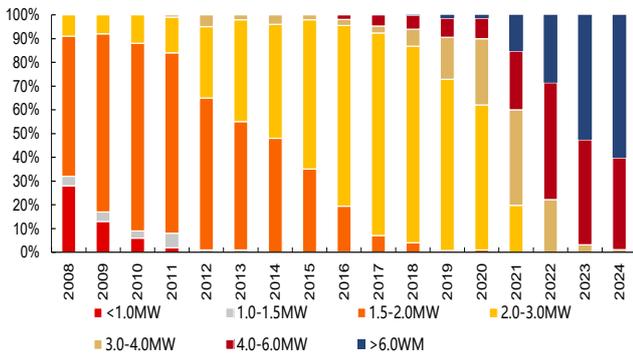


资料来源：Wind，中材科技信用评级报告，长江证券研究所

风机大型化进程加快，大叶片成为必然趋势，龙头企业有望受益。从 2024 年招标情况看大型化进一步加速，海风全部进入 10MW 及以上机型，陆风 10MW 及以上机型占比 20%。风机大型化趋势带动叶片大型化，对设计能力、模具、用材等都是较大考验，叶片龙头企业研发及技术领先更有优势。

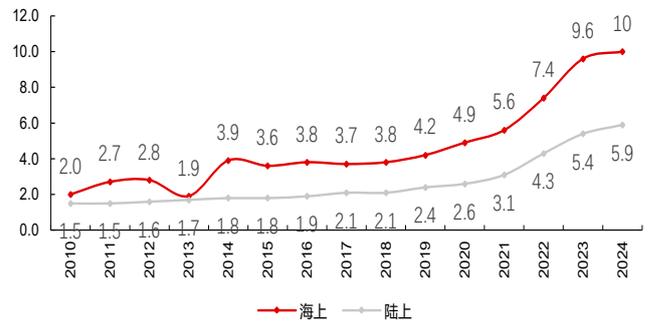
2025 年风电装机高景气，关注叶片提价。2024 年招标持续高增长有望奠定了 2025 年装机高增，预计 2025 年风电装机有望超 110GW（陆风 95GW 以上，海风 15GW），同比增长超 35%。中材与时代两者市占率已经达到 60%以上，过去数年来时代新材采取份额优先策略，在价格策略上相对激进，但需求快速增长之下，自 2024 年下半年态度有一定变化，开始主动寻求和中材一起协同提价。近期叶片提价已陆续落地，关注叶片提价+量增规模化效应+运营效率提升三重作用带来的盈利能力提升。

图 15：中国风机装机单机容量占比变化



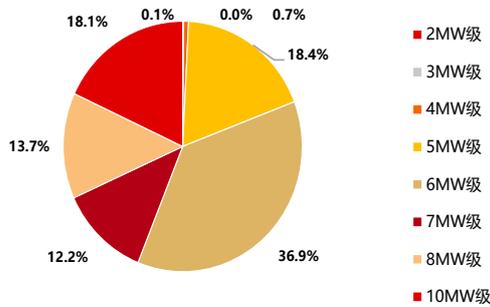
资料来源：CWEA，长江证券电新组，长江证券研究所

图 16：中国新增陆上和海上风电机组的平均单机容量（MW）



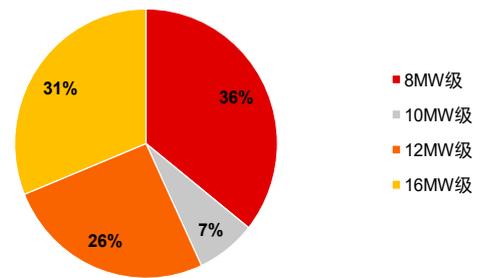
资料来源：CWEA，长江证券电新组，长江证券研究所

图 17：2024 年陆风招标机型占比



资料来源：风电之音，风芒能源，每日风电，风电头条，长江证券电新组，长江证券研究所

图 18：2024 年海风招标机型占比

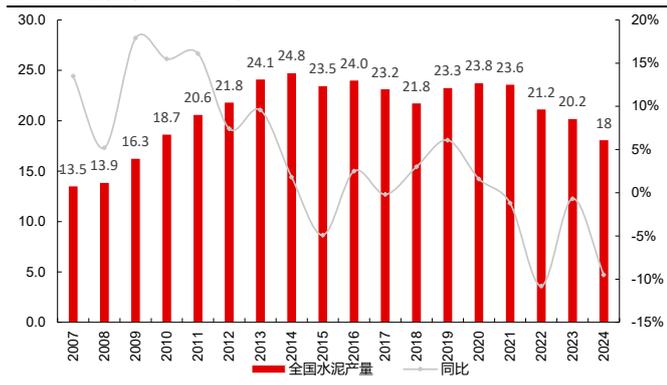


资料来源：风电之音，风芒能源，每日风电，风电头条，长江证券电新组，长江证券研究所

周期的弹性 行业盈利筑底

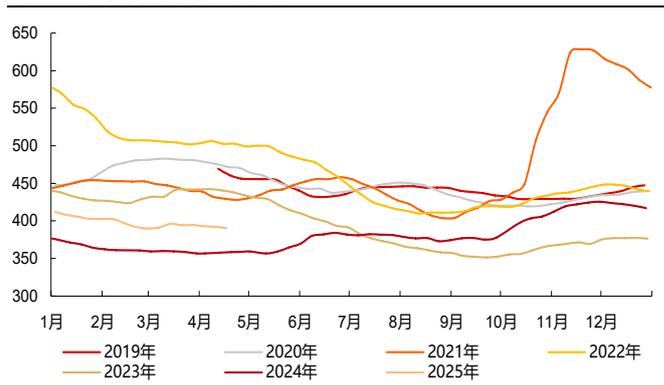
2024 年全国水泥产量 18.25 亿吨，同比下降 9.5%。需求承压之下，尽管全国多地主动加大错峰停窑限产力度，但供给限产调控措施未能有效适应市场波动，全行业盈利陷入低迷状态，不少企业纷纷陷入亏损，整体盈利跌破 2015 年底部水平。

图 19: 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 20: 全国水泥价格 (元/吨)

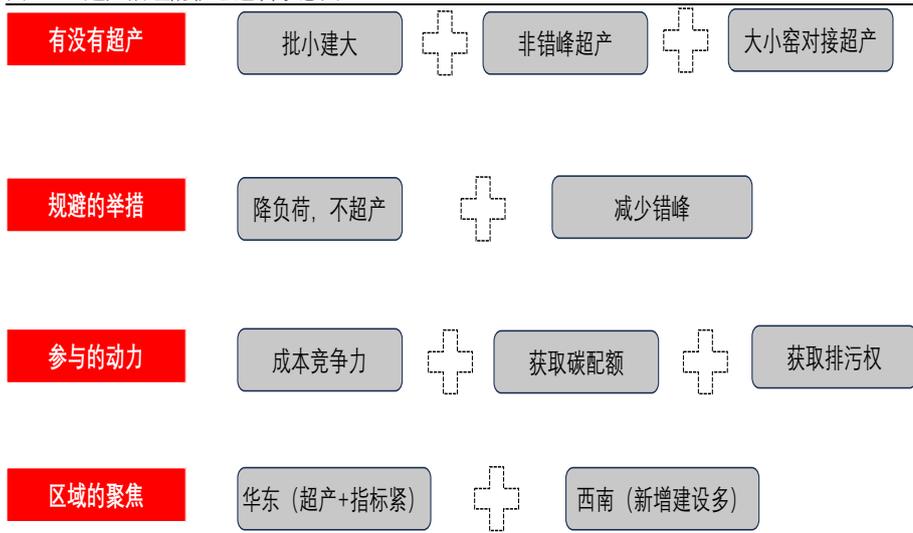


资料来源: 数字水泥网, 长江证券研究所

供给助力拐点

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 21: 超产治理的核心逻辑示意图



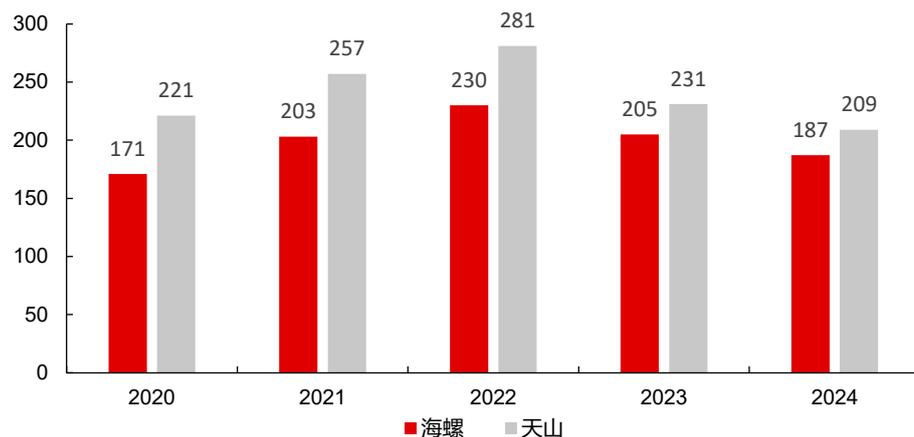
资料来源: 长江证券研究所

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。

此外，经过过去多年经营优化，公司水泥的成本已经得到显著改善，我们以核心水泥主体天山为例，其水泥吨成本 2024 年为 209 元/吨，与海螺相比仅高 22 元/吨，而三年前二者差距在 50 元/吨以上。从这个角度来看，公司的吨成本可以说是行业腰部甚至更突出水平，在市场底部的供需边际改善下，公司一样可以实现扭亏和盈利弹性。

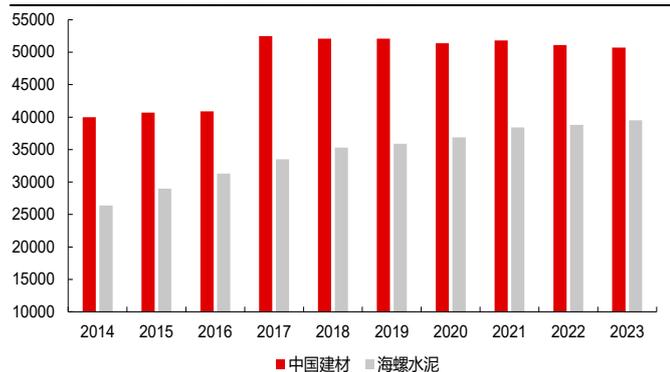
图 22：天山股份吨成本和海螺水泥对比（元/吨）



资料来源：Wind，天山股份公告，长江证券研究所

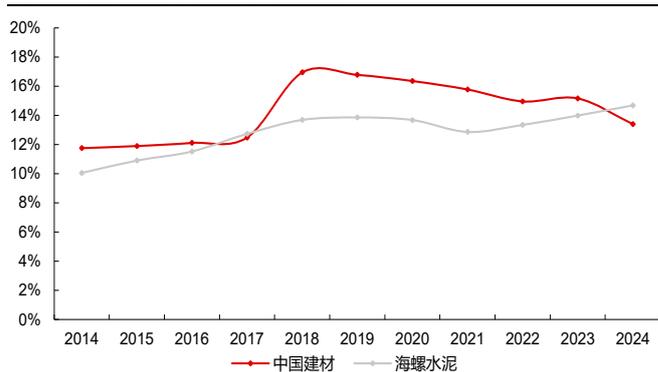
从产能产量角度来看，公司的产能扩张与产量发挥存在一定错配，为全行业利益做出积极贡献。公司过往多年更多是依赖并购做大做强，2018 年随着与中材集团的并购完成，公司的产能规模再上一个新台阶，目前水泥产能规模约 5 亿吨。从实际的产能发挥率来看，公司 2018 年产量份额为 17%，2024 年为 13.4%，累计下降 3.5 个 pct，而海螺的产量份额基本是缓步向上的趋势（2021 年除外），2024 年份额为 14.7%；也意味着公司在市场协同方面做出了表现，通过控产保价为全行业盈利做出了积极贡献。

图 23：中国建材和海螺的产能对比（万吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：中国建材和海螺的产量份额



资料来源：Wind，长江证券研究所

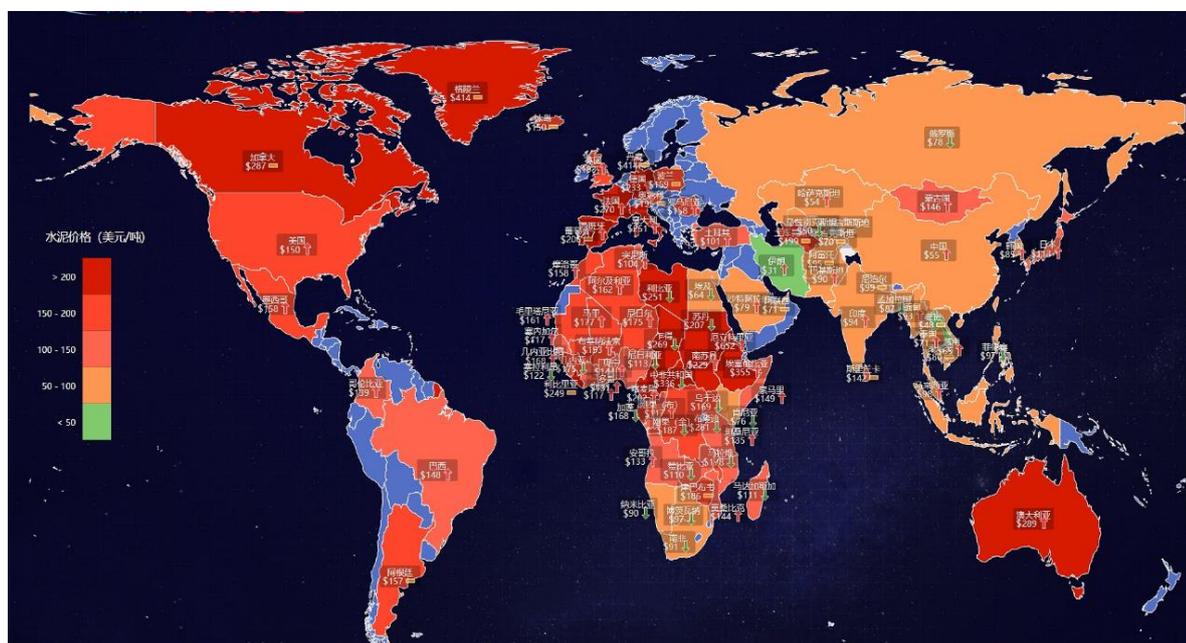
同时和上轮周期相比，公司基础建材板块的两大重要变化，海外布局和骨料。

海外布局：当前扩张加速，弯道超车可期

公司海外布局主要是通过中材水泥进行推动，主要依托中材国际海外市场的 EPC 经验和天山股份在水泥市场的成熟管理运营经验。股权架构来看，中材水泥为天山股份持股 60%、公司持股 40%。

- 1、2025 年初，中材水泥收购突尼斯 CJO 及其所属 GJO 公司 100%的股权完成，标的公司水泥产能 150 万吨，年产量 130 万吨，为近年在非洲落地的首个项目。
- 2、2025 年 4 月底，天山股份公告通过设立子公司，在哈萨克斯坦阿克托别州建设 1 条 3500t/d 熟料产线，总投资约为 13 亿，中材水泥公司持股 70%；哈萨克斯坦水泥价格目前在 400-450 元/吨，高于周边中亚其他国家。海外市场景气度和盈利水平较国内要高，期待更多海外市场项目落地。

图 25：全球重点区域的水泥价格（美元/吨）



资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

骨料领域：公司作为行业龙头，积极参与市场自律

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，主要是基于企业获矿成本差距较大。**

就公司而言，2024 年，公司骨料产能 2.3 亿吨，骨料外销量 1.3 亿吨，测算吨收入 36.5 元/吨，吨成本 22.9 元/吨，吨净利 5.7 元/吨。

表 5：天山股份骨料近年经营情况

	2020	2021	2022	2023	2024
骨料产能（亿吨）	-	1.9	2.3	2.2	2.3
骨料销量（亿吨）	0.6	0.9	1.2	1.4	1.3
骨料收入（亿元）	33.4	41.9	55.0	58.4	47.6
骨料成本（亿元）	16.1	22.5	28.9	32.7	29.9
毛利率	51.8%	46.3%	47.4%	44.1%	37.2%

吨收入 (元/吨)	52.3	48.9	47.9	41.1	36.5
吨成本 (元/吨)	25.2	26.2	25.2	23.0	22.9
吨毛利 (元/吨)	27.1	22.6	22.7	18.1	13.6
吨净利 (元/吨)	15.8	12.5	12.5	9.1	5.7
净利润 (亿元, 预计值)	10.1	10.7	14.4	12.9	7.4

资料来源: Wind, 天山股份公告, 长江证券研究所

行业企业的骨料经营情况: 天山股份骨料领域 2024 年收入 47.56 亿元, 同比有所下降, 反映公司作为头部企业为行业的协同做出了积极贡献。从盈利能力来看, 2024 年天山股份的骨料毛利率有所下降, 但是整体依然维持在较高水平。

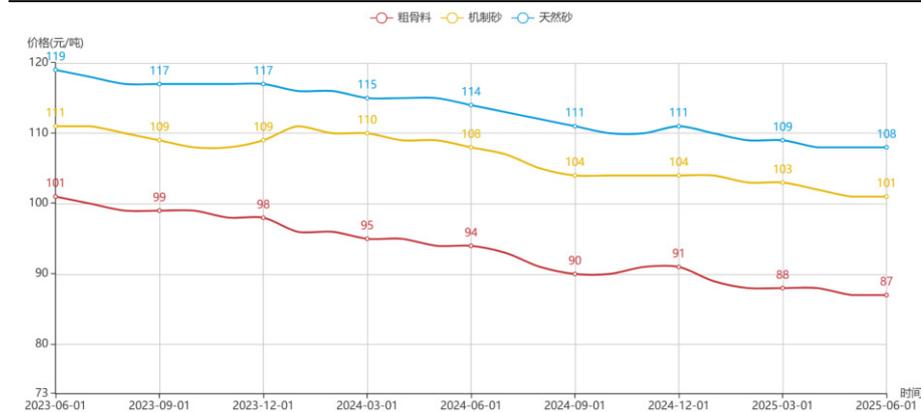
表 6: 骨料行业同行业经营情况 (亿元)

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	46.9
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	38.4
上峰水泥		0	0.1	0.3	1.1	1.2	4.6	5.7	6.7	7.2	4.9	3.21
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%	35%
上峰水泥		38%	47%		72%	73%	78%	80%	80%	79%	71%	66%
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

微观跟踪来看, 骨料价格在 2024Q3 以来逐渐企稳, 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 26: 全国骨料价格基本企稳 (元/吨)



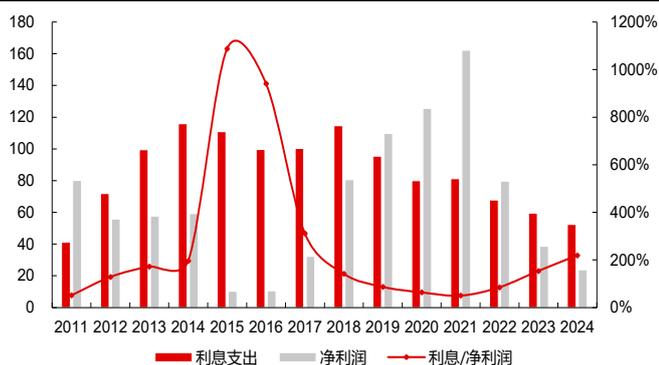
资料来源: 中国砂石骨料网, 长江证券研究所

价值的重估

报表逐步优化

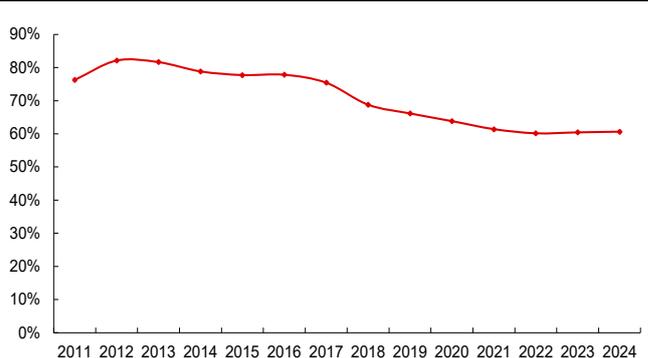
1、资产负债率下降较为显著。公司早年的大举并购令负债率居高不下，早年常年维持在70%以上，使得公司财务成本较高，利息支出常年高于净利润。不过2018年后随着盈利好转负债率整体有所下降，2024年公司整体资产负债率为61%，较2012年高点相比下降21个pct。

图 27：公司的利息支出常年大于净利润（亿元）



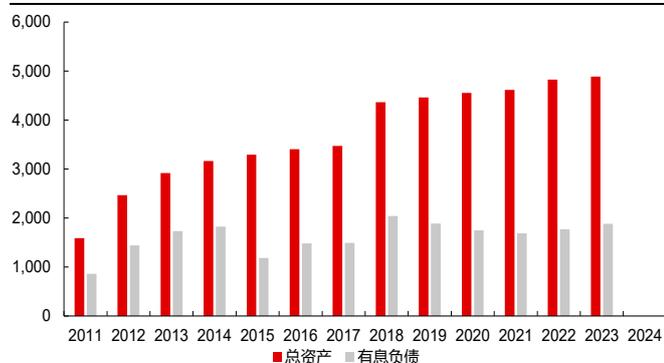
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 28：公司资产负债率



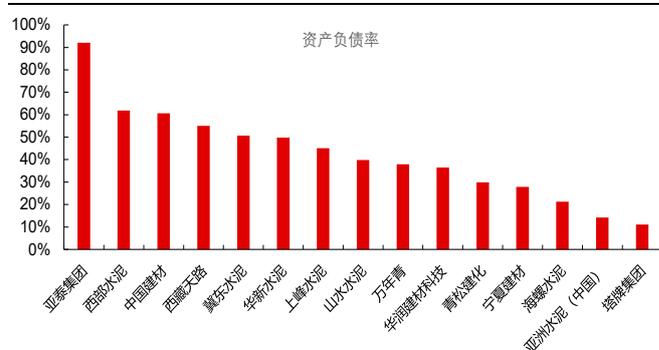
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 29：公司的总资产和有息负债（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

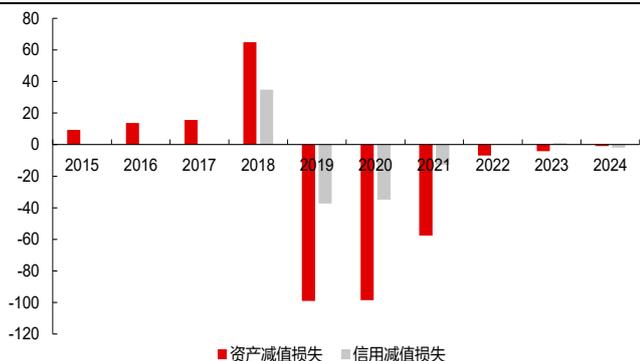
图 30：2024 年水泥企业资产负债率横向对比



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

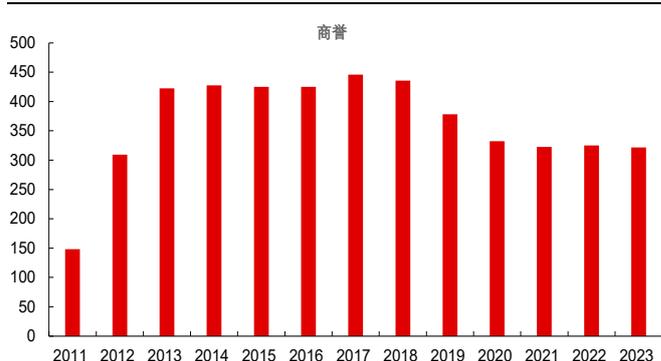
2、减值计提逐步收尾。2019-2021 年三年是公司减值集体的窗口，三年合计计提资产减值损失 255 亿元，信用减值损失 85 亿。近年来看，减值计提逐步收尾，过去三年合计计提不超过 20 亿。

图 31: 公司的资产减值损失 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 32: 公司的商誉 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

就目前来看, 截至 2023 年底, 公司的商誉账面余额为 473.7 亿, 其中水泥板块为主, 大约 363.7 亿元, 商混板块 87 亿元。

表 7: 截至 2023 年底, 公司的商誉构成 (亿元)

商誉构成板块	2023 年末	2022 年末	2021 年末
轻质建材板块	6.6	6.2	6.1
工程技术服务	15.1	14.8	12.3
商混板块	87.0	87.3	87.1
水泥板块	363.7	369.4	368.8
其他板块	1.4	1.4	1.4
账面余额合计	473.7	479.0	475.7
减值准备	152.0	154.0	153.2
账面净值合计	321.7	325.0	322.5

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

回购激励加码

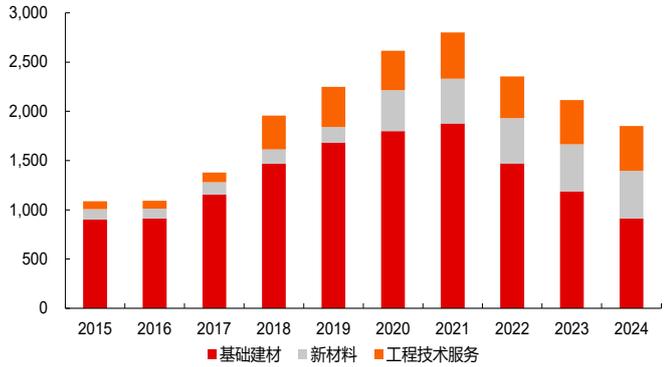
公司于 2025 年完成 H 股回购要约及注销本公司回购的 8.4 亿股(回购价格每股 4.03 港元, 回购金额 32 亿元), 占比已发行 H 股的 18.47%, 回购完成后, 母公司直接及间接持有公司股份比例提升更至 50.01%。本次回购价格相比, 给了较高溢价, 也是极大程度彰显了公司对于中期经营的发展信心。

就子公司层面来看, 公司在北新和巨石分别进行了激励和回购, 一定程度上也彰显了中期经营信心。

投资价值重估

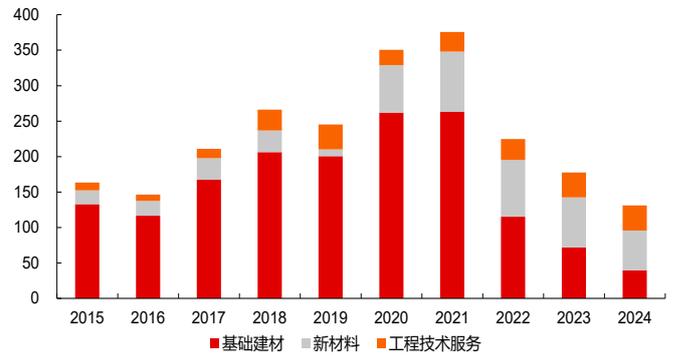
中周期来看, 对公司水泥股的刻板印象需要进行纠偏。过往来看, 公司的经营收入和利润主要依靠水泥, 当前已经今非昔比。2015 年, 基础建材收入占比 83%, 利润占比 81%, 2024 年, 基础建材收入占比 49%, 利润占比 30%。而新材料已经成为重要支撑, 基于此, 我们认为对公司的认知包括估值定位应当从水泥公司逐步转变, 给予新材料公司的新属性。

图 33: 公司的分板块收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

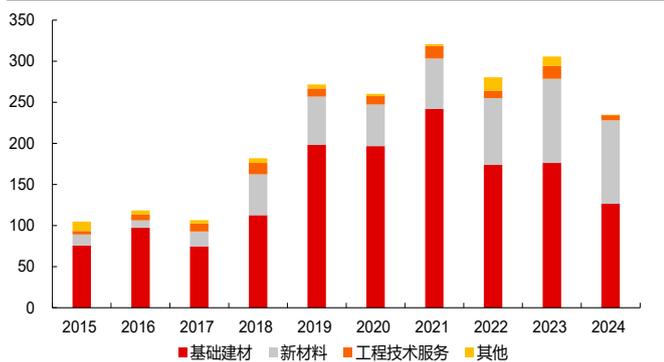
图 34: 公司的分板块营业利润 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

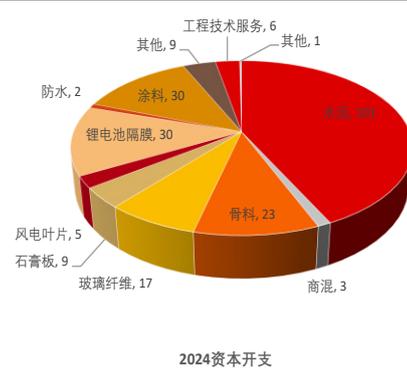
资本开支锚向新材料, 长期可期。从资本开支角度来看, 公司的资本开支高峰出现在 2021-2023 年, 主要集中在基础建材和新材料。其中基础建材资本开支自 2018 年开始基本都在 100 亿以上, 主要是水泥方面的技术改造和矿山资源布局, 但是近年逐步放缓; 而新材料的领域的资本开支基本上处于单边向上, 2023-2024 年都达到 100 亿以上, 新材料领域的资本开支布局有望为公司中期的持续性增长奠定基础。

图 35: 历年分领域的资本开支 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 36: 2024 年分领域的资本开支明细 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

目前公司的估值水平在港股建材中处于较低水平, 我们认为随着公司整体基本面和经营质量的优化, 中期存在修复空间。同时, 我们认为, 公司从经营和报表均出现显著的质变, 因此当前需对公司价值进行重估。

预计 2025-2026 年业绩为 37、47 亿元, 对应 PE 为 9、7 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，后续基建稳增长的弹性需要观察。
- 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、家装和新材料等外延进度缓慢。家装建材主要需求面向下游房地产，公司更多依靠并购做大做强；新材料需求端虽然保持长景气，但是短周期的产品结构渗透存在不确定性。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。

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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情形范围内，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。