

西部水泥 (02233)

证券研究报告

2025年09月03日

上半年海外销量大幅增长，继续看好出海成长性

上半年净利润 7.5 亿元，同比大幅增长 93%

公司发布 25 年中报，上半年实现收入/净利润 54.2/7.5 亿元，同比增长 46%/93%，扣非归母净利润 7.5 亿元，同比增长 233%。主要得益于海外产能的放量以及国内价格水平的恢复，当前我们继续看好公司非洲出海前景及海外盈利的成长性，但考虑海外吨毛利有所下降，下调 25-27 年归母净利润预测至 15.8/21.3/29.0 亿元（前值 17/29/35 亿元），参考可比公司，给予公司 25 年 12X PE，目标价 3.82 港元，维持“买入”评级。

上半年海外水泥销量大幅增长，项目持续推进

公司上半年实现海外收入 23.5 亿元，同比增长 77.6%，主要系销量增长驱动，上半年海外水泥整体销量同比大幅增长 178% 达 417 万吨，吨均价/吨毛利 486/181 元，同比-34.2%/-44.5%，非洲地区来看，埃塞/莫桑比克/刚果/其他非洲国家收入分别为 9.0/6.6/3.1/3.0 亿元，同比分别+141%/32%/24%/64%，其中埃塞/莫桑比克/泛大湖地区销量分别为 199/96/42 万吨，同比增长 363%/33%/5%，吨均价 456/613/899 元，吨毛利 182/300/171 元；乌兹别克斯坦销量 80.1 万吨，吨均价/吨毛利 196/44 元，整体来看，海外盈利仍然处于高位。非洲地区人口增速居全球之首，总人口预计将由 24 年的 15 亿增加至 2050 年的近 25 亿，基础设施建设及城镇化发展有望持续提振水泥需求增长，截至上半年末公司海外水泥产能共达到 1230 万吨，其中非洲地区达 980 万吨，在建/新近收购项目包括乌干达（300 万吨）、莫桑比克（150 万吨）、泛大湖区域（120 万吨），海外盈利或仍然存在较大增长空间。

上半年国内水泥盈利恢复，债务偿还压力有望逐渐减弱

国内来看，公司上半年实现国内收入 30.7 亿元，同比增长 29%，主要受价格提升驱动，销量同比下降 8.3% 达 665 万吨，受益于供给格局改善及成本下降，吨均价/吨毛利 280/64 元，同比分别+11/+26 元。上半年公司资本开支 22.95 亿，同比增长 40%，建设中项目包括莫桑比克二期、乌干达等，资本承担 31.43 亿元，同比下降 15%。公司于今年 6 月出售新疆资产，并于 25 年 8 月 15 日完成交易，总代价 16.5 亿元，未来 12 个月将收回各协议下协定的首三期代价 15.51 亿元，同时海外项目现金流贡献亦将有所提升，债务偿还压力有望逐渐减弱。

风险提示：国外市场竞争加剧、国际化经营存在风险、产能落地不及预期等。

投资评级

行业	地产建筑业/建筑
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.77 港元
目标价格	3.82 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	5,462.53
港股总市值(百万港元)	15,131.22
每股净资产(港元)	2.55
资产负债率(%)	59.95
一年内最高/最低(港元)	2.85/0.82

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《西部水泥-公司点评:西部水泥盈利预告点评:海外盈利符合预期,产能持续扩张释放高业绩弹性》 2025-03-15
- 《西部水泥-公司点评:西部水泥收购点评:刚果(金)再下一城,水泥产能布局继续扩张》 2025-02-06
- 《西部水泥-公司专题研究:西部水泥更新:埃塞复价+产能持续爬坡,25 年海外盈利弹性有望兑现》 2025-01-02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com