

港股研究 | 公司点评 | 西部水泥（2233.HK）

海外市场放量，弹性逐步兑现

报告要点

公司发布半年报：2025H1 实现收入 54 亿，同比增长 46%；实现净利润 7.5 亿，同比增长 93%。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李金宝

SAC: S0490516040002

SFC: BVZ972

西部水泥（2233.HK）

2025-09-02

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

海外市场放量，弹性逐步兑现

事件描述

公司发布半年报：2025H1 实现收入 54 亿，同比增长 46%；实现净利润 7.5 亿，同比增长 93%。

事件评论

- **海外扩张，整体销量大幅增长。**上半年公司实现销量 1082 万吨，同比增长 23.6%；骨料销量 223 万吨，同比增长 39.4%；商混销量 63 万方，同比下降 4.6%。分区域来看，海外是核心增量。
1、经营拆分来看：国内市场销量下降 8.3%至 665 万吨，国内销售均价同比上升 4.1%至每吨 280 元，实现吨毛利 64 元（2024H1 同期为 38 元）。2、海外市场销量则增加 178%至 417 万吨；海外销售均价为每吨 486 元（2024H1 为 739 元），从而带动吨毛利达 181 元（2024H1 为 326 元），当地货币贬值或是主要因素。
2、财务指标拆分来看：2025H1 公司收入 54.2 亿元，其中中国市场为 30.7 亿元，海外市场为 23.5 亿元。公司整体毛利为 16.3 亿元，国内毛利 6.8 亿元，海外毛利 9.5 亿元。
- **产能整合持续推进。**1、公司报告期内宣布收购刚果 120 万吨水泥产能；2、公司宣布出售新疆所有业务给海螺水泥，合计 350 万吨水泥产能（已经于 2025 年 8 月完成）。
截至 2025H1，公司国内总水泥年产能 2850 万吨，共设有 17 条水泥生产线，其中陕西产能为 2170 万吨、贵州省为 180 万吨、四川省为 150 万吨及新疆为 350 吨（相关出售已于 2025 年 8 月完成）。在海外市场，公司总水泥产能为 1360 万吨，共设有 7 条生产线，其中埃塞俄比亚水泥产能为 630 万吨、乌兹别克斯坦 250 万吨、莫桑比克为 200 万吨及刚果为 150 万吨，并于卢旺达及坦桑尼亚分别设有 100 万吨及 30 吨的水泥研磨产能。待完成收购位于刚果的 CILU 水泥厂（年产 120 万吨），公司在海外的总水泥产能预计将增至 1480 万吨。
- **期待海外持续扩张带来中期更大弹性。**非洲水泥市场空间大，景气度较高，盈利能力远高于国内，是国内企业出海的新蓝海市场。公司目前在非洲市场仍有多多个在建/拟建项目，期待项目逐个落地投产后，为公司贡献更大业绩增量。
- 预计 2025-2026 年业绩 14、19 亿，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、海外外延进度缓慢。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价（HKD） 2.66

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

相关研究

- 《2025 年期待海外高弹性兑现》2025-03-31
- 《国内经营承压，海外逐步放量》2024-09-25
- 《出海头兵，硕果正采》2024-03-28



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、需求复苏不及预期。如果需求不及预期，那么国内水泥板块的盈利就无法预期弹性，对整体的经营将再次形成拖累。
- 2、海外外延进度缓慢。公司当前的经营重心在海外，如果海外市场进度缓慢，可能会影响公司的整体业绩表现。

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/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。