

华新水泥(600801.SH/06655.HK)

打造全球领先的跨国水泥企业

核心观点:

- **具备深厚底蕴的跨国水泥公司。**公司是水泥行业百年老店，底蕴深厚，外资+国资股东背景，国际化能力强，正加速全球化产业链扩张。治理结构优秀，发展动能充足。
- **国内水泥业务竞争力突出，未来供给优化将带来盈利改善，产能管控趋势下公司已建立先发优势。**预计国内水泥行业 2024 年盈利见底，2025 年小幅上行，未来供给优化有望带来盈利中枢继续上行。公司国内水泥成本竞争力突出，从国内水泥吨毛利来看，公司已经处于行业第一梯队。产能管控趋势下公司已建立先发优势：不超产+碳优势显著，将显著受益于行业供给端产能推进。
- **海外水泥加速扩张，再造一个华新。**公司海外战略清晰明确，长期目标成为全球领先的跨国建材企业，近几年公司海外水泥产能加速扩张，2020 年之前集中在中亚和东南亚，2020 年后重心转移至非洲。截至目前公司海外水泥粉磨产能达到 3520 万吨/年，占公司总产能的 25%，公司海外竞争力强、盈利水平高，将持续贡献业绩增量。尼日利亚项目并购落地，将带来 25-26 年确定性业绩增量。海外水泥供需关系好、盈利能力强，成长性突出，非洲格局更优，公司率先卡位。
- **骨料资源属性保障盈利下限，盈利稳定性强于水泥；公司骨料布局早，成本优势强+区位布局好，盈利领先同行，未来骨料业绩有望趋稳。**
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27/35/42 亿元，按最新收盘市值对应 PE 分别为 13.8/10.5/8.9 倍，参考可比公司估值和公司成长性，我们给予公司 2026 年 A 股合理 PE 估值 15 倍的判断，对应公司 A 股合理价值 25.49 元/股，按照当前 A/H 溢价率，对应 H 股合理价值 21.40 港元/股，维持 A/H “买入”评级。
- **风险提示。**国内水泥和骨料需求超预期下滑带来利润下降的风险，国际化经营风险，生产成本不断上涨的风险等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,757	34,217	34,518	37,562	39,609
增长率 (%)	10.8%	1.4%	0.9%	8.8%	5.4%
EBITDA	8,603	8,146	9,835	11,741	13,195
归母净利润	2,762	2,416	2,701	3,533	4,202
增长率 (%)	2.3%	-12.5%	11.8%	30.8%	18.9%
EPS (元/股)	1.33	1.16	1.30	1.70	2.02
市盈率 (P/E)	9.4	10.4	13.8	10.5	8.9
ROE (%)	9.5%	8.0%	8.5%	10.4%	11.5%
EV/EBITDA	3.9	3.8	4.3	3.6	3.1

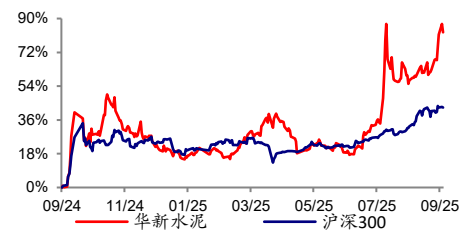
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	17.93 元/15.10 港元
合理价值	25.49 元/21.40 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-09-18

基本数据

股票代码	600801.SH	06655.HK
总股本 (百万股)	2079.00	2079.00
流通股本 (百万股)	1344.28	734.72
总市值 (百万)	37,089 元	31,143 港元
一年内最高/低价	18.28-10.16 元	18.60-6.64 港元
30 日日均成交量 (百万股)	29.58	9.27
30 日日均成交额 (百万)	483 元	127 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	53.99	70.62

相对市场表现



分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

张乾



SAC 执证号: S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

请注意, 张乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

华新水泥 2025-04-10
 (600801.SH/06655.HK):Q4
 国内水泥盈利大幅改善, 海外
 继续贡献业绩增量

目录索引

一、具备深厚底蕴的跨国水泥公司	6
(一) 水泥行业百年老店，底蕴深厚，外资+国资股东背景，国际化能力强	6
(二) 治理结构优秀，发展动能充足	10
二、国内水泥业务竞争力突出，未来供给优化将带来盈利改善，产能管控趋势下公司已建立先发优势	13
(一) 水泥行业分析：2024 年盈利见底，2025 年小幅上行，未来供给优化有望带来盈利中枢继续上行	13
(二) 公司国内水泥成本竞争力突出	19
(三) 产能管控趋势下公司已建立先发优势：不超产+碳优势显著	21
三、海外水泥加速扩张，再造一个华新	24
(一) 海外扩张快、竞争力强，近几年重心由亚洲转向非洲	24
(二) 尼日利亚项目并购落地，将带来 25-26 年确定性业绩增量	28
(三) 海外水泥供需关系好、盈利能力强，成长性突出，非洲格局更优，公司率先卡位	32
四、骨料资源属性保障盈利下限，公司成本优势强+区位布局好，未来业绩有望趋稳	42
(一) 骨料市场大，资源属性保障盈利下限	43
(二) 公司骨料布局早，成本优势强+区位布局好	46
五、盈利预测和投资建议	48
六、风险提示	49

图表索引

图 1: 截至 2025/6/30 华新水泥股权结构图.....	6
图 2: 华新水泥年度营业收入和同比增速.....	7
图 3: 华新水泥年度归母净利润和同比增速.....	7
图 4: 华新水泥季度营业收入和同比增速.....	7
图 5: 华新水泥季度归母净利润和同比增速.....	7
图 6: 分业务收入占比.....	8
图 7: 分业务毛利占比.....	8
图 8: 华新水泥全球业务布局情况.....	9
图 9: 公司水泥和熟料业务分区域收入占比.....	9
图 10: 公司骨料业务分区域收入占比.....	9
图 11: 2024 年拉豪各区域分产品收入占比.....	10
图 12: 2024 年拉豪各产品分区域收入占比.....	10
图 13: 华新水泥现金分红和分红比例.....	10
图 14: 华新水泥总裁李叶青先生简介.....	11
图 15: 全国水泥产量增速和华新水泥销量增速.....	13
图 16: 全国水泥产量单月同比增速.....	14
图 17: 全国水泥出货率 (%).....	14
图 18: 水泥行业利润总额.....	16
图 19: 海螺水泥吨毛利 (元/吨).....	17
图 20: 海螺水泥全口径吨净利 (元/吨).....	17
图 21: 全国省会城市水泥均价 (元/吨).....	18
图 22: 全国水泥煤炭价格差 (元/吨).....	18
图 23: 25H1 水泥公司水泥和熟料业务吨毛利 (元/吨).....	19
图 24: 分地区水泥均价.....	20
图 25: 华新水泥业务吨成本分拆 (元/吨).....	20
图 26: 华新水泥业务成本占比.....	20
图 27: 2024 年各公司水泥业务吨原材料成本对比.....	21
图 28: 华新水泥熟料燃料替代率 (TSR).....	21
图 29: 熟料单位产品综合能耗 (千克标煤/吨熟料产量).....	22
图 30: 熟料碳排放强度 (吨二氧化碳/吨熟料产量).....	22
图 31: 华新水泥海外水泥产能 (万吨/年).....	25
图 32: 华新水泥海外收入和占比.....	25
图 33: 2021 年华新水泥大股东拉豪全球布局情况.....	26
图 34: Lafarge Africa Plc 产能分布.....	28
图 35: 尼日利亚水泥企业产能 (万吨).....	29
图 36: 尼日利亚水泥企业产能份额.....	29
图 37: 尼日利亚水泥企业销量 (万吨).....	29
图 38: 尼日利亚水泥企业销量份额.....	29
图 39: 尼日利亚水泥企业产能利用率.....	29
图 40: 尼日利亚水泥需求和同比增速.....	30

图 41: 尼日利亚人口和同比增速.....	30
图 42: 尼日利亚水泥公司 EBITDA 利润率.....	31
图 43: 尼日利亚水泥公司归母净利率.....	31
图 44: 各公司尼日利亚地区营业利润率.....	31
图 45: 丹格特水泥分地区营业利润率.....	31
图 46: 各水泥企业非洲地区 EBITDA 利润率.....	41
图 47: 各水泥企业非洲地区营业利润率.....	41
图 48: 拉法基非洲公司利润率.....	41
图 49: 阿曼水泥公司利润率.....	41
图 50: 印尼水泥龙头 SIG 利润率.....	41
图 51: 泰国暹罗水泥利润率.....	41
图 52: 中国砂石产量及同比增速.....	43
图 53: 全国综合砂石价格(元/吨).....	44
图 54: 上海骨料市场价(元/吨).....	44
图 55: 机制砂(中砂)现款含税价(元/吨).....	44
图 56: 机制砂(2.8~3.5)到港价(元/吨).....	44
图 57: 美国主要大宗建筑材料价格指数(1982=100): 骨料价格穿越景气周期持续 上涨.....	45
图 58: 1992-2024 年火神材料 EBITDA 及 EBITDA 率.....	45
图 59: 1992-2024 年马丁玛丽埃塔 EBITDA 及 EBITDA 率.....	45
图 60: 2024 年水泥企业骨料产能对比.....	46
图 61: 水泥企业骨料毛利率对比.....	46
图 62: 2021-2024 年华新骨料吨成本拆分.....	46
图 63: 2021-2024 年华新骨料成本结构.....	46
图 64: 华新、海螺、华润历年骨料新增产能情况.....	47
表 1: 截至 2024 年底公司熟料产能和水泥产能布局情况.....	8
表 2: 华新水泥 2020-2022 年核心员工持股计划.....	11
表 3: 华新水泥 2023-2025 年核心员工持股计划.....	12
表 4: 水泥行业需求测算.....	14
表 5: 各省市水泥计划错峰生产天数(天).....	15
表 6: 2008-2024 年、25H1 各公司水泥和熟料业务吨毛利对比.....	17
表 7: 2008-2024 年、25H1 各公司全口径吨净利对比.....	17
表 8: 2025 年度湖北省水泥生产企业错峰生产计划.....	22
表 9: 华新水泥海外水泥和熟料已投产产能情况.....	24
表 10: 华新水泥海外业务收入利润情况.....	25
表 11: 华新水泥海外分地区收入利润情况.....	25
表 12: 全球水泥龙头公司财务和估值情况一览.....	27
表 13: 2024 年和 25H1 尼日利亚三家水泥公司基本财务情况.....	31
表 14: 华新水泥布局的海外国家水泥需求情况.....	33
表 15: 2022 年塔吉克斯坦水泥产能格局.....	33
表 16: 2023 年吉尔吉斯斯坦水泥产能格局.....	34
表 17: 2024 年乌兹别克斯坦水泥产能格局.....	34
表 18: 2023 年柬埔寨水泥产能格局.....	35

表 19: 2022 年尼泊尔水泥产能格局	35
表 20: 2024 年阿曼水泥产能格局	36
表 21: 2016-2021 年拉豪水泥业务价格和 EBITDA 利润率	36
表 22: 2024 年尼日利亚水泥产能格局	37
表 23: 2024 年坦桑尼亚水泥产能格局	38
表 24: 2020 年赞比亚水泥产能格局	38
表 25: 2020 年马拉维水泥产能格局	39
表 26: 2023 年南非水泥产能格局	39
表 27: 2024 年莫桑比克水泥产能格局	39
表 28: 2024 年津巴布韦水泥产能格局	40
表 29: 华新水泥骨料和混凝土业务情况	42
表 30: 公司盈利预测关键假设	48
表 31: 可比公司估值表	49

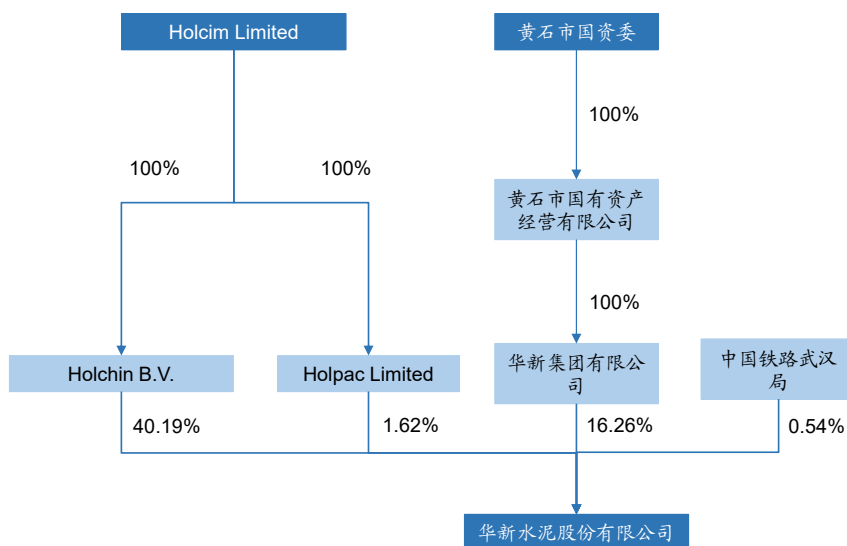
一、具备深厚底蕴的跨国水泥公司

（一）水泥行业百年老店，底蕴深厚，外资+国资股东背景，国际化能力强

华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”或“公司”）创始于1907年，被誉为中国水泥工业的摇篮，是中国水泥行业“百年老店”。1994年，公司A、B股在上海证券交易所上市，A股代码为600801.SH；2022年完成B转H股上市，H股代码为06655.HK。根据公司财报，截至25H1，公司业务覆盖国内17个省/市/自治区和20个海外国家，具备水泥产能1.26亿吨/年、骨料产能3.0亿吨/年、商品混凝土48404方/小时（含委托加工产能）、水泥设备制造5万吨/年；根据水泥网，公司水泥熟料产能排名国内第四、全球第七，正逐渐成为全球领先的跨国水泥企业。

外资+国资股东背景。1999年公司与瑞士水泥生产商豪瑞集团结为战略伙伴关系；2008年豪瑞集团成为公司实际控制人；2015年豪瑞和拉法基合并，公司第一大股东为全球水泥巨头拉法基豪瑞（以下简称“拉豪”）。截至2025/6/30，公司第一大股东拉豪Holcim Ltd.通过Holchin B.V.和Holpac Limited合计持股41.81%，第二大股东黄石市国资委通过华新集团有限公司持股16.26%，外资+国资股东背景，有利于公司国内外业务开展，外资大股东赋能公司国际化拓展。

图1：截至2025/6/30华新水泥股权结构图

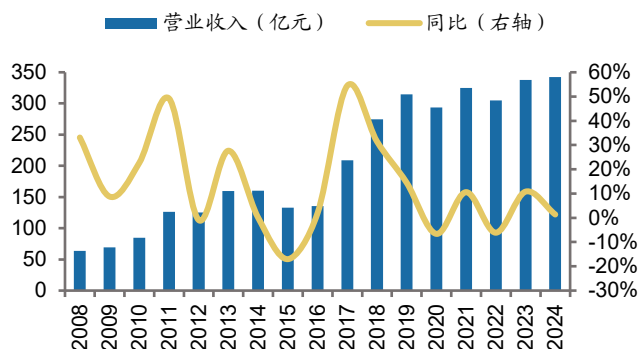


数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

近两年公司收入利润表现显著跑赢同行。根据公司财报，2024年公司实现营业收入342亿元，同比+1.4%，归母净利润24.2亿元，同比-12.5%；25H1公司实现营业收入160亿元，同比-1.2%，归母净利润11亿元，同比+51%。2022-2024年水泥景气连续3年下滑，公司归母净利润自2022年腰斩后、在22-24年连续3年维持在24-28亿

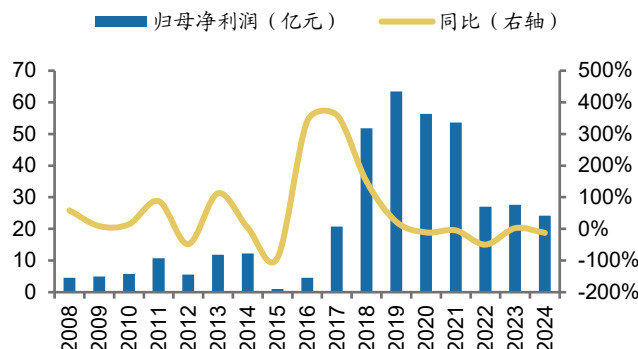
区间，并于25H1同比实现大幅增长，经营韧性十足，表现显著跑赢同行，背后是公司国内水泥成本竞争力强、海外加速扩张、产业链一体化布局。

图2：华新水泥年度营业收入和同比增速



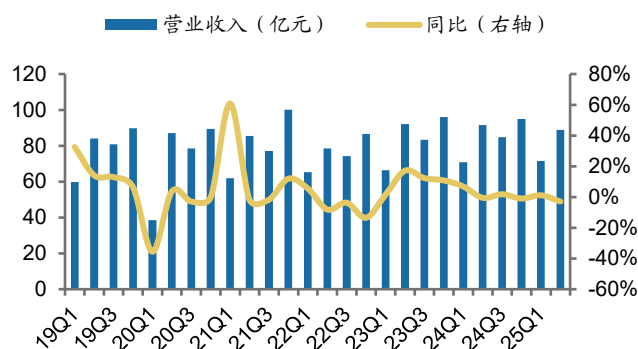
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：华新水泥年度归母净利润和同比增速



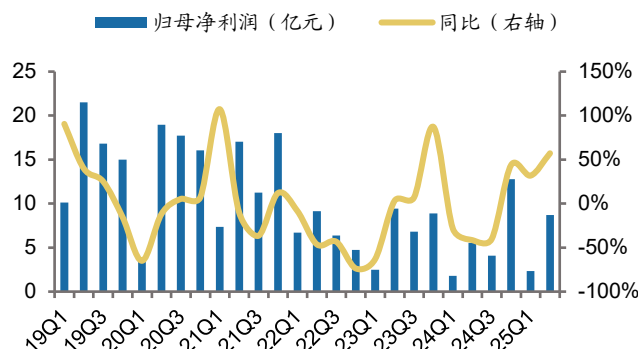
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：华新水泥季度营业收入和同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

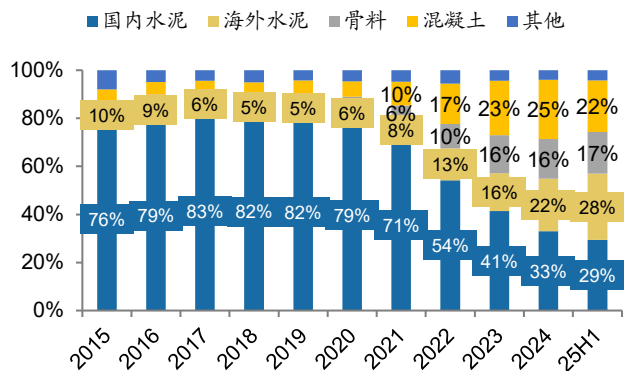
图5：华新水泥季度归母净利润和同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

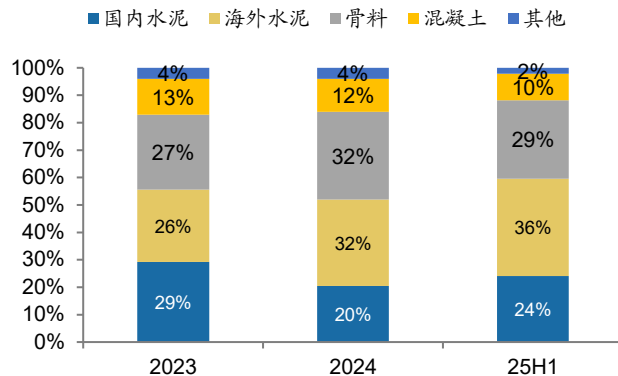
水泥业务是公司第一大主业（其中海外占比正在快速提升），骨料等非水泥业务已成为公司利润的主要贡献点。分业务来看，根据公司财报，2024年公司水泥和熟料业务收入占比55%（国内31%、海外24%），EBITDA占比44%（国内18%、海外26%）；非水泥业务收入占比45%（骨料16.5%、混凝土24.6%、其他4.0%），毛利占比48%（骨料32%、混凝土12%、其他4%），EBITDA占比56%。25H1公司水泥和熟料业务收入占比57%（国内31%、海外26%），EBITDA占比56%（国内22%、海外34%）；非水泥业务收入占比43%（骨料17%、混凝土22%、其他4%），毛利占比40%（骨料29%、混凝土10%、其他2%），EBITDA占比44%，非水泥业务已成为公司利润的主要贡献点。

图6: 分业务收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 分业务毛利占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司国内水泥大本营为湖北, 正加速全球化产业链扩张。从各业务的产能布局来看,

(1) **国内水泥:** 公司主要布局湖北湖南和西南地区, 其中湖北、云南、湖南是公司前三大市场, 公司在三省份的熟料产能占公司总产能分别为32%、19%、10% (合计接近60%), 占当地总产能份额分别达40%、15%和10% (据数字水泥网), 此外, 重庆、四川、西藏也是公司重要市场。(2) **海外水泥:** 截至目前, 公司在塔吉克斯坦、柬埔寨、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、尼泊尔、阿曼、南非、莫桑比克、津巴布韦、尼日利亚13个国家布局有水泥熟料或粉磨产能, 并在巴西通过收购方式布局骨料业务, 截至目前公司拥有海外水泥产能3520万吨/年、中期规划产能达到5000万吨 (约为国内水泥产能1/2), 未来将通过新建+并购方式稳健推进, 公司海外竞争力强、盈利水平高, 将持续贡献业绩增量。(3) **骨料:** 2021年以来国内骨料产能大幅增长, 截至25H1, 公司骨料年产能3.0亿吨 (湖北占比63%, 其中部分供应华东市场), 25Q1收购巴西一家骨料公司 (年产能880万吨) 后海外骨料产能突破1000万吨, 公司将产业链纵向拓展战略推向全球。(4) **混凝土:** 湖北、湖南、云南为前三大市场, 产能占比分别为37%、14%、12%, 合计62%。

表1: 截至2024年底公司产能布局情况

区域	水泥		熟料		骨料		混凝土	
	产能 (万吨/年)	占比	产能 (万吨/年)	占比	产能 (万吨/年)	占比	产能 (立方米/时)	占比
湖北	3,963	31.5%	2,582	32.1%	18,864	66.2%	18,420	36.8%
云南	2,216	17.6%	1,493	18.5%	2,330	8.2%	5,760	11.5%
西藏	623	4.9%	381	4.7%	400	1.4%	160	0.3%
河南	245	1.9%			500	1.8%	440	0.9%
湖南	1,446	11.5%	781	9.7%	2,350	8.2%	7,080	14.1%
四川	473	3.8%	279	3.5%	1,950	6.8%	1,560	3.1%
重庆	809	6.4%	580	7.2%	1,800	6.3%	3,200	6.4%
广东	294	2.3%	155	1.9%				
贵州	154	1.2%	130	1.6%	150	0.5%	320	0.6%

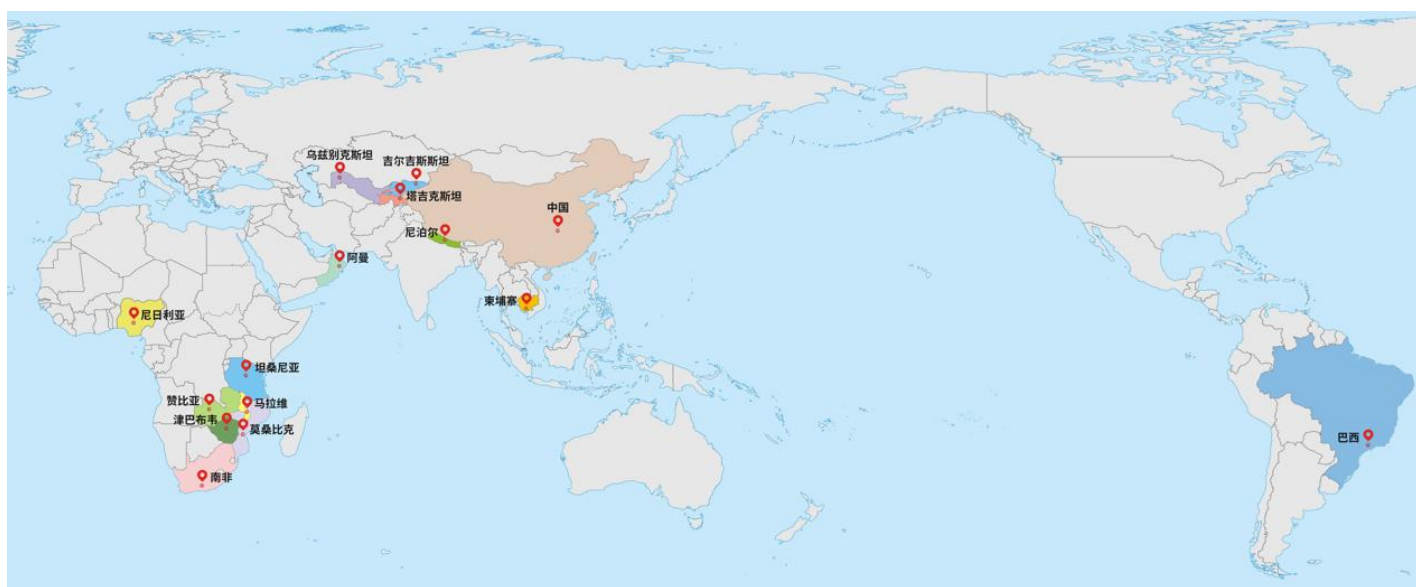
识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

国内其他							12620	25.2%
海外	2,370	18.8%	1,674	20.8%	172	0.6%	524	1.0%
合计	12,593	100.0%	8,055	100.0%	28,516	100.0%	50,084	100.0%

数据来源：公司债券募集说明书，广发证券发展研究中心

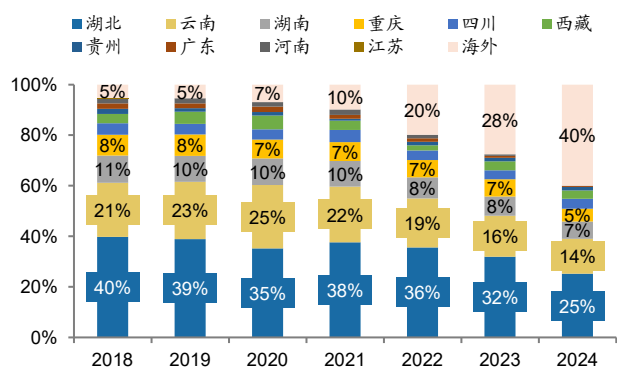
图8：华新水泥全球业务布局情况



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

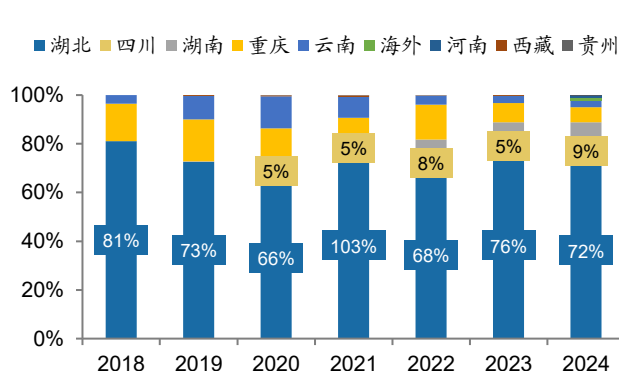
从收入端来看：（1）水泥和熟料：2024年各区域占比分别为海外40%、湖北25%、云南14%、湖南7%、重庆5%、四川4%、西藏3%、其他2%；（2）骨料：2024年各区域占比分别为湖北72%、四川9%、湖南7%、重庆6%、云南3%、其他2%；（3）混凝土：2024年各区域占比分别为湖北39%、江苏26%、湖南9%、云南8%、重庆5%、海南3%、四川2%、上海2%、其他6%。

图9：公司水泥和熟料业务分区域收入占比



数据来源：公司债券募集说明书，广发证券发展研究中心

图10：公司骨料业务分区域收入占比



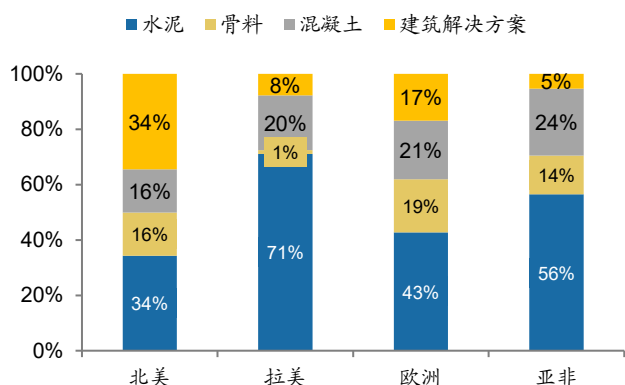
数据来源：公司债券募集说明书，广发证券发展研究中心

（二）治理结构优秀，发展动能充足

公司大股东是全球最大的跨国水泥巨头，能够为公司中长期发展提供管理经验，也使得公司重视股东回报；第二大股东是黄石市国资委，为公司提供较强的信用背书。公司第一大股东拉法基豪瑞（持股公司41.81%）是全球最大的跨国水泥龙头，布局超过50个国家，产品覆盖水泥、骨料、混凝土、屋面系统等建筑解决方案，2024年水泥/骨料/混凝土/解决方案收入分别占比45%/15%/19%/20%，北美/欧洲/亚非/拉美收入分别占比38%/35%/15%/12%，其成功的国际化布局和产业链一体化也显示其优秀的管理能力，大股东能够为公司提供丰富的业务扩张和管理经验。公司第二大股东是黄石市国资委（持股公司16.26%），为公司提供较强的信用背书。

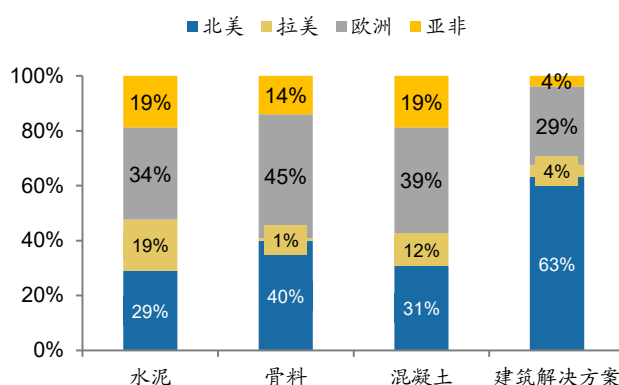
公司治理结构优秀，体现在：一是公司从未放弃对增长的诉求，2019-2020年国内水泥需求见顶后，尽管2020-2021年行业景气仍维持在高位，公司仍在2019-2020年前瞻性拓展第二成长曲线（骨料和海外）；二是公司重视员工激励和股东回报，保持稳定较高的现金分红比例，2000年至今每年都进行分红，2019-2024年现金分红比例均维持40%左右，持续稳定的高额分红赋予公司长期投资吸引力。此外，大股东对华新持股稳定、未有减持行为，也显示其对华新水泥中长期发展信心。

图11：2024年拉豪各区域分产品收入占比



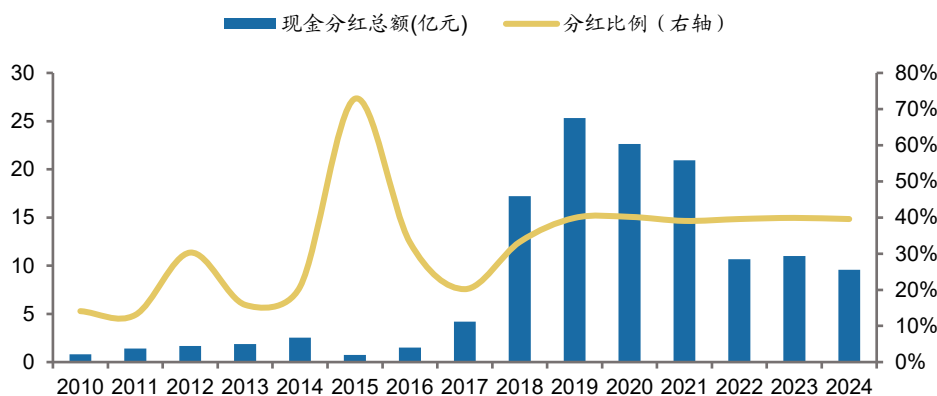
数据来源：拉豪财报，广发证券发展研究中心

图12：2024年拉豪各产品分区域收入占比



数据来源：拉豪财报，广发证券发展研究中心

图13：华新水泥现金分红和分红比例



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

管理层稳定且经验丰富，李叶青持续掌舵25年行稳致远。公司领导层稳定且管理经验丰富，李叶青先生从1999年12月至今一直担任公司总经理（2004年3月后改称总裁），掌舵公司25年期间，华新水泥不断实施战略升级，实现跨越式增长，1999-2024年收入复合增速19.7%，归母净利润复合增速30.3%，公司管理层长期稳健的管理经验护航公司发展行稳致远。

图14：华新水泥总裁李叶青先生简介



李叶青 先生

李叶青先生，1964年2月出生，博士，教授级高级工程师，现任公司总裁、总工程师、党委书记，中国建材联合会首席专家、专家委执行主任。1987年11月加入华新水泥厂（本公司前身），先后任中心化验室质量控制工程师、石灰石矿副矿长、扩改办副主任、生产技术处长，1993年1月任华新水泥厂（本公司前身）副厂长，1994年6月任本公司副总经理，1999年12月至今，任本公司总经理（2004年3月后改称总裁）、总工程师。1994年起，出任本公司董事。2022年荣获2021—2022年度“全国优秀企业家”称号。2025年被表彰为第六届全国非公有制经济人士优秀中国特色社会主义事业建设者。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

面对国内水泥下行期，公司仍在追求增长，员工持股计划注入增长动能。为持续深化核心员工持股的长期激励机制，充分调动公司核心员工的积极性，公司推出了2020-2022年核心员工持股计划、2023-2025年核心员工持股计划（分三期子计划分别于2023、2024、2025年实施），员工持股计划注入增长动能。

表2：华新水泥2020-2022年核心员工持股计划

计划	批次	授予时间	授予原因	资金规模	考核期	考核目标
A 计划	A-0	2020 年	首次授予	不超过 2.1 亿元	2020 财年	业绩考核指标为 40%每股收益（EPS）、40%投入资本回报率（ROIC）和 20%经营活动产生的现金流量净额（OCF），门槛值为 80%×目标值，挑战值为 110%×目标值，低于门槛值收回股票。
					2021 财年	
					2022 财年	
	A-1.1	2021 年	2020 年超额业绩		2020 财年	
	A-1.2	2021 年	2021 年新增激励对象		2021 财年	
	A-2.1	2022 年	2021 年超额业绩		2022 财年	
	A-2.2	2022 年	2021 年新增激励对象		2021 财年	
A-3	2023 年	2022 年超额业绩	2022 财年			
B 计划	B-0	2020 年 一次性授予	里程碑业绩目标	不超过 4 亿元	2023 年一次性考核， 2020—2022 年 3 年“里程碑”业绩“期中考核”	考核里程碑业绩目标—税息折旧及摊销前利润（EBITDA），100%达成考核目标时，解锁比例 100%，90%达成考核目标时，解锁比例 87.5%，80%达成考核目标，解锁比例为 75%，小于 80%目标收回股票。

数据来源：公司员工持股计划公告，广发证券发展研究中心

表3: 华新水泥2023-2025年核心员工持股计划

	资金规模(万元)	参与员工数量	股票来源	解锁期	业绩考核条件
2023年	3967	751人(董监高17人)	二级市场购买	30%/30%/40%	公司层面业绩考核,根据当年考核指标完成情况确定公司业绩考核可归属比例(X) 2025年预算完成率考核权重40%(当年预算EBITDA完成率*60%+当年预算OCF匹配率完成率*40%) 所处对标8家可比上市公司排名考核权重60%(当年EBITDA增长率排名*60%+当年OCF匹配率排名*40%) 个人层面绩效考核,根据个人当年业绩考核结果完成率确定个人绩效考核系数(Y),最高为1.0 考核结果的运用个人可归属权益数量=个人获授的权益数量×X×Y
2024年	3918	747人(董监高16人)	已的回购股票或二级市场购买	30%/30%/40%	
2025年	3921	750人(董监高16人)	二级市场购买	30%/30%/40%	

数据来源:公司员工持股计划公告,广发证券发展研究中心

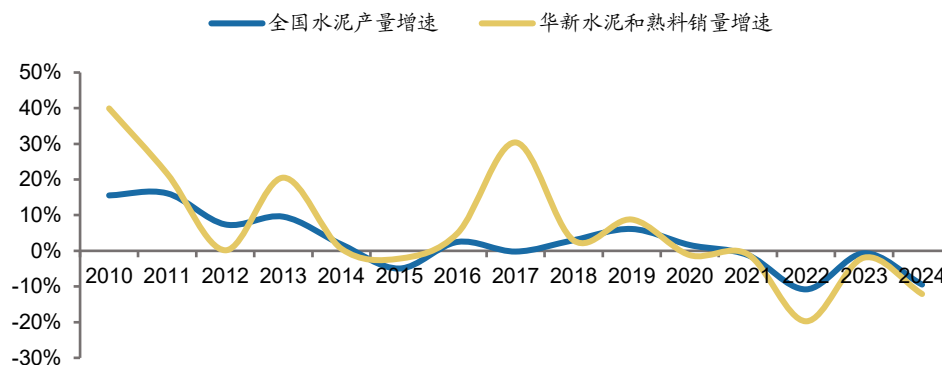
二、国内水泥业务竞争力突出，未来供给优化将带来盈利改善，产能管控趋势下公司已建立先发优势

(一) 水泥行业分析：2024 年盈利见底，2025 年小幅上行，未来供给优化有望带来盈利中枢继续上行

1. 需求端：预计2025年同比-6%，未来几年小幅下滑，中长期稳定在新平台期

根据公司财报和国家统计局数据，从华新水泥销量增速来看，走势基本和全国水泥产量增速一致，全国只有西藏新疆等少数地区需求仍在增长，其余地区均受到地产和狭义基建拖累，近三年水泥需求呈现下滑趋势，景气趋势相近，因此我们下文主要讨论全国水泥需求景气，不再单独讨论公司布局区域情况。

图15: 全国水泥产量增速和华新水泥销量增速



数据来源：国家统计局，公司财报，广发证券发展研究中心

注：2023-2024、25H1 为华新国内水泥和销量增速

根据国家统计局，2025年1-8月水泥产量累计同比-4.8%，我们预计下半年降幅环比扩大，预计2025年水泥产量降至约17亿吨、同比下滑6%，较2024年降幅有所收窄。从主要下游地产和基建来看，2025年1-8月地产新开工面积累计同比-19.5%、施工面积-9.3%，狭义基建投资累计同比+2.0%，地产新开工和竣工面积增速较2024年全年增速有所改善、基建投资增速有所回落。

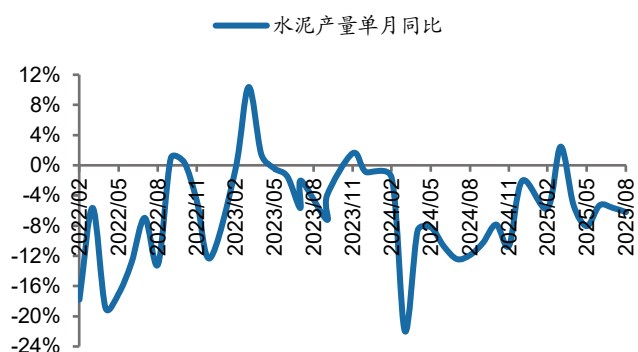
近几年地产需求大幅下行，带来水泥行业需求下台阶，目前仍未企稳，参考海外经验，地产和基建下台阶后带来水泥需求大幅下行，中长期有望稳定在新的平台期，预计第一个平台期约10亿吨左右。

表4: 水泥行业需求测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	中长期
基建水泥需求(亿吨)	8.47	8.97	8.61	8.44	8.27	8.02	7.70	7.32	6.88	4.81
YOY	9.4%	5.9%	-4.0%	-2.0%	-2.0%	-3.0%	-4.0%	-5.0%	-6.0%	
占比	40%	44%	47%	49%	50%	50%	50%	49%	48%	48%
地产水泥需求(亿吨)	7.41	5.93	4.74	4.03	3.71	3.60	3.60	3.60	3.60	2.88
YOY	-30.0%	-20.0%	-20.0%	-15.0%	-8.0%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
占比	35%	29%	26%	24%	23%	23%	23%	24%	25%	29%
农村水泥需求(亿吨)	5.29	5.08	4.88	4.68	4.50	4.32	4.14	3.98	3.82	2.29
YOY	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	
占比	25%	25%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	23%
水泥总需求(亿吨)	21.18	20.23	18.25	17.16	16.48	15.94	15.45	14.89	14.30	9.99
水泥需求同比	-10.8%	-4.5%	-9.5%	-6.0%	-4.0%	-3.3%	-3.1%	-3.6%	-4.0%	

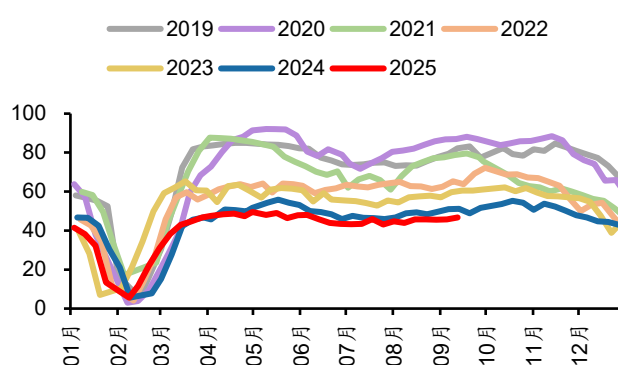
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图16: 全国水泥产量单月同比增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图17: 全国水泥出货率(%)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

2. 供给端: 错峰生产常态化执行, 政策性“去产能”已在路上, 未来供给格局有望改善

短期水泥行业通过错峰生产“去产量”, 以实现稳价或涨价。24Q1水泥行业价格见底后, 行业加强协同, 通过错峰生产去产能, 24Q2-24Q4三个季度价格逐季改善, 25Q1行业盈利维持在较好水平。但随着需求下行, 供需压力加大, 错峰执行时有反复, 例如今年2季度以来企业错峰生产执行情况欠佳, 库存偏高运行, 导致水泥价格4-8月持续下跌。8月下旬以来, 由于前期价格持续下探后部分企业已经出现亏损, 水泥行业加强自律, 陆续开启下半年推涨, 若错峰执行到位, 下半年涨价落地确定性较强。

表5: 各省市水泥计划错峰生产天数(天)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2022	2023	2024
河北省	90	30	40	75	90	30	175	170	235
山西省	75	40	40	55	74	45	150-165	180	210
内蒙古	90	45	45	75	90	45	160-170	180	255
辽宁省	75	30	60	60	90	60	180		225
吉林省	75	30	50	70	90	60	195		225
黑龙江	75	30	45	75	90	60	205	150	225
江苏省	40	20	22	37	40	22	70	80-90	116
浙江省	40	25	30	35	45	29	75	80-90	130
安徽省	35	20	30	34	45	12		45-120	119
福建省	50	45	43	43	55	45	65	65-150	181
江西省	40	27	41	25	50	40	70	100	133
山东省	75	40	35	55	74	30	190	185	205
河南省	50-70	50	40	60	61-90	25	158-200	180	200-220
湖北省		30	10	30		17	30-60	30-60	40-70
湖南省	60	60	47	47	60	55	130-150	160	214
广东省	30	30	20	15	45	27	80	90-100	95
广西省					27-34	36-45	120	130	
重庆市	50	45	55	55	55	45	135	170	205
四川省	55	40	50	40	60	48	115	166	170
贵州省	65	60	65	65	70	60	150	235	255
云南省	50-60	48	57	60	60	45	200	100-150	215-225
陕西省	70	30	45	45	69	45	150	130	190
甘肃省	70	20	35	55	74	30	125-140	115-130	180
青海省	90	25	20	60	90	20	180	180	195
宁夏区	90	35	45	70	90	20	175	170	240
新疆				60	90		90-195	45-190	160-180

数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

面对行业产能严重过剩困局, 政策性“去产能”已在路上, 目前抓手是超产管控。据数字水泥网统计, 截至2024年底, 全国新型干法水泥熟料线1543条(含小型特种水泥窑), 年熟料设计产能18亿吨, 预计实际年产能21-22亿吨, 产能利用率约53%, 产能过剩矛盾加剧。现阶段虽然能通过常态化错峰生产和停窑减产发挥减产涨价的作用, 但随着需求下滑, 错峰减产效应逐渐减弱, 且执行过程中常有落实不到位情况, 破坏行业生态建设的干扰因素阶段性反复出现, 稳市复价的基础仍不牢固。“去产能”是破解当前水泥行业困局的根本路径, 由于水泥生产线开关较为灵活、过去在高景气时期积累了一定的利润, 短期较难通过市场化出清, 且目前企业退出转型亦缺乏行之有效的渠道和方式, 行业仍需通过政策性~~2024年~~以来水泥行业供给端政策频出, 旨在优化产能, 若政策严格落地, 将带来实际产能出清:

一是超产管控, 2024年10月31日工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法(2024年本)》, 明确低效产能不能用于置换, 要求企业补齐备案产能和实际产能的差额指标, 对超产产能部分的管控有望带来实际产能出清; 据数字水泥网不完全统计, 今年初到现在, 海螺水泥和中国建材等企业部分生产线公布了补齐产能方案, 全国累计补齐产能3000多万吨, 退出产能约5000万吨。二是水泥行业纳入碳市场, 2025

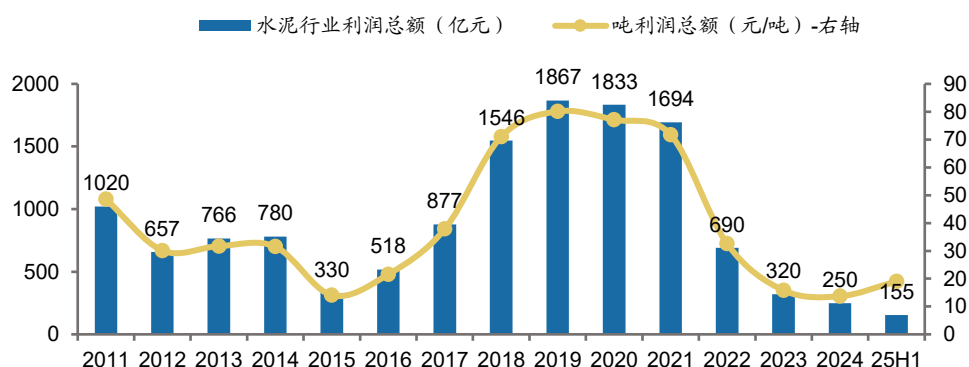
年3月26日，生态环境部发布《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，标志着全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围工作正式进入实施阶段，25年-26年度是启动实施阶段，27年度以后是深化完善阶段，预计2027年后头部企业碳排放优势有望转化为成本优势，行业成本差拉大，倒逼落后产能出清。**三是环保和能效水平考核**，根据国务院印发的《2024—2025年节能降碳行动方案》，水泥行业可比熟料综合能耗基准水平为117千克标准煤/吨（据数字水泥网，预计有16%产能不达标），若到2025年底能效不达标则会面临强制技改达标（盈利底部，企业花钱改造意愿不强），或淘汰退出。

3. 盈利端：2024年盈利见底，2025年小幅上行，未来供给优化有望带来盈利中枢继续上行

从年度维度来看，我们判断2024年国内水泥盈利见底：

一是从水泥行业利润总额来看，根据数字水泥网，2024年水泥行业利润总额250亿元，创2011年以来新低，吨利润总额14元，和2015年底部基本相当。

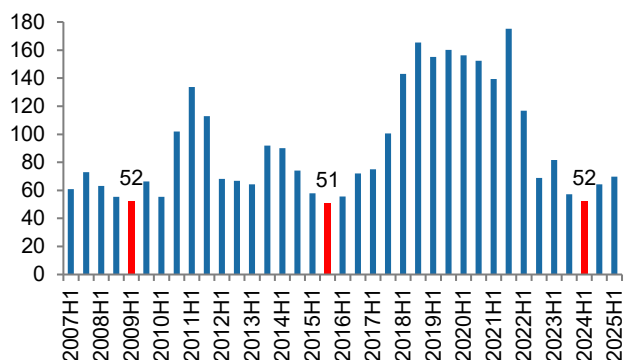
图18：水泥行业利润总额



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

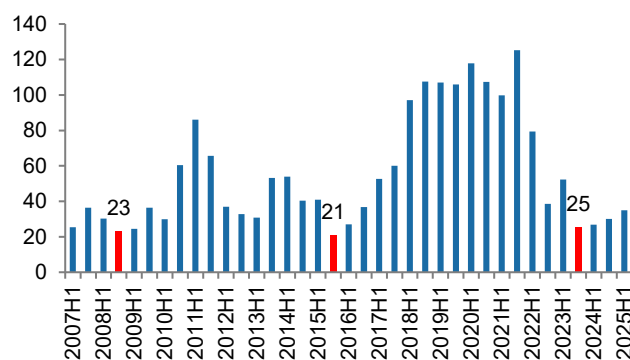
二是从水泥企业历史盈利对比来看，先看龙头企业海螺水泥数据，2024H1吨毛利和2009H1、2015H2两个历史底部基本相当，均为51-52元/吨；全口径吨净利高于两个历史底部（一是骨料和海外水泥贡献利润增量，二是账上现金增加带来投资收益和财务收入增加）。再看各水泥企业年度数据，2023-2024年底部特征明显，和2015年底部相比企业有一定分化，吨净利普遍有所提升，一是来自技改和产能置换带来生产成本优化、固定成本折摊和费用优化，二是高盈利周期后资本开支下降、负债率下降、现金增加，带来财务费用和投资收益改善，三是骨料和海外水泥等贡献业绩增量。

图19: 海螺水泥吨毛利 (元/吨)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: 海螺水泥全口径吨净利 (元/吨)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表6: 2008-2024年、25H1各公司水泥和熟料业务吨毛利对比

	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25H1
海螺水泥	59	60	81	122	67	79	81	54	64	89	155	158	154	157	91	68	59	70
华新水泥	43	46	48	75	64	74	81	55	58	79	137	143	132	112	84	52	39	61
冀东水泥	61	53	57	65	48	49	36	22	42	67	89	115	98	85	68	23	39	51
天山股份	87	80	104	141	62	67	55	29	52	83	136	158	137	102	47	39	38	48
红狮集团								28	33	48	100	98	95	94	66	47	45	54
塔牌集团	76	72	84	104	63	76	89	56	59	83	144	130	137	138	47	73	47	55
上峰水泥					30	53	58	27	37	98	159	188	152	142	89	60	55	67
万年青	49	41	49	90	45	56	60	35	43	59	102	109	102	105	46	30	31	42
福建水泥	62	35	56	84	25	35	43	4	15	36	104	95	69	72	-3	-16	3	22
宁夏建材	114	146	136	84	36	58	51	37	47	66	84	82	76	65	63	44	45	51
青松建化							14	-20	33	47	107	159	154	136	151	138	126	
西藏天路								143	150	183	227	228	227	102	26	85	97	56
华润建材科技					58	70	83	49	58	77	137	140	134	125	62	32	37	50
山水水泥				88	68	56	49	21	42	79	106	118	106	103	70	28	36	38
亚洲水泥(中国)	87	80	56	95	41	56	58	28	38	61	139	168	151	123	45	40	24	
中国天瑞水泥			37	81	64	46	49	37	49	76	99	128	99	71	59	35	44	
西部水泥			117	67	39	33	35	28	38	63	110	120	100	106	71	44	42	64

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表7: 2008-2024年、25H1各公司全口径吨净利对比

	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25H1
海螺水泥	26	31	46	75	35	43	47	30	32	57	103	106	112	112	57	38	29	35
华新水泥	19	18	19	29	16	27	29	4	12	32	81	91	81	77	50	52	49	50
冀东水泥	25	28	28	22	2	3	-3	-31	0	10	26	51	48	42	16	-19	-13	-5
天山股份	31	36	46	76	21	16	12	-36	1	12	64	85	80	47	19	8	-3	-11
红狮集团		20	36	41	26	31	29	27	26	29	72	69	68	56	25	14	10	19

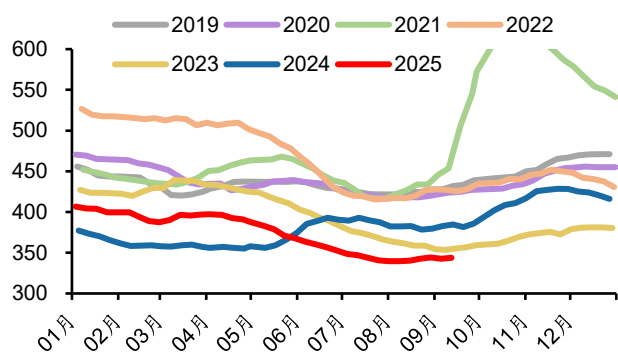
塔牌集团	28	23	29	51	17	32	44	25	30	47	96	89	90	92	14	40	33	54
上峰水泥					0	23	30	6	11	53	104	146	120	108	50	33	29	29
万年青	12	11	19	44	16	31	36	13	15	32	67	74	80	83	24	13	1	8
福建水泥	1	-24	2	25	5	5	9	-80	-9	-34	44	54	30	35	-34	-47	-29	0
宁夏建材	62	90	86	45	9	27	21	4	6	22	32	49	59	52	40	25	22	26
青松建化								-14	-137	-117	-9	-4	19	43	40	70	60	44
西藏天路								67	87	111	134	122	124	23	-182	-134	-35	-79
华润建材科技				70	29	34	42	10	13	36	81	89	84	75	22	9	2	7
山水水泥				42	28	17	5	-123	-18	11	44	54	55	45	14	-17	-4	-16
亚洲水泥(中国)				61	17	32	27	-10	5	21	82	106	95	62	15	4	-11	
中国天瑞水泥				42	26	12	13	8	8	32	39	57	52	34	18	-24	10	
西部水泥				56	26	22	2	-18	1	38	65	96	80	88	70	33	41	83

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：全口径吨净利=公司净利润/水泥和熟料销量，2024年华新水泥和西部水泥吨净利较2015年大幅提升，主要系海外和骨料业务贡献增量。

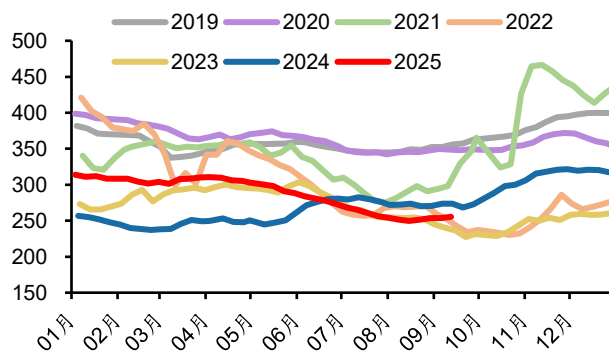
2025年煤炭成本下跌、企业继续协同稳价，行业盈利同比小幅改善。25Q1开年后需求恢复情况好于预期，根据国家统计局和数字水泥网，1季度水泥行业产量同比仅下滑1.4%，水泥价格先跌后涨，行业延续去年2季度以来的减产涨价思路，3月积极推进行业自律，加强错峰生产，并通过提价改善企业盈利，3月末全国各地水泥价格普遍上调。25Q2需求端降幅扩大，供给端逐步恢复，错峰执行情况弱于预期，水泥价格持续下跌，但25Q2业绩仍然同环比增长，主要系2季度煤炭成本继续环比下降，且水泥均价高于去年同期。展望下半年，7-8月水泥价格继续环比下跌，价格已低于去年同期，8月下旬以来各地也陆续开启涨价，但落实情况一般，预计9月后将继旺季几轮推涨，考虑到当前价格低于去年同期、且去年4季度基数较高，预计下半年价格和盈利同比有一定压力，但由于上半年盈利同比大幅增长，预计全年整体盈利同比上行。

图21：全国省会城市水泥均价（元/吨）



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图22：全国水泥煤炭价格差（元/吨）



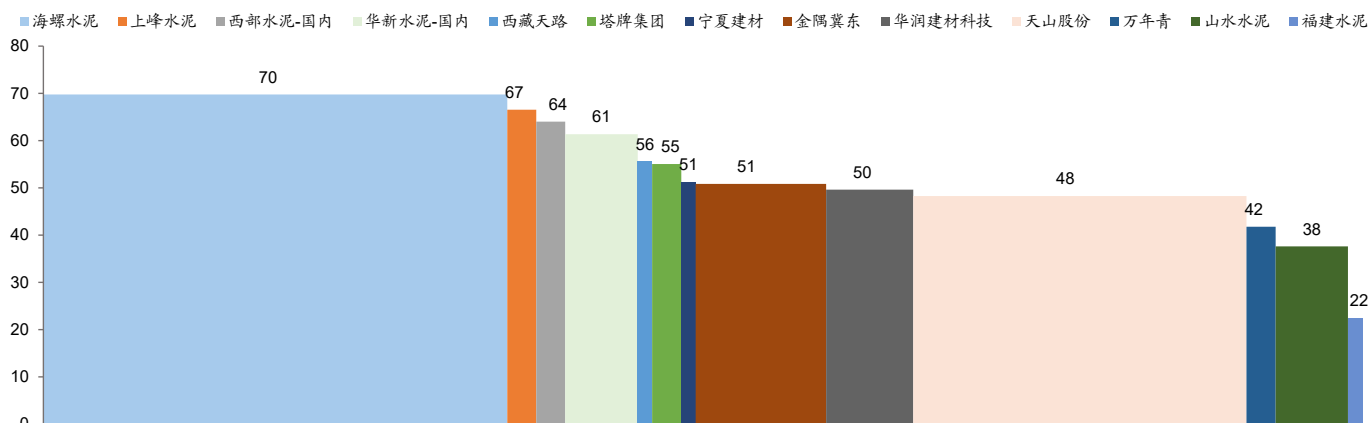
数据来源：数字水泥网，Wind，广发证券发展研究中心

中长期来看，未来水泥需求和供给都将下行，盈利的变化则取决于供需两端哪个下行更快，长期来看随着供给格局改善（落后产能出清、产能利用率提升，行业集中度提升），水泥行业盈利中枢有望继续改善。

（二）公司国内水泥成本竞争力突出

从国内水泥吨毛利来看，公司已经处于行业第一梯队。根据公司财报，25H1华新水泥国内水泥业务吨毛利约61元/吨，仅次于海螺水泥（70元/吨）、上峰水泥（67元/吨）、西部水泥国内业务（64元/吨），其中西部水泥受益于新疆业务高毛利影响，公司吨毛利已经处于行业第一梯队，显示公司国内水泥业务竞争力较强。

图23: 25H1水泥公司水泥和熟料业务吨毛利（元/吨）

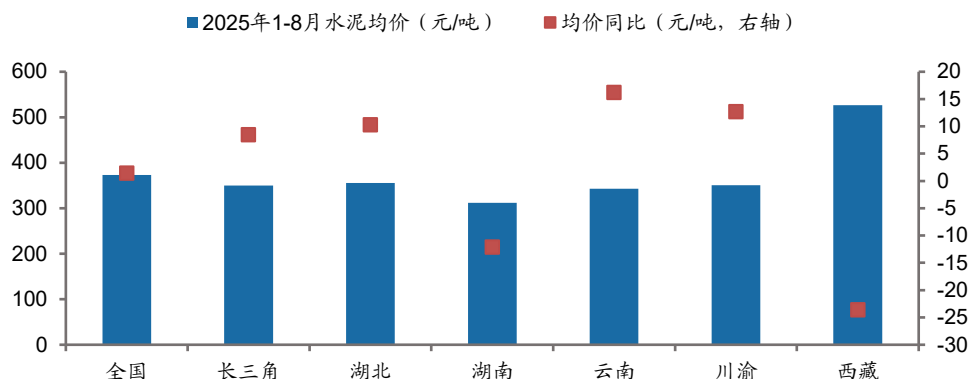


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：华新水泥和西部水泥为国内水泥业务吨毛利数据；柱宽代表销量大小

从公司所布局的核心区域价格来看，除西藏地区价格较高外，其余区域（湖北、湖南、云南、川渝、贵州、长三角）2025年初以来均价均低于全国平均，可见公司国内水泥吨毛利领先优势主要来自成本端。

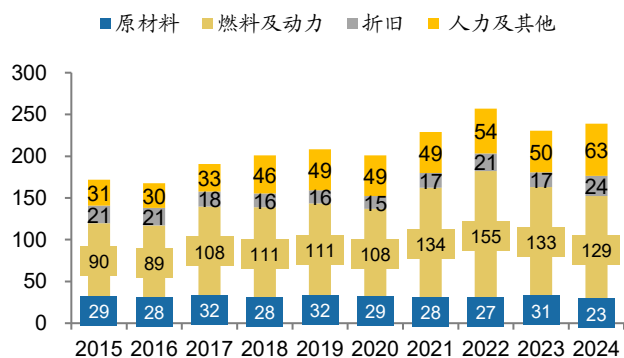
图24: 分地区水泥均价



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

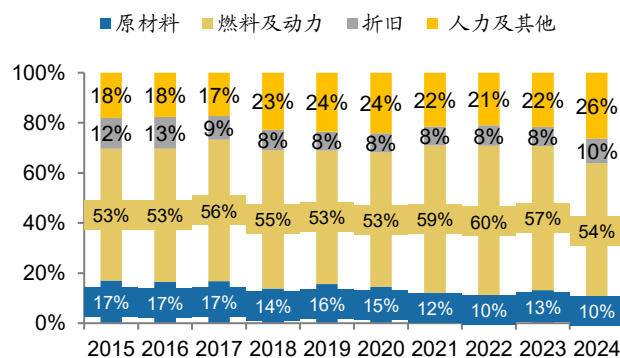
根据公司财报, 2024年华新水泥业务成本结构分别是: 原材料占10%、燃料及动力54%、折旧10%、人力及其他26%。由于公司没有披露分国内外的水泥成本结构, 难以定量分析华新成本优势, 定性来看, 我们认为**华新国内水泥的成本优势主要有: 一是原材料自供比例高, 成本近几年在持续改善**, 根据公司债券评级报告, 截至2024年末, 公司已获得采矿许可证的石灰石总储量约66亿吨, 石灰石自供比例约为97%, 外部采购比例仅约3%, 且近年来, 公司石灰石采购均价呈下降态势(22-24年石灰石采购均价分别为69/61/46元/吨), 持续加大零成本和负成本原料的采购和推广力度, 通过优化混合材配比降低熟料系数以降低原料成本。**二是燃料替代率高带来煤炭成本低**, 公司水泥窑线环保业务覆盖率达到50%, 通过将生活垃圾、工业危险废弃物等固体废弃物转化为水泥窑的替代燃料, 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, 合并热替代率达到21.66%, 均领先于同行业。**三是精细化管理降本**, 全面推行业绩指标对标管理, 提升组织能力和效率, 实现全公司100%统购, 全面开展新能源车项目挖掘物流降本潜力等。

图25: 华新水泥业务吨成本分拆 (元/吨)



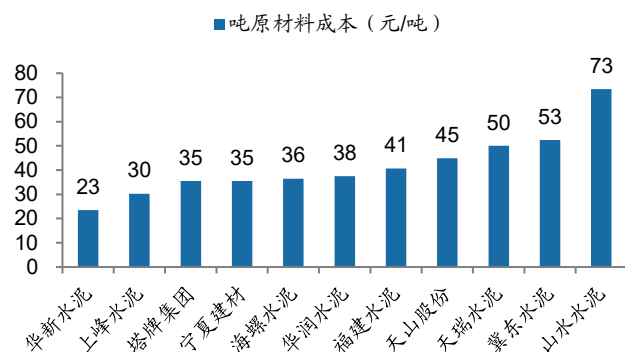
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图26: 华新水泥业务成本占比



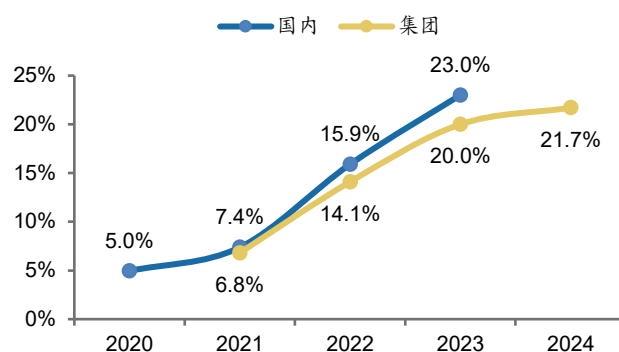
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图27: 2024年各公司水泥业务吨原材料成本对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图28: 华新水泥熟料燃料替代率 (TSR)



数据来源: 公司 ESG 报告, 广发证券发展研究中心

(三) 产能管控趋势下公司已建立先发优势: 不超产+碳优势显著

如前所述, 目前水泥行业产能严重过剩, 行业自2024年底以来陆续出台供给端政策, 旨在缩减实际产能, 当前政策抓手是超产管控, 2027年之后碳市场也将进入深化完善阶段, 将通过收缩碳配额方式管控供给总量, 在产能管控趋势下, 华新水泥已建立先发优势:

1. 关于超产管控政策, 华新水泥具备“不超产”的优势, 将受益于这一政策执行。 根据数字水泥网统计, 截至2024年底, 全国新型干法水泥熟料线1543条 (含小型特种水泥窑), 年熟料设计产能18亿吨, 预计实际年产能21-22亿吨, 行业超产比例在20%以上, 本轮政策要求实际产能和设计产能统一, 也即要求行业实际产能进行缩减, 超产部分产能可通过产能置换方式补齐指标, 但考虑到大气污染防治重点区域严格限制跨省置换、区域内部指标可能较为紧张, 预计部分企业补指标有一定压力, 超产企业的实际产能将有一定幅度缩减, 而华新水泥一直坚持“不超产”, 随着行业实际产能压缩, 公司实际产能份额有望被动提升。

2. 关于碳市场政策, 华新水泥窑协同处置优势显著, 碳环保优势凸显。 根据公司财报, 截至2021年底, 公司具有自主知识产权的“水泥窑高效生态化协同利用固体废物成套技术”已在国内7个省市下辖的20家水泥工厂内应用, 全集团水泥窑线环保业务覆盖率达50%, 废弃物处置产能553万吨/年 (含在建); 截至25H1公司废弃物处置产能1824万吨/年 (含已获环评批复但尚未投产项目), 意味着公司协同处置业务覆盖率进一步提升, 例如, 根据湖北省经济和信息化厅发布的错峰生产计划表, 华新湖北19条生产线中有16条为协同处置生产线。根据公司财报和ESG报告, 2024年华新水泥将垃圾预处理可燃物、生物质燃料、工业固废等作为水泥窑替代燃料, 累计使用441万吨, 熟料燃料替代率21.7%。公司水泥窑协同处置技术领先、产能领先, 具备几大优势:

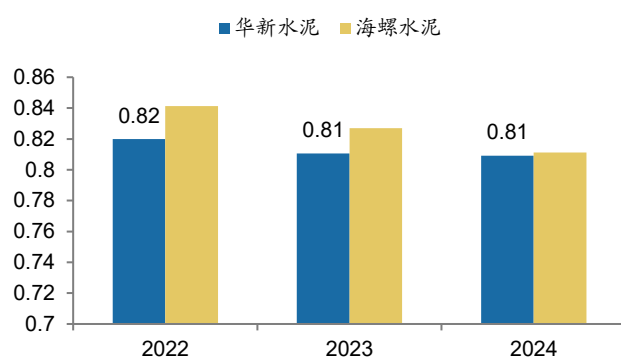
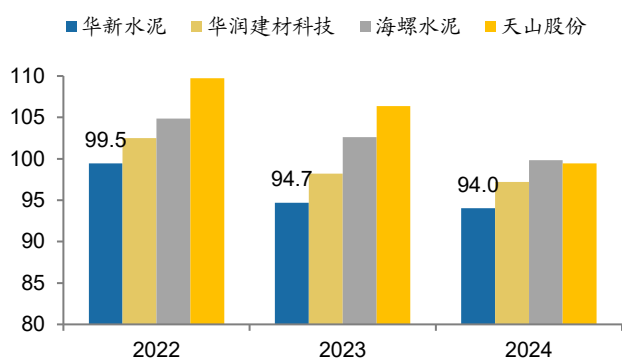
一是降低燃料成本, 同时环保业务贡献一定增量。根据公司ESG报告, 2024年公司熟料燃料替代率21.7%, 带来公司燃料成本低于同行; 同时环保业务也将带来一定收入增量。

二是错峰生产下有开工运转率优势。根据湖北省经济和信息化厅，以2025年湖北水泥企业错峰生产计划为例，水泥窑协同处置生产线停产天数为65天，其他企业90-100天。对水泥企业而言，水泥窑协同处置业务本身大多盈亏平衡或略有盈利，主要是具备水泥窑协同处置能力的企业可享受错峰生产优惠政策，停产天数更少，通过更多的生产时间获取收益。

三是碳优势显著，体现在公司熟料综合能耗和碳排放强度显著低于同行，根据公司ESG报告，2024年公司单吨熟料综合能耗94千克标煤、碳排放0.81吨，低于其他龙头企业，显著领先于行业，2027年碳市场配额逐步收紧后，公司单位碳排放低和综合能耗低的优势将转化为成本优势。

图29: 熟料单位产品综合能耗(千克标煤/吨熟料产量)

图30: 熟料碳排放强度(吨二氧化碳/吨熟料产量)



数据来源: 公司财报, ESG 报告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司ESG报告, 广发证券发展研究中心

表8: 2025年度湖北省水泥生产企业错峰生产计划

序号	市州	企业名称	产能规模(吨/天)	停窑总天数(天)	备注
1	武汉	湖北亚东水泥有限公司(一线)	4200	65	级效B级, 产能已于2023年12月置换
2		湖北亚东水泥有限公司(二线)	4200	65	级效B级, 产能已于2023年12月置换
3		武汉亚鑫水泥有限公司	4000	365	产能已于2023年12月置换
4	咸宁	华新水泥(赤壁)有限公司	4000	65	绿色工厂, 协同处置生产线
5		葛洲坝嘉鱼水泥有限公司	4800	65	绿色工厂, 级效B级
6		湖北嘉鱼春祥矿业股份有限公司	500	91	
7		崇阳县昌华实业有限公司	2500	90	
8	十堰	竹溪瑞城水泥有限公司	2500	90	
9		华新金龙水泥(郧县)有限公司(1#回转窑)	2500	65	级效B级“能效领跑者”, 绿色工厂, 协同处置生产线
10		华新金龙水泥(郧县)有限公司(2#协同处置窑)	4000	65	级效B级“能效领跑者”, 绿色工厂, 协同处置生产线
11		华新水泥(房县)有限公司	2500	90	
12		湖北武当水泥有限公司	2500	90	
13	孝感	湖北白兆山水泥有限公司	2500	90	
14	襄阳	葛洲坝老河口水泥有限公司	4800	65	级效B级, 协同处置生产线
15		宜城安达特种水泥有限公司	200	101	
16		葛洲坝宜城水泥有限公司	4800	65	级效B级, 绿色工厂, 协同处置生产线
17		湖北谷城泰隆水泥有限公司	4800	100	

18		华新水泥(襄阳)有限公司一线	4000	65	级效B级, 协同处置生产线
19		华新水泥(襄阳)有限公司二线	4000	65	级效B级, 协同处置生产线
20	荆门	葛洲坝荆门水泥有限公司	4800	65	级效B级, 协同处置生产线
21		葛洲坝钟祥水泥有限公司(1号窑)	4000	65	级效B级
22		葛洲坝钟祥水泥有限公司(2号窑)	4500	65	级效B级, 协同处置生产线
23		湖北京兰水泥集团有限公司1线	4000	52	级效B级, 绿色工厂, 协同处置生产线
24		湖北京兰水泥集团有限公司2线	4000	83	级效B级, 协同处置生产线
25		湖北京兰水泥集团有限公司3线	4000	60	级效B级, 协同处置生产线
26		黄石	大冶尖峰水泥有限公司	4000	65
27	黄石市成美建材有限公司		4000	100	环保绩效C级
28	华新水泥(大冶)有限公司		4500	45	级效A级, 协同处置生产线
29	华新水泥(阳新)有限公司一线		5000	65	级效B级, 绿色工厂, 协同处置生产线
30	华新水泥(阳新)有限公司二线		4800	65	级效B级, 绿色工厂, 协同处置生产线
31	华新水泥(黄石)有限公司		9500	65	级效B级, “能效领跑者”, 协同处置生产线
32	阳新娲石水泥有限公司		4000	65	级效B级, 绿色工厂, 协同处置生产线
33	阳新娲石绿色建材有限公司		6200	65	
34	宜昌	华新水泥(宜昌)有限公司(1号窑)	3500	65	级效B级, 协同处置生产线
35		华新水泥(宜昌)有限公司(2号窑)	2500	65	级效B级, 协同处置生产线
36		华新水泥(长阳)有限公司	4000	90	协同处置生产线
37		华新水泥(秭归)有限公司	4000	65	级效B级, 绿色工厂, 协同处置生产线
38		葛洲坝当阳水泥有限公司一线	4000	119	级效B级
39		葛洲坝当阳水泥有限公司二线	4500	80	级效B级, 协同处置生产线
40		葛洲坝兴山水泥有限公司	2500	100	
41		宜昌花林水泥有限公司	2500	68	协同处置生产线
42		宜昌骏王集团水泥有限公司	2500	90	
43	荆州	葛洲坝松滋水泥有限公司一线	2500	100	级效B级, 绿色工厂
44		葛洲坝松滋水泥有限公司二线	4500	65	级效B级, 绿色工厂, 协同处置生产线
45	黄冈	华新水泥(武穴)有限公司一线	6000	85	绿色工厂、行业能效领跑者、协同处置生产线
46		华新水泥(武穴)有限公司二线	4800	41	绿色工厂、行业能效领跑者、协同处置生产线
47		黄冈亚东水泥有限公司	4200	80	绿色工厂
49	恩施	恩施州腾龙水泥有限责任公司	2500	90	
50		来凤县金凤建材工业有限责任公司	3000	90	
51		建始县泰丰水泥有限责任公司	2500	90	
52		华新水泥(恩施)有限公司	1850	90	产能已置换, 计划2025年底关停
53		华新水泥(鹤峰)民族建材有限公司	1000	100	产能已置换, 计划2025年底关停

数据来源: 湖北省经济和信息化厅, 广发证券发展研究中心

三、海外水泥加速扩张，再造一个华新

(一) 海外扩张快、竞争力强，近几年重心由亚洲转向非洲

公司海外战略清晰明确，长期目标成为全球领先的跨国建材企业，近几年公司海外水泥产能加速扩张，2020年之前集中在中亚和东南亚，2020年后重心转移至非洲。公司是首批走出去的中国水泥企业之一，2019年以来公司海外水泥业务加速扩张，通过建厂和并购双管齐下，产能快速增长，位列国内企业第一。据公司财报和收购公告，截至目前，公司已在中亚、东南亚、非洲、南美20个国家布局，2020年之前集中在中亚和东南亚，2020年后重心转移至非洲。截至目前公司海外水泥粉磨产能达到3520万吨/年，占公司总产能的25%，中期规划产能达到5000万吨（约为国内水泥产能1/2），未来将通过新建+并购方式稳健推进，仍有优质标的并购可能，公司海外竞争力强、盈利水平高，将持续贡献业绩增量。

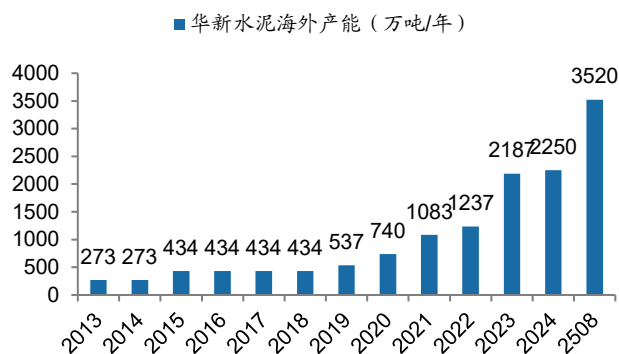
公司海外业务仍处于高速发展期，25H1净利润占比提升至42%。根据公司财报，2024年公司海外业务销量1620万吨（同比+37%、占比27%）、收入79.8亿元（同比+47%）、净利润12.5亿元（同比+25%）、净利率15.7%，收入和净利润占比分别为23%/42%；25H1公司海外业务销量839万吨（同比+10%、占比30%）、收入44.3亿元（同比+20%）、净利润5.9亿元（同比+17%）、净利率13.3%，收入和净利润占比分别为28%/42%。

表9：华新水泥海外水泥和熟料已投产产能情况

国家	公司	熟料生产线(条)	熟料产能(万吨/年)	水泥产能(万吨/年)	股权比例	产线建成/收购年份
塔吉克斯坦	华新亚湾水泥有限公司	2	217	305	75%	2013
	华新噶优尔(索格特)水泥有限公司				95%	2016
柬埔寨	柬埔寨卓雷丁水泥有限公司	1	124	160	68%	2015
吉尔吉斯斯坦	吉尔吉斯南方水泥有限公司	1	93	105	100%	2019
乌兹别克斯坦	华新吉扎克有限公司	1	155	220	100%	2020
坦桑尼亚	马文尼石灰石有限公司一期	1	264	350	100%	2020
	马文尼石灰石有限公司二期	1			100%	2024
赞比亚	赞比亚奇兰卡水泥有限公司	2家水泥厂	130	190	81%	2021
马拉维	马拉维波特兰水泥公司	1			100%	2021
尼泊尔	华新纳拉亚尼有限公司	1	124	180	100%	2022
阿曼	Oman Cement Company		310	400	64.66%	2023
南非	Natal Portland Cement Company	3家水泥厂	187	180	100%	2023
莫桑比克	Natal Portland Cement Company	5家水泥厂	155	250	100%	2023
尼日利亚	Lafarge Africa Plc	4家水泥厂	未披露	1050	83.81%	2025
海外产能合计				3520	89%	

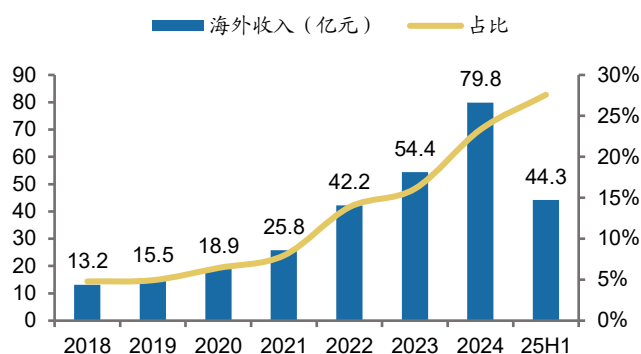
数据来源：公司财报，2025年度跟踪评级报告，广发证券发展研究中心

图31: 华新水泥海外水泥产能 (万吨/年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图32: 华新水泥海外收入和占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表10: 华新水泥海外业务收入利润情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
海外收入 (亿元)	13.2	15.5	18.9	25.8	42.2	54.4	79.8	44.3
占比	4.8%	4.9%	6.4%	8.0%	13.9%	16.1%	23.3%	27.6%
YOY		18.0%	21.7%	36.7%	63.5%	28.8%	46.8%	19.7%
海外 EBITDA (亿元)				10.0	14.0	18.8	23.7	14.2
占比				10.2%	19.5%	22.3%	29.4%	33.9%
YOY					40.0%	34.4%	26.0%	32%
海外 EBITDA/收入				38.7%	33.2%	34.6%	29.7%	32.1%
海外净利润 (亿元)						10.0	12.5	5.9
占比						31.2%	42.4%	42.0%
YOY							24.9%	17.1%
净利率						18.4%	15.7%	

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表11: 华新水泥海外分地区收入利润情况

	非洲		亚洲		美洲	海外合计 (前述加总)		境外分部 (财报披露)	
	25H1	24H1	25H1	24H1	25H1	25H1	24H1	25H1	24H1
营业收入 (亿元)	21.36	17.58	22.04	19.65	1.56	44.96	37.23	44.26	36.97
同比	21.51%		12.14%			20.75%		19.74%	
营业成本 (亿元)	14.39	12.60	13.24	13.11	0.64	28.27	25.71	27.76	24.70
同比	14.21%		1.01%			9.97%		12.42%	
毛利率	32.63%	28.33%	39.93%	33.31%	58.97%	37.12%	30.96%	37.27%	33.19%
EBITDA (亿元)	5.48	4.77	8.29	5.96	0.43	14.2	10.73		
同比	14.85%		39.06%			32.30%			
EBITDA/收入	25.66%	27.14%	37.61%	30.33%	27.56%	31.58%	28.83%		
EBIT (亿元)	4.12	3.61	6.21	3.98	0.3	10.63	7.59		
同比	14.21%		55.98%			40.08%			

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

EBIT/收入	19.29%	20.52%	28.18%	20.26%	19.23%	23.64%	20.38%		
净利润(亿元)	1.6	1.52	4.74	3.29	0.21	6.55	4.81	5.88	5.03
同比	5.05%		44.14%			36.13%		17.07%	
净利率	7.49%	8.66%	21.51%	16.73%	13.46%	14.57%	12.92%	13.29%	13.59%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

海外布局考验国际化经营能力，公司海外布局早、经验丰富，大股东拉豪赋能公司海外扩张；公司装备能力强，新建和技改成本低，天然具备出海优势。公司大股东拉豪是全球最大的跨国水泥企业，据拉豪公司财报，其业务遍布全球50个国家，2024年水泥产能2.54亿吨、销量1.2亿吨、收入264亿瑞士法郎（约合人民币2356亿元）、净利润29.3亿瑞士法郎（约合人民币261亿元），大股东成功的全球布局能够为华新水泥提供海外扩张经验。同时，近几年，拉豪出于改善资产负债表、发展建筑解决方案新业务等原因，逐步出售发展中国家水泥资产、精简业务，拉豪布局国家从2015年的90个缩减至2024年的50个，出售的水泥资产主要来自一带一路发展中国家，华新水泥2021年收购其赞比亚和马拉维项目、2025年收购其尼日利亚项目，和拉豪优势互补。此外，公司具备较强的装备制造和工程能力，新建和技改成本低，天然具备出海优势。

图33：2021年华新水泥大股东拉豪全球布局情况



数据来源：拉豪财报，广发证券发展研究中心

公司筹划境外资产分拆上市，融资渠道拓展有利于海外加速度扩张。2025年8月31日华新水泥公告筹划境外资产分拆上市，公司拟将境外资产整合至拟分拆子公司旗下，并拟申请将拟分拆子公司分拆至境外证券交易所上市，拟分拆子公司仍为华新

水泥合并报表范围内的控股子公司。分拆的目的和意义是进一步拓宽融资渠道、开放整合资源，提升境外资本市场融资和并购交易中的竞争力和灵活性。短期来看，分拆或将小幅摊薄短期海外并表业绩；中长期来看，融资渠道拓展有利于海外加速度扩张，将提升长期海外并表业绩。公司海外战略清晰明确，长期目标成为全球领先跨国建材企业，根据公司财报和收购豪瑞尼日利亚资产之关联交易的公告，当前海外水泥产能3520万吨/年、中期规划产能达到5000万吨（约为国内水泥产能1/2），公司过去十年稳健的海外扩张经历验证了公司有能力持续扩张、国际化竞争力强，但海外水泥重资产条线需50-200万吨水泥产能总投资约1.5亿美元，优质资产收购价格也较高（如尼日利亚项目1050万吨水泥产能，83.81%股权收购对价7.74亿美元），截至6月底公司海外水泥产能2470万吨/年、资产总额147亿元、负债总额57亿元、净资产90亿元，海外扩张资金需求量大，公司海外扩张不缺项目（新建+并购，大股东赋能），若融资渠道顺畅，公司海外水泥或将加速推进，将提升长期海外并表业绩。参考其他跨国水泥企业估值情况，若华新海外资产分拆上市，有望提升该板块估值。

表12: 全球水泥龙头公司财务和估值情况一览

地区	公司	2024 年收入 (亿美元)	2024年 EBITDA (亿美元)	2024年 归母净利 润(亿美元)	EBITDA margin		归母净利率		ROE		PE		PB	
					2024 年	近五 年均 值	2024 年	近五 年均 值	2024 年	近五 年均 值	2024 年	近五 年均 值	2024 年	近五 年均 值
全球	CRH	356	63	35	17.6%	17.1%	9.8%	8.7%	16.5%	13.7%	18.1	18.4	2.9	2.1
全球	豪瑞	300	79	33	26.2%	23.0%	11.1%	9.9%	10.9%	9.6%	16.7	13.6	1.9	1.3
全球	海德堡	229	47	19	20.6%	21.9%	8.4%	4.5%	10.4%	6.1%	12.3	8.1	1.1	0.9
全球	西麦斯	162	31	9	19.0%	20.4%	5.8%	1.2%	8.5%	2.1%	9.1	35.9	0.7	0.8
中国	海螺水泥	127	24	11	18.9%	21.0%	8.5%	13.5%	4.1%	12.2%	16.4	10.3	0.7	1.0
中国	华新水泥	48	11	3	23.5%	27.1%	7.1%	12.0%	8.2%	14.9%	10.4	9.3	0.8	1.2
印度	超科水泥	84	16	8	18.6%	21.2%	10.0%	11.7%	12.8%	13.6%	40.1	32.6	4.7	3.9
印度	什里水泥	25	5	3	22.0%	24.2%	11.7%	12.6%	12.6%	12.8%	38.7	47.4	4.5	5.2
越南	VICEM	3	0	0	10.7%	14.0%	0.9%	3.4%	1.2%	4.9%	74.1	1231.9	0.9	1.1
印尼	印尼国有水泥	23	4	0	15.5%	20.1%	2.0%	5.5%	1.7%	5.2%	30.7	22.9	0.5	1.1
巴西	沃托兰廷	49	9	2	18.9%	20.3%	3.4%	5.0%	5.6%	8.3%				
尼日利亚	丹格特	25	9	3	38.3%	43.6%	13.9%	22.0%	17.6%	32.4%	16.1	13.4	3.8	4.1
意大利	Buzzi	47	14	10	29.4%	26.1%	21.8%	17.8%	17.5%	15.1%	6.9	6.7	1.0	0.9
泰国	暹罗水泥	145	7	2	5.0%	10.4%	1.2%	5.5%	1.7%	7.7%	31.8	17.7	0.6	1.1
韩国	双龙水泥	12	4	1	28.5%	27.9%	4.9%	8.9%	5.1%	8.7%	/	28.5	/	1.9
日本	太平洋水泥	61	9	3	13.9%	12.6%	4.9%	2.9%	7.5%	5.5%	9.5	7.7	0.7	0.6
哥伦比亚	阿尔戈斯水泥	37	12	11	33.2%	27.5%	30.0%	8.6%	24.0%	7.2%	2.3	10.0	0.8	0.6

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

（二）尼日利亚项目并购落地，将带来 25-26 年确定性业绩增量

2024年12月1日公告发布公告《关于收购豪瑞尼日利亚资产之关联交易的公告》，拟收购豪瑞在尼日利亚的水泥公司Lafarge Africa Plc 83.81%的股权；2025年8月30日公司发布公告《关于收购豪瑞尼日利亚资产之关联交易的进展公告》，本次交易已于2025年8月29日完成股权交割，交易对价7.7386亿美元。交割完成后，标的公司成为本公司间接全资子公司，将纳入公司合并报表范围。

根据公司财报，标的公司Lafarge Africa Plc在尼日利亚拥有4家大型水泥工厂及6家混凝土工厂，并拥有优质的石灰石资源，业务覆盖尼日利亚全国市场，其中水泥产能1050万吨/年，混凝土产能40万方/年，这是继2021年收购豪瑞旗下赞比亚和马拉维资产后的，再一次从大股东收购水泥资产，也是华新继成功开拓东非、南非市场后，首次开拓西非市场。并购完成后，尼日利亚工厂会作为公司在西非的重要战略支点，打开新的市场空间。

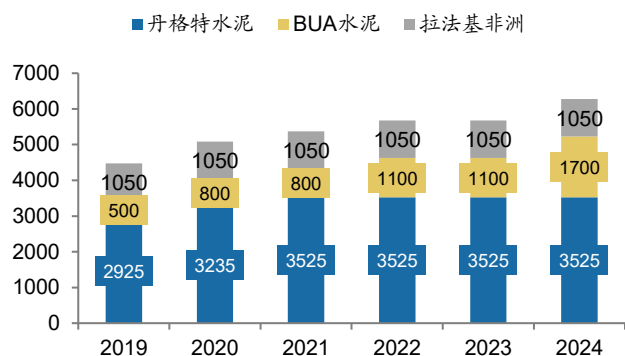
图34: Lafarge Africa Plc产能分布



数据来源：Lafarge Africa Plc 官网，广发证券发展研究中心

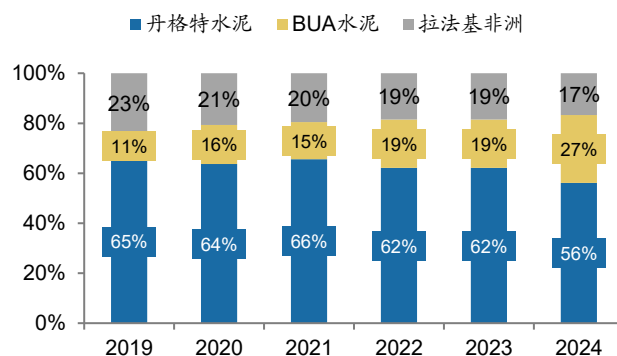
供给端来看，尼日利亚水泥供给格局好，仅有3家水泥公司，均在稳步扩产。尼日利亚共三家水泥公司：丹格特（Dangote）、BUA水泥、拉法基非洲（Lafarge Africa Plc），根据公司关于收购豪瑞尼日利亚资产的公告和Cardinal Stone Research，预计2024年丹格特/BUA/拉法基非洲在尼日利亚的水泥产能分别为3525/1700/1050万吨，销量分别为1836/858/524万吨，产能利用率分别为52%/50%/50%。过去几年除拉法基非洲外，丹格特和BUA均在扩产以满足尼日利亚增长的水泥需求，BUA在2024上半年在OBU工厂投产了第三条生产线300万吨、Sokoto工厂投产了第五条生产线300万吨，还计划Adamawa州新建一家300万吨的水泥工厂；丹格特Itori工厂计划于2025年完工，水泥产能300万吨；而拉法基非洲自2016年Mfamosing工厂第二条生产线投产以来未新增任何产能，也未披露任何新增产能计划，在市场需求不断增长背景下，Lafarge Africa Plc由于缺乏产能扩张，导致其市场份额流失，华新水泥收购后，将凭借丰富的成功整合经验和较强的水泥产业管理能力，升级改造已有生产线，扩大产能，有望提升Lafarge Africa Plc经营业绩。

图35: 尼日利亚水泥企业产能 (万吨)



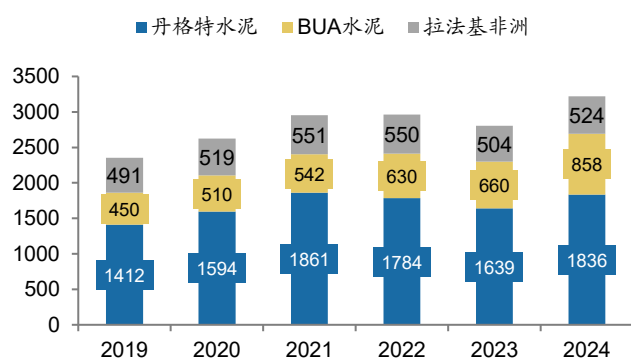
数据来源: 公司关于收购豪瑞尼日利亚资产的公告, Cardinal Stone Research, 广发证券发展研究中心

图36: 尼日利亚水泥企业产能份额



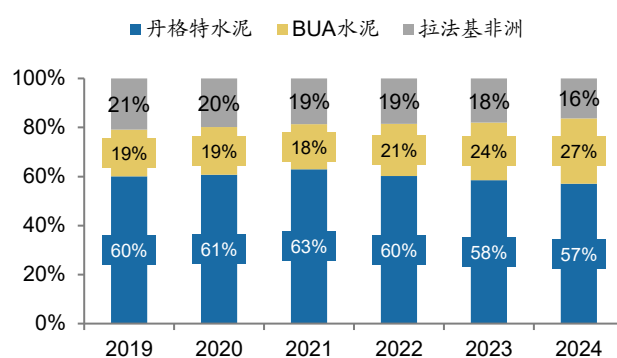
数据来源: 公司关于收购豪瑞尼日利亚资产的公告, Cardinal Stone Research, 广发证券发展研究中心

图37: 尼日利亚水泥企业销量 (万吨)



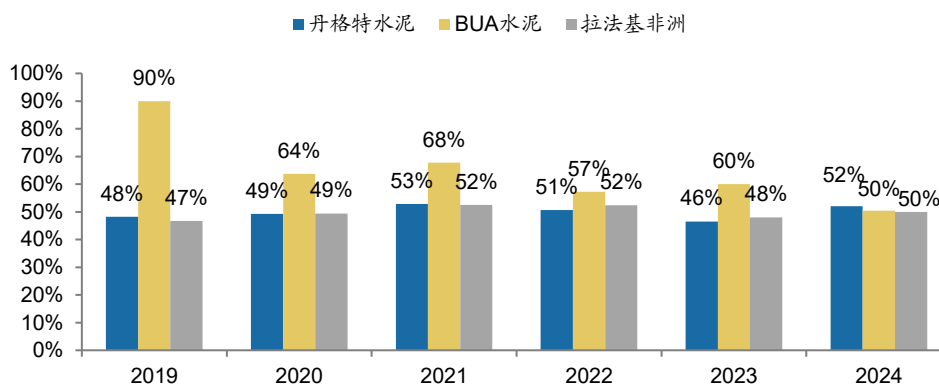
数据来源: 公司关于收购豪瑞尼日利亚资产的公告, Cardinal Stone Research, 广发证券发展研究中心

图38: 尼日利亚水泥企业销量份额



数据来源: 公司关于收购豪瑞尼日利亚资产的公告, Cardinal Stone Research, 广发证券发展研究中心

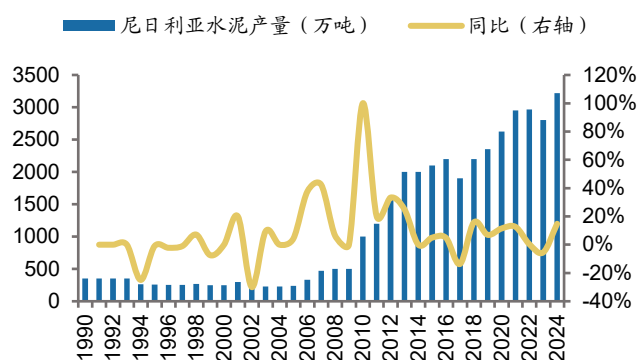
图39: 尼日利亚水泥企业产能利用率



数据来源: 公司关于收购豪瑞尼日利亚资产的公告, Cardinal Stone Research, 广发证券发展研究中心

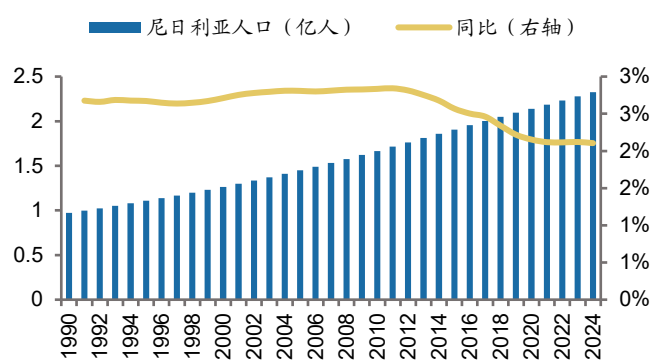
需求端来看,尼日利亚水泥需求增长潜力大。据公司公告和Cardinal Stone Research, 2024年尼日利亚需求约为3200万吨、同比增长15%,近20年(2004-2024年)CAGR为14.1%,近10年(2014-2024年)CAGR为4.9%,近5年(2019-2024年)CAGR为6.5%,尼日利亚是非洲人口最多的国家,且人口持续增长(过去30年每年维持2%-3%的增长),拥有丰富的自然资源,是西非最发达的经济体,是非洲石油生产和出口大国。尼日利亚人均水泥消耗量低,约为0.14吨,未来提前潜力大;尼日利亚产业结构良好,水泥行业需求前景乐观。

图40: 尼日利亚水泥需求和同比增速



数据来源: USGS, 广发证券发展研究中心

图41: 尼日利亚人口和同比增速



数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

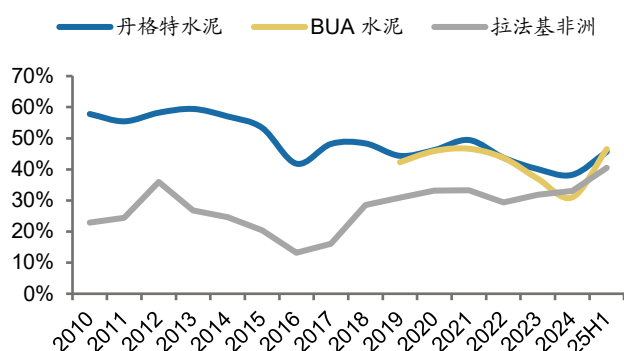
综合来看,尼日利亚水泥供需关系好,体现为企业高盈利。根据Bloomberg, 25H1丹格特/BUA水泥/拉法基非洲收入分别为13.3/3.7/3.3亿美元,归母净利润分别为3.3/1.2/0.9亿美元。2024年丹格特/BUA水泥/拉法基非洲净利率分别为13.9%/8.4%/14.4%,盈利处于历史低位,主要系能源成本上涨、货币大幅贬值带来外汇损失压力;2025年需求恢复、汇率平稳,三家公司利润率大幅提升,25H1丹格特/BUA水泥/拉法基非洲净利率分别为24.9%/31.2%/25.7%。丹格特受非洲其他区域拖累整体净利率,25H1丹格特/BUA水泥/拉法基非洲在尼日利亚地区的营业利润率分别为55%/42%/37%,丹格特是尼日利亚利润率最高的水泥公司,拉法基非洲相较于区域龙头,利润率仍然有较大提升空间。Lafarge Africa Plc 原有生产线年限较长,华新水泥收购后,将凭借丰富的成功整合经验和较强的水泥产业管理能力,升级改造已有生产线,扩大产能,有望带来经营利润提升。

表13: 2024年和25H1尼日利亚三家水泥公司基本财务情况

	2024年					25H1				
	收入 (亿美元)	归母净利润 (亿美元)	归母净资产 (亿美元)	净利率	ROE	收入 (亿美元)	归母净利润 (亿美元)	归母净资产 (亿美元)	净利率	ROE
丹格特水泥	24.6	3.4	13.7	13.9%	24.9%	13.3	3.3	14.0	24.9%	23.6%
BUA 水泥	6.0	0.5	2.5	8.4%	20.2%	3.7	1.2	3.7	31.2%	31.4%
拉法基非洲	4.8	0.7	3.3	14.4%	21.1%	3.3	0.9	3.6	25.7%	23.7%

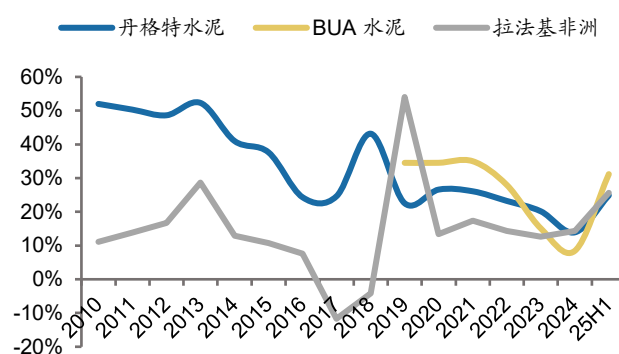
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图42: 尼日利亚水泥公司EBITDA利润率



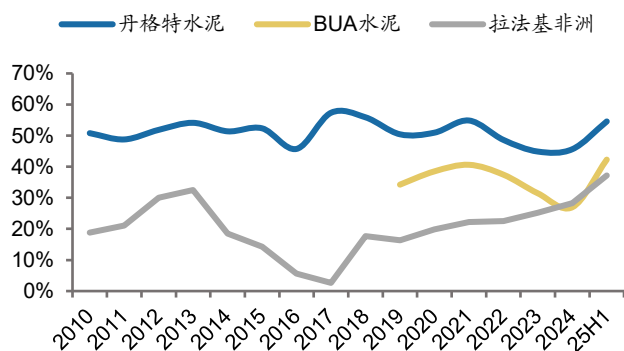
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图43: 尼日利亚水泥公司归母净利率



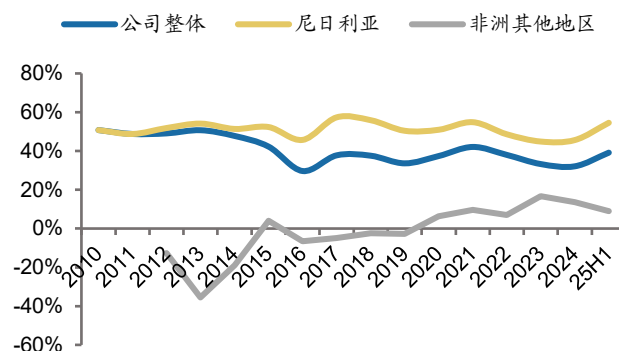
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图44: 各公司尼日利亚地区营业利润率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图45: 丹格特水泥分地区营业利润率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

（三）海外水泥供需关系好、盈利能力强，成长性突出，非洲格局更优，公司率先卡位

公司在海外布局国家水泥供需关系好、盈利能力强，下文我们详细分析：

需求端来看，公司在海外布局的国家均处于水泥需求快速增长期。从需求来看，公司主要布局“一带一路”沿线国家和地区，经济发展水平相对较低，城镇化率、基础设施、经济发展水平都有很大的提升空间，人均水泥需求处于较低水平，市场需求潜力较大，水泥需求增速高于全球需求增速。分区域来看：

1. 中亚：政商稳定，GDP和水泥需求持续较快增长，塔吉克斯坦/吉尔吉斯斯坦/乌兹别克斯坦15-22年水泥产量CAGR分别为16.0%/8.6%/9.2%，14-24年人口复合增速分别为2.3%/2.0%/1.9%，14-24年GDP复合增速分别为7.3%/4.5%/5.8%，人均水泥产量分别为0.39/0.38/0.42吨，均低于全球的0.52吨，人均水泥需求和人均GDP仍较低，但GDP和人口保持较高增速，显示该地区水泥需求增长空间较大。

2. 东南亚、南亚、西亚：东南亚水泥需求整体步入中速增长阶段，但柬埔寨由于需求体量小、近几年水泥产量快速攀升，15-22年水泥产量CAGR达26.7%，南亚的尼泊尔和西亚的阿曼分别为6.3%/4.1%；从人均水泥需求来看，柬埔寨/尼泊尔/阿曼分别为0.52/0.20/1.48吨，尼泊尔人均水泥需求仍较低，柬埔寨已达全球平均水平，阿曼远超全球平均水平。三个国家人口和GDP仍保持增长，预计未来水泥需求也将保持稳健增长。

3. 非洲：据USGS，2022年非洲水泥产量约为2.23亿吨，占全球产量比例从2010年的4.39%提升至2021年的5.39%。2010-2022年非洲水泥产量CAGR为3.7%，高于全球的1.9%；2015-2022年非洲水泥产量CAGR为2.1%，高于全球的0.3%，非洲水泥需求整体增速低于中亚和东南亚，主要受制于经济发展水平较低，但区域内部有所分化，部分国家表现亮眼。2022年非洲人均水泥产量0.16吨，大幅低于全球的0.52吨，非洲人均GDP、人均水泥消费量较低，人口增速快、GDP低基数下增长不快，未来水泥需求增长空间大。从华新水泥布局的非洲几个国家来看，均属于政商稳定的地区，除南非市场相对成熟外，其余区域均呈现水泥需求增速高、人口和GDP快速增长、城镇化率低的特点，未来增长空间大。

4. 南美：25H1公司成功收购巴西一家骨料公司，在巴西圣保罗拥有4座骨料工厂，总产能880万吨/年（2023年实际产量620万吨），开启海外产业链纵向扩张。巴西城镇化率高、人口和GDP增速较缓、人均水泥需求较低，属于成熟市场，预计盈利能力较稳定。

表14: 华新水泥布局的海外国家水泥需求情况

		2022年水泥产量 (万吨)	10-22年 水泥产量 CAGR	15-22年 水泥产量 CAGR	2022年人均 水泥产量 (吨/人)	2024年 城镇化 率	2024年人 口(万人)	14-24年 人口复合 增速	2024年人均 GDP(美元)	14-24年 GDP复 合增速
中亚	塔吉克斯坦	400	24.5%	16.0%	0.39	29%	1059	2.3%	1341	7.3%
	吉尔吉斯斯坦	267	11.0%	8.6%	0.38	38%	722	2.0%	2419	4.5%
	乌兹别克斯坦	1460	6.5%	9.2%	0.42	51%	3636	1.9%	3162	5.8%
东南亚、 南亚	柬埔寨	890	22.4%	26.7%	0.52	26%	1764	1.4%	2628	5.5%
	尼泊尔	600	13.2%	6.3%	0.20	22%	2965	0.7%	1447	4.0%
西亚	阿曼	700	3.8%	4.1%	1.48	89%	528	2.8%	20248	2.0%
非洲	坦桑尼亚	760	10.4%	13.5%	0.12	38%	6856	3.1%	1186	5.8%
	赞比亚	227	6.0%	3.4%	0.11	47%	2131	3.0%	1235	3.3%
	马拉维		8.8%	9.2%	0.03	19%	2166	2.7%	508	2.9%
	南非	1200	0.8%	-1.1%	0.19	69%	6401	1.4%	6253	0.7%
	莫桑比克	280	10.1%	8.5%	0.09	39%	3463	3.0%	647	3.3%
	津巴布韦	100	1.9%	-5.7%	0.06	33%	1663	1.6%	2656	1.9%
	尼日利亚	2964	9.5%	5.0%	0.13	55%	23268	2.3%	807	1.7%
南美	巴西	6355	0.6%	-0.4%	0.30	88%	21200	0.6%	10280	0.8%
全球		414299	1.9%	0.3%	0.52	58%	814206	1.0%	13673	3.1%

数据来源: wind, USGS, 世界银行, 广发证券发展研究中心

供给来看, 一带一路沿线大部分国家或地区需求体量小, 水泥工业仍处于发展期, 境内水泥和熟料生产线相对较少, 供给尚不饱和, 产能集中度高。具体来看:

1. 中亚: 塔吉克斯坦和吉尔吉斯斯坦供给集中且稳定; 乌兹别克斯坦近几年新增产能较多, 但政府正在积极关停旧产能, 并且现已暂停新产能审批, 2025年供需有所改善。

塔吉克斯坦: 据USGS和华新水泥财报, 截至2022年底, 主要有5家公司7条水泥生产线, 供给格局稳定, 华新水泥产能305万吨、占比43%, 是当地最大企业, 区域影响力较大。

表15: 2022年塔吉克斯坦水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
华新索格特水泥有限公司	305	43%
华新亚湾水泥有限公司		
Chzhungtsai Mohir Cement Co. and Government	180	25%
中材国际莫伊尔水泥	120	17%
JSC Tajikcement Ltd.	110	15%
合计	715	

数据来源: USGS, 华新水泥公司财报, 广发证券发展研究中心

吉尔吉斯斯坦: 据USGS和华新水泥财报,截至2023年底,主要有5家公司合计产能504万吨;华新水泥作为唯一中国企业,水泥产能100万吨,占比21%。

表16: 2023年吉尔吉斯斯坦水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
United Cement Group	204	40%
South Kyrgyz Cement	100	20%
Aravan Cement	100	20%
华新吉尔吉斯南方水泥有限公司	100	20%
Kurmentinsky Cement	10	2%
合计	504	100%

数据来源: USGS, 华新水泥公司财报, 广发证券发展研究中心

乌兹别克斯坦: 根据乌兹日报网和乌兹别克斯坦建筑材料协会,乌兹别克斯坦共有40家水泥厂,2024年总产能为3970万吨/年。近几年水泥产能新增较多,其中中国企业新投产能较多,2020年1月陕西祥盛实业集团亚星水泥250万吨、2020年6月华新水泥203万吨、2022年5月海螺水泥120万吨、2023年8月海螺水泥200万吨、2023年11月中国能建葛洲坝273万吨水泥产能、2024年5月西部水泥250万吨、2024年5月安集延海螺投产,2020-2025年中国企业合计投产超过1500万吨,占乌兹别克斯坦总产能约40%。新增产能冲击下,2024年乌兹别克斯坦价格显著回落;但政府正在积极关停旧产能,并且现已暂停新产能审批,2025年供需有所改善,根据西部水泥业绩PPT,24H1/25H1乌兹别克斯坦吨毛利分别为36/44元/吨,盈利实现同比改善。

表17: 2024年乌兹别克斯坦水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
OAO Kyzylkumcement (United Cement Group)	380	10%
OAO Akhangarancement (Eurocement Group)	220	6%
OAO Bekabadcement (United Cement Group)	180	5%
OOO Sherabad Cement Plant (Almalyk GMK)	150	4%
OAO Kuvasaycement (United Cement Group)	110	3%
OOO Surkhantsementinvest Plant	110	3%
陕西祥盛实业集团—亚星水泥	250	6%
华新吉扎克有限公司	203	5%
卡尔希海螺水泥外国企业有限责任公司	120	3%
塔什干海螺水泥合资企业有限责任公司	200	5%
中国能建葛洲坝海投公司	273	7%
西部水泥	250	6%
安集延海螺	250	6%
其他	1274	32%
合计	3970	100%

数据来源: USGS, 各公司财报和官网, 乌兹别克斯坦报纸网, 中国驻乌兹别克斯坦共和国大使馆经济商务处, 广发证券发展研究中心

2. 东南亚：本土企业多、中国企业布局早，水泥工业较为成熟，持续有新产能投放，市场已经趋于饱和；西亚阿曼：近几年需求增长快，双寡头格局，龙头扩产

柬埔寨：据柬埔寨矿产与能源部，截至2023年，柬埔寨共有5家水泥厂正在经营，合计产能约1050万吨，有两家水泥厂项目将于2025年竣工。2023年柬埔寨水泥产量约900万吨，产能利用率较高。在柬埔寨布局的中国企业包括海螺和华新水泥，产能分别为210、160万吨，占比分别为20%、15%。

表18: 2023年柬埔寨水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
Kampot Cement Co. Ltd. (Siam Cement Public Co. Ltd., 94%, and Khaou Chuly Group, 6%)	380	36%
马德望海螺水泥有限公司	210	20%
Chip Mong Insee Cement Corp. (Chip Mong Group, 60%, and Siam City Cement Public Co. Ltd., 40%)	200	19%
柬埔寨卓雷丁水泥有限公司	160	15%
Thai Boon Roong Cement Co. Ltd.	100	10%
合计	1050	100%

数据来源：USGS，各公司财报，柬埔寨矿产与能源部，广发证券发展研究中心

尼泊尔：据Ideapreneur Nepal，截至2022年，尼泊尔有超过100家水泥厂，其中超过50家水泥企业在运营，包括很多私人小厂。总水泥产能约2200万吨，需求量约为1100万吨。红狮和华新水泥在尼泊尔产能分别为230、180万吨，占比分别为10%、8%。

表19: 2022年尼泊尔水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
红狮希望水泥有限公司	230	10%
华新纳拉亚尼有限公司	180	8%
Saurabh Group	150	7%
Chaudhary Group Cement Industries Pvt. Ltd.	132	6%
Shivam Cement Public Ltd. Co.	100	5%
Advance Group	99	5%
Ghorahi Cement Industry Pvt. Ltd.	80	4%
Riddhi Siddhi Cement Pvt. Ltd.	70	3%
其他	1159	53%
合计	2200	100%

数据来源：USGS，各公司财报，Ideapreneur Nepal，广发证券发展研究中心

阿曼：阿曼水泥市场呈现双寡头垄断格局，包括阿曼水泥（Oman Cement）和莱苏特水泥（Raysut Cement），其中阿曼水泥主要供应阿曼北部，包括马斯喀特周边地区和内陆地区；莱苏特水泥覆盖南方市场，位于苏哈尔的工厂不仅供给国内同时还向国外出口；两家公司布局重叠度低，竞争较少。根据公司财报，2024年阿曼水泥年产能400万吨，有扩产计划；Raysut Cement水泥年产能740万吨。阿曼需求大于本土供给，缺口来自邻国进口，如邻国阿联酋水泥产能过剩，部分产品以较低的价格出口至阿曼，使得阿曼水泥市场新进入者较少。阿曼本土产能缺口也使得国内龙头在扩产，以实现进口替代。

表20：2024年阿曼水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
Raysut Cement Co. S.A.O.G. (RCC)	740	59%
Oman Cement Company (华新水泥)	400	32%
Al Madinah Cement Co. L.L.C.	110	9%
合计	1250	100%

数据来源：USGS，华新水泥财报，广发证券发展研究中心

3. 非洲供给：玩家少、供给格局好、集中度较高，欧美企业在退出，以华新水泥为代表的中国企业适时卡位非洲市场，扩张潜力大

根据ZKG，截至2020年底，非洲水泥行业水泥产能为3.86亿吨/年，前十名公司（丹格特水泥、豪瑞、海德堡水泥、阿尔及利亚工业集团、El Arish、Addhoha、PPC、BUA、Intercement、Vicat）产能2.02亿吨/年，CR10为52.4%（其中非洲本土公司占比30%、国外公司占比22.4%）。2020年非洲水泥产量2.05亿吨，产能利用率53%，非洲水泥需求增长较快，产能利用率普遍较低主要受到部分机器设备陈旧、原材料和能源电力供应不足、运输和物流基础设施不完善、机械备件和外汇有限、以及部分地区冲突等限制。

非洲水泥市场以本土企业和欧美企业为主，部分本土小企业生产线技术水平和管理落后，欧美企业在逐步退出，中国企业自2020年以来加速布局非洲，凭借成本、资金、管理等综合优势，有望率先卡位，成为非洲水泥市场重要参与者，拓展空间较大。欧美企业陆续退出非洲等发展中国家和地区，主要系发展新业务、优化资产负债表考虑，以拉豪为例，布局国家从2015年的90个缩减至2024年的50个，公司守住欧美利基市场（相较于发展中市场，欧美地区利润率高且稳定），通过剥离一带一路地区资产回笼资金用以发展新业务。

表21：2016-2021年拉豪水泥业务价格和EBITDA利润率

水泥价格 (CHF/ton)	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
Middle East Africa	85.0	83.0	76.7	73.6	65.7	63.9
North America	140.9	145.6	145.6	148.7	143.8	145.5
Latin America	98.6	103.3	93.6	92.7	82.3	84.0

Europe	76.0	80.6	83.7	84.0	82.3	86.6
Asia Pacific	57.1	61.1	63.9	68.1	63.0	64.6
水泥单位 EBITDA (CHF/ton)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Middle East Africa	26.4	29.4	19.3	18.8	16.2	15.8
North America	44.8	52.7	52.7		56.7	58.6
Latin America	33.5	41.4	36.2	35.5	34.6	35.8
Europe	18.0	20.6	21.4	23.6	24.1	24.0
Asia Pacific	11.5	12.3	14.2	18.9	19.7	19.8
水泥 EBITDA 利润率	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Middle East Africa	31.0%	35.4%	25.2%	25.6%	24.7%	24.7%
North America	31.8%	36.2%	36.2%	38.2%	39.4%	40.3%
Latin America	34.0%	40.1%	38.7%	38.3%	42.0%	42.6%
Europe	23.7%	25.5%	25.6%	28.1%	29.3%	27.7%
Asia Pacific	20.2%	20.2%	22.2%	27.7%	31.3%	30.7%

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

尼日利亚: 共三家水泥公司: 丹格特 (Dangote)、BUA水泥、拉法基非洲 (Lafarge Africa Plc), 根据公司关于收购豪瑞尼日利亚资产的公告和 Cardinal Stone Research, 2024 年丹格特/BUA/拉法基非洲在尼日利亚的水泥产能分别为 3525/1700/1050 万吨, 销量分别为 1836/858/524 万吨, 产能利用率分别为 52%/50%/50%。过去几年除拉法基非洲外, 丹格特和 BUA 均在扩产以满足尼日利亚增长的水泥需求, BUA 在 2024 上半年在 OBU 工厂投产了第三条生产线 300 万吨、Sokoto 工厂投产了第五条生产线 300 万吨, 还计划 Adamawa 州新建一家 300 万吨的水泥工厂; 丹格特 Itori 工厂计划于 2025 年完工, 水泥产能 300 万吨; 而拉法基非洲自 2016 年 Mfamosing 工厂第二条生产线投产以来未新增任何产能, 也未披露任何新增产能计划, 在市场需求不断增长背景下, Lafarge Africa Plc 由于缺乏产能扩张, 导致其市场份额流失, 华新水泥收购后, 将凭借丰富的成功整合经验和较强的水泥产业管理能力, 升级改造已有生产线, 扩大产能, 有望提升 Lafarge Africa Plc 经营业绩。

表22: 2024年尼日利亚水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
丹格特水泥	3525	56%
BUA 水泥	1700	27%
拉法基非洲 (华新水泥)	1050	17%
合计	6275	100%

数据来源: USGS, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

坦桑尼亚：据坦桑尼亚投资局和USGS，2024年坦桑尼亚水泥产能约为1200万吨，较大的企业包括华新水泥、丹格特、海德堡、坦加水泥、亚姆贝亚水泥。华新水泥2020年5月20日并购坦桑尼亚马文尼公司，2023年粉磨站升级改造，2024年二期熟料线产能点火，截至2024年底华新水泥在坦桑尼亚熟料年产能264万吨、水泥年产能350万吨。

表23：2024年坦桑尼亚水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
马文尼石灰石有限公司 (华新水泥)	350	29%
Dangote Cement plc	300	25%
Tanzania Portland Cement PLC (海德堡 Scancem International DA, 69.25%)	220	18%
Tanga Cement PLC [AfriSam Consortium (Pty) Ltd., 62.5%]	180	15%
Mbeya Cement Company Ltd.	110	9%
Lake Cement Ltd.	50	4%
Kisarawe Cement Ltd.	11	1%
合计	1221	100%

数据来源：USGS，各公司财报，坦桑尼亚投资局，广发证券发展研究中心

赞比亚：据USGS和华新水泥财报，截至2020年底，赞比亚水泥市场主要有6家公司合计年产能520万吨，包括拉豪赞比亚奇兰卡水泥有限公司150万（2021年底被华新水泥收购）、丹格特水泥150万吨、中国建材100万吨、赞比亚波兰特水泥80万吨、Baudot30万吨、Scirocco10万吨。

表24：2020年赞比亚水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
Dangote Industries (Zambia) Ltd. (Dangote Cement Plc, 100%)	150	29%
赞比亚奇兰卡水泥有限公司 (华新水泥)	150	29%
Sinoma Mpande Limestone Ltd. (中国建材)	100	19%
Zambezi Portland Cement Ltd.	80	15%
Baudot Cement Zambia Ltd	30	6%
Scirocco Enterprises Ltd.	10	2%
合计	520	100%

数据来源：USGS，各公司财报，广发证券发展研究中心

马拉维：据USGS和华新水泥财报，截至2020年底，马拉维主要有3家水泥企业，分别为Shayona Cement 36万吨、马拉维波特兰水泥公司(华新水泥)25万吨、Cement Products Ltd.8万吨，合计69万吨；此外，Bwanje Cement在建产能40万吨。

表25: 2020年马拉维水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
Shayona Cement Corp.	36	52%
马拉维波特兰水泥公司 (华新水泥)	25	36%
Cement Products Ltd.	8	12%
合计	69	100%

数据来源: USGS, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

南非: 据Global Cement、南非商业日报和华新水泥财报, 2023年南非水泥产量1300万吨, 产能2200万吨, 产能利用率59%, 水泥产能整体过剩。主要有6家较大的生产商, 包括比勒陀利亚波特兰水泥 (PPC)700万吨、Afrisam460万吨、拉豪320万吨、Dangote290万吨、Natal Portland Cement Company (2023年底被华新水泥收购) 180万吨、冀东水泥100万吨、Cemza75万吨。

表26: 2023年南非水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
Pretoria Portland Cement Co. (Pty) Ltd.(Barloworld Trust Co. Ltd., 68%)	700	32%
AfriSam Consortium (Pty) Ltd.	460	21%
Lafarge Industries South Africa (Pty) Ltd.(LafargeHolcim Ltd., 76.3%)	320	15%
Dangote Cement South Africa (Pty) Ltd. (Dangote Industries Ltd., 64%)	290	13%
Natal Portland Cement Company (华新水泥)	180	8%
冀东曼巴水泥有限责任公司	100	5%
Company Cemza (Pty) Ltd	75	3%
其他	75	3%
合计	2200	100%

数据来源: USGS, Global Cement, 南非商业日报, 各公司财报, 广发证券发展研究中心

莫桑比克: 据USGS和华新水泥、西部水泥财报, 最大的两个水泥公司为 Natal Portland Cement Company (2023年底被华新水泥收购) 250万吨、西部水泥 (2020年底投产) 200万吨, 产能合计占比63%。西部水泥莫桑比克200万吨水泥项目2020年12月投产, 2021-2024年销量分别为104/142/149/152万吨, 产能利用率维持在75%-80%, 预计两个中国公司产能利用率高于行业平均。

表27: 2024年莫桑比克水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
Natal Portland Cement Company (华新水泥)	250	33%
西部水泥-Moçambique Dugongo Cimentos, S.A.	200	26%
Cimentos de Beira (Ambrian plc, 100%)	80	11%
Limak Holding	70	9%

Austral Cimentos Sofala S.A. (Heidelberg Cement, 100%)	40	5%
Cimento Nacional Lda.	33	4%
Fabrica Cimentos de Cabo Delgado	25	3%
S & S Cimentos	21	3%
Maputo Cement and Steel	13	2%
Adil Cimentos	12	2%
Company Sunera Lda	13	2%
合计	756	100%

数据来源：USGS，各公司财报，广发证券发展研究中心

津巴布韦：据USGS和华新水泥财报，2024年津巴布韦水泥产能约175万吨，华新30万吨粉磨产能投产，份额17%。

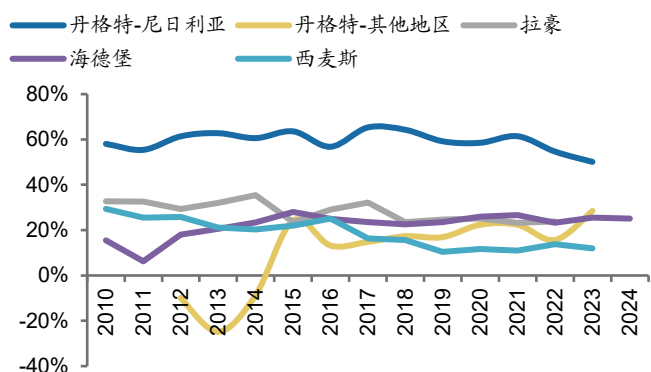
表28：2024年津巴布韦水泥产能格局

公司	Annual capacity (万吨)	占比
Lafarge Cement Zimbabwe Ltd. (LafargeHolcim, S.A.)	45	26%
Portland Holdings Ltd. [Pretoria Portland Cement Company Ltd. (PPC)]	80	46%
华新水泥	30	17%
Sino-Zimbabwe Cement Company Ltd. (China Building Material Industrial Corporation for Foreign Econo-Technical Cooperation and Industrial Development Corp.)	20	11%
合计	175	100%

数据来源：USGS，各公司财报，广发证券发展研究中心

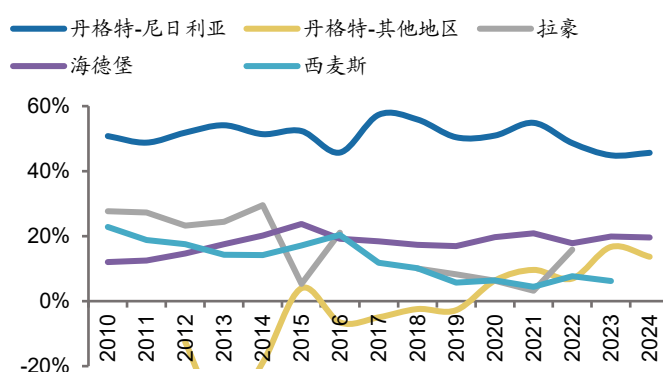
综合来看，公司所布局的海外国家水泥供需关系较好，盈利能力强，成长性突出，非洲格局更优；欧美企业在退出，华新水泥率先卡位非洲市场。从各区域龙头企业盈利情况来看，根据公司财报和Bloomberg，东南亚和西亚几个龙头公司利润率均经历了一段下行后保持稳定，2010-2028年印尼水泥龙头SIG净利率持续下行并在2019-2023年稳定在6%-8%，2010-2019年阿曼水泥公司利润率持续下行并在2019-2023年稳定在8%-10%、2024-2025年提升至14%-16%。非洲利润率整体处于较高水平，2023年丹格特-尼日利亚、丹格特-其他地区、拉豪、海德堡、西麦斯非洲业务营业利润率分别为45%、17%、21%、20%、6%，2024年同比变化不大。海外水泥盈利整体处于较高水平，华新水泥率先卡位，有望持续贡献增长。

图46: 各水泥企业非洲地区EBITDA利润率



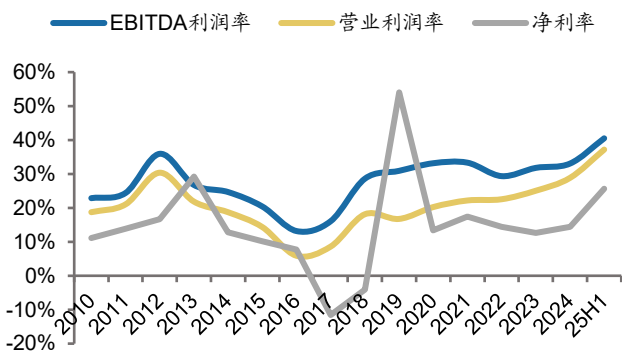
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图47: 各水泥企业非洲地区营业利润率



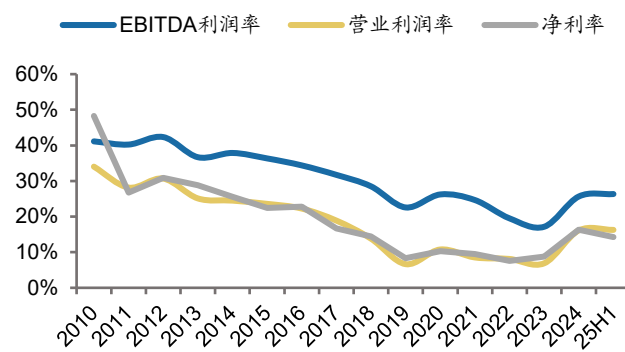
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图48: 拉法基非洲公司利润率



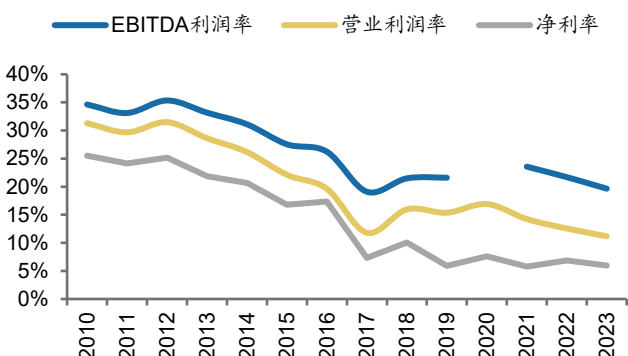
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图49: 阿曼水泥公司利润率



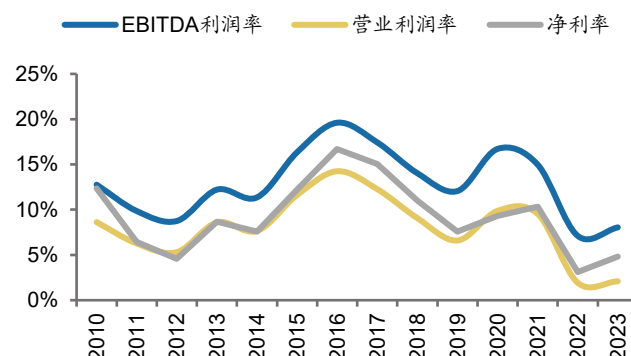
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图50: 印尼水泥龙头SIG利润率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图51: 泰国暹罗水泥利润率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

四、骨料资源属性保障盈利下限，公司成本优势强+区位优势布局好，未来业绩有望趋稳

根据公司财报，25H1公司非水泥业务收入占比43%（骨料17%、混凝土22%、其他4%），毛利占比40%（骨料29%、混凝土10%、其他2%），EBITDA占比44%，非水泥业务是公司利润的重要贡献点，尤其是骨料利润占比较大；但随着公司骨料产能增长放缓、供需压力加大，骨料销量增长放缓、单吨盈利下行，国内非水泥业务已基本没有增量贡献，如25H1公司非水泥业务毛利同比-8%。

公司骨料利润占比较大，市场担心行业需求持续下行，叠加近几年供给压力加大，使得骨料价格持续承压下行，进而带来骨料利润下滑的风险。基于此，我们下文分两部分探讨，一是我们认为骨料市场大，运输半径短，资源属性能够保障骨料盈利下限，盈利稳定性强于水泥；二是公司骨料布局早，具备成本优势和区位优势，相较于行业能够保持超额盈利优势，未来骨料业绩有望趋稳。

表29：华新水泥骨料和混凝土业务情况

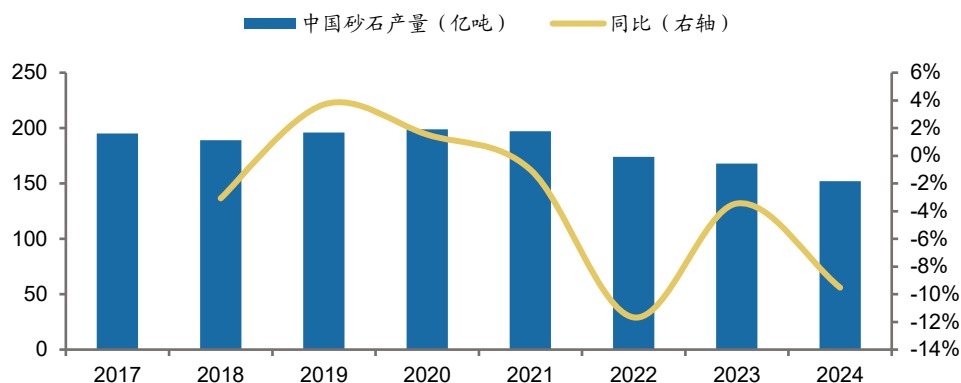
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
骨料	产能(万吨)	2500	3950	5500	15400	21000	27700	28500	30000
	销量(万吨)	1450	1759	2305	3497	6579	13137	14323	7605
	YOY	26%	21%	31%	52%	88%	100%	9%	6%
	收入(万元)	82695	103321	118314	205354	306493	536383	564183	276258
	YOY	61%	25%	15%	74%	49%	75%	5%	-7%
	毛利率(%)	63.8%	64.8%	62.6%	65.6%	55.3%	45.9%	47.9%	47.9%
	吨收入(元)	57.0	58.7	51.3	58.7	46.6	40.8	39.4	36.3
	吨成本(元)	20.6		19.2	20.2	20.8	22.1	20.5	18.9
	吨毛利(元)	36.4	38.0	32.1	38.5	25.7	18.7	18.9	17.4
混凝土	产能(万方)	2330	2235	2710	4380	6875	12200		
	销量(万方)	356	423	461	905	1639	2727	3181	1325
	YOY	11%	19%	9%	96%	81%	66%	17%	-10%
	收入(万元)	135469	181066	187957	317540	513283	765222	841529	345675
	YOY	44%	34%	4%	69%	62%	49%	10%	-12%
	毛利率(%)	23.5%	23.3%	28.0%	18.8%	15.8%	15.5%	12.0%	13.1%
	单方收入(元)	381	428	408	351	313	281	265	261
	单方成本(元)	291	328	293	285	264	237	233	227
	单方毛利(元)	90	100	114	66	50	43	32	34

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（一）骨料市场大，资源属性保障盈利下限

2024年砂石骨料市场约5300亿元（出厂口径）。根据中国砂石协会，2024年全国砂石产量152亿吨，同比下降9.4%，按照出厂价35元/吨计算，2024年砂石骨料出厂口径的市场规模约5300亿元；按含税终端价100元/吨计算，市场规模约1.5万亿元。

图52：中国砂石产量及同比增速

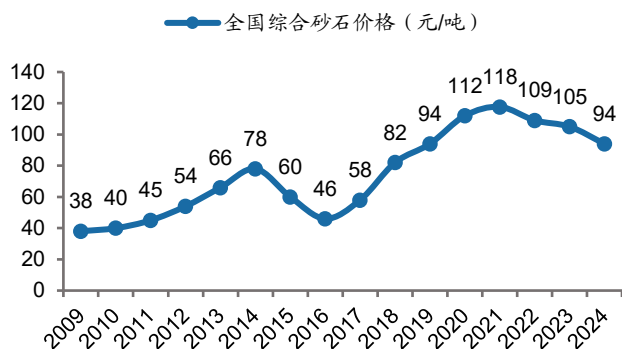


数据来源：中国砂石协会，广发证券发展研究中心

骨料资源属性强，来源于：骨料是超级短腿产品，运输半径很短，同时砂矿资源产地和需求地不匹配（经济较发达的东部沿海地区骨料需求量大，但矿石矿山数量较少，经济欠发达的西部地区矿石矿山数量较多，但骨料需求量较小），区位好的矿石矿山资源是稀缺的。地方政府出于财政压力，砂石矿权总体投放过多，若未来环保力度趋严，采矿权审批有望放缓、采矿门槛提升、小型砂石矿权出清和整合，骨料资源属性将更加显著。

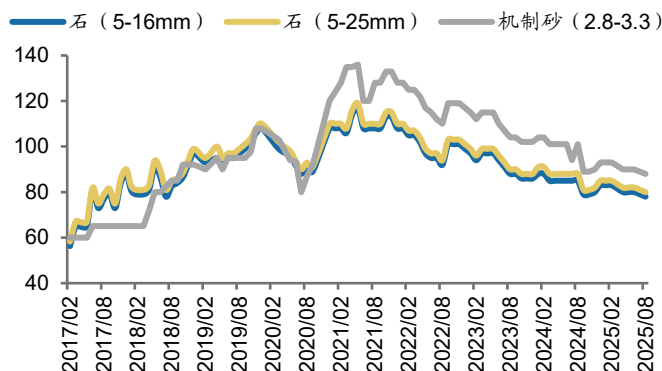
当前骨料供大于求带来价格持续下探，但骨料资源属性能够保障盈利下限，盈利稳定性强于水泥。2016-2019年由于环保等因素关停大量小矿山，在淘汰落后产能的同时、新增产能补充不及时，造成骨料供需短期失衡，价格大幅上涨；2020-2021年以来政府积极有序投放砂石采矿权，随着一些大型砂石矿山投放，砂石紧缺问题得到缓解，需求保持较高景气，价格继续小幅上涨；2022年以来随着下游需求持续下滑、地方政府出于财政压力加大矿权释放力度，尤其是一些沿江超大型骨料矿山释放，砂石矿权总体投放过多，远超市场需求，骨料行业量价齐跌。我们认为，骨料资源属性能够保障盈利下限，盈利稳定性强于水泥；区域间有明显分化，经济较发达且当地矿山少的东部沿海地区骨料盈利强于西部。

图53: 全国综合砂石价格 (元/吨)



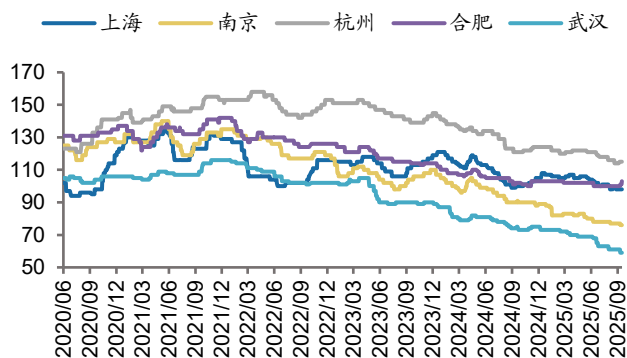
数据来源: 中国砂石协会, 广发证券发展研究中心

图54: 上海骨料市场价 (元/吨)



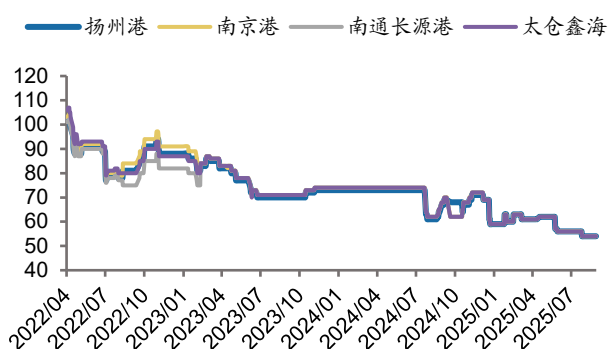
数据来源: 中国砂石协会, 广发证券发展研究中心

图55: 机制砂(中砂)现款含税价 (元/吨)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图56: 机制砂(2.8~3.5)到港价 (元/吨)



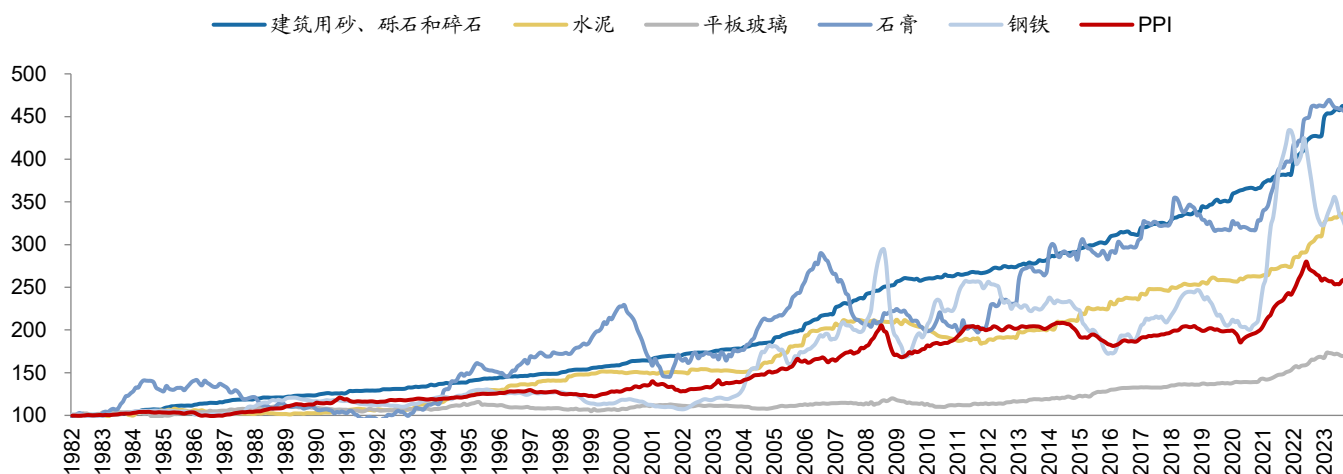
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

未来几年骨料供需判断: (1) 需求: 70%-80%的骨料用于与水泥、其它添加剂合用以拌制混凝土或砂浆, 因此骨料需求增速和水泥相似, 今明两年需求降幅有望收窄, 未来需求面临长周期下滑压力, 中长期稳定在平台期供给: 我国砂石市场供应充足, 加上过去2年新设砂石矿权陆续释放新增产能, 短期我国砂石市场供大于求的局面较难改变。中长期来看, 目前行业内砂石类矿山生产规模偏小, 未来环保力度趋严, 采矿权审批有望放缓、采矿门槛提升、小型砂石矿权也有望出清和整合, 中长期供给更加理性有序, 集中度也有望提升。(3) 价格: 预计砂石供给或将稳中有升, 需求小幅下滑, 竞争日趋激烈, 预计未来2年砂石价格将维持下行趋势, 但下降幅度有限, 资源属性保障盈利下限。

中长期来看, 参考美国骨料: 骨料是个好赛道, 需求韧性+供给格局良好(资源属性强)造就强大的议价能力, 骨料价格穿越景气周期稳步上涨。(1) 需求端, 美国骨料约50%用于狭义基建(其中又以道路为主)、30%用于非住宅建筑, 约20%用于住宅, 美国骨料长期需求具备韧性, 短期需求周期波动小; 参考美国骨料, 我国基建维修需求有望逐渐起量成为新的支撑, 未来骨料需求降幅有望会小于水泥。(2)

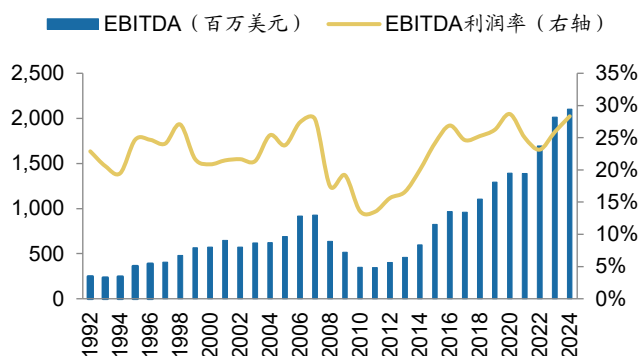
供给端，美国骨料供给格局良好，一是满足资源限制+超级短腿属性，天然形成区域性竞争格局，二是行政约束强，过去20年美国碎石采矿点数量累计仅增长5%，新增供给极少，三是头部格局稳固，美国骨料由高度分散走向相对集中，2022年CR10约33%，火神材料、马丁玛丽埃塔两大龙头当前市占率约为10%、8%。中美骨料赛道高度相似超级短腿属性构筑区域壁垒，区域间供需不均衡、好区位稀缺，资源属性持续显著；长期趋势同样是高行政门槛下规模化、规范化企业对小散乱产能的出清，供给格局优化提升企业议价权。骨料赛道天然分散，对标美国我国集中度提升还有很大空间。美国严格限制新增供给，头部企业通过在优势区内收并购做大做强；当前国内新增供给未完全收紧，企业通过内生扩张抢占优质区位、提升市场份额的阶段，行业有待进一步整合。（3）美国骨料行业供需与成本共振，骨料价格穿越景气周期稳步上涨，两大骨料龙头（火神材料和马丁玛丽埃塔）EBITDA率稳态约为25%、净利率10%以上；中长期来看，我国骨料行业盈利也有望步入稳定阶段。

图57：美国主要大宗建筑材料价格指数（1982=100）：骨料价格穿越景气周期持续上涨



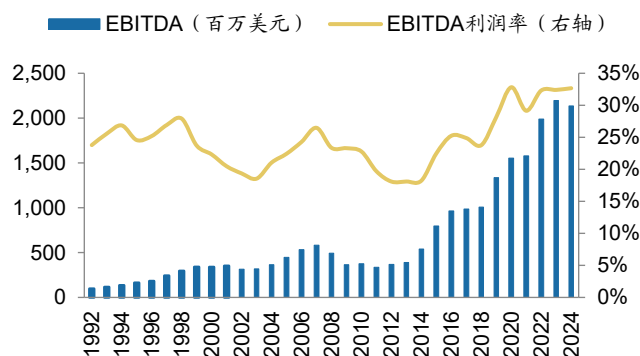
数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图58：1992-2024年火神材料EBITDA及EBITDA率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图59：1992-2024年马丁玛丽埃塔EBITDA及EBITDA率

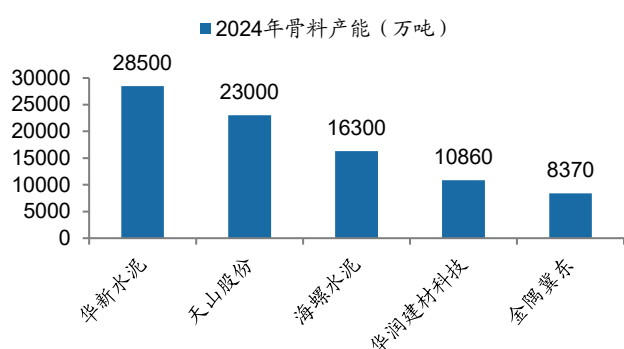


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

(二) 公司骨料布局早，成本优势强+区位布局好

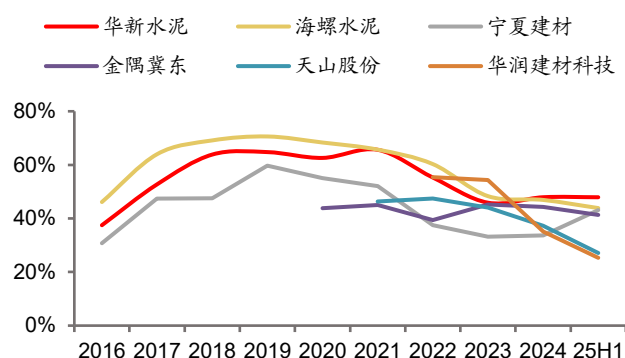
和同行相比，华新骨料盈利领先。根据公司财报，25H1各公司骨料业务毛利率分别为华新水泥48%、海螺水泥44%、宁夏建材43%、金隅冀东41%、天山股份27%、华润建材科技25%，2022年以来各公司骨料毛利率均有较大幅度下行，华新水泥毛利率持续领先，盈利仍保持较高水平。和水泥一样，骨料是同质化产品，盈利优势的背后是成本竞争力，2024年华新骨料成本结构为：原材料18%/燃料及动力10%/折摊21%/人力及其他51%。

图60：2024年水泥企业骨料产能对比



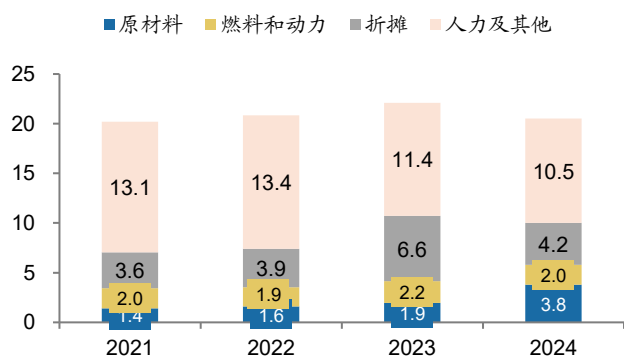
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图61：水泥企业骨料毛利率对比



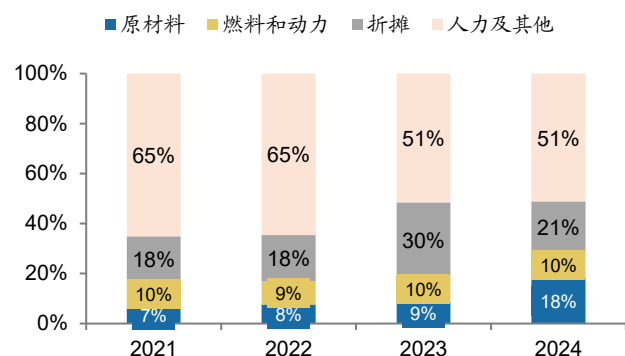
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图62：2021-2024年华新骨料吨成本拆分



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图63：2021-2024年华新骨料成本结构

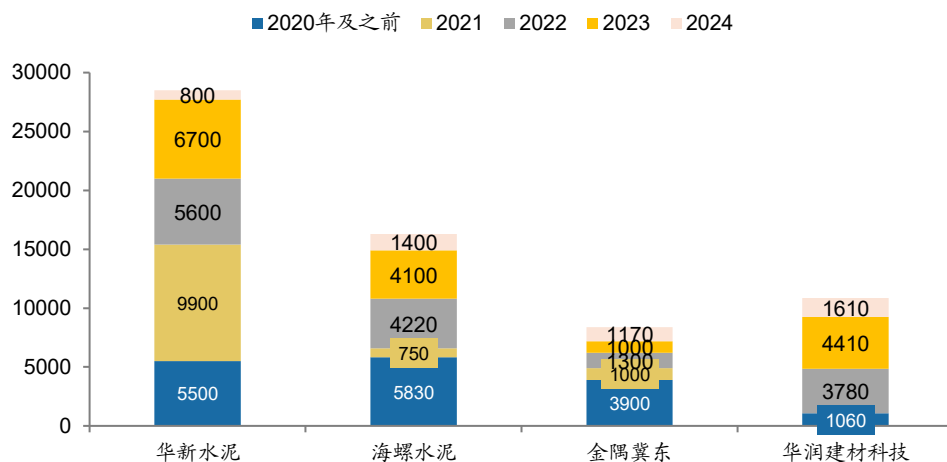


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

华新骨料成本优势来源：（1）拥有成本更低的矿山资源，2021年之前骨料价格上涨，导近几年矿山价格也水涨船高；而华新切入骨料业务时间点明显早于同行，因此矿权等原材料成本更低。（2）**区位布局好**，公司利用湖北沿江的区位优势布局独立大型骨料基地，规模化运营和水运物流带来成本优势，比如阳新年产能1亿吨的骨料基地，位于湖北最东部长江边上，拥有码头资源，很容易辐射到长江下游市场。

(3) 产业链一体化优势，公司布局贯彻一体化产业园，矿山综合利用率高、节约物流装卸费用，具备成本优势；此外，公司同时生产水泥和骨料，可以延伸至下游混凝土业务，降低水泥和骨料价格波动带来的盈利波动，获得全产业链收益，公司混凝土盈利好于商混搅拌站，本质上是赚水泥和骨料的钱。

图64：华新、海螺、华润历年骨料新增产能情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

公司国内水泥和产业链一体化竞争力强，海外水泥加速扩张推进带来确定性业绩增量，国内外水泥业绩均有弹性；公司治理结构好，长期分红可持续。

具体到未来3年盈利预测关键假设：

(1) 水泥和熟料：公司2023-2024年国内水泥销量受需求下行影响同比下滑、海外水泥增长对冲国内下滑，吨毛利受国内需求下行影响明显回落；预计2025-2027年国内水泥销量降幅收窄，海外水泥贡献销量增长，考虑到2026年尼日利亚项目有较大并表增量，预计2025-2027年水泥和熟料销量增速分别为1%/7%/5%；海外占比提升带来整体吨价格和吨毛利提升，预计2025-2027年水泥和熟料吨毛利分别为104/125/140元。

(2) 骨料：公司2023年骨料业务销量受益于产能扩张大幅增长、2024年以来产能增长放缓；2023-2024年吨价格受需求下行影响有所下滑，公司通过成本端管控实现吨毛利相对稳定。公司骨料产能投放高峰期已过，预计未来几年销量小幅增长，行业供需压力带来价格和吨毛利小幅下行，预计2025-2027年骨料销量分别为7%/5%/0%，吨毛利分别为17.0/16.5/16.0元。

(3) 混凝土：公司2023-2024年混凝土销量受益于产能扩张有明显增长，行业需求下行、竞争激烈带来价格下滑。预计未来公司保持混凝土销量整体稳定，水泥和骨料成本优势带来公司混凝土业务竞争力较强，预计2025-2027年混凝土销量分别同比-10%/0%/0%，单位毛利分别为34/34/34元。

表30：公司盈利预测关键假设

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
水泥和熟料	销量(万吨)	6190	6027	6078	6523	6834
	YOY	2%	-3%	1%	7%	5%
	吨收入(元/吨)	311	312	334	355	370
	吨成本(元/吨)	231	239	230	230	230
	吨毛利(元/吨)	81	73	104	125	140
骨料	销量(万吨)	13137	14323	15349	16117	16117
	YOY	100%	9%	7%	5%	0%
	吨收入(元/吨)	40.8	39.4	35.0	34.5	34.0
	吨成本(元/吨)	22.1	20.5	18.0	18.0	18.0
	吨毛利(元/吨)	18.7	18.9	17.0	16.5	16.0
混凝土	销量(万方)	2727	3181	2865	2865	2865
	YOY	66%	17%	-10%	0%	0%
	单位收入(元/方)	281	265	261	261	261
	单位成本(元/方)	237	233	227	227	227
	单位毛利(元/方)	43	32	34	34	34

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为27/35/42亿元，按最新收盘市值对应PE分别为13.8/10.5/8.9倍。我们选取6家有wind一致预期的可比水泥公司，2026年PE均值为16倍，其中天山股份、万年青、金隅冀东由于盈利能力一般，表观估值较高；海螺水泥、上峰水泥、塔牌集团盈利能力较好，但wind一致预期的业绩增速低于华新；参考可比公司估值和公司成长性，未来几年公司国内外水泥业务业绩均有显著弹性，尼日利亚项目并表后将带来确定性业绩增量，考虑到公司海外业务盈利水平和成长性更强，我们给予华新水泥相较于可比公司更高的PE估值，给予公司2026年A股合理PE估值15倍的判断，对应公司A股合理价值25.49元/股，按照当前A/H溢价率，对应H股合理价值21.40港元/股，维持A/H“买入”评级。

表31: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润 yoy		PE(x)	
		2025/9/17	2025E	2026E	2025E	2026E
600585.SH	海螺水泥	23.54	24.5%	11.6%	13.0	11.7
002233.SZ	塔牌集团	8.85	28.6%	1.6%	15.3	15.0
000877.SZ	天山股份	6.47	405.6%	26.9%	25.2	19.8
000401.SZ	金隅冀东	5.01	154.8%	56.9%	24.5	15.6
000672.SZ	上峰水泥	8.70	19.5%	11.6%	11.3	10.1
000789.SZ	万年青	5.94	1079.7%	32.4%	30.5	23.0

数据来源: wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

六、风险提示

国内水泥和骨料需求超预期下滑带来利润下降的风险。受房地产市场继续探底、基建实物工作量表现一般影响，水泥需求持续下行。从中期看，随着我国经济结构不断优化，水泥需求呈下滑趋势或将常态化。在水泥行业产能严重过剩的局面未有明显改观的情况下，需求下滑将加剧市场竞争，水泥和骨料价格持续承压将对企业经营业绩有不利影响。

国际化经营风险。当前国际形势复杂，地缘政治冲突、经贸纠纷、金融市场动荡、大宗商品价格震荡等因素加大了世界经济的不稳定性和不确定性风险，加之不同国家政治、经济、社会、宗教等复杂多样，法律体系也不尽相同，以及外汇储备、汇率波动等多种不确定性因素，都会给公司的国际化经营发展带来挑战。

生产成本不断上涨的风险。受海外局势、供需格局、政策等多方因素的影响，能源市场仍存在诸多不确定性，导致水泥企业生产成本高企。在“双碳”目标下，能耗、安全、环保、运输治超及矿山整治等要求不断提高，企业需要不断加大技改投入，致使企业各种生产要素成本增加。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	15,220	15,792	15,735	17,107	19,129
货币资金	5,849	6,809	7,107	7,999	9,707
应收及预付	2,952	3,487	3,457	3,750	3,946
存货	3,463	3,058	2,712	2,841	2,921
其他	2,955	2,438	2,459	2,517	2,556
非流动资产总额	53,581	53,721	57,288	59,475	61,392
长期股权投资	513	585	582	582	582
固定资产	27,752	28,408	30,688	32,695	34,432
在建工程	3,615	3,531	3,631	3,731	3,831
使用权资产	1,681	1,515	1,445	1,375	1,305
无形资产	15,958	15,080	15,730	15,680	15,630
其他	4,062	4,602	5,212	5,412	5,612
资产总额	68,800	69,513	73,023	76,583	80,521
流动负债总额	18,934	18,169	17,775	18,156	18,370
短期借款	644	297	300	300	300
应付及预收	9,479	9,136	8,488	8,849	9,043
其他	8,810	8,736	8,987	9,007	9,027
非流动负债总额	16,571	16,446	18,056	18,176	18,296
长期借款	8,623	9,599	9,786	9,886	9,986
应付债券	3,964	2,446	2,446	2,446	2,446
其他	3,984	4,401	5,824	5,844	5,864
负债总额	35,505	34,615	35,831	36,332	36,666
股本	2,079	2,079	2,079	2,079	2,079
其他	26,854	28,212	29,788	31,908	34,429
归母权益合计	28,933	30,291	31,867	33,987	36,508
少数股东权益	4,362	4,606	5,324	6,264	7,347
负债和股东权益	68,800	69,513	73,023	76,583	80,521

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,757	34,217	34,518	37,562	39,609
营业成本	24,741	25,771	24,410	25,571	26,285
营业税金及附加	745	809	897	977	1,030
销售费用	1,519	1,500	1,519	1,615	1,664
管理费用	1,819	1,880	1,899	1,991	2,060
研发费用	301	239	207	225	238
财务费用	699	686	759	939	971
资产信用减值损失	-206	-172	-160	-110	-80
公允价值变动收益	-36	11	0	0	0
投资收益	59	80	50	50	50
营业利润	4,352	4,224	4,975	6,459	7,620
营业外收支	-25	-112	-90	-70	-70
利润总额	4,326	4,112	4,885	6,389	7,550
所得税费用	1,108	1,158	1,465	1,917	2,265
合并净利润	3,218	2,953	3,419	4,473	5,285
少数股东损益	456	537	718	939	1,083
归母净利润	2,762	2,416	2,701	3,533	4,202
EPS (元/股)	1.33	1.16	1.30	1.70	2.02

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	6,236	5,977	8,001	9,341	10,429
合并净利润	3,218	2,953	3,419	4,473	5,285
折旧摊销	3,796	3,905	4,041	4,332	4,624
营运资金变动	-1,205	-1,029	-365	-149	-141
其他	0	0	-47	0	0
投资活动现金流净额	-6,454	-3,672	-6,990	-6,480	-6,480
资本性开支	-4,629	-4,096	-7,074	-6,380	-6,380
投资	7	614	-26	0	0
其他	-1,831	-190	110	-100	-100
融资活动现金流净额	-952	-1,472	-123	-1,969	-2,241
股本融资	221	446	0	0	0
债权融资	617	-56	347	120	120
股利分配与偿付利息	-2,195	-2,606	-1,752	-2,089	-2,361
其他	405	744	1,281	0	0
现金净增加额	-1,246	849	888	892	1,708
期初现金余额	6,616	5,370	6,219	7,107	7,999
期末现金余额	5,370	6,219	7,107	7,999	9,707

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	10.8%	1.4%	0.9%	8.8%	5.4%
营业利润增长率	8.2%	-2.9%	17.8%	29.9%	18.0%
归母净利增长率	2.3%	-12.5%	11.8%	30.8%	18.9%
获利能力					
毛利率	26.7%	24.7%	29.3%	31.9%	33.6%
净利率	9.5%	8.6%	9.9%	11.9%	13.3%
ROE	9.5%	8.0%	8.5%	10.4%	11.5%
偿债能力					
资产负债率		49.8%	49.1%	47.4%	45.5%
有息负债率	19.2%	17.8%	17.2%	16.5%	15.8%
流动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
利息保障倍数	6.7	5.3	8.6	11.0	12.6
营运能力					
应收账款周转率	18.5	13.1	11.6	11.6	11.6
存货周转率	7.1	8.4	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	3.2	3.3	3.4	3.4	3.5
每股指标					
每股收益	1.33	1.16	1.30	1.70	2.02
每股净资产	13.92	14.57	15.33	16.35	17.56
每股经营现金流	3.00	2.88	3.85	4.49	5.02
估值比率					
PE	9.4	10.4	13.8	10.5	8.9
PB	0.9	0.8	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.9	3.8	4.3	3.6	3.1

广发建材行业研究小组

谢璐：首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

张乾：资深分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李陶然：研究员，北京大学金融硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。