

# 全球布局+区域深耕，百年品牌焕新再出发

## —— 华新建材深度报告

2025 年 12 月 29 日

### 核心观点

- **品牌焕新，水泥龙头进阶全球建材集团。**公司始创于 1907 年，是中国最早成立的水泥企业之一，经过近二十多年发展，公司从地方性水泥企业发展成为业务覆盖国内 17 个省市自治区和 20 个海外国家，集水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建筑材料等全产业链一体化发展的全球化建材集团。2025 年 10 月，“华新水泥股份有限公司”正式更名为“华新建材集团股份有限公司”。
- **反内卷驱动水泥供需改善、盈利修复，西部基建支撑华新国内需求。**随着“反内卷”政策的继续深化，水泥产能出清将加速，预计 26 年“去产能”效果将逐步显现，行业供需格局有望持续优化，水泥价格存改善预期，行业盈利有望边际修复。国家资金投向向西部倾斜，西部基建有望带动周边区域水泥需求释放，华新在西藏地区产能规模优势较强，在西藏水泥“高溢价+高需求”驱动下，华新西藏市场业务增长可期。
- **骨料规模与毛利兼具，成为公司业绩新增长点。**公司多年深耕骨料赛道，截至 2025 年 6 月底，骨料年产能达 3 亿吨，在国内骨料市场稳居领先地位。在近年下游需求较弱情况下，公司骨料销量仍保持逆势增长，市占率稳步提升。公司骨料业务盈利能力较强，毛利率不仅显著高于公司内部其他业务板块，更优于行业同业水平，成为支撑业绩增长的重要驱动力。
- **行业出海寻新动能，华新海外布局优势突出。**在国内水泥需求持续疲软、市场竞争激烈、行业利润水平显著压缩背景下，中国水泥企业加速“出海”寻找新增量需求。华新建材是首批“走出去”的中国水泥企业之一，目前海外业务已成为华新建材重要业绩支撑；2025 年公司完成尼日利亚资产交割，将成为公司深耕非洲市场的重要战略支点；公司长期目标是建设全球领先的跨国建材集团，中期目标为海外水泥产能达 5000 万吨。
- **投资建议：**华新建材是国内华中区域水泥龙头企业，是国内水泥行业首批“走出去”的标杆企业，经过公司多年“全球化”及“一体化”发展，公司成功从区域性水泥企业转型升级为全球建材集团。公司海外产能规模位居国内水泥企业前列，看好公司海外业务发展前景。公司骨料、混凝土等一体化业务与水泥主业形成强协同效应，有效降低单吨成本、提升盈利稳定性；在西部大开发发力背景下，西部基建有望带动更多水泥需求释放，公司西部市场水泥业务可期。预计公司 2025-2027 年实现营业收入 353.64/392.07/429.55 亿元，同比增长 3.4%/10.9%/9.6%；预计实现归母净利润 30.19/36.30/41.02 亿元，同比增长 24.9%/20.3%/13.0%；预计每股收益为 1.45/1.75/1.97 元，对应 PE 为 17/14/12 倍。基于公司良好的发展预期，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**原燃材料价格大幅波动的风险；市场需求不及预期的风险；市场拓展不及预期的风险；政策推进不及预期的风险；海外经营风险。

**华新建材**（股票代码：600801）**推荐** 首次评级**分析师**

贾亚萌

☎：010-80927680

✉：jiayameng\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060001

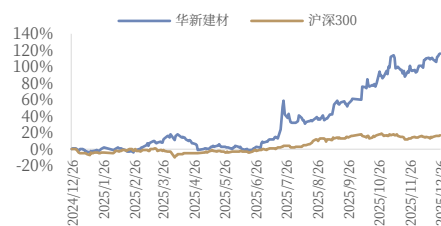
### 市场数据

2025 年 12 月 26 日

股票代码	600801
A 股收盘价(元)	24.44
上证指数	3,963.68
总股本(万股)	207,900
实际流通 A 股(万股)	134,428
流通 A 股市值(亿元)	329

### 相对沪深 300 表现图

2025 年 12 月 26 日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

## 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34,217	35,364	39,207	42,955
收入增长率%	1.36	3.35	10.86	9.56
归母净利润(百万元)	2,416	3,019	3,630	4,102
利润增长率%	-12.52	24.93	20.26	12.99
分红率%	39.58	40.00	40.00	40.00
毛利率%	24.69	27.77	28.50	28.77
摊薄 EPS(元)	1.16	1.45	1.75	1.97
PE	21.03	16.83	14.00	12.39
PB	1.68	1.57	1.46	1.36
PS	1.48	1.44	1.30	1.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

## Catalog

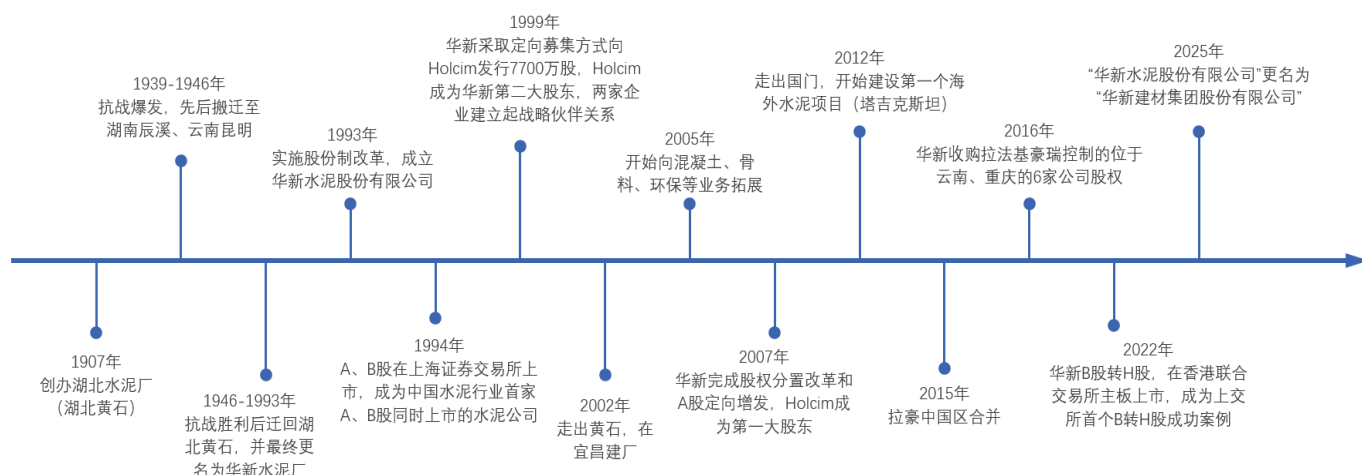
一、 华新建材：品牌焕新，水泥龙头进阶全球建材集团 .....	4
（一） 公司概况：华中水泥龙头，加速“全球化+一体化”战略布局 .....	4
（二） 经营情况：骨料与海外业务双轮驱动下，公司业绩韧性凸显 .....	6
（三） 品牌焕新开启全球产业链发展新征程 .....	9
二、 国内：反内卷加速水泥供给优化，骨料再添新增量 .....	10
（一） 政策约束加速水泥供给优化，格局改善驱动盈利边际修复 .....	10
（二） 重大工程托底水泥需求，华新西藏市场增量可期 .....	15
（三） 骨料：规模与毛利兼具，骨料业务成公司业绩新增长点 .....	19
三、 海外：行业出海寻新动能，华新海外布局优势突出 .....	22
（一） 中国水泥企业出海提速，开辟第二增长曲线 .....	22
（二） 从“走出去”到“走进去”，华新海外业务再进阶，非洲成战略核心 .....	26
四、 盈利预测与估值 .....	28
（一） 盈利预测 .....	28
（二） 相对估值 .....	29
（三） 绝对估值 .....	29
五、 风险提示 .....	31

## 一、华新建材：品牌焕新，水泥龙头进阶全球建材集团

### （一）公司概况：华中水泥龙头，加速“全球化+一体化”战略布局

**百年华新，从华中水泥龙头到全球化建材集团。**华新建材集团股份有限公司始创于 1907 年湖北黄石，是中国最早成立的水泥企业之一，1994 年公司 A、B 股在上交所上市，成为中国建材行业第一家 A、B 股上市公司；2022 年，华新成功实施 B 股转 H 股，正式登陆港交所主板。公司上市之初是一家地方性水泥企业，近二十多年来，公司实现跨越式发展，截至 2025 年 6 月底公司已发展成为业务覆盖国内 17 个省市自治区和 20 个海外国家，拥有 300 余家分子公司，集水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建筑材料等全产业链一体化发展的全球化建材集团，2025 年 10 月，“华新水泥股份有限公司”正式更名为“华新建材集团股份有限公司”。

图1：公司发展历程图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

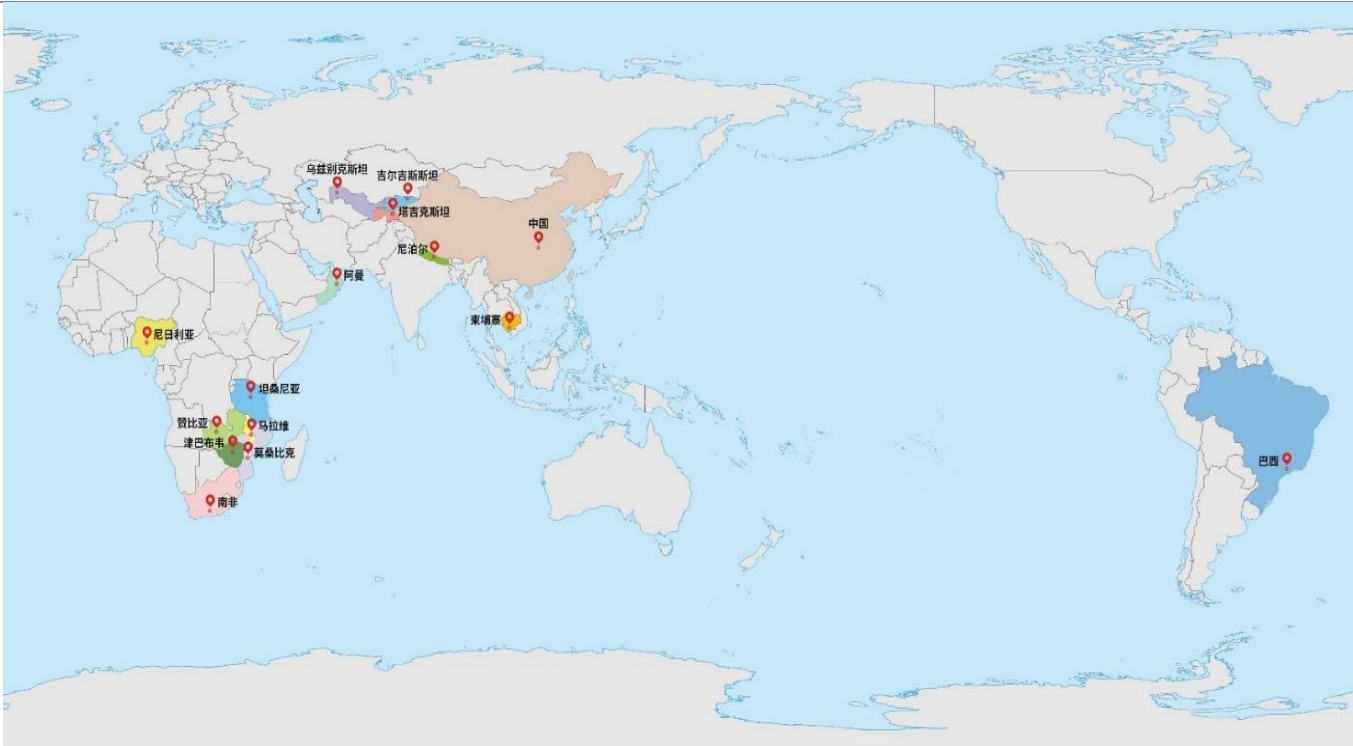
**“一体化+国际化”战略快速推进，公司业务版图实现跨越式拓展。**经过公司多年一体化发展战略的实施，公司业务版图从上市之初的专营水泥制造和销售，延伸至商品混凝土、骨料、水泥基高新材料的生产销售，以及水泥窑协同处置废弃物的环保业务、水泥工程总承包、水泥窑协同处置技术的装备与工程承包等；截至 2025 年 6 月底，公司三大主营业务产能规模优势突出，公司水泥产能达 1.26 亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）、骨料产能 3.0 亿吨/年、商品混凝土产能 4.84 万方/小时（含委托加工产能）。从行业地位来看，据水泥网数据，截至 2024 年底，华新在中国水泥企业熟料产能全球排名中排在第四位，其中国内熟料产能位列全国第六，海外熟料产能排名全国第三，规模优势领跑行业。与此同时，公司实施全球化布局战略，加速海外市场开拓，海外覆盖范围及市场规模不断扩大，截至 2025 年 10 月，公司已在海外 14 个国家投资建厂，业务覆盖超 20 个国家，全球化业务版图持续扩容。

图2：华新建材主营业务



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图4：公司全球业务布局图



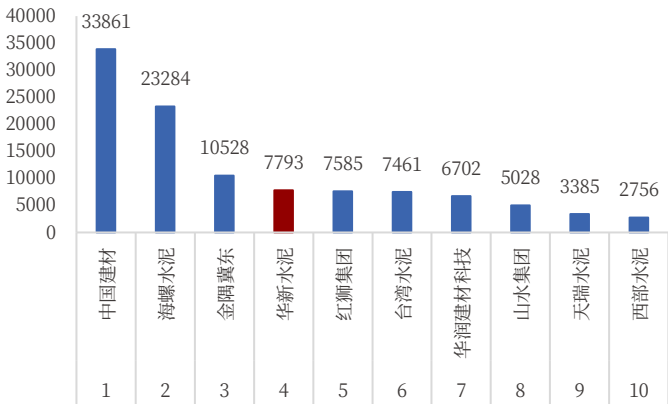
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司为华中、西南市场头部企业，区域市场竞争优势较强。截至 2025 年 6 月底，公司国内水泥熟料生产基地分布于湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、广东及河南等 9 个省市，合计熟料产能达 6381 万吨，配套水泥产能为 10223 万吨，其产能布局主要集中在华中及西南地区，其中公司在湖北、西藏、云南、湖南地区水泥熟料产能规模均跻身当地前三，在核心区域的市场影响力及话语权优势显著。

表1：华新建材国内各省份区域水泥熟料产能规模情况

区域	熟料生产线数量（条）	熟料产能（万吨/年）	区域内排名	水泥产能（万吨/年）
湖北省	18	2,582	1	3,963
西藏自治区	5	381	2	623
云南省	13	1,493	3	2,216

图3：2024 年中国水泥企业熟料产能全球排行 TOP10（万吨）



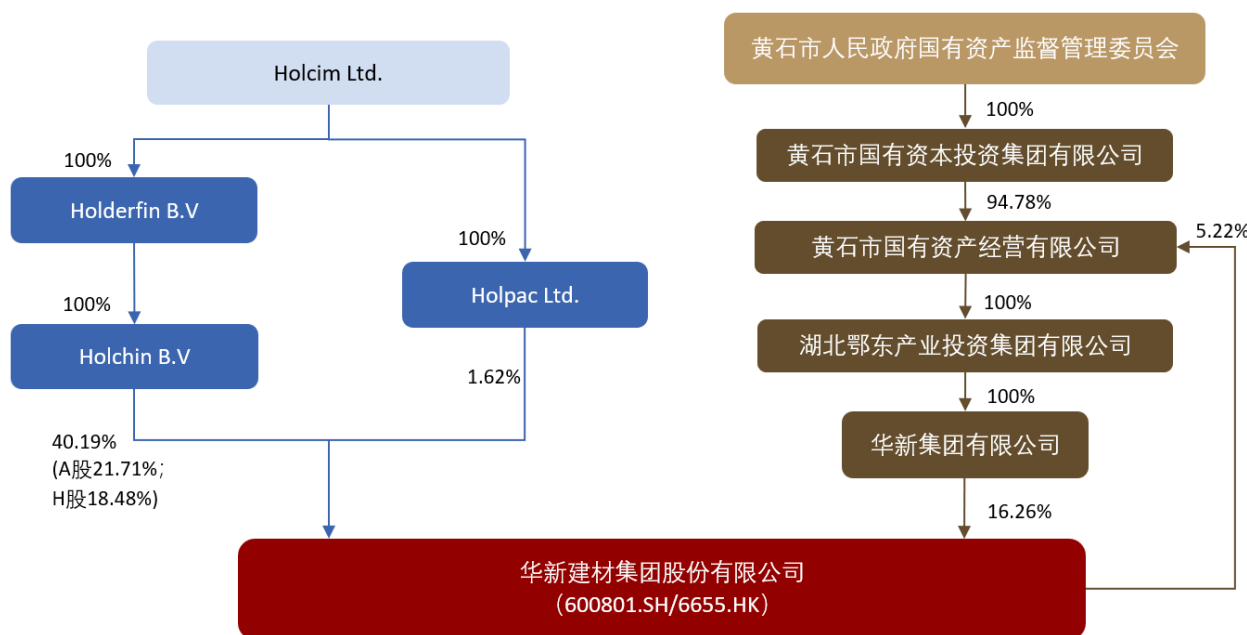
资料来源：水泥网，中国银河证券研究院

湖南省	5	781	3	1,446
重庆市	4	580	5	809
四川省	2	279	9	473
广东省	1	155	/	294
河南省	1	0	/	245
贵州省	2	130	/	154
合计	51	6381		10223

资料来源：华新建材 2025 年跟踪评级报告，水泥网，中国银河证券研究院

华新拥有“外资+国资”双重股东结构，为公司开拓海外市场、深耕国内市场提供助力。1999 年，当时世界最大的水泥生产商瑞士 Holcim 豪瑞集团通过参与定向增发获得公司 23% 股权，成为公司外资战略股东，开启华新与豪瑞集团的战略伙伴关系；2008 年豪瑞集团通过 A 股定向增发将持股比例提升至 39.88%，成为公司实际控制人；2015 年全球两大水泥巨头企业豪瑞和拉法基合并，拉法基豪瑞公司（2021 年更名为 Holcim Ltd.）成为华新第一大股东。截至 2025 年 6 月底，Holcim Ltd. 通过控股 Holchin B.V. 与 Holpac Ltd. 持有华新建材 41.81% 股权，其中包括华新 A 股 21.71%、H 股 20.10%，是华新建材实际控制人；第二大股东是黄石国资委，其通过华新集团持有华新建材 16.26% 股权。华新建材作为中外合资工资，其“外资+国资”混合股权结构为公司发展提供了全球资源与国内本土信用的双向赋能，支撑公司国际化与一体化发展。

图5：公司股权结构图



资料来源：Wind，公司 2025 年半年报，中国银河证券研究院

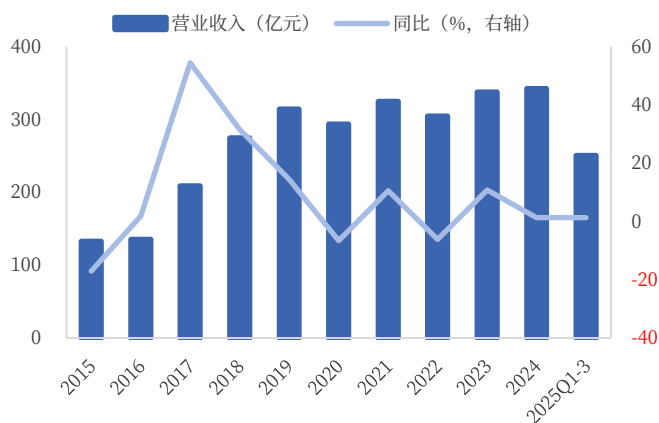
## （二）经营情况：骨料与海外业务双轮驱动下，公司业绩韧性凸显

下游市场疲软背景下，公司业绩韧性较强，业绩表现优于其他头部水泥企业。自 2021 年地产风险爆发之后，国内房地产市场持续走弱，基建投资难以补足地产下行需求缺口，全国水泥需求逐年减少，但华新建材积极应对下游需求变化，加速布局海外市场、拓展全产业链业务发展，近年业绩



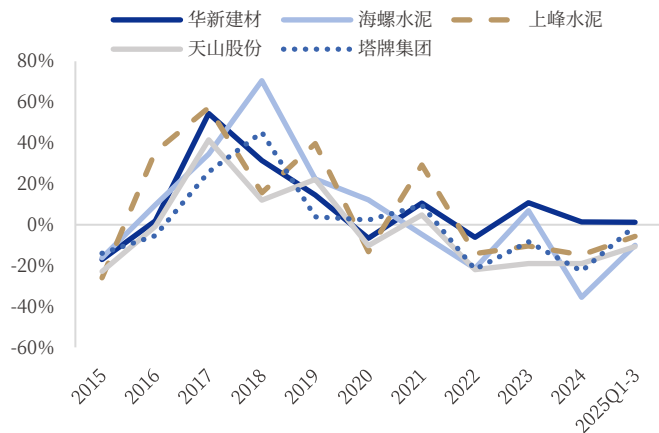
呈现较强韧性，业绩表现优于国内其他头部水泥企业。收入端，近两年公司营业收入呈逆势增长，2024 年公司实现营业收入 342.17 亿元，同比增长 1.36%；2025 年以来，公司收入继续恢复，前三季度实现营业收入 250.33 亿元，同比增长 1.27%。利润端，2024 年公司实现归母净利润 24.16 亿元，同比减少 12.52%，净利润虽承压，但降幅小于同期海螺水泥（-26.19%）、上峰水泥（-15.70%）等头部水泥企业；2025 年以来，受益于生产成本降低，水泥行业盈利显著修复，2025 年前三季度公司实现归母净利润 20.04 亿元，同比增长 76.01%，涨幅超同行水泥头部企业（海螺水泥+21.28%、上峰水泥+30.56%等）。

图6：华新建材营业收入及同比增速



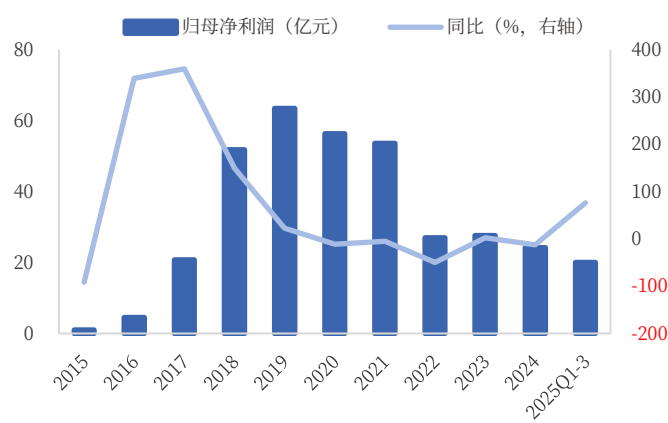
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：国内水泥头部企业营业收入同比增速



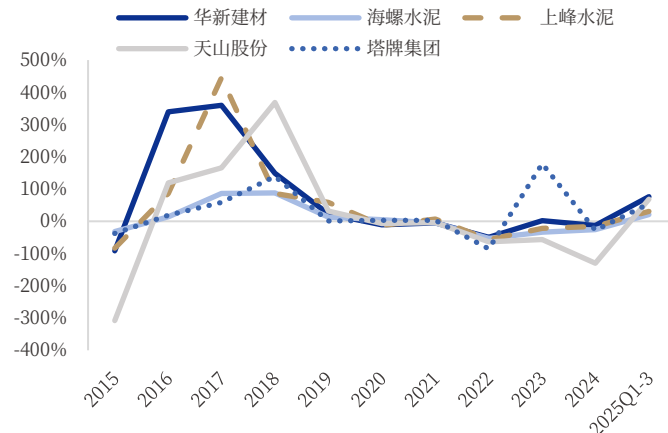
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：华新建材归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

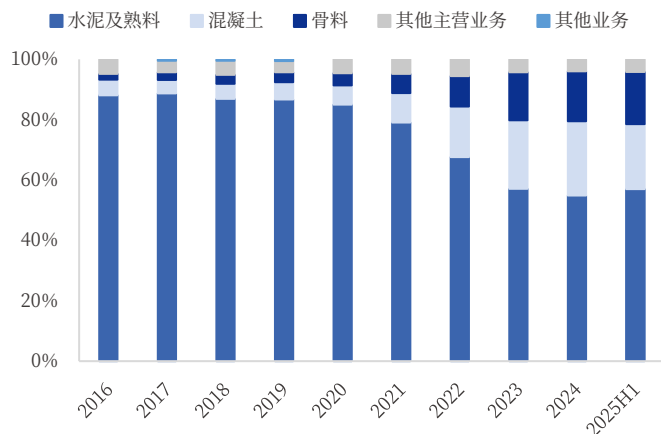
图9：国内水泥头部企业归母净利润同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

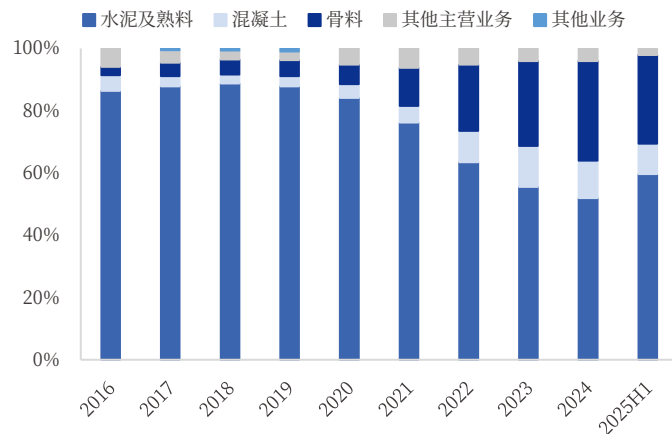
**主业水泥占比大幅下滑，骨料业务成为公司重要利润增长点。**分业务来看，水泥熟料业务是公司第一大主营业务，但其规模占比下行趋势明确。近年国内地产及基建领域的水泥需求疲软，拖累公司水泥熟料业务表现，其收入及利润贡献占比持续收缩，2024 年公司水泥熟料业务营收占比 55%、毛利占比 52%，较 2020 年分别下滑 30pct、32pct；截至 2025 年上半年，公司水泥熟料业务营收占比微升至 57%、毛利占比回升至 60%，在公司所有业务中仍占据主导地位。与此同时，公司近年大力推进全产业链一体化发展战略，非水泥业务占比快速提升，成为对冲水泥业务波动的关键力量，2024 年公司混凝土、骨料业务营收占比分别达 25%、16%，较 2020 年提升 18pct、12pct；其中骨料业务业绩表现突出，其利润贡献与收入占比的大幅错配，2024 年以 16% 的营业收入占比贡献了 32% 的毛利，毛利占比较 2020 年提升 26pct；截至 2025 年上半年，骨料业务营收及毛利占比分别为 17%、29%，骨料业务成为公司第二大利润贡献点。

图10：华新建材营业收入分业务拆分



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

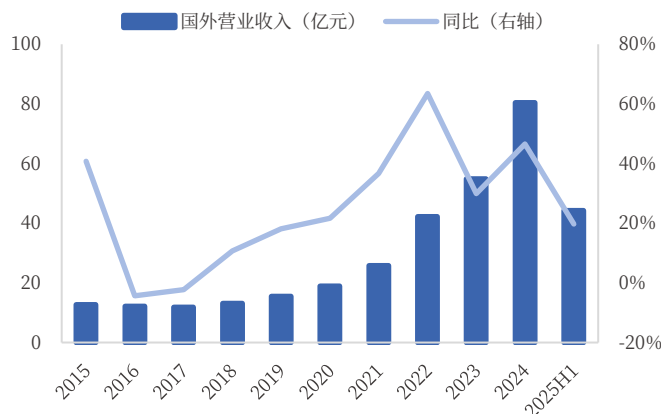
图11：华新建材毛利分业务拆分



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

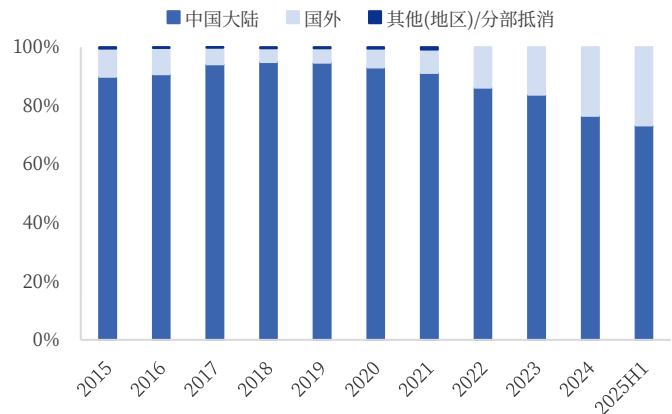
**海外业务收入高增长态势延续，占比稳步提升。**分区域来看，在国内水泥市场需求承压、竞争加剧背景下，公司大力发展海外市场，公司海外业务凭借产能布局优势及区域市场机会等，实现收入规模高速增长，收入占比持续攀升。2024年公司国外收入达80.43亿元，同比增长46.53%，国外收入占比提升至24%，较2020年提高17pct；2025年公司海外业务高增长态势延续，上半年公司国外收入达44.26亿元，同比增长19.74%，收入占比提升至27.58%，海外业务对公司业绩驱动作用持续强化。

图12：华新建材海外营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：华新建材营业收入分区域拆分

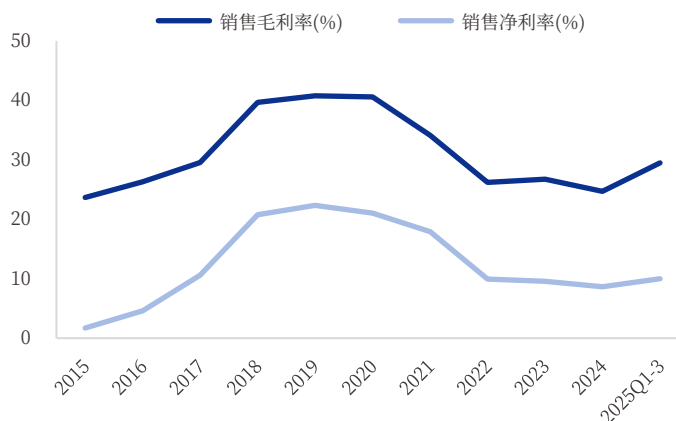


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**近年公司盈利大幅承压，25年出现恢复迹象。**从公司盈利情况来看，近年国内水泥“价格战”激烈，严重影响公司盈利情况，毛利率及净利率大幅下滑，2024年公司实现销售毛利率24.69%，同比减少2.02pct，较2020年下滑15.91pct；实现销售净利率8.63%，同比减少0.90pct，较2020年下滑12.40pct，公司盈利严重受损。2025年随着水泥行业“反内卷”推进，公司盈利水平有所修复，前三季度公司实现销售毛利率/销售净利率分别为29.50%/10.01%，同比分别+5.48pct/+3.62pct。从费用管理情况来看，近年公司期间费用率整体呈增长态势，主要系收入规模收缩致费用摊薄减少所致，但24年公司加强费用管控、降本增效，24年公司期间费用率为12.58%，同比减少0.27pct。

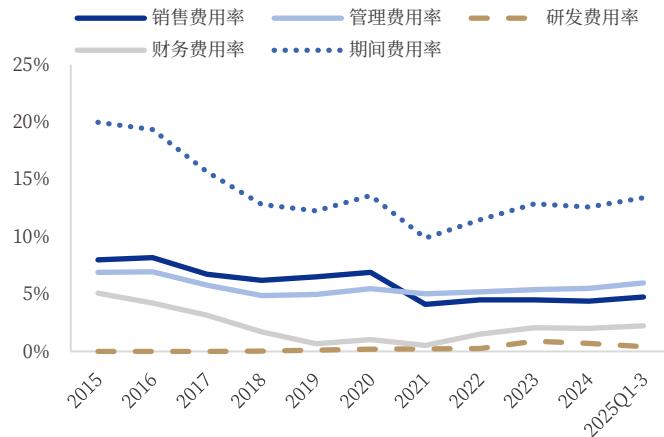


图14：华新建材销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：华新建材期间费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）品牌焕新开启全球产业链发展新征程

2025年12月15日，公司在武汉召开更名暨品牌全球发布会，公司名称由“华新水泥股份有限公司”正式变更为“华新建材集团股份有限公司”。公司更名“华新建材集团”之后，有望推动公司实现三大跃升：1）品牌定位更清晰，更直观展现全产业链业务格局，塑造精准、强大的品牌形象；2）协同更高效，以集团为平台，打通全球资源，实现国内技术服务赋能海外等；3）愿景更深远，以集团形象为引领，推动“美好的世界从我们开始”的企业愿景跨越国界，彰显中国企业的全球责任。本次改名不仅标志着公司前期业务规模的快速拓展，更彰显了公司后续发展信心，未来公司将加快构建“全球集团+多品牌”协同，实现全球战略与区域深耕同步推进，加速企业从“基础建材供应商”向“全场景建材解决方案服务商”跃升。

图16：华新建材品牌新形象



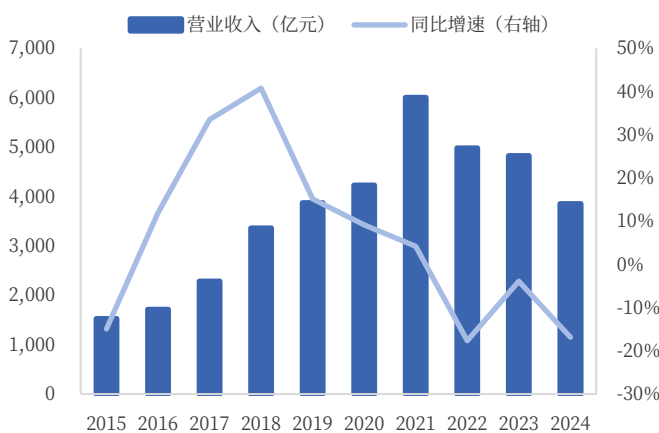
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

## 二、国内：反内卷加速水泥供给优化，骨料再添新增量

### （一）政策约束加速水泥供给优化，格局改善驱动盈利边际修复

下游市场疲软拖累行业利润，国内水泥亟需重塑竞争秩序。自 2021 年我国房地产行业风险爆发之后，地产下行严重拖累水泥市场，水泥需求大幅减少，尽管国家加大基建投资力度，但基建投资难以补足房地产下行造成的需求缺口，我国水泥市场供需矛盾问题凸显，企业为保住市场份额采取以价换量策略，行业低价恶性竞争现象频发，量价齐跌对行业业绩形成重创，2024 年 SW 水泥制造行业实现营业收入 3850.11 亿元，较 2021 年下降 35.84%；实现归母净利润 95.59 亿元，不足 2021 年行业盈利规模的五分之一。在此严峻形势下，水泥行业亟需重塑市场竞争秩序，推动行业良好健康发展。

图17：SW 水泥制造板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

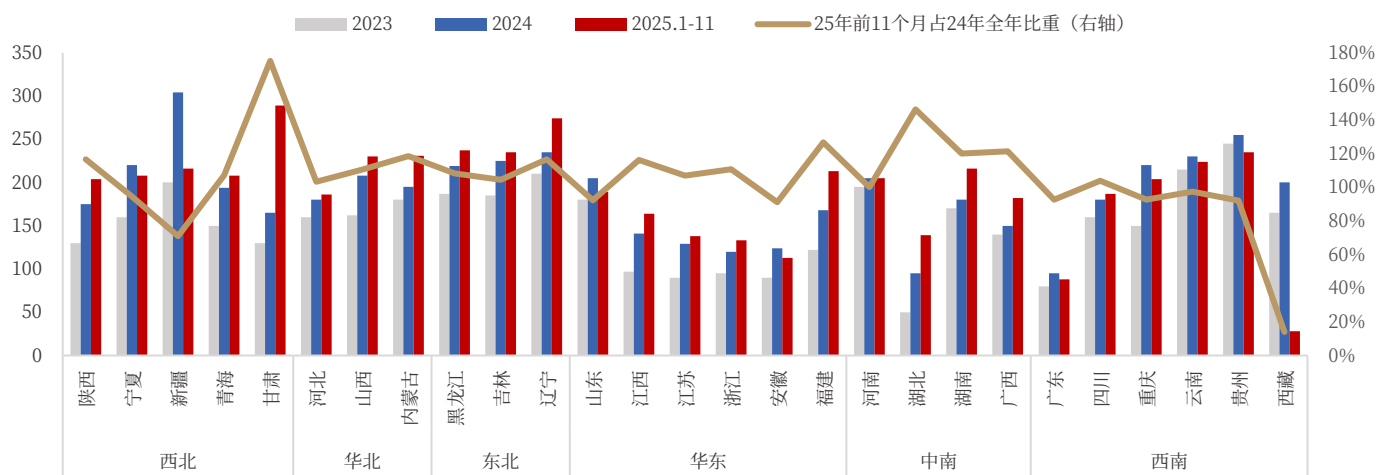
图18：SW 水泥制造板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

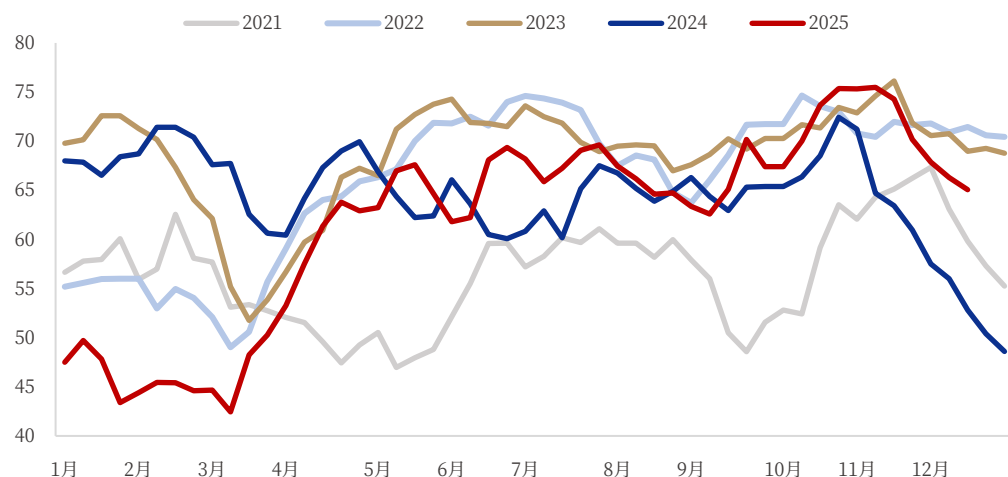
错峰生产效果逐步减弱，“去产能”是破解当前我国水泥行业困局的根本路径。2024 年 7 月，中共中央政治局会议首次提出“反内卷”，提到要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。政策发布后，盈利压力较大的水泥行业迅速响应，积极落实推进相关工作，2024 年水泥企业恢复协同共识，通过错峰停窑调控水泥熟料短期供给量，维持行业动态平衡，水泥价格同比逐步改善；2025 年，企业协同延续，1-11 月各省累计错峰停窑天数占 24 年全年的 106%，停窑天数及力度超往年同期，但因市场需求同比降幅过大以及部分企业错峰执行不到位影响，错峰停窑对水泥短期供需调控效果逐步失效，行业熟料库存压力增加，截至 2025 年 12 月 18 日，全国水泥熟料周度库容率为 65.06%，较去年同期增加 14.67pct，处于历史高位水平。在此背景下，国家政策层面从中长期角度积极引导行业推动落实“反内卷”工作，加快水泥行业产能优化，“去产能”是破解当前水泥行业供需失衡困境的关键。

图19: 历年各省份错峰停窑天数（天）及 25 年 1-11 月错峰天数占比情况



资料来源: 卓创资讯, 水泥网, 中国银河证券研究院

图20: 我国水泥熟料周度库容率分年曲线（%）



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

**政策持续发力“查超产”，水泥“反内卷”进入系统性推进阶段。**根据 2025 年 9 月中国建筑材料联合会发布的《水泥行业熟料产量监测核算技术要求-编制说明》统计的数据，截至 2024 年底，国内共有水泥生产线 1561 条，备案熟料产能 16.3 亿吨，实际产能超 23 亿吨，超产比例高达约 40%，水泥行业超产问题突出，严重影响行业供需平衡。为加快推动行业供需格局优化，水泥供给调控政策持续发力，2024 年 11 月，工信部发布了新版产能置换实施办法，新规对置换产能的认定标准更加严格，行业供给调控力度提升；2025 年 6 月，市场监管总局发布《水泥生产许可证实施细则（征求意见稿）》，明确要求企业必须在 2025 年 12 月 31 日前完成产能整改及申报工作；随后 7 月中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，以及 9 月工信部等六部门联合印发《建材行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，均再次重申水泥企业在 2025 年底对超出项目备案的产能制定产能置换方案，促进实际产能与备案产能统一等。在政策约束下，我国水泥行业供给侧优化稳步推进，产能出清加快，行业供给有望实现实质性缩减。

表2: 水泥玻璃行业产能置换实施办法 2024 年本与 2021 年版内容对比

《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》2021 年版
---------------------------	-------------------------

1.不能用于产能置换：2013 年以来连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃产能，或 2024 年以来连续两年每年运转天数不足 90 天的水泥熟料产能；未开展产能置换的光伏压延玻璃产能或不超过 150 吨/天的工业用平板玻璃产能等。	1.不能用于产能置换：2013 年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能；光伏压延玻璃产能等。
2.用于新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让，用于改建或补齐已建成项目的水泥熟料产能拆分转让不能超过两个项目。	2.用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能拆分转让不能超过两个项目。
3.因不可抗力原因被地方政府要求停产超过两年的平板玻璃生产线，其产能于 2025 年 12 月底前可用于置换，2026 年 1 月 1 日后将不能用于置换。	3. 产能置换比例：1) 位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于 2:1 和 1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于 1.5:1 和 1:1。2) 使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于 2:1。
4. 水泥熟料产能置换比例：1) 位于国家大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域产能置换建设项目置换比例分别不低于 2:1 和 1.5:1。2) 使用国家产业结构调整目录限制类和用于跨省置换的水泥熟料产能置换比例不低于 2:1。3) 同一法人同一厂区内产能置换比例为 1:1。4) 西藏自治区区内产能置换比例为 1:1。	
5.平板玻璃产能置换比例：1) 位于国家大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域平板玻璃产能置换比例分别不低于 1.25:1 和 1:1。2) 同一法人同一厂区内产能置换比例为 1:1。3) 鼓励光伏压延玻璃项目通过产能置换予以建设等。	

资料来源：工信部官网，中国银河证券研究院

**水泥企业“补产能”加速，华新建材静待行业格局修复红利。**自 2024 年产能置换新规发布后，水泥行业供给侧改革全面提速，特别是 2025 年下半年在政策加码影响下，企业补产能项目明显增多，中国建材、海螺水泥等水泥龙头企业积极带头补齐产能指标，根据水泥网数据，截至 2025 年 12 月 16 日，全国已有 240 余条熟料线完成产能补充，合计退出产能 1.34 亿吨，补充产能 8720 余万吨，实现净产能缩减超 4000 万吨。本轮产能置换既能实现全国水泥熟料总产能的实质性收缩，又能推动区域产能结构优化升级，从中长期角度缓解水泥行业供给过剩压力。后续来看，随着“反内卷”政策的继续深化，水泥产能出清仍有较大推进空间，预计 2026 年水泥“去产能”效果将逐步显现，行业供需格局有望持续优化；此外，从目前公示的各企业熟料产线产能置换方案来看，华新建材产能置换方案较少，公司严格按照批复产能合规生产，受“查超产”政策影响较小，预计后续华新建材将受益于国内水泥市场供需关系改善的影响，公司国内水泥业务业绩存修复预期。

表3：华新建材熟料产线产能置换项目

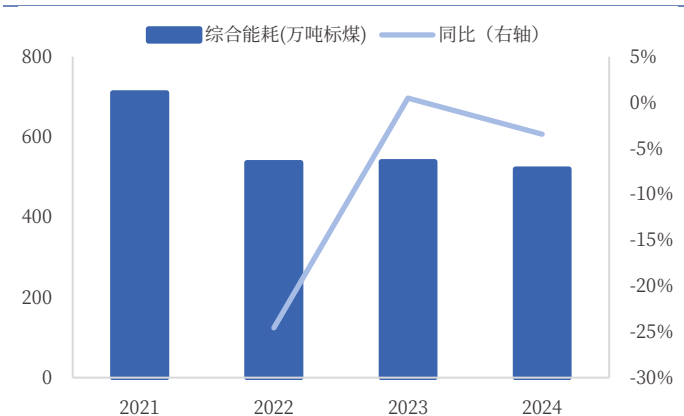
公告日期	省份	公司名称	项目名称	用于置换产能	置换比例	补充产能	补充后产能	产线来源
2025.1.9	湖北省	华新水泥（黄石）有限公司	华新水泥（黄石）有限公司日产 11750 吨水泥熟料生产线项目	4500t/d	2:1	2250t/d	11750t/d	华新水泥（河南信阳）有限公司
2025.10.21	云南省	蒙自瀛洲水泥有限责任公司	蒙自瀛洲水泥有限责任公司水泥熟料生产线补充产能项目	2000t/d	1.5:1	1333t/d	3333t/d	华新水泥（红河）有限公司

资料来源：各省工信厅官网，中国银河证券研究院

**碳市场驱动行业低效产能出清，华新建材绿色优势凸显。**绿色化去产能是水泥行业供给调控的创新路径，通过强化环保与碳排放约束，加速推动行业低效落后产能退出市场。2025 年 3 月，生态环境部发布了《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》，水泥行业正式纳入全国碳交易市场，并要求 2025 年底前水泥行业需完成首次履约工作。水泥行业纳入碳交易市场，是通过市场化定价机制，将企业“降碳”从成本负担转变成经济收益。2026 年随着水泥行业碳交易履约机制的常态化执行，碳排放成本将成为衡量水泥企业竞争力的关键指标之一，中小产能及低效

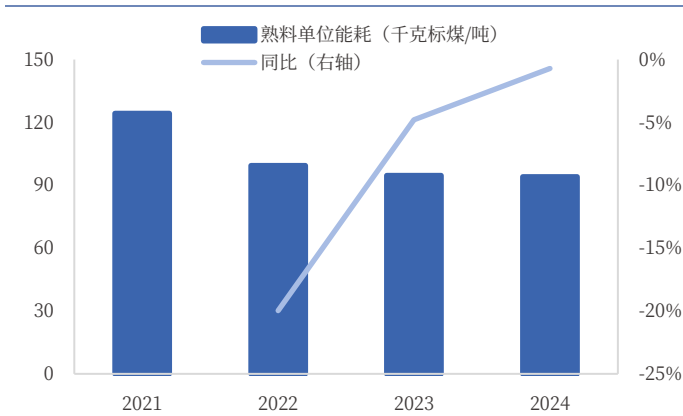
产能将面临碳成本攀升的压力，加速其退出市场；而具备低碳技术优势的龙头企业，可通过碳配额交易获得额外收益，进一步巩固行业地位。华新建材持续加强环境管理与污染物治理，全方位推动绿色生产与运营，其绿色化水平不断提升，根据公司 2024 年 ESG 报告，2024 年公司国内业务单位营业收入二氧化碳排放量为 8.94 吨/万元，较 2005 年累计降幅近 70%；此外，公司水泥熟料单位产品综合能耗在行业内处于领先水平，2024 年公司国内熟料单位产品综合能耗为 94.02 千克标煤/吨，显著优于《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》规定的 100 千克标煤/吨的标杆水平。随着水泥行业碳交易机制的深入运行，华新建材水泥熟料绿色化生产优势将进一步凸显，既能够在碳配额分配中获得更有利的政策倾斜，又可通过富余配额交易增厚利润，有望加速国内水泥业务业绩修复。

图21：华新建材综合能源消耗及同比增速



资料来源：公司 ESG 报告，中国银河证券研究院

图22：华新建材国内熟料单位产品综合能耗及同比增速



资料来源：公司 ESG 报告，中国银河证券研究院

**潜在新增产能显著收缩，水泥行业从“规模扩张型竞争”转向“质量效益型竞争”。**除存量低效产能加速出清外，在国内水泥市场供需矛盾凸显、环保能效考评门槛持续抬升的双重约束下，行业新增熟料产能投放力度大幅缩减，供给侧优化进程进一步提速。根据水泥网数据，2025 年以来已有 27 条熟料生产线宣布不再建设，涉及合计产能 4095.1 万吨。企业主动收紧新增产能规划，本质是行业竞争逻辑从“规模扩张”向“质量效益”转型的体现，不仅有效遏制了供给端无序扩张的态势，更推动行业资源向具备成本优势、低碳技术与区域定价权的龙头企业集中，助力国内水泥市场尽快实现供需平稳运行。

表4：2025 年以来不在建设的新增熟料生产线

企业名称	设计产能 (t/d)	熟料产能 (万吨 / 年)
河南省同力水泥有限公司	4500	139.5
台泥（怀化）水泥有限公司	5000	155
浙江上峰科环建材有限公司	4500	139.5
枞阳海螺水泥股份有限公司	5500	170.5
淮南舜岳水泥有限责任公司	4500	139.5
南江海螺水泥有限公司	5000	155
天瑞水泥集团有限公司	6000	186
华润水泥（鹤庆）有限公司	4000	124
曲靖市宣威宇恒水泥有限公司	6000	186
邢台金隅咏宁水泥有限公司	4000	124

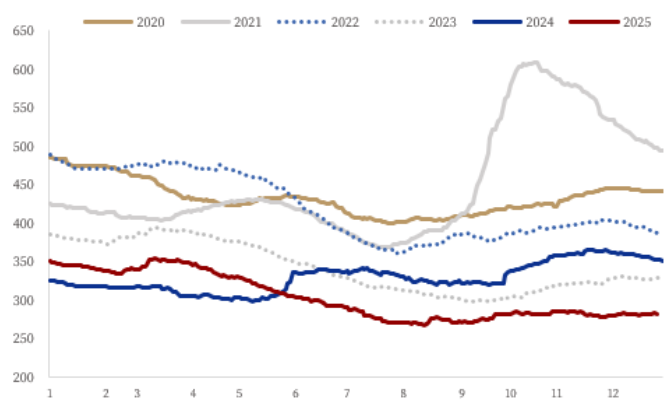
云南华新东骏水泥有限公司	4000	124
建德南方水泥有限公司	4000	124
云南宜良西南水泥有限公司	5000	155
福建省永安万年水泥有限公司	7000	217
红河州紫燕水泥有限责任公司	4000	124
云南典集水泥有限公司	5000	155
福建水泥股份有限公司	4500	139.5
华润水泥（龙岩曹溪）有限公司	4500	139.5
福建春驰集团新丰水泥有限公司	5500	170.5
宁夏同心赛马新材料有限公司	4000	124
綦江西南水泥有限公司	5000	155
宁远红狮水泥有限公司	5600	173.6
崇左南方水泥有限公司	5000	155
忻州山水环保科技有限公司	4500	139.5
江山南方水泥有限公司	6000	186
宁夏胜金水泥有限公司	5000	155
福建省泉州美岭水泥有限公司	4500	139.5
合计		4095.1

资料来源：水泥网，中国银河证券研究院

备注：熟料产能按照 310 天计算

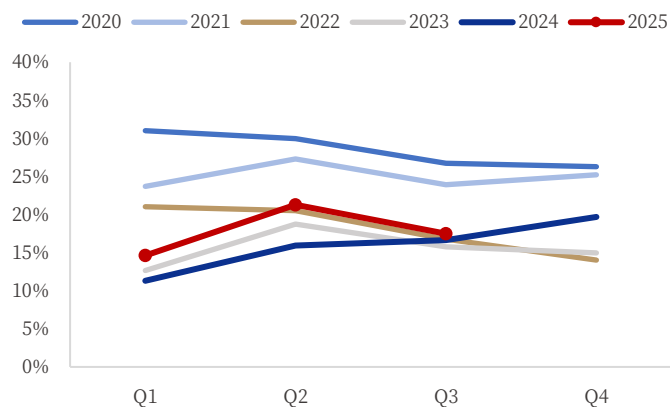
**水泥价格筑底，供需优化有望驱动水泥盈利边际修复。**2025 年国内水泥市场持续受需求疲软拖累，水泥价格承压下行，行业盈利呈现“上半年修复、下半年承压”的分化态势。自 5 月底起，水泥价格同比由正转负，震荡走低后逐步筑底，根据卓创资讯数据，截至 2025 年 12 月 23 日，全国普通硅酸盐水泥 P.O42.5 散装价格为 282.11 元/吨，同比下降 20.72%，当前水泥价格低于往年同期水平，处于历史地位区间。盈利端来看，受益于今年煤炭价格回落影响，上半年水泥行业盈利修复，但随着下半年煤炭价格边际回升，水泥价格涨幅不及煤价涨幅，行业盈利边际下滑，2025 年 Q3 单季水泥行业实现销售毛利率 17.48%，同比+0.81pct。展望 2026 年，随着行业供给端调控政策落地见效，水泥供需矛盾有望逐步缓和，叠加当前水泥价格处于底部，具备改善空间，将刺激水泥企业提价意愿，预计 26 年水泥价格存改善预期，行业盈利有望实现边际修复。

图23：全国 P.O42.5 普通硅酸盐水泥散装价格分年曲线（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图24：单季度 SW 水泥行业销售毛利率分年曲线



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

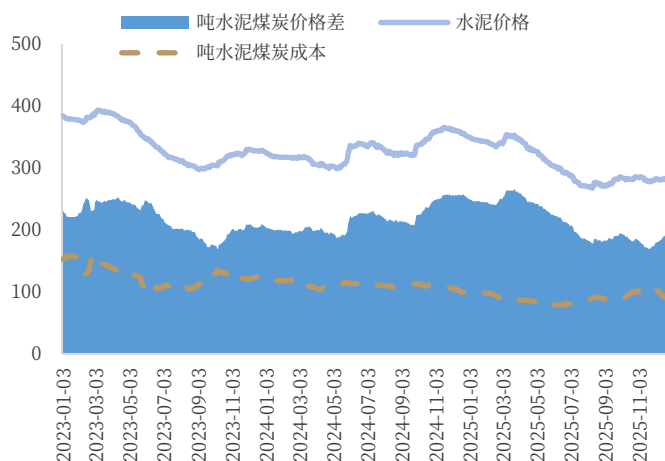


图25: 秦皇岛港山西产动力末煤 Q5500 平仓价 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 吨水泥煤炭价格差走势情况 (元/吨)

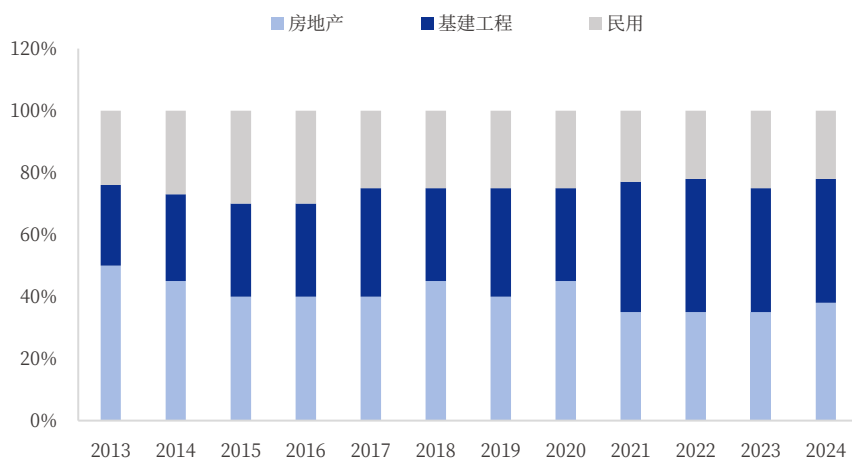


资料来源: Wind, 卓创资讯, 中国银河证券研究院

## (二) 重大工程托底水泥需求, 华新西藏市场增量可期

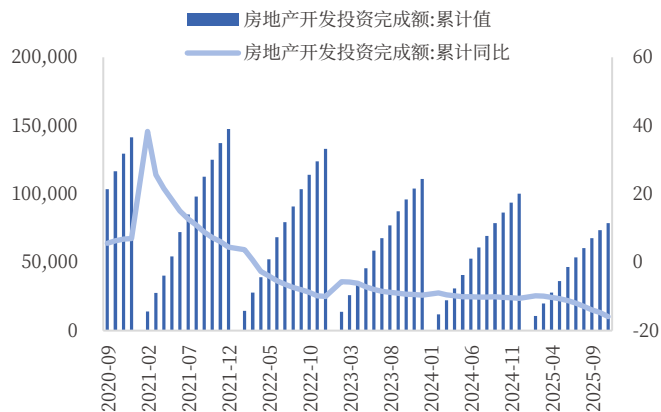
**地产疲软叠加基建托底效应减弱, 国内水泥需求持续承压。**水泥行业下游需求高度依赖房地产与基建两大核心领域, 自 2021 年我国房地产行业风险爆发以来, 地产市场长期处于疲软运行态势, 根据国家统计局数据, 2025 年 1-11 月房地产开发投资完成额累计同比下降 15.9%, 房屋新开工面积累计同比下降 20.5%, 严重拖累国内水泥市场; 作为水泥需求另一个重要支撑, 基建成为近年国内水泥市场托底力量, 根据卓创资讯数据, 2024 年我国水泥下游需求结构中, 基建、房地产、民用市场占比分别为 40%、38%、22%, 基建跃居需求首位。但值得注意的是, 虽近年我国加大基建投资力度以提振内需, 但仍难以弥补房地产下行造成的水泥需求缺口, 同时基建投资的托底效应也在逐步减弱, 2025 年 1-11 月我国基础设施建设投资累计同比下降 1.1%, 基建投资同比由增转降。国内水泥需求持续收缩, 2025 年 1-11 月我国水泥累计产量为 15.49 亿吨, 同比减少 6.9%。

图27: 水泥下游应用领域占比



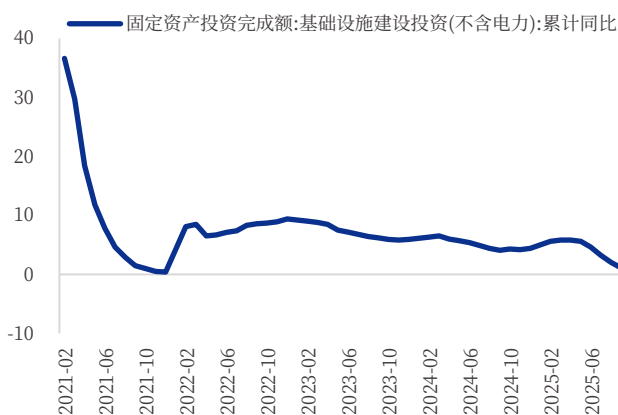
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图28: 房地产开发投资完成额(亿元)及同比增速(%，右轴)



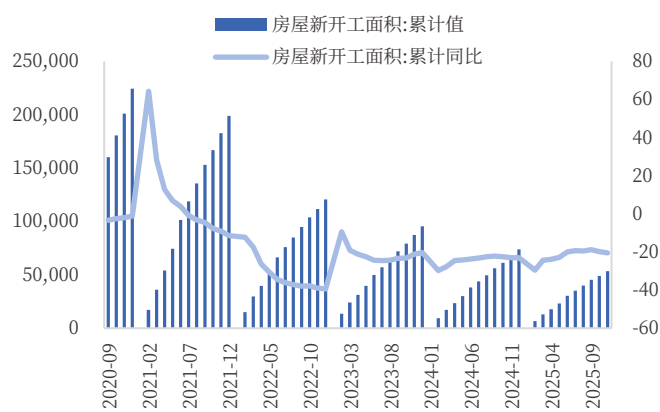
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图30: 基础设施建设投资累计同比(%)



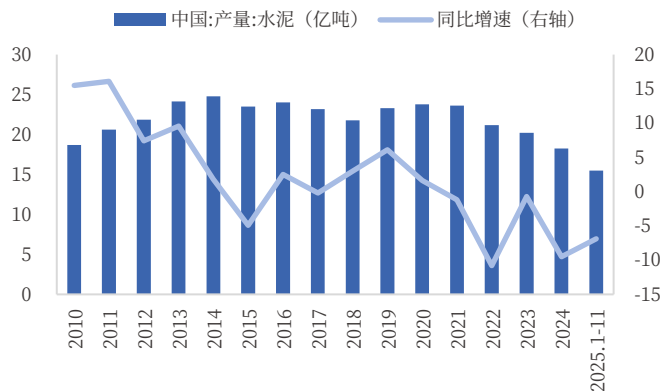
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图29: 房屋新开工面积(万平方米)及同比增速(%，右轴)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图31: 全国水泥产量及同比增速(%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

**国家对“两重”建设投资力度加大，重大工程项目将托底“十五五”水泥需求。**2025年10月，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，提到要保持投资合理增长，提高投资效益，高质量推进国家重大战略实施和重点领域安全能力项目建设，完善基础设施和公共服务设施布局，实施一批重大标志性工程项目等。“两重”建设是我国经济发展重要推进方向，近年我国“两重”建设投资力度持续加大，自2024年开始国家启动超长期特别国债发行：2024年国家已安排7000亿元超长期特别国债支持1465个重大项目建设，全年完成投资超过1.2万亿元；2025年进一步安排8000亿元超长期特别国债投向1459个项目。水泥是重大工程项目建设的主要建筑材料，随着后续国家对“两重”建设的持续投入，基建投资仍将是后续支撑国内水泥市场需求的重要力量。

**资金投向向西部倾斜，区域水泥龙头企业有望迎来发展红利。**随着西部大开发战略的持续推进，国家层面加大对西部的政策支持力度，资金流向逐步向西部倾斜，2024-2025年，国家发改委先后印发水运、水利、铁路中央预算内投资转向管理办法，通过差异化政策加强对西部的支持力度：水运管理办法中明确将西部地区项目的安排顺序排在第一位；水利重点支持领域中，西部项目的中央预算内投资支持比例为80%，远超东部60%比例水平；铁路领域支持倾斜更加明显，西藏、南疆四地州地区干线铁路项目资金支持比例为90%，普通西部项目比例为50%，均超过东部30%支持比例。西藏、新疆是西部大开发战略重要布局区域，近年在国家政策大力支持下，我国西部地区固定资产投资同比增速领先于全国平均水平，2025年1-11月，西藏、新疆固定资产投资完成额累计同比分别为+16.4%、+7.3%，均显著高于全国水平（同比-2.6%）。与此同时，2025年西部重大工程

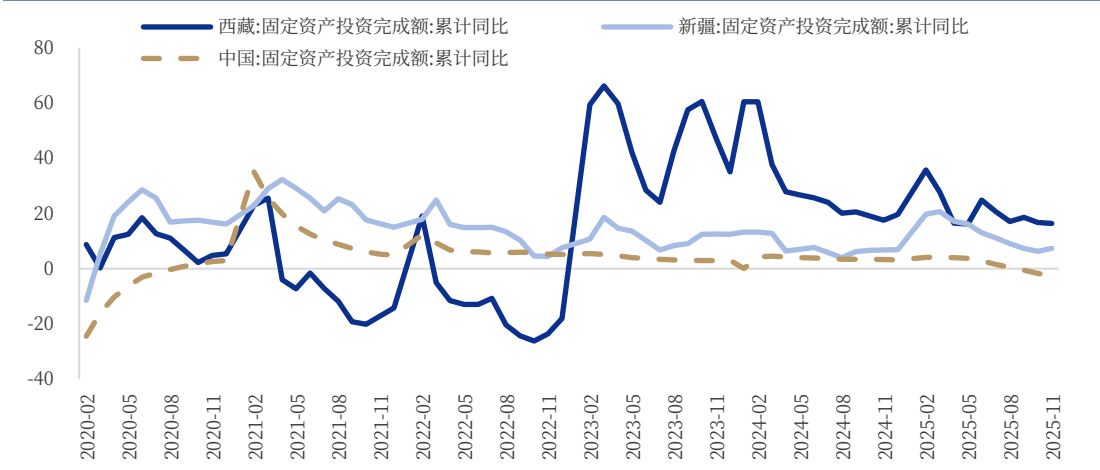
项目集中落地，西部基建将迎来爆发期，7月雅鲁藏布江下游水电工程项目开工，总投资约1.2亿元；8月，新藏铁路公司成立，注册资本950亿元，西部大开发战略加快推进。展望后市，随着“十五五”期间更多重大工程项目的落地与实施，西部基建投资力度有望维持高增速水平，西部地区水泥需求有望显著增长，推动区域水泥企业迎来新的发展契机。

表5：近两年中央预算内资金投资向西部倾斜相关表述

日期	部门	政策名称	相关表述
2024.3.15	国家发改委	水运中央预算内投资专项管理办法	项目安排的优先顺序为： 1.内河航道项目。长江干线航道优先，其他航道根据项目所在位置按西部地区、东北地区、中部地区、东部地区顺序排序； 2.通航建筑物项目。长江干线航道上的项目优先，其他航道上的项目根据所在位置按西部地区、东北地区、中部地区、东部地区顺序排序； 3.航电枢纽项目。根据项目所在位置按西部地区、东北地区、中部地区、东部地区顺序排序； 4.沿海重点港口港航公共基础设施项目。优先支持支撑国家重大战略和国家储运体系建设的重点项目。根据所在位置按西部地区、东北地区、东部地区顺序排序。
2024.12.23	国家发改委	水利中央预算内投资专项管理办法	1.重点支持领域。对东、中、西、东北地区，分别按照项目投资的60%、70%、80%、80%予以支持。 2.防洪排涝工程。对东、中、西、东北地区，分别按照项目投资的50%、60%、70%、70%予以支持。 3.水生态治理工程。对东、中、西、东北地区，分别按照项目投资的40%、50%、70%、70%予以支持。
2025.11.27	国家发改委	铁路专项中央预算内投资管理办法	1.西藏、南疆四地州地区干线铁路项目按资本金的90%安排。 2.四省涉藏州县和新疆其他地区干线项目，以及其他省份沿边干线铁路项目按资本金的70%安排。 3.其他东部、中部、西部、东北地区干线铁路项目按资本金的30%、40%、50%、50%安排。 4.东部、中部、西部、东北地区重点城市群跨省和区域骨干城际铁路新建项目按资本金的10%、15%、20%、20%安排，利用既有铁路改造开行城际列车等通勤功能为主的项目均按资本金的50%安排。

资料来源：国家发改委官网，中国银河证券研究院

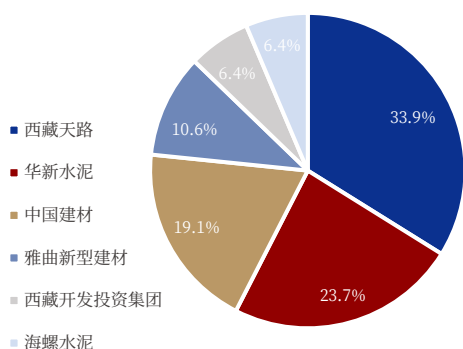
图32：西藏、新疆及全国固定资产投资完成额同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**华新在西藏地区市占率第二，拥有丰富藏区重点工程供应经验。**因高海拔、运输困难等地理条件限制，西藏地区水泥熟料生产企业较少，根据水泥网数据，截至 2025 年 7 月，西藏地区水泥生产企业仅 6 家，共有熟料生产线 15 条；其中，华新建材在西藏地区拥有 5 条熟料生产线，涉及熟料产能 381 万吨，水泥产能 623 万吨，熟料产能市占率达 23.7%，仅次于西藏天路，产能规模在西藏地区排名第二。依托华新建材集团技术研发优势，华新西藏公司成功研制生产符合高原气候环境的低碱和中热水泥以及标杆水泥，产品已广泛用于青藏铁路、拉林铁路、泽贡高速、柳梧大桥等重点工程建设，在雅鲁藏布江流域已建成的 3 座水电站及在建的 1 座水电站工程中，华新累计供应水泥超 200 万吨，其中中、低热特种水泥供应近百万吨。华新建材凭借其产能规模优势及重点工程供应经验，在西藏地区水泥市场整体竞争优势较强，为后续承接雅下水电工程等重点工程项目的水泥供应订单奠定了坚实基础。

图33：西藏地区水泥企业熟料产能占比（%）（截至 25 年 7 月）



资料来源：水泥网，中国银河证券研究院

图34：华新西藏山南工厂



资料来源：华新发布公众号，中国银河证券研究院

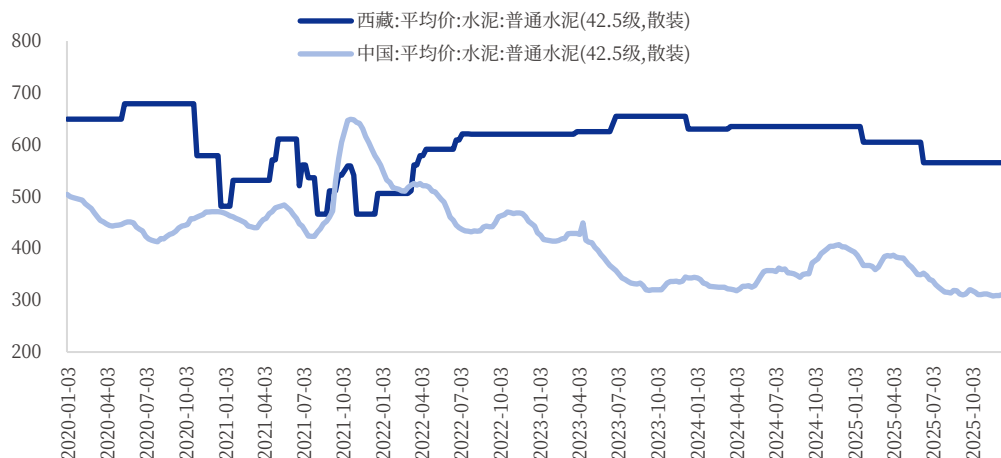
表6：华新建材西藏地区熟料生产线布局情况

分子公司名称	布局区域	生产线	批复产能 (t/d)	点火投产时间
华新水泥（西藏）有限公司	山南	1 期	1000	2005.6
		2 期	2000	2010.3
		3 期	3000	2018.8
西藏日喀则高新雪莲水泥有限公司	日喀则	1 期	2000	2014.12
		2 期	2500	2018.10

资料来源：华新建材官网，中国银河证券研究院

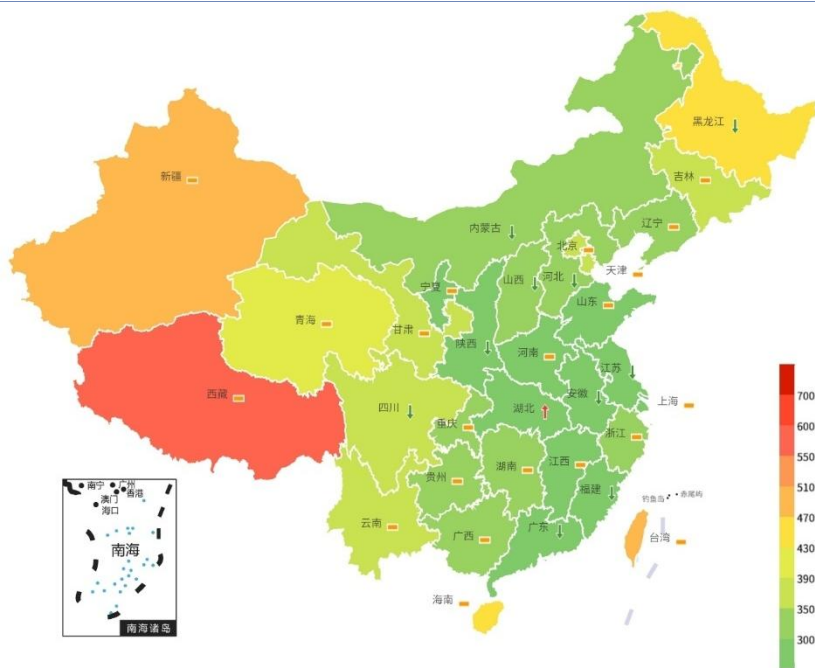
**西藏水泥高溢价+高需求双轮驱动，华新西藏市场业绩增长可期。**西部地区水泥价格整体高于其他区域市场，尤其是西藏水泥价格显著高于全国平均水平，截至 2025 年 12 月 19 日，西藏 P.O42.5 散装水泥平均价为 565 元/吨，较同期全国水泥均价高出 252 元/吨。从跨区域潜在竞争风险来看，因西藏地区具备天然运输壁垒，外地水泥企业需消耗较高运输成本进入当地市场，而在藏已有产能布局的企业可规避这部分成本，其单位利润优势凸显。此外，雅下水电工程项目等重大工程建设周期长，水泥需求量大且稳定，为当地水泥企业提供了可持续性订单支撑。综合来看，随着西藏地区后续重大工程项目的持续推进，不仅能带动华新建材西藏区域水泥销量，高位运行的水泥价格也有望进一步增厚公司业绩，叠加华新在西藏的产能布局优势及重点工程供应经验，长期看好其在西藏等地区的发展前景。

图35: 西藏及全国 P.O42.5 散装水泥均价 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图36: 全国各省份水泥价格热力图 (元/吨) (截至 2025 年 12 月 26 日)



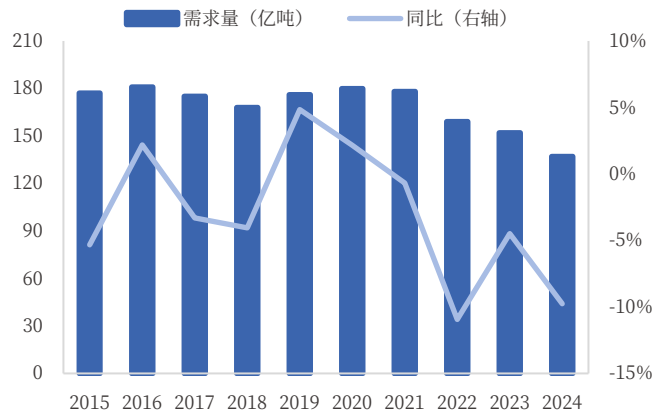
资料来源: 水泥网, 中国银河证券研究院

### (三) 骨料: 规模与毛利兼具, 骨料业务成公司业绩新增长点

**骨料总需求持续缩减, 价格承压。**骨料是混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料, 是混凝土中体积占比最大的组成材料。骨料需求与基础设施建设、房屋建设等有密切关系, 近年因下游市场疲软运行, 国内砂石骨料总需求量持续减少, 根据砂石骨料网数据, 2024 年全国砂石骨料需求量为 137 亿吨, 同比减少 9.77%; 骨料行业供需矛盾问题加剧, 骨料价格承压, 截至 2025 年 11 月, 全国粗骨料/机制砂/天然砂均价分别为 85/99/105 元/吨, 同比分别-6.59%/-4.81%/-4.55%。

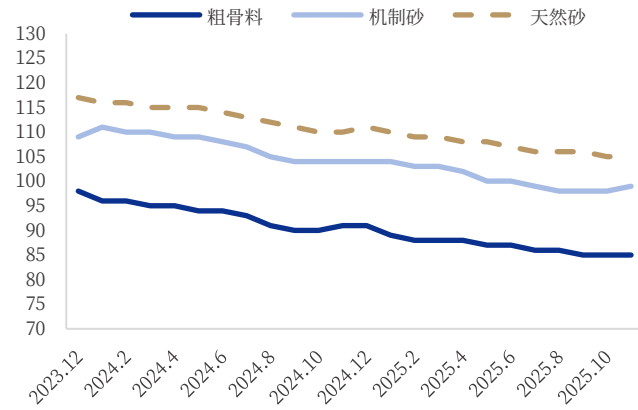


图37：全国砂石需求量（亿吨）及同比增速



资料来源：砂石骨料网，中国银河证券研究院

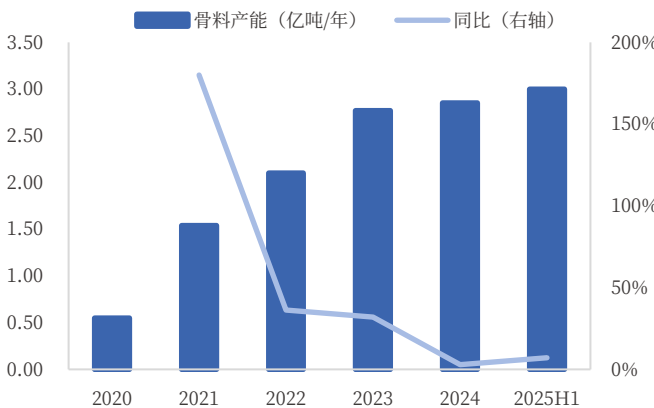
图38：不同品种砂石全国均价（元/吨）



资料来源：砂石骨料网，中国银河证券研究院

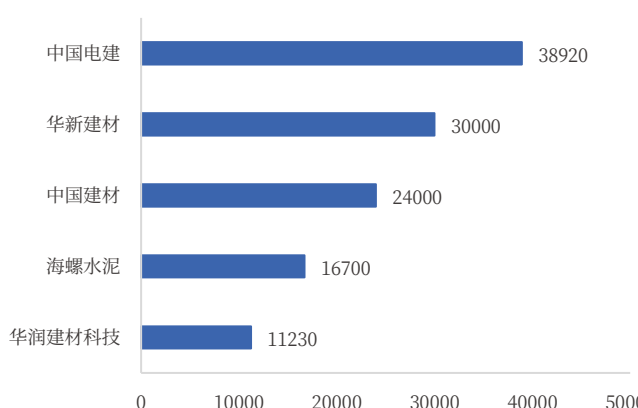
**公司多年深耕骨料赛道，3 亿吨产能稳居国内水泥企业首位。**骨料是华新建材主营业务之一，公司已深耕骨料行业 16 年，经过多年绿色化、智能化生产以及全球化战略布局，公司骨料产能持续攀升，截至 2025 年 6 月底，骨料年产能达 3 亿吨，在国内骨料市场稳居领先地位，根据砂石骨料网 2025 年 12 月最新数据，华新建材骨料产能位居全国第二位，仅次于中国电建（3.89 亿吨），是国内骨料产能规模最大的水泥企业。国内市场方面，公司骨料产能分布于湖北、云南、重庆、湖南、四川、贵州、河南及西藏等 8 个省市，在全国布局 40 余家工厂，其中旗下黄石华新绿色建材产业有限公司（亿吨砂工厂）是全国规模最大的机制砂石生产基地；海外业务方面，公司在塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚、南非和巴西运营了 10 个骨料项目，为公司全球化“一体化”供应链体系的构建奠定坚实基础。

图39：华新建材骨料产能及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图40：国内骨料产能 TOP5 企业（万吨，截至 2025 年 12 月 26 日）

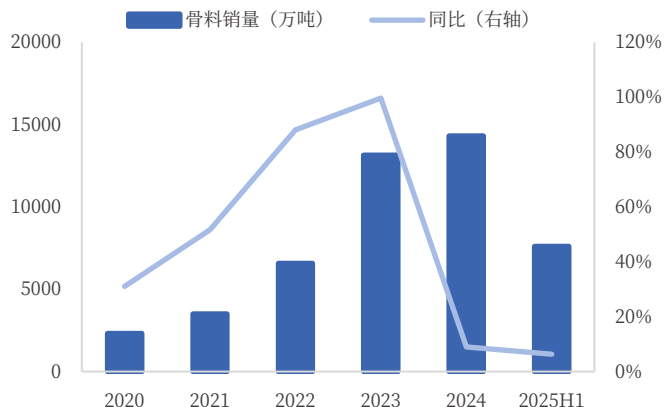


资料来源：砂石骨料网，中国银河证券研究院

**需求疲软不改公司骨料销量增长，市占率稳步提升。**在近年下游需求较弱情况下，公司骨料销量仍保持逆势增长，2025 年上半年销量达 7605.26 万吨，同比增长 6.33%，体现了公司在国内骨料市场的较强竞争优势，市占率稳步提升。但价格取决于供需关系，受整体需求缩减影响，自 2022 年起公司骨料售价持续下滑，2024 年公司骨料销售均价为 39.39 元/吨，同比下降 3.53%，2025 年售价继续走弱，上半年公司骨料售价为 36.33 元/吨。

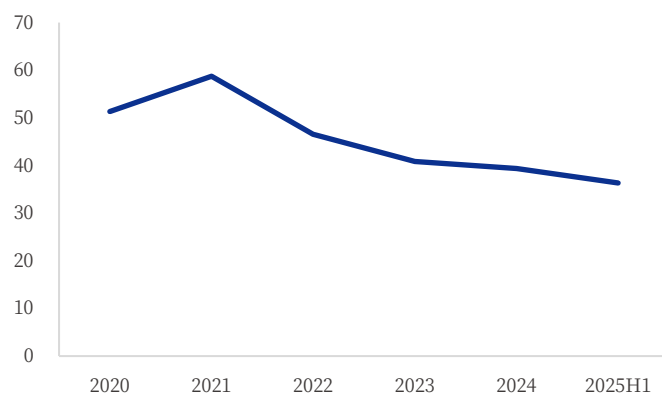


图41: 华新建材骨料销量及同比增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

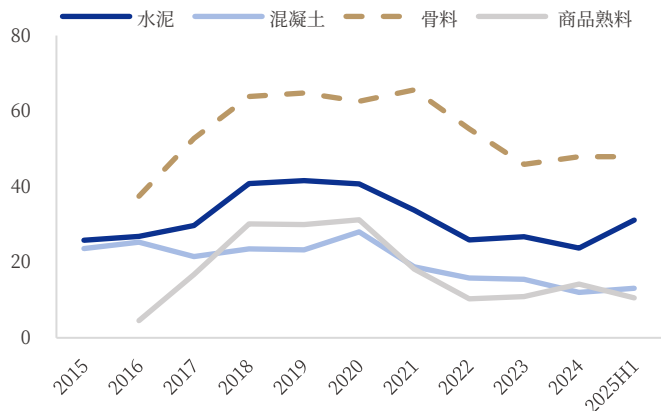
图42: 华新建材骨料售价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

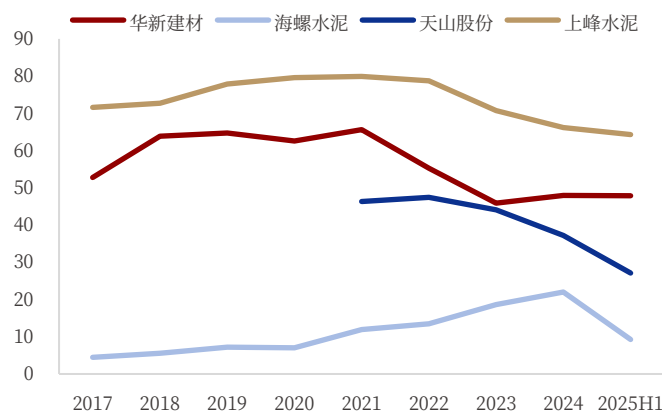
**骨料高毛利驱动公司盈利中枢上移。**从盈利水平来看，因售价承压，公司骨料业务毛利率大幅下滑，但仍显著高于公司其他产品毛利率水平，2025年上半年，公司骨料业务毛利率达47.91%，分别高于水泥（31.13%）/熟料（10.54%）/混凝土（13.12%）业务16.78pct/37.37pct/34.79pct，成为支撑公司盈利的核心业务板块。对比同业来看，华新骨料业务盈利能力较强，毛利率显著高于海螺水泥及天山股份，但与骨料毛利率第一的上峰水泥相比仍有一定差距。后续来看，骨料毛利率水平主要取决于企业获取矿山资源成本，因华新建材较早布局骨料业务，具备较低成本的拿矿优势，后续骨料成本整体可控，叠加公司骨料销量的逆势增长，预计后续骨料业务将持续释放业绩弹性，为公司贡献更多增量效益。

图43: 华新建材骨料及其他业务毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图44: 国内头部水泥企业骨料业务毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 三、海外：行业出海寻新动能，华新海外布局优势突出

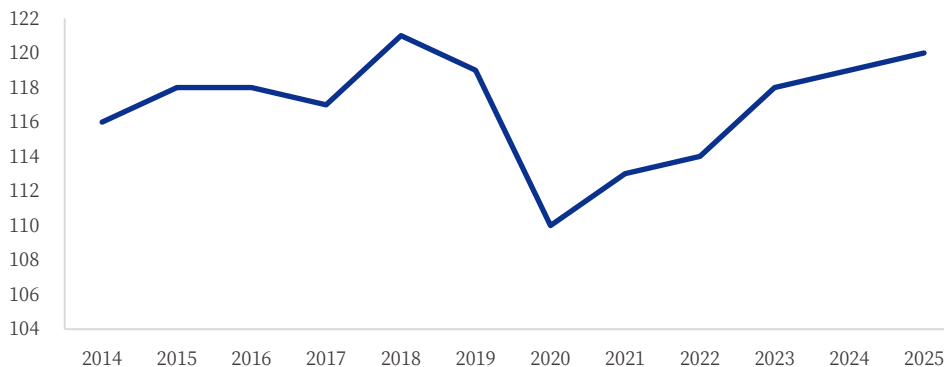
#### （一）中国水泥企业出海提速，开辟第二增长曲线

在国内水泥需求持续疲软，市场竞争激烈，行业利润水平显著压缩背景下，中国水泥企业加速“出海”寻找新增量需求，开启企业第二增长曲线。

**国家政策大力鼓励企业“走出去”。**从政策层面来看，在我国对外开放不断深化背景下，我国鼓励有条件的中国企业“走出去”，开拓国际市场空间，优化国内产业结构，获取更多技术及经济资源，提高中国企业竞争力及国际化水平。2023年11月24日，《坚定不移推进共建“一带一路”高质量发展走深走实的远景与行动——共建“一带一路”未来十年发展展望》发布，设施联通是2024-2034年重点发展领域之一，我国将与各方国家从陆、海、空、信息基础设施四大方面，建设高质量、可持续、抗风险、价格合理、包容可及的基础设施，全面提升共建国家间基础设施互联互通水平。与此同时，二十届三中全会提到，要完善高水平对外开放体制机制，完善推进高质量共建“一带一路”机制。展望后市，在国家政策的大力支持下，将有更多建材企业加速走出去。

**“一带一路”共建国家基建前景向好，为我国水泥等建材企业“走出去”提供良好经营环境。**从外部市场环境来看，“一带一路”国家基建市场空间较大，水泥海外需求广阔。“一带一路”共建国家中大部分是新兴经济体和发展中国家，这些国家普遍存在基础设施落后、产业发展滞后、工业化程度低、资金和技术缺乏、人才储备不足等短板问题，与大量的基础设施建设需求不匹配。我国作为基础设施建设大国，可借助我国丰富的基础设施建设经验，携手共建国家共同推动当地基建和产业升级。与此同时，共建国家基础设施发展前景向好，为水泥等建材企业出海提供良好环境。2025年，“一带一路”共建国家基础设施发展总指数平稳上升，较2024年上涨5个点；从各分项指标来看，2025年“一带一路”共建国家基础设施发展环境/需求/热度/成本指数分别为115/136/125/98点，分别+2/+2/+0/+0点，受益于全球经济持续平稳复苏、多数国家财政改善、经济合作持续深化、数字化绿色化协同转型步伐加快等利好因素影响，共建国家基础设施发展环境逐步优化，发展需求加速释放，热度稳居高位，发展成本得到有效控制。“一带一路”共建国家基础设施市场经营环境较好，为我国水泥企业拓展海外市场、深化国际布局提供了良好外部环境。

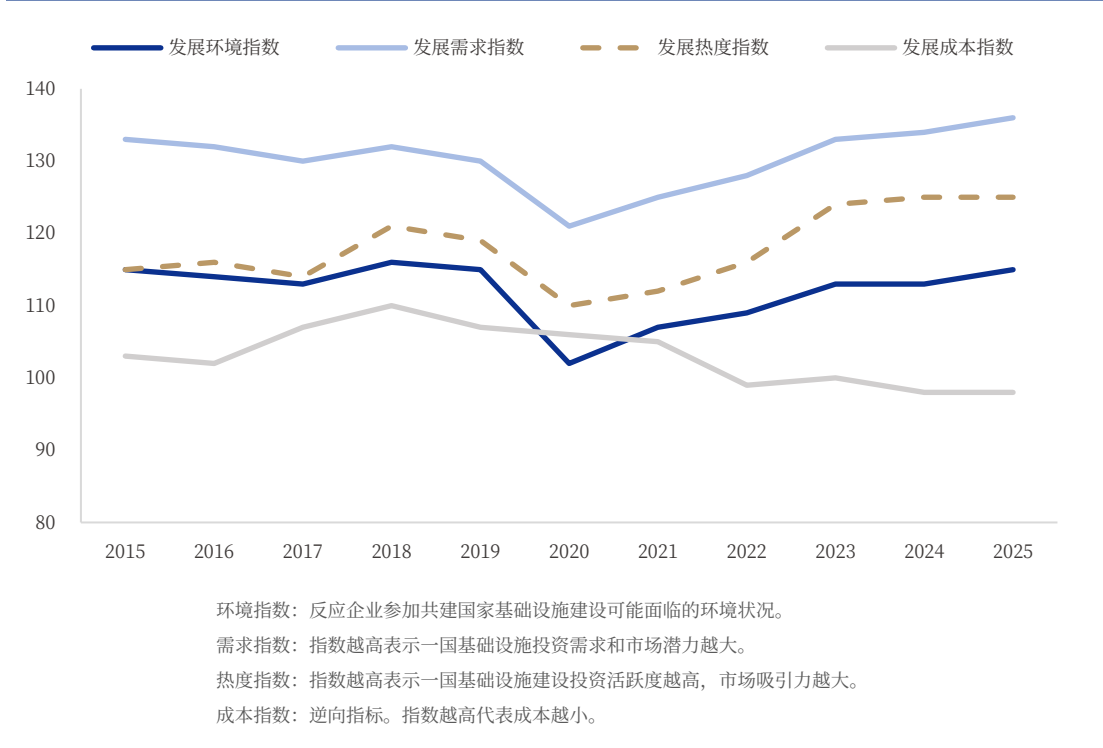
图45：2014-2025年“一带一路”共建国家基础设施发展指数



发展总指数：得分越高，一国的基础设施行业前景越好，对企业赴该国进行基础设施行业投资、生产经营的吸引力越大。

资料来源：中国对外承包工程商会，中国出口信用保险公司，中国银河证券研究院

图46：2015-2025 年“一带一路”共建国家基础设施发展环境、需求、热度、成本指数



资料来源：中国对外承包工程商会，中国出口信用保险公司，中国银河证券研究院

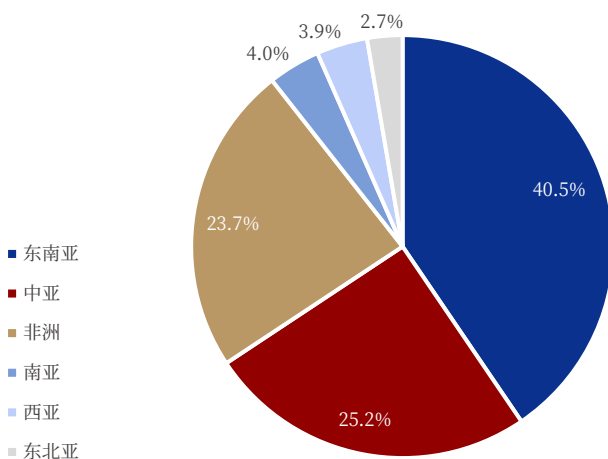
**东南亚领跑中国水泥企业海外产能，企业掘金非洲新市场。**分区域来看，东南亚地区基础设施发展指数得分排名位居首位，指数得分为 128 点，其基础设施发展质效齐增，为我国水泥企业出海提供良好发展经营环境。从国内水泥企业海外项目产能分布来看，亚洲和非洲是主要投资重点，根据中国水泥协会数据，2024 年中资水泥企业在东南亚布局产能占海外总产能的 40.5%，位居首位，与区域基础设施发展指数排名相一致；第二、第三大海外布局区域是中亚和非洲，占比分别为 25.2%、23.7%。值得关注的是，从近年海外各地区水泥市场发展情况来看，东南亚因新增水泥产能集中释放，市场需求增速放缓，部分市场已出现产能过剩迹象，在此背景下，中国水泥企业逐渐将投资目标转向非洲。

表7：各区域基础设施发展指数变化情况

区域	2024 年		2025 年	
	指数	排名	指数	排名
东南亚	127	1	128	1
西亚北非	122	2	124	2
南亚	117	3	117	3
中亚	117	4	116	4
拉丁美洲与加勒比	114	7	116	5
独联体和蒙古	116	5	116	6
撒哈拉以南非洲	115	6	115	7
中东欧	111	8	113	8

资料来源：中国对外承包工程商会，中国出口信用保险公司，中国银河证券研究院

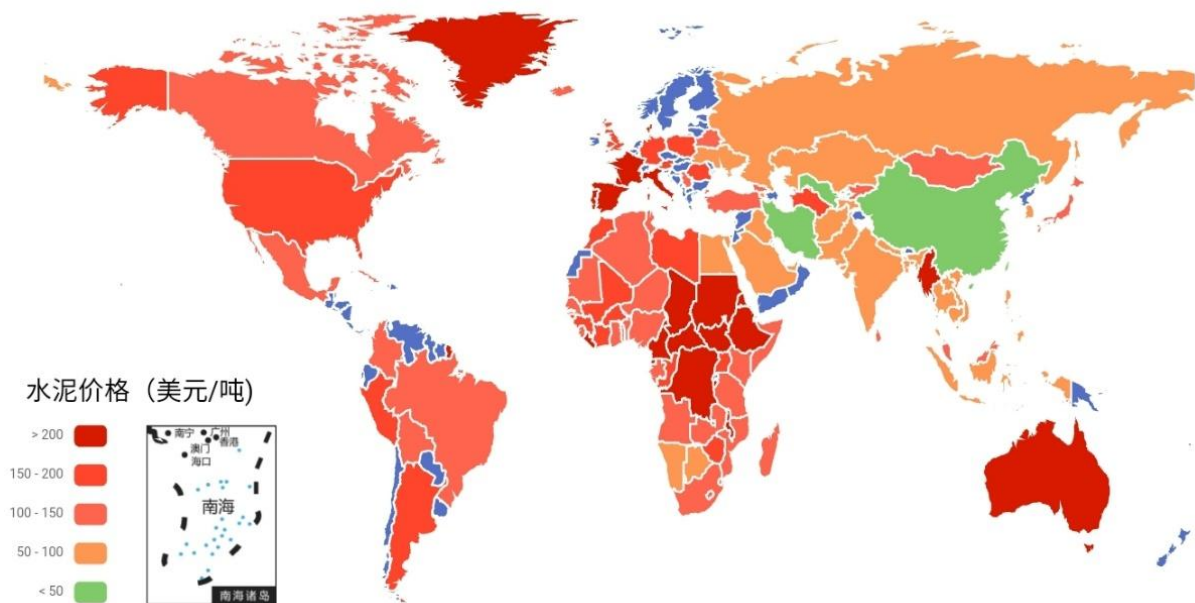
图47：2024 年不同地区中国水泥企业海外在产产能占比



资料来源：中国水泥协会，中国银河证券研究院

**近年非洲经济稳健发展，非洲市场成为水泥发展新蓝海。**非洲是全球经济整体发展较为落后的地区，但非洲国家通过深化内部改革及加强国际合作等方式，近年在基础设施建设、科技创新、农业等领域取得进展，2024 年非洲经济保持稳健增长，根据非洲发展银行报告，2024 年非洲大陆平均实际 GDP 增长率为 3.2%，高于 2023 年的 3.0%，预计 2025 年非洲增长率将增至 4.1%。随着经济增长与人口规模扩张，非洲正逐步成为潜力巨大的基建与消费市场，有望拉动非洲水泥消费需求持续攀升。根据 Research and markets 报告，非洲水泥市场在 2020-2024 年年均复合增速达 8.8%，保持强劲增长态势，且此趋势有望延续，预计 2025-2029 年年均复合增速为 7.6%，到 2029 年底，非洲水泥市场规模有望从 2024 年的 81 亿美元扩大至约 117 亿美元。与此同时，非洲地区水泥市场价格显著高于国内市场，叠加当地基建对水泥需求的拉动，在非洲布局产能的中国水泥企业后续有望收获业绩增长红利，非洲业务凭借较高的毛利率水平，将成为国内水泥企业重要业绩增量。

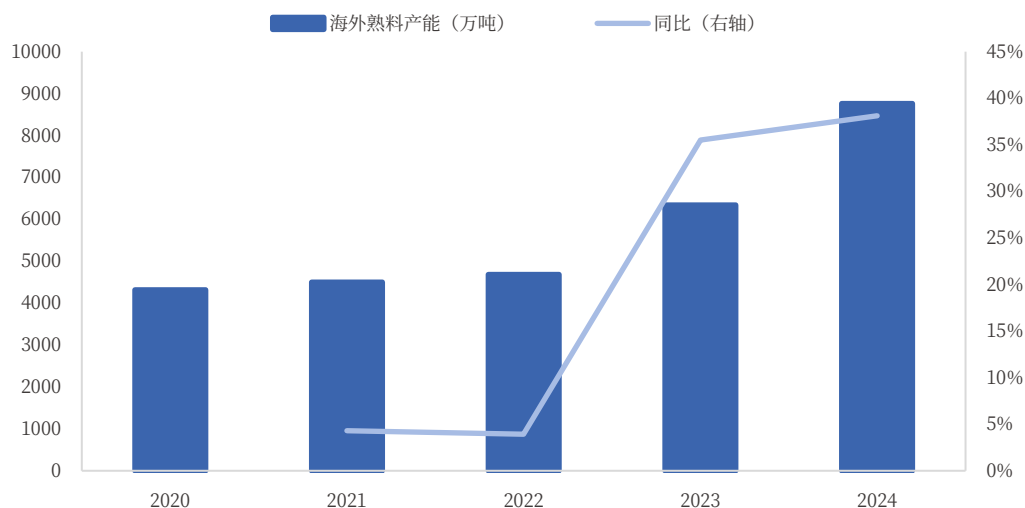
图48：全球水泥价格热力图（美元/吨）



资料来源：水泥网，中国银河证券研究院

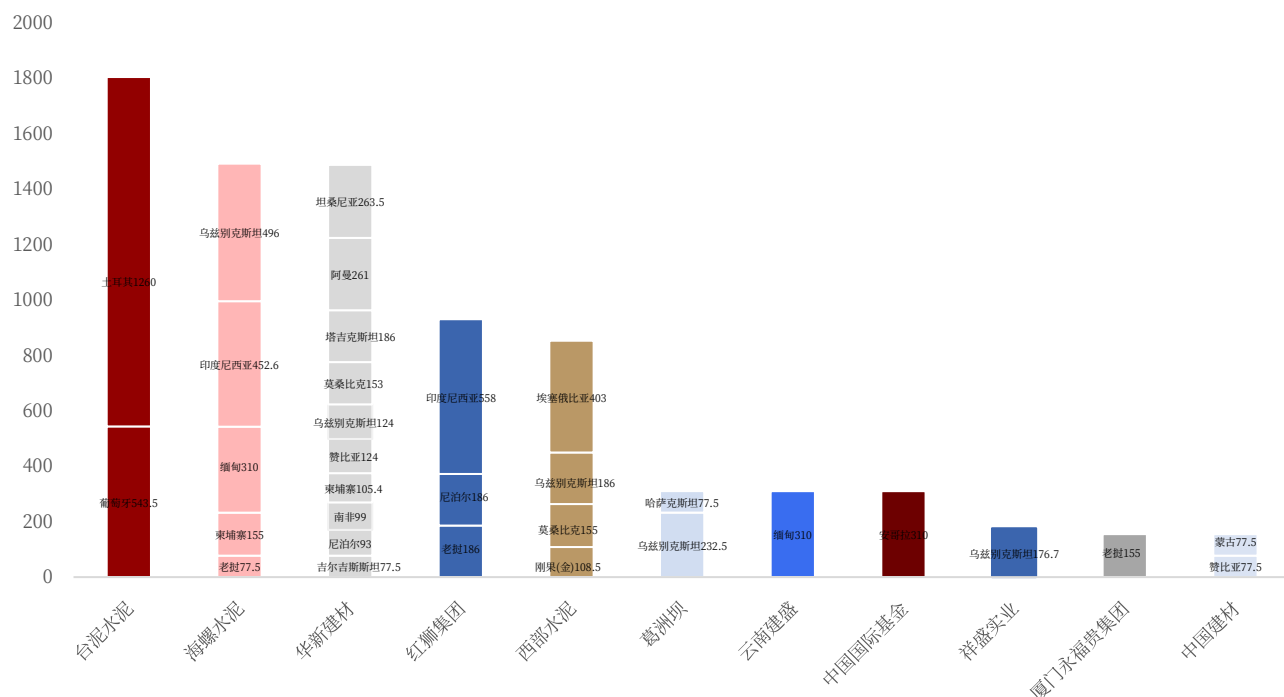
截至 24 年底，我国水泥企业海外投产 80 条熟料线，产能集中在头部企业。近年中国水泥企业加快推进海外水泥产能布局，我国水泥熟料海外产能逐年增加，根据水泥网数据，截至 2024 年底，中国水泥企业已在海外投产运营 80 条水泥熟料产线，海外熟料产能达 8758.3 万吨/年，同比增长 38.12%。分企业来看，当前水泥行业中海外产能规模领先的企业主要为水泥头部企业，如海螺水泥、华新水泥、西部水泥等，这些企业凭借资金、管理等优势，成为我国水泥产能出海的核心力量；其中华新建材 24 年底海外已投产熟料产能为 1486.4 万吨/年，其产能规模位居国内水泥企业第三位。

图49：近年我国水泥熟料海外产能规模及同比增速



资料来源：水泥网，中国银河证券研究院

图50：2024 年主要中国水泥企业海外投产熟料产能情况（万吨/年）

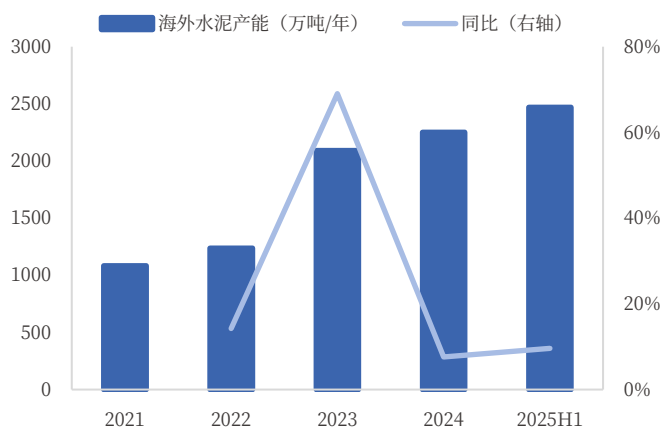


资料来源：水泥网，中国银河证券研究院

## （二）从“走出去”到“走进来”，华新海外业务再进阶，非洲成战略核心

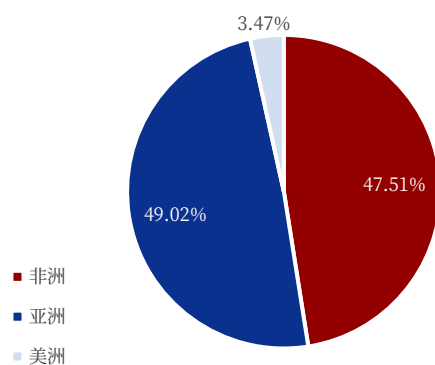
公司海外市场布局较早，目前海外业务成为公司重要业绩支撑。华新建材是首批“走出去”的中国水泥企业之一，公司充分依托外资股东背景、自身工业技术沉淀及全产业链协同布局优势等，加速开拓海外市场。华新建材主要通过收购和投资建厂两种方式实现海外业务快速落地及规模化扩张，截至 2025 年 6 月底，公司海外业务已达到一定产能规模及市场覆盖范围，在海外 13 个国家进行投资，业务辐射到 18 个国家，业务主要覆盖中亚、非洲等地区，公司海外运营水泥产能达 2470 万吨/年。海外业务已成为华新建材重要业绩支撑，2025 年上半年，公司海外水泥及熟料销量 838.84 万吨，同比增长 10.41%；实现营业收入 44.26 亿元，同比增长 19.74%，营收占比提升至 28%；因海外水泥价格普遍高于国内，公司海外业务盈利能力大幅领先国内水泥业务，25 年上半年公司海外业务毛利率为 37.27%，较同期国内业务高 12.04pct，显著拉升了公司盈利水平。此外，从区域来看，2025 年上半年公司在非洲/亚洲/美洲分别实现营业收入 21.36/22.04/1.56 亿元，占海外总收入的 48%/49%/3%，亚洲收入领先，非洲紧随其后。

图51：华新建材海外水泥产能规模及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图52：华新建材海外各地区收入占比情况（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表8：华新建材海外产能布局情况

国家地区	熟料生产线数量（条）	熟料产能（万吨 / 年）	水泥产能（万吨 / 年）
塔吉克斯坦	2	217	305
柬埔寨	1	124	160
吉尔吉斯斯坦	1	93	105
乌兹别克斯坦	1	155	220
坦桑尼亚	2	264	350
赞比亚和马拉维	3	130	190
尼泊尔	1	124	180
阿曼	3	310	400
南非	2	102	180
莫桑比克	1	155	250
津巴布韦	0	0	30
尼日利亚	4 个水泥厂	/	1060
巴西	4 个骨料工厂	骨料 880 万吨/年	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



**华新建材加码非洲市场，开辟增长新空间。**华新建材未来发展目标是建设全球领先的跨国建材集团，海外市场将成为公司未来战略布局的核心板块，公司中期目标为海外水泥产能达 5000 万吨；从现有产能布局及市场潜力研判来看，非洲市场将是公司海外业务重要开拓方向之一。

**尼日利亚资产交割完成，华新建材非洲市场增长再添动力。**2024 年 12 月，公司发布拟收购豪瑞尼日利亚资产的公告，随后于 2025 年 8 月完成股权交割，交割完成后纳入公司合并报告范围。本次收购的标的公司所在国尼日利亚，是“一带一路”先行先试重点国家之一，石油、天然气等自然资源丰富，为非洲第一人口大国和第一大经济体，人口、经济、基建处于快速增长阶段；此外，尼日利亚全国水泥企业仅三家，市场集中度高，水泥行业格局清晰向好，为华新建材在当地开展业务提供了良好的市场环境及广阔的需求前景。更重要的是，本次收购的标的公司是尼日利亚最早的水泥企业，在当地核心市场拥有 4 家大型水泥工厂和 6 家混凝土工厂，水泥产能 1060 万吨/年，混凝土产能 40 万方/年，且公司持有优质的石灰石资源；结合华新建材工业生产、技术研发、运营管理等优势及过往项目经验，标的公司后续业绩增长值得期待。从长期角度来看，尼日利亚将成为华新建材深耕西非市场的重要战略支点，助力公司迅速开拓当地及周边区域市场，寻求新发展空间，进一步巩固华新建材在非洲水泥市场的地位。

## 四、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

我们认为在公司“全球化”+“一体化”战略的双轮驱动下，华新建材在国内水泥市场产能加速出清的阶段，有望展现出较强竞争优势，其国内水泥市占率有望逆势提升；海外业务随着公司的持续拓展，其业务体量不断增加，叠加海外水泥价格优势，将为公司贡献更多业绩增量。看好公司各板块业务发展前景。

1) 水泥及熟料业务：收入来源是国内及海外两大市场，国内市场方面，后续在“反内卷”进一步深入推动下，国内水泥价格有望边际回升，公司盈利有望同步修复；海外市场方面，公司加速布局非洲等海外市场，随着后续新增产能的逐步释放，叠加海外水泥价格优势，海外业务有望驱动公司业绩中枢上移。预计 2025-2027 年，公司水泥熟料业务有望实现营业收入 205.17/231.81/258.85 亿元。

2) 骨料业务：在需求疲软叠加竞争加剧背景下，预计后续国内骨料价格将有所松动，公司骨料吨毛利小幅下降；但华新建材国内骨料产能规模优势突出，且巴西骨料公司有望贡献新业绩增量，预计后续其骨料销量仍有增长预期，公司骨料业务收入将小幅增长。预计 2025-2027 年，公司骨料业务有望实现营业收入 56.46/61.60/66.45 亿元。

3) 混凝土业务：混凝土与水泥关联度较强，其价格有望随水泥价格边际回升而小幅增长；此外，受益于西部基建带动混凝土需求，预计后续公司混凝土销量继续延续稳健增长，但增幅收窄；总体来看，预计其收入维持小幅增长。预计 2025-2027 年，公司混凝土业务有望实现营业收入 78.04/83.99/88.86 亿元。

表9：华新建材主营业务分拆

产品	指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
水泥及熟料	营业收入（百万元）	19,278.73	18,790.88	20,517.12	23,180.99	25,884.56
	yoy	-6.36%	-2.53%	9.19%	12.98%	11.66%
	毛利率	25.98%	23.37%	29.44%	30.38%	30.66%
骨料	营业收入（百万元）	5,363.83	5,641.83	5,646.13	6,159.69	6,644.64
	yoy	75.01%	5.18%	0.08%	9.10%	7.87%
	毛利率	45.88%	47.92%	46.03%	45.58%	45.92%
混凝土	营业收入（百万元）	7,652.22	8,415.29	7,804.27	8,399.30	8,885.83
	yoy	49.08%	9.97%	-7.26%	7.62%	5.79%
	毛利率	15.48%	12.02%	12.64%	12.26%	11.99%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

华新建材是国内华中区域水泥龙头企业，是国内水泥行业首批“走出去”的标杆企业，经过公司多年“全球化”及“一体化”发展，华新建材成功从区域性水泥企业转型升级为全球建材集团。公司海外产能规模位居国内水泥企业前列，在非洲等新兴市场的先发优势持续凸显背景下，看好公司海外业务发展前景。国内市场方面，公司骨料、混凝土等一体化业务与水泥主业形成强协同效应，有效降低单吨成本、提升盈利稳定性；在西部大开发发力背景下，西部基建有望带动更多水泥需求释放，公司西部市场水泥业务可期。预计公司 2025-2027 年实现营业收入 353.64/392.07/429.55 亿

元，同比增长 3.4%/10.9%/9.6%；预计实现归母净利润 30.19/36.30/41.02 亿元，同比增长 24.9%/20.3%/13.0%；预计每股收益为 1.45/1.75/1.97 元，对应 PE 为 17/14/12 倍。基于公司良好的发展预期，首次覆盖给予“推荐”评级。

表10：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	34,217	35,364	39,207	42,955
收入增速	1.4%	3.4%	10.9%	9.6%
归母净利润（百万元）	2,416	3,019	3,630	4,102
利润增速	-12.5%	24.9%	20.3%	13.0%
毛利率	24.7%	27.8%	28.5%	28.8%
摊薄 EPS(元)	1.16	1.45	1.75	1.97
PE	21.03	16.83	14.00	12.39

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）相对估值

结合公司基本业务情况，我们选取海螺水泥、上峰水泥、天山股份、塔牌集团、金隅冀东共 5 家国内水泥企业作为可比公司。根据 Wind 一致预期数据，可比公司 2025-2027 年 PE 平均值分别为 24/16/14 倍；我们预测华新建材 2025-2027 年 PE 分别为 17/14/12 倍，与可比公司相比，华新建材当前估值水平偏低，股价对应估值仍有提升空间。

表11：华新建材与可比公司估值

股票代码	股票名称	股价	EPS（元）					PE			
		2025.12.26	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600585.SH	海螺水泥	22.20	1.46	1.74	1.97	2.16	15.21	12.76	11.29	10.27	
000672.SZ	上峰水泥	11.97	0.66	0.74	0.86	0.96	18.08	16.09	13.85	12.43	
000877.SZ	天山股份	5.38	-0.07	0.15	0.25	0.31	-	35.23	21.53	17.55	
002233.SZ	塔牌集团	9.12	0.46	0.59	0.61	0.65	19.83	15.43	14.99	13.96	
000401.SZ	金隅冀东	4.46	-0.37	0.12	0.22	0.32	-	38.58	19.94	13.99	
平均值							-	23.62	16.32	13.64	
600801.SH	华新建材	24.44	1.16	1.45	1.75	1.97	21.07	16.83	14.00	12.39	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （三）绝对估值

我们采用三阶段 FCFF 法分增长期（2025-2027 年）、过渡期（2028-2034 年）、永续增长期（2034 年及以后）进行绝对估值，主要参数假设如下表所示；并在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.2% 的情况下，进行 FCFF 的敏感性分析，可得每股合理估值区间为 29.58-34.68 元。

表12: FCFF 估值参数及说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 $R_f(\%)$	1.84%	参考 10 年期国债
市场预期收益率 $R_m(\%)$	9.57%	参考上证指数近 20 年平均年化收益率
贝塔值( $\beta$ )	1.38	华新建材相对上证指数 Beta
税率 $T(\%)$	25.00%	企业法定所得税率
加权平均资本成本 WACC	9.84%	通过公式计算可得
永续增长率 $g$	1.00%	假设公司永续增长率为 1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表13: 绝对估值敏感性分析

估值区间		加权平均资本成本 WACC						
		8.34%	8.84%	9.34%	9.84%	10.34%	10.84%	11.34%
永续 增长 率	0.40%	37.59	35.03	32.75	30.72	28.89	27.24	25.75
	0.60%	38.21	35.55	33.20	31.11	29.23	27.54	26.01
	0.80%	38.86	36.10	33.67	31.51	29.58	27.85	26.27
	1.00%	39.54	36.68	34.17	31.94	29.95	28.16	26.55
	1.20%	40.26	37.29	34.68	32.38	30.33	28.50	26.84
	1.40%	41.03	37.93	35.23	32.85	30.73	28.84	27.15
	1.60%	41.84	38.61	35.80	33.33	31.15	29.21	27.46

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

### 1. 原燃材料价格大幅波动的风险：

水泥产品生产需要石灰石、煤炭等原燃材料，其价格波动将直接影响水泥吨毛利，如未来原燃材料价格波动幅度超过预期水平，将影响水泥单位利润，进而对企业业绩造成影响。

### 2. 市场需求不及预期的风险：

水泥及其产业链产品需求与基建、房地产等关联度较大，如后续下游市场恢复不及预期，将影响公司产品销售，进而影响公司业绩业绩。

### 3. 市场拓展不及预期的风险：

公司持续深耕国内水泥及其产业链市场，加速海外市场业务开拓，如后续市场拓展进展不及预期，将影响公司相关业务发展。

### 4. 政策推进不及预期的风险：

水泥“反内卷”推进需要政策支持，如后续支持力度减弱，水泥供需格局缓和预期将减弱，进而影响水泥价格及公司盈利修复；基建、房地产投资依赖相关政策推动，如政策进度弱于预期，将影响公司业绩释放。

### 5. 海外经营风险：

公司海外业务受国际局势、地缘政治、贸易摩擦、汇率波动等因素影响较大，将加大公司海外经营风险，可能对公司海外业务业绩造成影响。

## 图表目录

图 1: 公司发展历程图.....	4
图 2: 华新建材主营业务.....	5
图 3: 2024 年中国水泥企业熟料产能全球排行 TOP10 (万吨) .....	5
图 4: 公司全球业务布局图 .....	5
图 5: 公司股权结构图.....	6
图 6: 华新建材营业收入及同比增速 .....	7
图 7: 华新建材归母净利润及同比增速 .....	7
图 8: 国内水泥头部企业营业收入同比增速 .....	7
图 9: 国内水泥头部企业归母净利润同比增速 .....	7
图 10: 华新建材营业收入分业务拆分 .....	8
图 11: 华新建材毛利分业务拆分 .....	8
图 12: 华新建材海外营业收入及同比增速 .....	8
图 13: 华新建材营业收入分区域拆分 .....	8
图 14: 华新建材销售毛利率及销售净利率 .....	9
图 15: 华新建材期间费用率 .....	9
图 16: 华新建材品牌新形象 .....	9
图 17: SW 水泥制造板块营业收入及同比增速 .....	10
图 18: SW 水泥制造板块归母净利润及同比增速 .....	10
图 19: 历年各省份错峰停窑天数 (天) 及 25 年 1-11 月错峰天数占比情况 .....	11
图 20: 我国水泥熟料周度库容率分年曲线 (%) .....	11
图 21: 华新建材综合能源消耗及同比增速 .....	13
图 22: 华新建材国内熟料单位产品综合能耗及同比增速 .....	13
图 23: 全国 P.O42.5 普通硅酸盐水泥散装价格分年曲线 (元/吨) .....	14
图 24: 单季度 SW 水泥行业销售毛利率分年曲线 .....	14
图 25: 秦皇岛港山西产动力末煤 Q5500 平仓价 (元/吨) .....	15
图 26: 吨水泥煤炭价格差走势情况 (元/吨) .....	15
图 27: 水泥下游应用领域占比 .....	15
图 28: 房地产开发投资完成额 (亿元) 及同比增速 (%，右轴) .....	16
图 29: 房屋新开工面积 (万平方米) 及同比增速 (%，右轴) .....	16
图 30: 基础设施建设投资累计同比 (%) .....	16
图 31: 全国水泥产量及同比增速 (%) .....	16
图 32: 西藏、新疆及全国固定资产投资完成额同比增速 (%) .....	17
图 33: 西藏地区水泥企业熟料产能占比 (%) (截至 25 年 7 月) .....	18



图 34: 华新西藏山南工厂 .....	18
图 35: 西藏及全国 P.O42.5 散装水泥均价 (元/吨) .....	19
图 36: 全国各省份水泥价格热力图 (元/吨) (截至 2025 年 12 月 26 日) .....	19
图 37: 全国砂石需求量 (亿吨) 及同比增速 .....	20
图 38: 不同品种砂石全国均价 (元/吨) .....	20
图 39: 华新建材骨料产能及同比增速 .....	20
图 40: 国内骨料产能 TOP5 企业 (万吨, 截至 2025 年 12 月 26 日) .....	20
图 41: 华新建材骨料销量及同比增速 .....	21
图 42: 华新建材骨料售价 (元/吨) .....	21
图 43: 华新建材骨料及其他业务毛利率情况 (%) .....	21
图 44: 国内头部水泥企业骨料业务毛利率情况 (%) .....	21
图 45: 2014-2025 年“一带一路”共建国家基础设施发展指数 .....	22
图 46: 2015-2025 年“一带一路”共建国家基础设施发展环境、需求、热度、成本指数 .....	23
图 47: 2024 年不同地区中国水泥企业海外在产产能占比 .....	24
图 48: 全球水泥价格热力图 (美元/吨) .....	24
图 49: 近年我国水泥熟料海外产能规模及同比增速 .....	25
图 50: 2024 年主要中国水泥企业海外投产熟料产能情况 (万吨/年) .....	25
图 51: 华新建材海外水泥产能规模及同比增速 .....	26
图 52: 华新建材海外各地区收入占比情况 (%) .....	26
表 1: 华新建材国内各省份区域水泥熟料产能规模情况 .....	5
表 2: 水泥玻璃行业产能置换实施办法 2024 年本与 2021 年版内容对比 .....	11
表 3: 华新建材熟料产线产能置换项目 .....	12
表 4: 2025 年以来不在建设的新增熟料生产线 .....	13
表 5: 近两年中央预算内资金投资向西部倾斜相关表述 .....	17
表 6: 华新建材西藏地区熟料生产线布局情况 .....	18
表 7: 各区域基础设施发展指数变化情况 .....	23
表 8: 华新建材海外产能布局情况 .....	26
表 9: 华新建材主营业务分拆 .....	28
表 10: 主要财务指标预测 .....	29
表 11: 华新建材与可比公司估值 .....	29
表 12: FCFF 估值参数及说明 .....	30
表 13: 绝对估值敏感性分析 .....	30

## 附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,792	19,948	25,903	32,520
现金	6,809	10,799	15,786	21,426
应收账款	2,970	3,143	3,485	3,818
其它应收款	1,238	1,277	1,416	1,551
预付账款	315	332	364	398
存货	3,058	2,971	3,346	3,744
其他	1,403	1,425	1,505	1,583
非流动资产	53,721	53,328	52,562	51,466
长期投资	1,557	1,557	1,557	1,557
固定资产	28,408	29,456	30,014	30,124
无形资产	15,080	14,466	13,859	13,252
其他	8,675	7,848	7,132	6,534
资产总计	69,513	73,276	78,465	83,986
流动负债	18,169	18,349	19,473	20,621
短期借款	297	297	297	297
应付账款	7,744	7,805	8,565	9,349
其他	10,128	10,247	10,610	10,976
非流动负债	16,446	17,445	18,446	19,445
长期借款	9,599	10,599	11,599	12,599
其他	6,847	6,846	6,847	6,847
负债总计	34,615	35,793	37,918	40,067
少数股东权益	4,606	5,139	5,780	6,504
归属母公司股东权益	30,291	32,344	34,766	37,416
负债和股东权益	69,513	73,276	78,465	83,986

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,977	7,580	8,822	9,764
净利润	2,953	3,551	4,271	4,826
折旧摊销	3,905	3,370	3,705	4,028
财务费用	812	635	685	735
投资损失	-80	-71	-78	-86
营运资金变动	-1,029	-37	116	123
其他	-585	131	123	138
投资活动现金流	-3,672	-2,987	-2,943	-2,937
资本支出	-4,096	-3,057	-3,022	-3,023
长期投资	512	0	0	0
其他	-88	71	78	86
筹资活动现金流	-1,472	-603	-892	-1,188
短期借款	-348	0	0	0
长期借款	976	1,000	1,000	1,000
其他	-2,100	-1,603	-1,892	-2,188
现金净增加额	849	3,990	4,987	5,639

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	34,217	35,364	39,207	42,955
营业成本	25,771	25,544	28,032	30,595
税金及附加	809	813	902	988
销售费用	1,500	1,591	1,764	1,933
管理费用	1,880	1,980	2,196	2,405
研发费用	239	283	235	258
财务费用	686	540	534	514
资产减值损失	-81	-89	-84	-85
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资收益及其他	961	283	314	344
营业利润	4,224	4,806	5,773	6,520
营业外收入	30	35	39	43
营业外支出	142	106	118	129
利润总额	4,112	4,735	5,695	6,434
所得税	1,158	1,184	1,424	1,609
净利润	2,953	3,551	4,271	4,826
少数股东损益	537	533	641	724
归属母公司净利润	2,416	3,019	3,630	4,102
EBITDA	8,703	8,646	9,934	10,976
EPS（元）	1.16	1.45	1.75	1.97

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	1.4%	3.4%	10.9%	9.6%
营业利润增长率	-2.9%	13.8%	20.1%	12.9%
归母净利润增长率	-12.5%	24.9%	20.3%	13.0%
毛利率	24.7%	27.8%	28.5%	28.8%
净利率	8.6%	10.0%	10.9%	11.2%
ROE	8.0%	9.3%	10.4%	11.0%
ROIC	6.3%	6.8%	7.5%	7.8%
资产负债率	49.8%	48.8%	48.3%	47.7%
净资产负债率	99.2%	95.5%	93.5%	91.2%
流动比率	0.87	1.09	1.33	1.58
速动比率	0.65	0.87	1.11	1.34
总资产周转率	0.49	0.50	0.52	0.53
应收账款周转率	13.09	11.57	11.83	11.76
应付账款周转率	3.31	3.29	3.42	3.42
每股收益	1.16	1.45	1.75	1.97
每股经营现金流	2.88	3.65	4.24	4.70
每股净资产	14.57	15.56	16.72	18.00
P/E	21.03	16.83	14.00	12.39
P/B	1.68	1.57	1.46	1.36
EV/EBITDA	7.36	7.07	5.75	4.78
PS	1.48	1.44	1.30	1.18

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**贾亚萌，建材行业分析师。**澳大利亚悉尼大学商科硕士、学士，2021 年加入中国银河证券研究院，从事建材行业研究工作。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		