仅供内部参考，请勿外传！

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 08 月 12 日

华新建材(600801.SH)

公司深度分析

证券研究报告

水泥

出海水泥龙头典范，产能放量成长可期

投资评级	买入-A
	维持评级
12 个月目标价	30.38 元
股价（2026-08-11）	24.38 元

出海破局对冲国内下行周期，海外扩张战略推动业绩释放。公司早期从湖北黄石水泥厂起家，逐步成长为具备百年历史的国际化水泥企业，1999 年引入全球领先的建材企业豪瑞为战略股东，2007 年完成股改和 A 股定增，豪瑞成第一大股东。2012 年公司正式启动海外布局，2022－2025 年，国内水泥需求下滑叠加行业供给过剩导致价格竞争激烈，国内水泥盈利承压，骨料业务盈利下滑；期间，公司海外扩张步伐加快，海外新增产能/销量持续增加，带动公司整体营收规模维持高位，业绩逐步修复，经营韧性优于国内水泥同行。2025 年营业收入 353.48 亿元，同比增长 3.31%，归母净利润 28.53 亿元，同比增长 18.09%。2026 年以来，海外维持高景气叠加尼日利亚项目并表，公司营收/业绩持续高增，2026Q1 营业收入 89.09 亿元（yoy+24.40%），归母净利润 6.30 亿元（yoy+169.39%）。根据公司 2026 年半年度业绩预增公告，预计 2026H1 实现归母净利润 16.5－17.6 亿元，同比增长 50%－60%，业绩延续快速增长态势。

海外水泥需求/价格优于国内，产能扩张盈利提升多点开花。2021-2025 年，海外水泥需求由 19.23 亿吨增加至 21.75 亿吨，根据 OFR 预测，2026 年海外水泥需求预计 yoy+4.7%，其中，撒哈拉以南非洲、中东和北非、拉丁美洲水泥需求预计分别增长 7.7%、6.9%和 6.6%，均显著高于全球平均水平。海外水泥需求在增长的同时，价格和盈利也维持高位，公司 2025 年海外水泥销售均价约 581 元/吨（国内仅 231 元/吨），海外毛利率高达 41.94%，显著高于公司整体毛利率 30.22%，海外毛利贡献占比达 46.34%。从产能布局来看，公司已从中亚、东南亚逐步延伸至非洲、中东和南美，且扩张步伐持续加速，实现海外业务的多区域支撑。2025 年 8 月，公司完成尼日利亚项目收购，获得约 1060 万吨/年水泥产能，为公司出海以来规模最大并购。2025 年 3 月，公司完成巴西 EMBU 骨料项目的收购，是华新首次进入巴西建材市场，有望助力公司后续在南美区域进一步布局。截至 2025 年末，公司海外水泥运营及在建产能已突破 4000 万吨，短中期海外产能目标为 5000 万吨。公司海外资产整合和运营经验丰富，具备技术、市场和管理优势，看好其海外业务持续良性发展。

国内水泥/骨料价格下行空间或有限，静待供给优化下水泥盈利修复。国内水泥需求仍处下行周期，预计中期水泥稳态需求或为 14 亿吨左右，较 2025 年下滑约 15%。2026 年初以来，国内水泥价格持续下行，目前水泥价格已为 2017 年以来最低点，2026 年上半年仅有 4 家上市水泥公司实现盈利，后续价格下行空间或有

交易数据

总市值(百万元)	50,685.91
流通市值(百万元)	32,710.59
总股本(百万股)	2,079.00
流通股本(百万股)	1,341.70
12 个月价格区间	15.16/26.14 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	44.2	23.7	39.7
绝对收益	41.7	17.8	52.9

董文静 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522030004
dongwj@sdicsc.com.cn

陈依凡 分析师
SAC 执业证书编号：S1450524080001
chenyf4@sdicsc.com.cn

相关报告

归母净利润同比高增，盈利能力/现金流明显改善	2026-05-08
海外营收/净利润高增，盈利能力同比改善	2026-03-28
Q3 单季度业绩翻倍增长，盈利能力大幅提升	2025-10-26
盈利能力同比改善，归母净利润同比高增，海外业务持续推进	2025-09-01

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

限。当前供给侧政策出清路径清晰，若超产产能治理等相关政策执行力度加强，有望促进水泥行业过剩产能出清，缓和行业供需矛盾，促进价格和盈利底部修复。国内骨料需求随水泥同步调整，同时供给侧仍有新增产能投放，2021 年以来骨料销售均价和盈利也同步走低，预计当前骨料价格已接近部分企业的盈亏平衡点，预计后续骨料价格下行空间边际收敛，公司凭借低成本矿权与区域禀赋盈利表现相对突出。

归母业绩同比高增，海外量增+国内价高成本下行驱动盈利改善 2025-07-16

投资建议：我们看好公司海外水泥持续放量及国内水泥底部修复带来的盈利弹性，预计 2026－2028 年公司整体营业收入分别为 404.64 亿元、446.53 亿元和 484.46 亿元，同比增长 14.47%、10.35%和 8.50%；预计 2026－2028 年归母净利润分别为 36.13 亿元、45.11 亿元和 54.81 亿元，同比增长 26.61%、24.86%和 21.51%；对应 2026－2028 年 PE 分别为 14.0 倍、11.2 倍和 9.2 倍，给予 2027 年 14 倍 PE，对应 12 个月目标价 30.38 元。

风险提示：宏观经济波动；下游需求回暖不及预期；一体化推进不及预期；海外业务拓展不及预期；非洲需求释放不及预期；尼日利亚区域集中风险；海外并购整合不及预期；错峰生产执行不及预期；市场竞争加剧；成本端价格上涨；盈利预测不及预期。

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	34,217	35,348	40,464	44,653	48,446
净利润	2,416	2,853	3,613	4,511	5,481
每股收益(元)	1.16	1.37	1.74	2.17	2.64
市盈率(倍)	21.0	17.8	14.0	11.2	9.2
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
净利润率	7.1%	8.1%	8.9%	10.1%	11.3%
净资产收益率	8.0%	8.9%	10.6%	12.3%	13.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 公司概况：百年龙头积淀深厚，全球建材转型提速 6
1.1. 发展历程：百年积淀叠加国际化赋能，全球化建材转型持续推进 6
1.2. 经营情况：出海破局对冲国内周期下行，驱动营收业绩底部修复 7
1.3. 财务状况：盈利能力边际修复，现金流支撑海外扩张 9
2. 海外业务：全球布局持续深化，非洲市场加速放量 10
2.1. 全球水泥市场：海外新兴市场价高量增，贡献全球主要水泥增量 10
2.2. 海外布局复盘：产能布局持续扩张，非洲成为主要增长来源 12
2.3. 非洲：水泥需求基础持续夯实，高价与寡头格局支撑盈利 14
2.3.1. 需求：人口增长叠加城镇化进程持续，驱动水泥需求高个位数增长 14
2.3.2. 价格：短腿属性强化本地供给，高价环境构筑盈利基础 15
2.3.3. 竞争格局：竞争格局较优支撑高价，中资企业加速出海非洲 16
2.3.4. 公司布局：东非/南非布局形成基础盘，尼日利亚收购打开新空间 20
2.4. 南美洲：市场由少数国家和龙头主导，巴西需求回暖量价逐步修复 24
2.4.1. 市场概况：巴西贡献半数产销规模，供给侧企业集中度较高 24
2.4.2. 巴西水泥：住房计划驱动需求重回增长，第二大龙头 CSN 水泥寻求出售 25
2.4.3. 公司布局：收购 EMBU 切入南美建材市场，为后续业务延伸奠定基础 29
2.5. 亚洲：中亚基础盘相对稳固，东南亚基建投资需求强劲 30
3. 国内：磨底出清进行时，静待政策力度加强盈利底部修复 32
3.1. 水泥：价格和盈利持续筑底，静待政策优化下盈利底部修复 32
3.1.1. 供给：供给侧优化政策路径清晰，过剩产能有望逐步出清 32
3.1.2. 需求：中长期需求或持续收缩，重大项目支撑区域需求 35
3.1.3. 公司：布局西藏供货雅下工程，替代燃料与极致能效驱动绿色降本 37
3.2. 骨料：价格下行空间或边际收敛，低成本与区域禀赋支撑盈利 38
4. 盈利预测与投资建议：海外放量贡献增量，结构优化支撑估值 40
4.1. 公司盈利预测：海外增长贡献增量，国内业务稳中修复 40
4.2. 投资建议：国内盈利持续筑底，海外布局打开成长空间 41
5. 风险提示 41

图表目录

图 1. 公司发展历程 6
图 2. 公司全球业务布局地图 6
图 3. 2025 年底公司水泥、骨料、商品混凝土产能及布局 6
图 4. 公司股权结构图（截至 2025 年底） 7
图 5. 2011-2026Q1 公司营业总收入、增速及水泥板块营业总收入增速（亿元，%） 7
图 6. 2011-2026Q1 公司归母净利润、增速及水泥板块归母净利润增速（亿元，%） 7
图 7. 2011-2025 年公司水泥销量及同比（万吨，%） 8
图 8. 2011-2025 年公司水泥销售均价（元/吨） 8
图 9. 2016-2025 年公司收入结构（亿元） 8
图 10. 2022-2025 年公司海外/国内水泥销量及海外销量占比（万吨，%） 8
图 11. 2020-2025 年公司境外收入、增速及占比（亿元，%） 9
图 12. 2025 年公司分地区营业收入及毛利率（亿元，%） 9
图 13. 2020-2026Q1 公司与水泥板块毛利率与净利率（%） 9
图 14. 2020-2025 年公司主要产品及境外业务毛利率（%） 9
图 15. 2017 年以来全国水泥 P042.5 水泥散装价（元/吨） 10

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图 16. 2020-2026Q1 公司经营性现金流净额及同比（亿元，%）.....10
图 17. 2020-2026Q1 公司资产负债率及有息负债率（%）.....10
图 18. 2020-2025 全球水泥需求量及同比（亿吨，%）.....11
图 19. 2020-2025 中国与海外水泥需求量及同比（亿吨，%）.....11
图 20. 2025 年全球各地区水泥消费份额（%）.....11
图 21. 2026 年全球水泥需求增速预测（%）.....11
图 22. 2026H1 全球主要国家水泥市场价格（出厂价）（美元/吨）.....12
图 23. 2018-2025 年公司海外及国内水泥销售均价（元/吨）.....12
图 24. 非洲主要国家人口规模及城镇化率（亿人，%）.....14
图 25. 2024 年全球、中国、美国及非洲主要国家人均水泥消费量（kg/人）.....14
图 26. 非洲水泥市场规模（亿美元）.....15
图 27. 非洲水泥需求驱动因素分区域梳理.....15
图 28. 非洲主要水泥市场价格（美元/吨）.....16
图 29. 2023Q1-2026Q1Dangote Cement 尼日利亚水泥单价（百奈拉/吨，元/吨，%）.....16
图 30. 2021-2025 年尼日利亚实际 GDP 增长率（%）.....17
图 31. 尼日利亚水泥市场规模（亿美元）.....17
图 32. 尼日利亚拉各斯—卡拉巴尔沿海公路项目.....17
图 33. 尼日利亚 Renewed Hope 基建项目持续推进.....17
图 34. 2024 年尼日利亚主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）.....18
图 35. 2026 年尼日利亚主要水泥企业现有+在建项目产能格局（万吨/年，%）.....18
图 36. 2023 年马拉维主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）.....19
图 37. 2025 年马拉维主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）.....19
图 38. 2025 年莫桑比克主要水泥企业存量产能格局（万吨/年，%）.....19
图 39. 2026 年莫桑比克主要水泥企业现有+在建项目产能格局（万吨/年，%）.....19
图 40. 2021 年赞比亚主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）.....20
图 41. 2025 年赞比亚主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）.....20
图 42. 中国头部水泥企业在非洲的布局（截至 2026 年 7 月）.....21
图 43. 公司非洲项目布局图.....21
图 44. 公司非洲重点项目技改前后产能及新增配套能力.....22
图 45. 南非 Simuma 工厂升级改造施工现场及改造后实景.....22
图 46. Lafarge Africa 产能布局.....23
图 47. Lafarge Africa Plc 营业收入、税后利润、同比及净利率（亿奈拉；%）.....23
图 48. 2020-2024 年南美洲重点 11 国合计水泥消费量、产量及同比（亿吨，%）.....24
图 49. 2024 年南美洲重点 11 国水泥消费量及占比（万吨，%）.....24
图 50. 2000-2025 年巴西水泥需求量及增速（万吨；%）.....26
图 51. 2020-2025 年巴西住宅推出及销售量（万套）.....26
图 52. 2010—2024 年巴西公共及私人基础设施投资及同比（十亿欧元，%）.....27
图 53. 2023 年巴西政府“加速增长计划”中的九个重点投资领域投资分布（亿美元，%）.27
图 54. 2023-2026 年巴西公路特许经营招标及投资规划.....27
图 55. 2026 年巴西公路特许经营项目分布.....27
图 56. 2018-2024 年巴西水泥价格及同比（美元/吨，%）.....28
图 57. 2023Q1-2026Q1 CSN 水泥业务单吨收入（雷亚尔/吨，美元/吨）.....28
图 58. 2024 年巴西水泥产能竞争格局（万吨/年，%）.....28
图 59. 2022 年巴西一体化水泥厂及水泥粉磨站分布.....28
图 60. 2023Q1-2026Q1 CSN 水泥业务单吨收入及吨毛利（雷亚尔/吨）.....29

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图 61. 2023-2025 年 CSN 水泥业务收入及 EBITDA（亿雷亚尔）.....29
图 62. 2021-2024 年 EMBU 收入（亿雷亚尔）.....29
图 63. 2021-2024.1-9 月 EMBU 利润情况（千美元）.....29
图 64. 公司亚洲产能分布.....30
图 65. 2024 年塔吉克斯坦主要水泥企业产能（万吨/年，%）.....31
图 66. 2025 年吉尔吉斯斯坦主要水泥企业产能（万吨/年，%）.....31
图 67. 东南亚 5 国平均城镇化率 VS 中国城镇化率（%）.....31
图 68. 固定资本形成总额占 GDP 比重（%）.....31
图 69. 菲律宾 GDP 及增速（含预测）（亿美元，%）.....32
图 70. 菲律宾城镇化率（%）.....32
图 71. 2021 年起全国动力煤和水泥价格（元/吨）.....33
图 72. 2018-2025 全国水泥行业利润总额、同比及利润率（亿元，%）.....33
图 73. 2025 年水泥熟料产能 TOP10 省份产能变化（万吨，名）.....34
图 74. 2011 年至今全国水泥产量及同比（亿吨，%）.....35
图 75. 2018 年至今基建和地产投资数据（%）.....35
图 76. 2025 年华新国内分区域收入（亿元，%）.....37
图 77. 2025 年西藏地区水泥熟料市场竞争格局.....37
图 78. 2020-2025 年公司水泥业务营业成本占比（%）.....37
图 79. 2020 年以来动力煤均价（元/吨）.....37
图 80. 2016-2025 年我国砂石骨料需求量及同比（亿吨，%）.....38
图 81. 2016-2025 年公司骨料均价和吨毛利（元/吨）.....38
图 82. 2016-2025 年公司骨料产能及同比（万吨/年，%）.....39
图 83. 2025 年公司骨料产能分布（万吨/年，%）.....39
图 84. 2016-2025 年公司骨料营业收入及同比（亿元，%）.....39
图 85. 2016-2025 年公司骨料销量及均价（亿吨，元/吨）.....39
图 86. 2016-2025 年公司骨料毛利率及毛利占比（%）.....39
图 87. 2016-2025 年公司骨料均价、吨成本及吨毛利（元/吨）.....39

表 1： 华新海外项目时间轴.....13
表 2： 2025 公司海外分区域经营情况.....13
表 3： 非洲主要国家人均年水泥消费量及对应增量空间测算.....15
表 4： 2024 年以来尼日利亚主要水泥企业经营指标.....23
表 5： 2024 年南美洲主要水泥企业产能（万吨/年）.....25
表 6： 2022 年以来南美洲水泥及综合建材主要资产整合案例.....25
表 7： 水泥行业生态环保及节能降碳政策文件.....34
表 8： 全国水泥需求量测算.....35
表 9： 部分水电站建设信息.....36
表 10： 国内部分铁路项目施工及水泥用量情况.....36
表 11： 公司分业务营收预测（亿元）.....40
表 12： 公司估值分析.....41

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

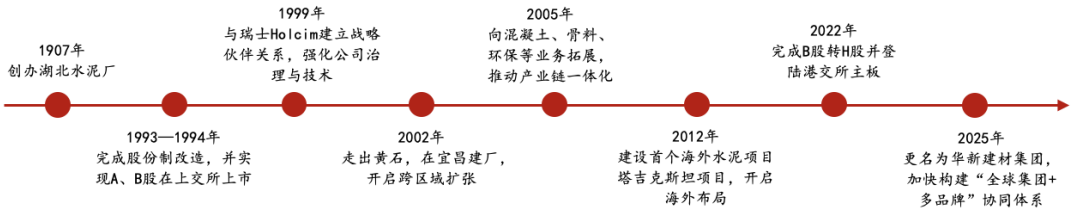
仅供内部参考，请勿外传！

1. 公司概况：百年龙头积淀深厚，全球建材转型提速

1.1. 发展历程：百年积淀叠加国际化赋能，全球化建材转型持续推进

百年发展积淀悠久历史，从国内水泥龙头到全球建材集团。公司始创于 1907 年，早期从湖北黄石起步，历经迁建重组和股份制改造，逐步完成现代企业制度转型。1994 年，公司 A、B 股在上海证券交易所上市；1999 年，公司与瑞士 Holcim 集团建立战略伙伴关系，进一步提升其治理水平和技术能力。2002 年以来，公司在扩大水泥业务区域布局的同时，持续向骨料、混凝土、环保等产业链上下游延伸，并于 2012 年在吉尔吉斯斯坦建设首个海外水泥项目，正式启动海外布局。2022 年至今，随国内水泥下游需求收缩，市场竞争加剧致国内水泥价格和盈利承压，公司加大海外市场扩张步伐，海外逐步成长为公司主要业绩支柱。2025 年，公司正式更名为“华新建材集团股份有限公司”，加快构建“全球集团+多品牌”协同体系。

图1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

全产业链一体化布局，海外熟料产能问鼎全国第一。截至 2025 年底，公司业务覆盖国内 17 个省/市/自治区和海外 22 个国家，拥有 300 余家分子公司。产能方面，公司具备水泥产能 1.38 亿吨/年、骨料产能 2.92 亿吨/年、商品混凝土产能 46,314 方/小时和废弃物处置能力 1,881 万吨/年，并配套布局水泥装备、墙材、加气混凝土、砂浆、超高性能混凝土及石灰等业务。在海外市场，公司的水泥运营及在建产能已突破 4000 万吨，为在海外产能规模最大的国内水泥企业。根据水泥网熟料产能百强榜，截至 2025 年底，在中国水泥企业熟料产能全球排行中，公司位居第四，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一。

图2. 公司全球业务布局地图



资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

图3. 2025 年底公司水泥、骨料、商品混凝土产能及布局



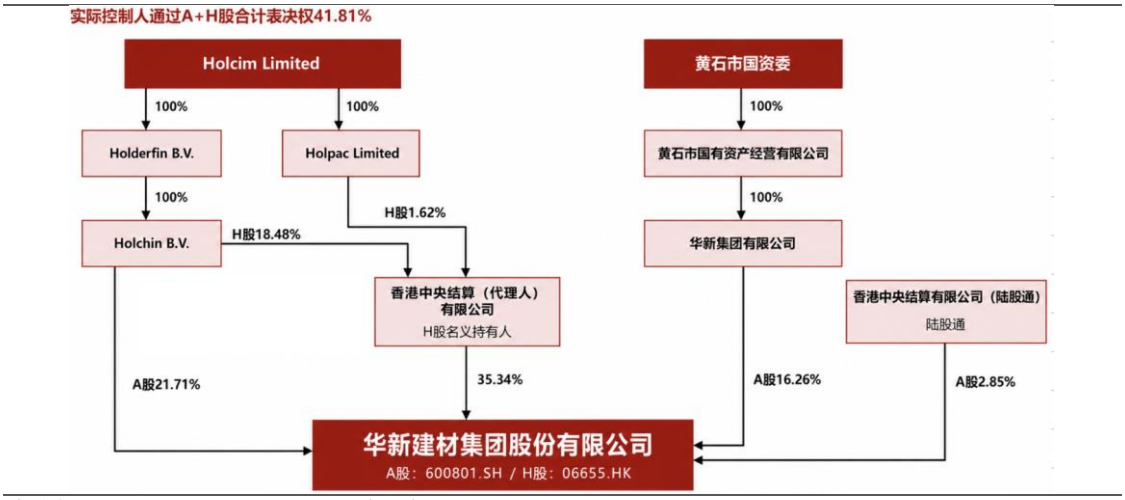
资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

国际建材龙头与地方国资共同持股，Holchin B.V. 持有 40.19%股权。截至 2025 年底，Holchin B.V. 为公司第一大股东，持有公司 40.19%股权，其最终控股股东为瑞士 Holcim Ltd.；Holchin B.V. 的一致行动人 Holpac Limited 持有公司 1.62%股权，因此，Holchin B.V. 及其一致行动人合计享有公司 41.81%表决权。华新集团有限公司为地方国资背景，持股比例为 16.26%，为公司重要本土股东。Holcim Ltd.（瑞士豪瑞集团）始创于 1912 年，是全球领先的建筑材料和建筑解决方案提供商，业务覆盖水泥、骨料、预拌混凝土等领域，遍及欧洲、拉丁美洲以及亚洲、中东和非洲的 43 个市场，2025 年实现净销售额 157 亿瑞士法郎（约合人民币 1,359

仅供内部参考，请勿外传！

亿元）。自 1999 年建立战略伙伴关系以来，双方保持长期合作，Holcim 在企业战略、技术、管理和公司治理等方面为公司发展提供了支持。

图4. 公司股权结构图（截至 2025 年底）



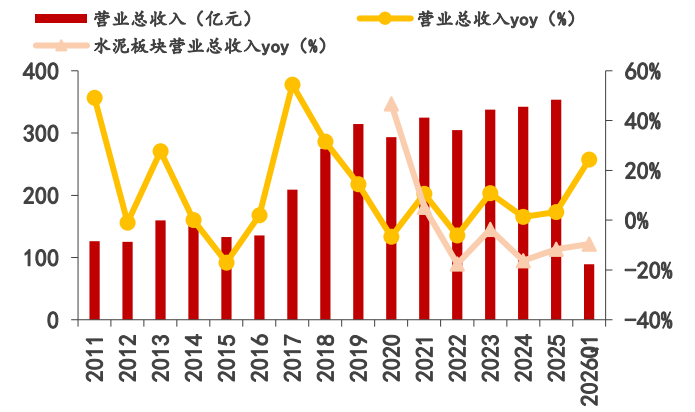
资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所

1.2. 经营情况：出海破局对冲国内周期下行，驱动营收业绩底部修复

出海破局对冲国内周期下行，海外量价齐升推动业绩释放。2011–2014 年，水泥需求处于地产和基建需求支撑下的高位平台期，公司水泥产能规模稳步扩张，带动营业收入由 126.38 亿元提升至 159.96 亿元，归母净利润由 10.75 亿元提升至 12.22 亿元。2015 年，需求阶段性下滑叠加供给过剩导致价格竞争激烈，公司营收承压、业绩端同比大幅下滑。2016–2021 年，受国内水泥供给侧改革叠加地产投资恢复增长，水泥价格和盈利大幅上涨，行业迎来 6 年上行周期，期间公司营收由 135.26 亿元增长至 324.64 亿元，归母净利润由 4.52 亿元提升至 53.64 亿元，营收和归母净利润 CAGR 分别为 11.26%和 22.72%。

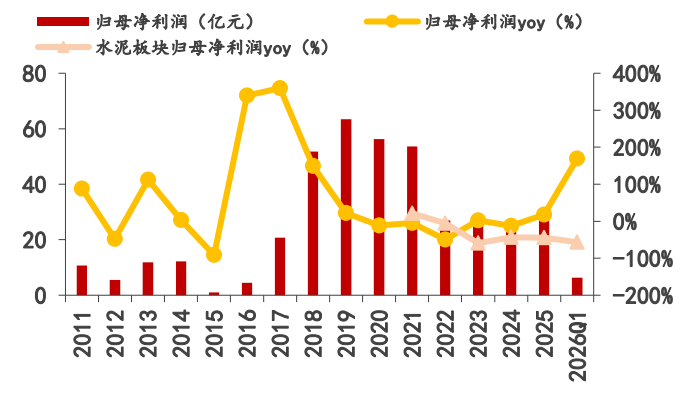
2022–2025 年，国内水泥需求持续回落，同时行业供给过剩，水泥价格竞争激烈，国内水泥盈利承压，骨料业务盈利下滑；期间，公司海外扩张步伐加快，海外新增产能/销量持续增加，带动公司整体营收规模维持高位，业绩逐步修复，2025 年营业收入 353.48 亿元，同比增长 3.31%，归母净利润 28.53 亿元，同比增长 18.09%。2026 年以来，海外水泥维持高景气叠加尼日利亚业绩并表，公司营收/业绩持续高增，2026Q1 营业收入 89.09 亿元（yoy+24.40%），归母净利润 6.30 亿元（yoy+169.39%）。根据公司 2026 年半年度业绩预增公告，预计 2026H1 实现归母净利润 16.5–17.6 亿元，同比增长 50%–60%，业绩延续快速增长态势。

图5. 2011-2026Q1 公司营业总收入、增速及水泥板块营业总收入增速（亿元，%）



资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所（板块包含标的：西藏天路、青松建化、宁夏建材、海螺水泥、尖峰集团、华新建材、天山股份、金隅冀东、万年青、塔牌集团、福建水泥、上峰材料）

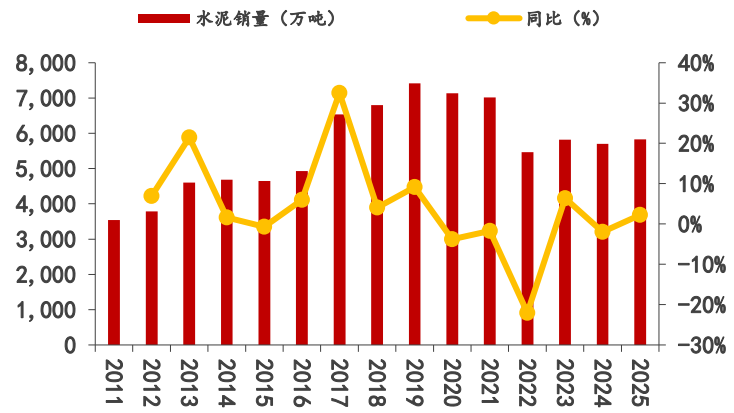
图6. 2011-2026Q1 公司归母净利润、增速及水泥板块归母净利润增速（亿元，%）



资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所（板块包含标的：西藏天路、青松建化、宁夏建材、海螺水泥、尖峰集团、华新建材、天山股份、金隅冀东、万年青、塔牌集团、福建水泥、上峰材料）

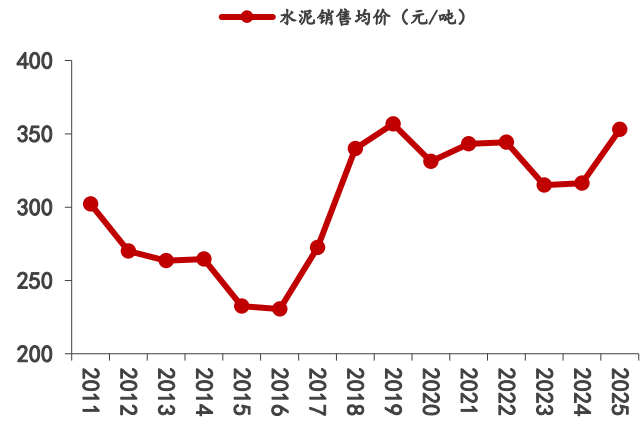
仅供内部参考，请勿外传！

图7. 2011-2025 年公司水泥销量及同比（万吨，%）



资料来源：公司年报，公司公告，国投证券证券研究所

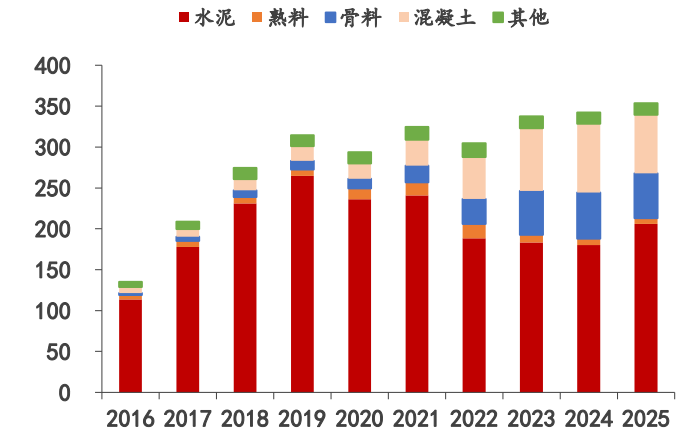
图8. 2011-2025 年公司水泥销售均价（元/吨）



资料来源：公司年报，公司公告，国投证券证券研究所

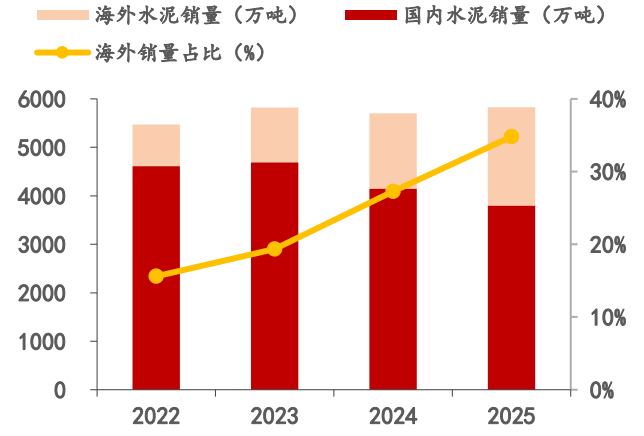
海外水泥销量快速提升，支撑整体业绩表现。2022 年以来，在国内水泥需求下行背景下，公司推进骨料、混凝土等一体化布局，其中骨料业务具备资源属性，高毛利率业务增厚公司业绩，混凝土业务一定程度上对所在销售市场的水泥熟料业务形成协同。2020-2025 年，骨料营收由 11.83 亿元提升至 54.83 亿元，营收占比由 4.03%提升至 15.51%，毛利贡献占比由 6.21%提升至 22.08%，受终端需求收缩影响，骨料业务毛利率有所下滑但仍维持高位，2025 年骨料毛利率为 43.01%，显著高于水泥毛利率 33.57%。此外，公司通过海外扩张进行全球化布局，海外业务业绩贡献占比持续提升，有望支撑公司长期业绩增长和盈利水平。2022-2025 年，公司水泥整体销量维持稳定，由 5469 万吨小幅增加至 5831 万吨，其中海外销量由 853 万吨大幅增长至 2030 万吨，海外市场高毛利率可对冲国内周期下行，目前海外市场已经成为业绩增长弹性的主要来源。

图9. 2016-2025 年公司收入结构（亿元）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图10. 2022-2025 年公司海外/国内水泥销量及海外销量占比（万吨，%）



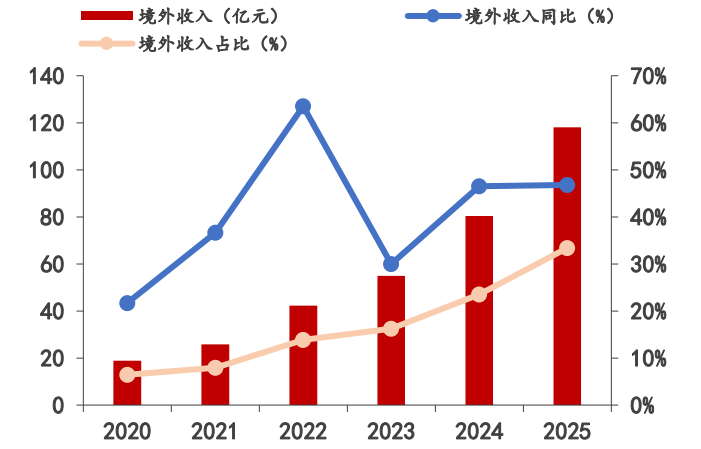
资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

海外业务是公司 2020 年以来结构变化最明确的方向，收入占比提升与高毛利贡献共同推动盈利来源多元化。2020-2025 年，公司境外收入由 18.90 亿元提升至 118.04 亿元，复合增速约 44.3%，显著高于公司整体营业收入增速；境外收入占比由 6.44%提升至 33.39%，已成长为公司第二增长曲线，且海外业务的利润贡献明显高于收入贡献。2025 年，公司境外毛利率为 41.94%，高于公司整体毛利率 30.22%；境外收入占比为 33.39%，但毛利贡献占比已达到 46.34%，高毛利率的海外业务对公司盈利结构改善的拉动更为显著。2025 年以来，公司海外增长主要来自两条路径：一是南非、赞比亚、马拉维、坦桑尼亚等存量项目升级和新建产线

仅供内部参考，请勿外传！

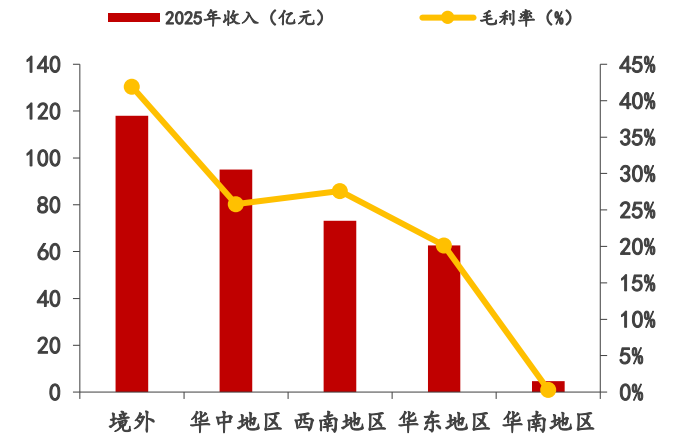
投产，推动海外水泥销量持续释放；二是尼日利亚 Lafarge Africa 项目并表，公司海外水泥销量和营收利润贡献进一步提升。

图11. 2020-2025 年公司境外收入、增速及占比（亿元，%）



资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所

图12. 2025 年公司分地区营业收入及毛利率（亿元，%）



资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所

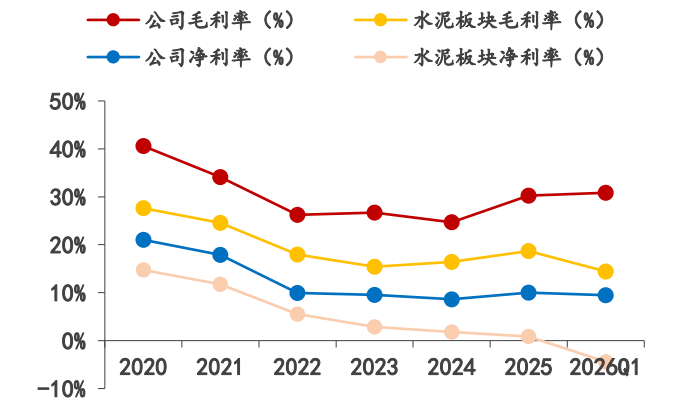
1.3. 财务状况：盈利能力边际修复，现金流支撑海外扩张

海外高毛利率业务强势反哺，盈利韧性持续跑赢水泥板块。2021 年以来，受国内水泥需求走弱、价格下行及阶段性成本压力影响，公司毛利率由 2021 年的 34.10%回落至 2024 年的 24.69%，净利率由 17.88%降至 8.63%，2025 年，或由于尼日利亚项目并表带动境外营收业绩占比大幅提升，同时境外业务毛利率同比提升 8.81pct 至 41.94%，整体毛利率恢复至 30.22%。

与水泥板块同行相比，2021-2026Q1 公司盈利能力均高于水泥板块平均水平，一方面海外业务战略布局成效显著，海外水泥价高量增构筑核心盈利支撑，另一方面公司骨料业务具备先发优势，2025 年毛利率为 43.01%，虽盈利水平或已下行至行业底部，仍高于水泥主业毛利率 33.57%，一定程度上增厚公司业绩。

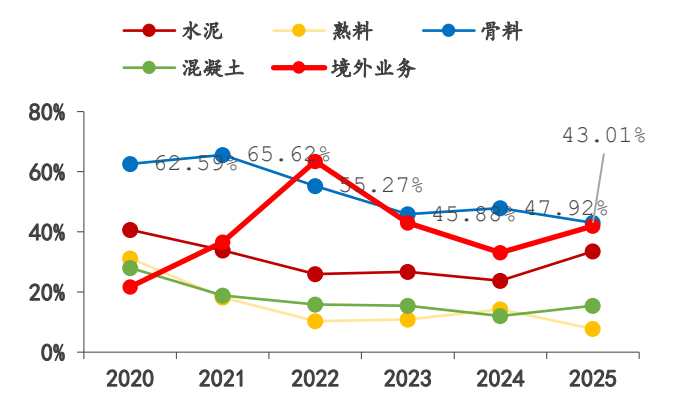
年初以来，国内水泥价格和盈利持续承压，目前水泥价格已下行至 2017 年以来最低点，后续下行空间有限，若供给侧政策落地及执行力度加强，或带来公司国内水泥主业盈利底部修复；同时，海外战略持续推进，产能规模同步扩张，高毛利率海外业务持续驱动盈利向上。

图13. 2020-2026Q1 公司与水泥板块毛利率与净利率（%）



资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所（板块包含标的：西藏天路、青松建化、宁夏建材、海螺水泥、尖峰集团、华新建材、天山股份、金隅冀东、万年青、塔牌集团、福建水泥、上峰材料）

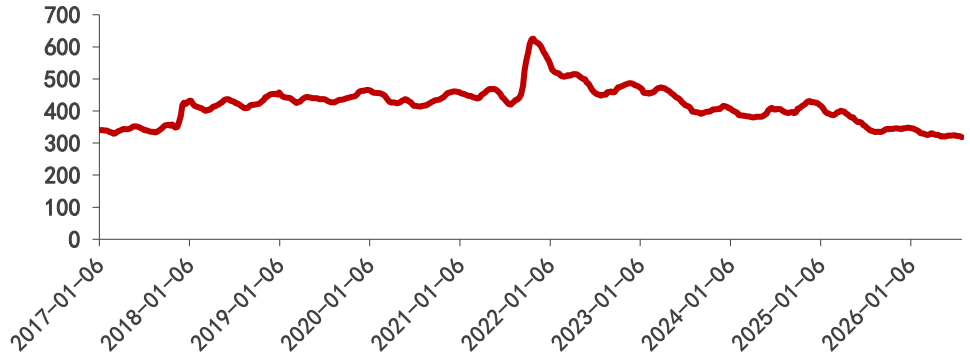
图14. 2020-2025 年公司主要产品及境外业务毛利率（%）



资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图15. 2017 年以来全国水泥 PO42.5 水泥散装价（元/吨）

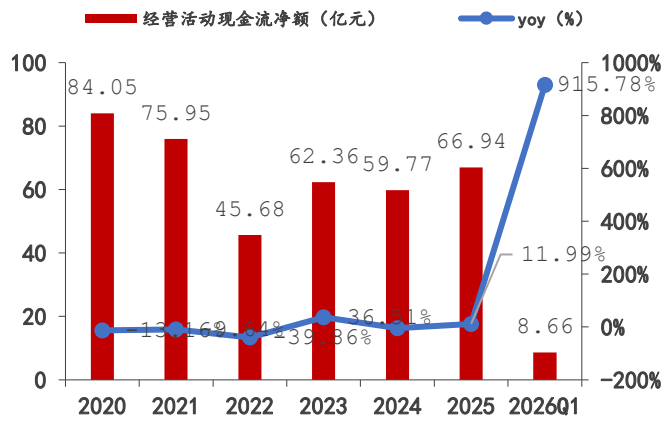


资料来源：ifind，国投证券证券研究所

优质回款模式助力经营性现金净流入，海外放量驱动经营现金流稳步修复。公司经营性现金流持续保持净流入，主要系公司采取“现款交易+赊销相结合”的销售模式，且现金结算占比高达 70%，赊销一般按照 30-60 天进行账款结算，回款周期较短。2020-2022 年，受疫情和水泥市场需求低迷影响，公司业绩承压，经营活动现金流净额由 84.05 亿元降至 45.68 亿元；2025 年，得益于海外业务持续贡献，公司营收业绩恢复增长，带动经营性现金流净额增长至 66.94 亿元（yoy+11.99%）。

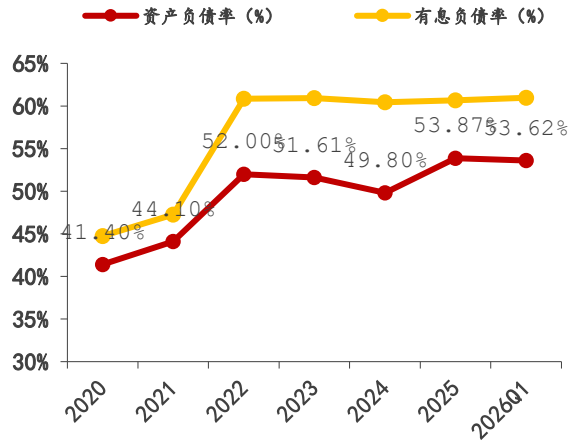
资产负债方面，2020-2024 年公司资产负债率由 41.40%提升至 49.80%；2025 年受尼日利亚、巴西骨料等海外并购贷款、债券发行及资本开支增加影响，资产负债率进一步提升至 53.87%。有息负债率由 2020 年的 44.75%提升至 2025 年的 60.67%，2026Q1 末为 60.96%，扩张期杠杆有所上行但整体仍处可控区间。整体来看，公司扩张期杠杆有所上行，但经营现金流持续高于利润水平，对债务扩张形成一定覆盖，新增负债也主要服务海外产能扩张和资产布局。

图16. 2020-2026Q1 公司经营性现金流净额及同比（亿元，%）



资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所

图17. 2020-2026Q1 公司资产负债率及有息负债率（%）



资料来源：ifind，公司财报，国投证券证券研究所（注：有息负债率为有息负债/总负债）

2. 海外业务：全球布局持续深化，非洲市场加速放量

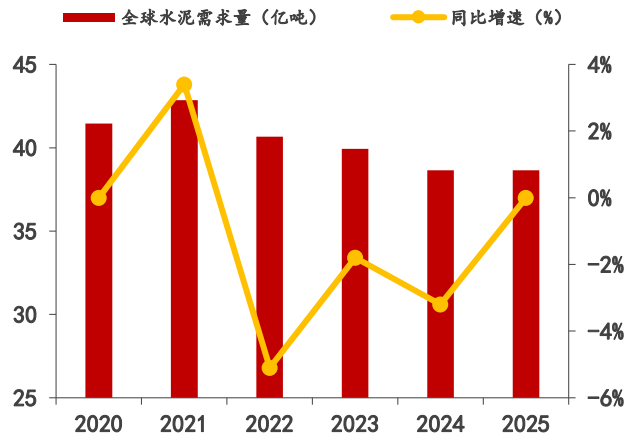
2.1. 全球水泥市场：海外新兴市场价高量增，贡献全球主要水泥增量

中国水泥需求收缩拖累全球，海外新兴市场贡献主要增量。根据 ICR Research 数据，受中国水泥需求下行拖累，全球水泥需求在 2021 年达到高点 42.86 亿吨后连续回落，2025 年全球水泥需求量维持在 38.65 亿吨，较 2021 年峰值减少约 4.21 亿吨，降幅接近 10%。其中，由于房地产需求持续下滑叠加基建需求放缓，中国水泥需求由 2021 年的 23.63 亿吨下降至 2025 年的 16.90 亿吨，降幅达 28.48%。剔除中国外，海外水泥需求由 2021 年的 19.23 亿吨

仅供内部参考，请勿外传！

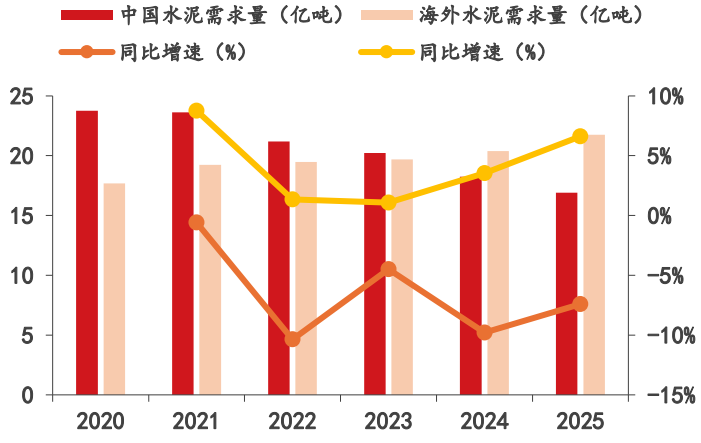
提升至 2025 年的 21.75 亿吨，2021-2025 年各年均保持正增长，其中 2025 年同比增长 6.62%，海外水泥需求稳中有升带动全球水泥需求增长。

图18. 2020-2025 全球水泥需求量及同比（亿吨，%）



资料来源：ICR Research，数字水泥网，国投证券证券研究所

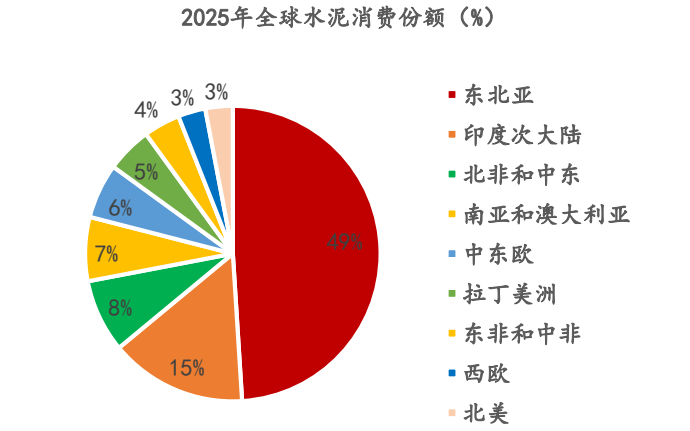
图19. 2020-2025 中国与海外水泥需求量及同比（亿吨，%）



资料来源：ICR Research，数字水泥网，水泥网 APP，国投证券证券研究所

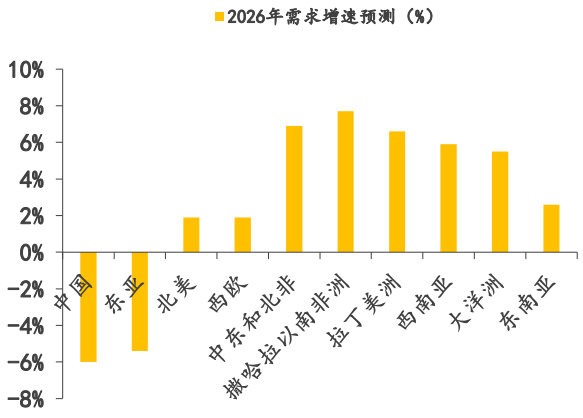
全球水泥需求引擎切换，非洲/中东/拉美等区域领跑全球。从全球水泥消费结构看，东北亚占全球水泥消费接近一半，2025 年占比为 49%，其次为印度次大陆占比 15%，在新兴市场中，北非和中东需求占比为 8%，南亚和澳大利亚占比为 7%，其余区域占比相对较低，未来全球水泥需求增量更多集中于非洲、中东、拉美和南亚等新兴市场。根据 OFR 预测，2026 年全球水泥需求预计同比下降 0.2%，剔除中国后预计同比增长 4.7%。分区域看，2026 年中国水泥需求预计同比下降约 6%，撒哈拉以南非洲、中东和北非、拉丁美洲、西南亚水泥需求预计分别增长 7.7%、6.9%、6.6%和 5.9%，均显著高于全球平均水平。

图20. 2025 年全球各地区水泥消费份额（%）



资料来源：ICR Research，数字水泥网，国投证券证券研究所

图21. 2026 年全球水泥需求增速预测（%）



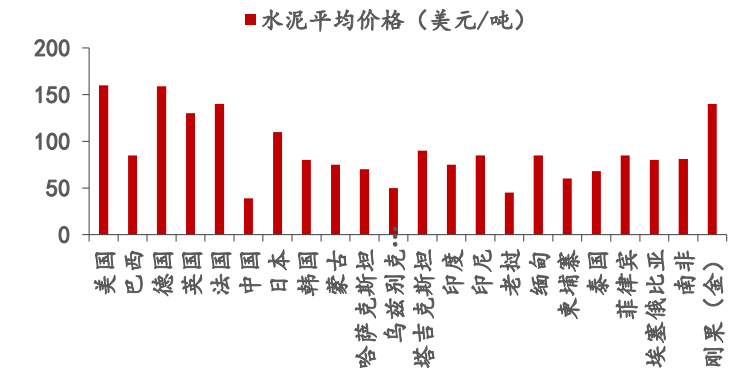
资料来源：OFR，数字水泥网，国投证券证券研究所

全球水泥价格整体维持高位，海外主要市场价格普遍高于国内。从全球主要国家水泥市场价格看，2026 年上半年，中国水泥平均出厂价约 39 美元/吨，在样本国家中处于低位，仅高于老挝、乌兹别克斯坦等少数市场，显著低于美国 160 美元/吨、德国 159 美元/吨等成熟市场，也低于刚果（金）140 美元/吨、日本 110 美元/吨、菲律宾 85 美元/吨、埃塞俄比亚 80 美元/吨及南非 81 美元/吨等区域。据中国水泥协会，2026 年全年，中国、越南、泰国等供给过剩市场的水泥价格仍可能承压；欧美市场在能源、人工、碳排放及基础设施投资等因素支撑下，价格预计维持较高水平；中东、北非及撒哈拉以南非洲市场受基础设施建设、人口增长及部分地区供给不足支撑，价格预计保持稳定或温和上涨，但不同国家间仍将有所分化。

仅供内部参考，请勿外传！

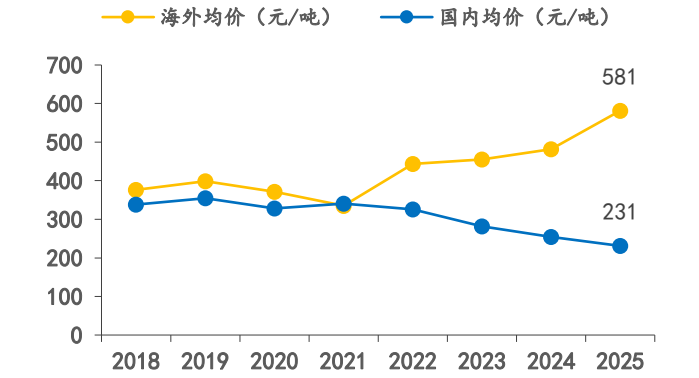
从华新建材经营数据看，随公司海外扩张逐步延伸至非洲等价高国家，2018–2025 年公司海外水泥销售均价由 377 元/吨提升至约 581 元/吨;在供需失衡影响下国内水泥价格一路下行，2025 年公司国内水泥销售均价仅为约 231 元/吨，不足海外销售均价的一半。

图22. 2026H1 全球主要国家水泥市场价格（出厂价）（美元/吨）



资料来源：数字水泥网，中国水泥协会国际合作部，国投证券证券研究所

图23. 2018-2025 年公司海外及国内水泥销售均价（元/吨）



资料来源：公司公告，公司年报，国投证券证券研究所

2.2. 海外布局复盘：产能布局持续扩张，非洲成为主要增长来源

公司在发展海外业务初期曾采用在海外新建水泥厂方式扩大产能和市场份额，近几年，为提升投资回报率，同时或考虑到由于海外单个区域水泥需求规模相对较小，以及为避免在目标地新增水泥产能造成产能过剩风险，公司目前在海外业务布局多以并购当地产线为主，通过自身核心优势资源对已并购工厂进行整改，推行公司管理模式降低成本提升产线效率，实现并购增值。

塔吉克斯坦首线点火开启出海序章，自建+并购落子中亚东南亚。2012 年，公司开始建设首个海外水泥项目，2013 年第一条 3000 吨/日熟料生产线于塔吉克斯坦华新亚湾投产，随后通过投资自建/并购双管齐下加速东南亚和中亚市场布局，产能遍及塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔等多个国家。2023 年，公司收购中东阿曼区域 Oman Cement Company（阿曼水泥）64.66%的股权，为中国水泥企业首次进军中东市场。

尼日利亚 1060 万吨产能落地，非洲跃升为最大海外产能基本盘。2019 年，公司在非洲市场收购坦桑尼亚马文尼水泥公司 100%股权，标志着公司开启非洲布局的步伐，随后通过并购进入赞比亚、马拉维、南非、莫桑比克等多个国家，同时于坦桑尼亚、马拉维、津巴布韦等国家投资建设产能，或由于需求规模较小，前期公司单个国家水泥产能布局相对有限。2025 年，公司完成 Lafarge Africa 收购进入尼日利亚市场，为公司出海以来规模最大并购，取得 4 家大型水泥工厂、6 家混凝土工厂，合计 1060 万吨/年水泥产能。随着公司布局由东非、中南部非洲延伸至西非，非洲已成为公司海外产能规模最大、产能覆盖最广的区域。

完成巴西 EMBU 骨料收购进军南美，为后续推进水泥布局奠定基础。2023 年，公司收购 Oman Cement 并最终持股约 65%，取得熟料产能 261 万吨/年和水泥产能 360 万吨/年，在中东形成水泥生产布局。2025 年，公司完成巴西 EMBU 骨料项目收购，取得 4 座采石场及 880 万吨/年骨料产能，本次收购是华新首次进入巴西建材市场，有望为后续在南美区域推进水泥、骨料、混凝土一体化布局奠定基础。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

表1：华新海外项目时间轴

区域	国家	公司/项目名称	产线/资产内容	产能口径	产线收购/自建投产年份	持有方式
中亚	塔吉克斯坦	华新亚湾水泥有限公司	3000 吨/日水泥熟料生产线	熟料 120 万吨/年	2013 年	自建
		噶优尔水泥有限公司	3000 吨/日水泥熟料生产线	熟料 120 万吨/年	2016 年	自建
	吉尔吉斯斯坦	吉尔吉斯南方水泥有限公司	2500 吨/天新型干法熟料生产线和一条 80 万吨/年粉磨站	水泥 100 万吨/年	2019 年	收购 100%股权
	乌兹别克斯坦	华新建材（吉扎克）有限公司	4000 吨/日水泥熟料生产线	水泥 200 万吨/年	2020 年	自建
东南亚	柬埔寨	卓雷丁水泥有限公司	3000 吨/日水泥熟料生产线	熟料 120 万吨/年	2015 年	并购 68%股权
南亚	尼泊尔	尼泊尔纳拉亚尼有限公司	3000 吨/日水泥熟料生产线	熟料 124 万吨/年（水泥 180 万吨/年）	2022 年	自建
非洲	坦桑尼亚	马文尼石灰石有限公司一期	4000 吨/日水泥熟料生产线	熟料 248 万吨/年（水泥 300 万吨/年）	2020 年	收购 100%股权
		马文尼石灰石有限公司二期	4500 吨/日水泥熟料生产线		2023 年	自建
	赞比亚	赞比亚奇兰卡水泥有限公司	2000 吨/日熟料线（技改后 3000 吨/日）	水泥 180 万吨/年、骨料 60 万吨/年	2021 年（2024 年技改）	收购 75%股权
	马拉维	马拉维波特兰水泥有限公司	水泥生产资产	水泥 80 万吨/年	2021 年收购	收购 100%股权
		巴拉卡熟料线	2000 吨/日水泥熟料生产线	熟料 62 万吨/年（测算）	2025 年	自建
	南非	Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd. / NPC	3 家水泥工厂	水泥 280 万吨/年	2023 年	收购 100%股权
	莫桑比克	Cimentos de Moçambique, S.A.	5 家水泥工厂	水泥 330 万吨/年	2023 年	收购 100%股权
		莫桑比克水泥公司 Nacala 工厂升级改造	3,000 吨/日水泥熟料生产线改扩建项目	水泥 120 万吨/年	2024 年	改扩建
	津巴布韦	津巴布韦粉磨站	水泥粉磨站	水泥 30 万吨/年	2024 年	自建
	尼日利亚	Lafarge Africa Plc	4 家大型水泥工厂、6 家混凝土工厂	水泥 1060 万吨/年、混凝土 40 万方/年	2025 年	收购 84%股权
中东	阿曼	Oman Cement Company SAOG	熟料及水泥生产资产	熟料 261 万吨/年；水泥 360 万吨/年	2023 年	收购 65%股权
南美	巴西	EMBU 骨料项目	4 座采石场及骨料生产资产	骨料 880 万吨/年	2025 年	收购 100%股权

资料来源：公司公告，公司年报，公司债审核反馈回复，湖北省发展和改革委员会，湖北日报，Verny Capital 官网，国投证券证券研究所

2025 年，华新海外业务保持高增长，非洲贡献大部分收入和利润。分区域看，2025 年公司亚洲地区（除中国外其他区域）实现营业收入 46.04 亿元，同比增长 16.81%，EBITDA 为 18.26 亿元，同比增长 40.42%，仍是公司海外利润贡献稳定的基础盘；非洲地区实现营业收入 68.46 亿元，同比增长 66.90%，EBITDA 为 21.99 亿元，同比增长 98.56%，收入和 EBITDA 规模均超过亚洲，成为公司海外业务增长和利润贡献的主要来源；南美地区首次贡献营业收入 3.54 亿元，EBITDA 为 1.24 亿元，主要来自巴西 EMBU 骨料项目并表。整体来看，华新建材海外由亚洲进一步扩大至非洲核心增量和南美骨料资源，其中非洲已成为海外收入和利润增长的主要贡献区域。公司海外营收业绩实现多区域来源，由单一区域拓展至全球化多点贡献，在风险分散控制能力和区域布局优势上实现进一步提升。

表2：2025 公司海外分区域经营情况

	亚洲（亿元）	非洲（亿元）	南美洲（亿元）
营收			
2024	39.41	41.02	-
2025	46.04	68.46	3.54
yoy	**16.81%**	**66.90%**	
EBITDA			
2024	13	11.08	-
2025	18.26	21.99	1.24
yoy	**40.42%**	**98.56%**	

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

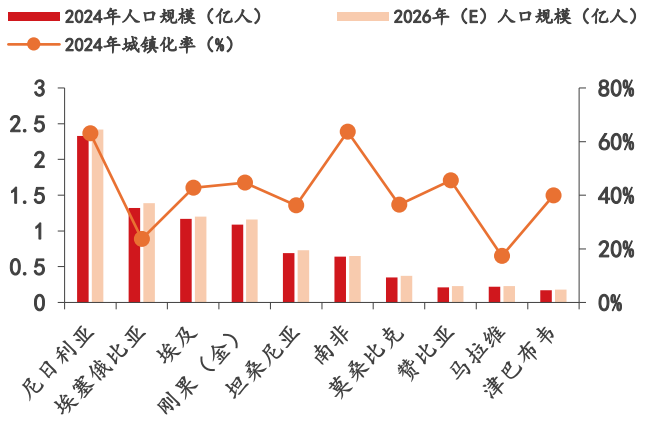
仅供内部参考，请勿外传！

2.3. 非洲：水泥需求基础持续夯实，高价与寡头格局支撑盈利

2.3.1. 需求：人口增长叠加城镇化进程持续，驱动水泥需求高个位数增长

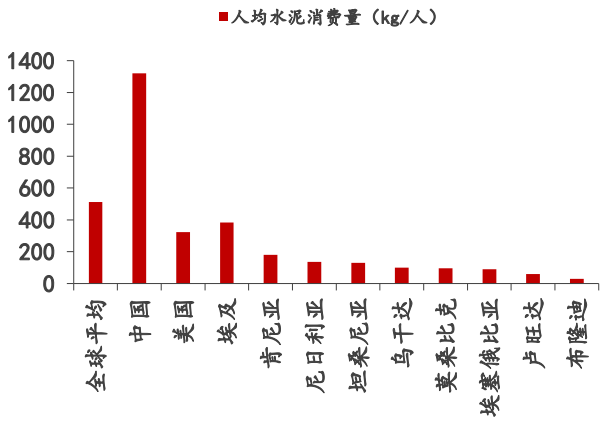
非洲人口持续增长，城镇化率建设不足，人均水泥消费量远低于全球均值。2024 年，撒哈拉以南非洲人口约 12.9 亿，其中尼日利亚人口约 2.33 亿，埃塞俄比亚、埃及、刚果（金）人口均超过 1 亿，且非洲多个主要国家人口仍保持正向增长，刚果（金）、赞比亚、坦桑尼亚、莫桑比克、尼日利亚、埃塞俄比亚、马拉维人口增速分别约 3.11%、2.83%、2.72%、2.54%、2.52%、2.37%和 2.22%，显著高于全球总人口增速（约 0.9%），人口扩张将持续带来住房、道路和公共设施建设需求。从城镇化率看，非洲多数国家城镇化建设不足，存在明显提升空间，2024 年，南非及尼日利亚城镇化率超过 60%，接近中国约 66%的水平，但刚果（金）、埃及、赞比亚、津巴布韦等国家城镇化率仅约 40%–45%，马拉维不足 20%，多数国家仍处于城镇化率提升与住房、道路、公共设施建设同步推进阶段。

图24. 非洲主要国家人口规模及城镇化率（亿人，%）



资料来源：World Bank，The World Factbook，Worldometers，国投证券证券研究所

图25. 2024 年全球、中国、美国及非洲主要国家人均水泥消费量（kg/人）



资料来源：Holtec，Dangote Cement 年报，美国地质调查局，CemNet，国投证券证券研究所

对标全球人均年水泥需求量，非洲人均水泥需求仍有 215%提升空间。以全球平均人均年水泥消费量 512kg/人为参照，埃及人均水泥消费量约 384kg/人，已是非洲人均需求量相对较高的代表，但若向全球平均水平靠拢，仍对应约 1498 万吨/年潜在增量；尼日利亚、埃塞俄比亚、坦桑尼亚、乌干达、肯尼亚等人口基数较大的市场年人均消费量仅约 90–180kg/人，对应潜在需求增量空间分别约 8761 万吨、5570 万吨、2636 万吨、2060 万吨和 1859 万吨，较当前需求提升空间分别为 276%、469%、294%、412%、184%。据以上数据静态测算，若 9 个主要国家人均水泥消费量达到全球平均水平，合计理论增量约 2.5 亿吨，较当前提升约 215%。国际能源转型研究机构 RMI 预测显示，2050 年非洲水泥需求较 2025 年预计增长约 230%。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

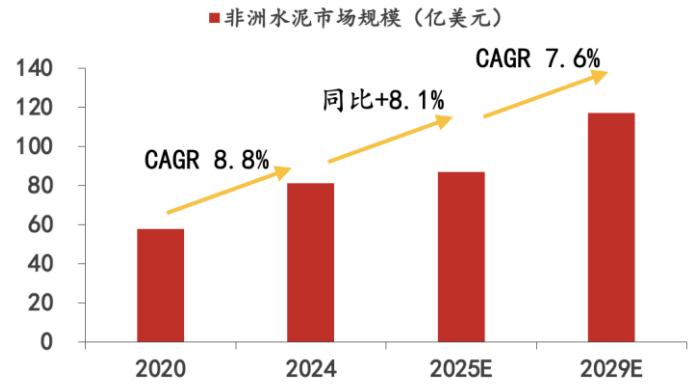
表3：非洲主要国家人均年水泥消费量及对应增量空间测算

国家	人均水泥消费量（kg/人）	较全球平均缺口（kg/人）	较当前提升空间（%）	2024 年人口规模（亿人）	对应水泥增量空间（万吨）
尼日利亚	136	376	276%	2.33	8761
埃塞俄比亚	90	422	469%	1.32	5570
坦桑尼亚	130	382	294%	0.69	2636
乌干达	100	412	412%	0.5	2060
肯尼亚	180	332	184%	0.56	1859
埃及	384	128	33%	1.17	1498
莫桑比克	95	417	439%	0.35	1460
布隆迪	30	482	1607%	0.14	675
卢旺达	60	452	753%	0.14	633
合计	—	—	215%	7.2	25151

资料来源：World Bank，Holtec，Dangote Cement 年报，美国地质调查局，CemNet，国投证券证券研究所（注：本表以 2024 年人口规模保持不变、各国人均水泥消费量长期达到 512kg/人为假设进行静态测算，不设定实现期限，不代表实际需求预测）

基建/房建/跨境项目多轮驱动，非洲水泥需求持续扩张。根据 Research and Markets 数据显示，2020–2024 年非洲水泥市场保持高个位数增长，CAGR 为 8.8%，2025 年市场规模估算同比增长 8.1%至 87 亿美元。未来非洲水泥需求仍有望在公共工程、住房建设和跨境基建项目拉动下持续增长，预计 2025–2029 年非洲水泥市场规模复合增速为 7.6%，2029 年市场规模提升至 117 亿美元。分区域看，尼日利亚（西非）、埃及（北非）等大经济体是非洲区域水泥需求的重要来源，其中尼日利亚得益于政府持续加码基础设施建设支出叠加政府推出大型住房计划，水泥需求有望持续增长；东非地区则受益于 EAC 一体化下的交通走廊升级以及中资基础设施项目，肯尼亚、坦桑尼亚等市场需求增长较快；法语西非的塞内加尔、科特迪瓦、喀麦隆等国也受城市更新、水利工程和港口现代化项目支撑，形成多点需求增量。

图26. 非洲水泥市场规模（亿美元）



资料来源：Research and Markets，国投证券证券研究所

图27. 非洲水泥需求驱动因素分区域梳理



资料来源：Research and Markets，国投证券证券研究所

2.3.2. 价格：短腿属性强化本地供给，高价环境构筑盈利基础

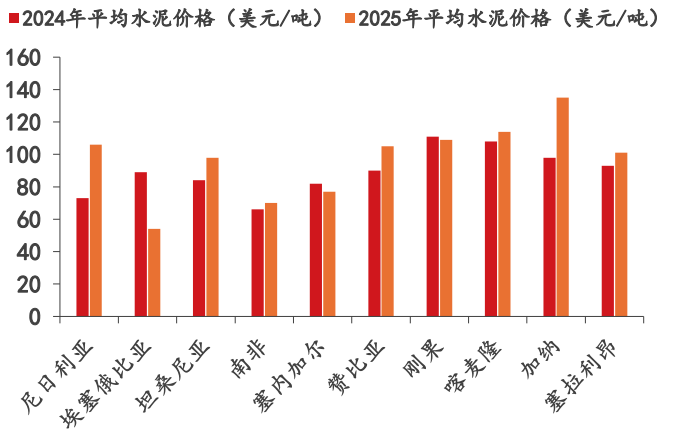
非洲水泥市场本地化属性强，水泥价格整体处于较高水平。水泥产品具有质重、价低、用量大的特点，水泥企业一般在石灰石资源丰富的地区建设熟料生产基地，在市场端附近建设水泥粉磨基地。水泥产品销售半径取决于运输费用和当地水泥价格，一般公路运输不超过 200 公里，铁路运输不超过 500 公里，水路运输优势销售半径在 600-1000 公里。从非洲市场看，内部仍存在道路条件、港口效率、跨境物流、外汇储备和能源成本差异，尤其是内陆市场或进口依赖较高的国家，水泥从港口进入终端市场仍面临较高物流和汇兑成本，这些差异使非

仅供内部参考，请勿外传！

洲内部难以形成统一的水泥供给和价格市场。以非洲本土水泥龙头 Dangote Cement 披露的经营市场价格为参考，2025 年主要非洲市场加权平均水泥价格约 87 美元/吨，较 2024 年提升 7 美元/吨；其中尼日利亚、坦桑尼亚、赞比亚、喀麦隆、加纳等市场平均价格分别达到 106、98、105、114 和 135 美元/吨。

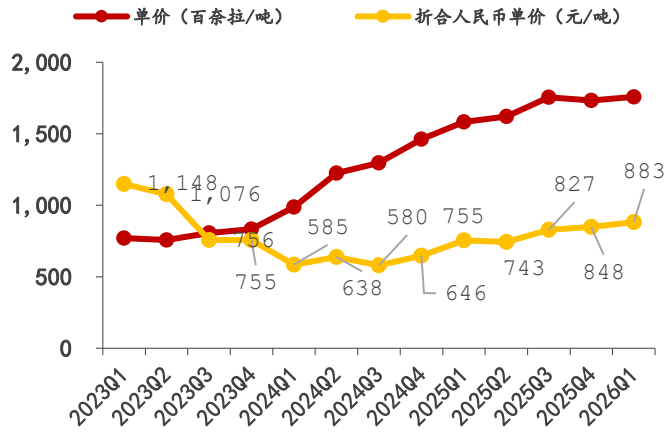
尼日利亚景气度维持高位，水泥价格高位持续上涨。根据 Dangote Cement 尼日利亚经营数据计算，其尼日利亚业务单位收入由 2024Q1 的 9.86 万奈拉/吨持续升至 2025Q1 的 15.83 万奈拉/吨，同比增长 60.6%，2025Q3 进一步达到 17.55 万奈拉/吨；此后保持高位，2025Q4 及 2026Q1 分别为 17.33 万奈拉/吨和 17.58 万奈拉/吨，2026Q1 同比增长 11.1%。按各季度平均汇率折算，2025 年以来，人民币口径单位收入连续五个季度保持双位数同比增长，2025Q1 单位收入约 755 元/吨（yoy+29.1%），2025Q2-Q4 同比增幅分别为 16.4%、42.8%和 31.2%，2026Q1 进一步升至 883 元/吨（yoy+16.9%）。2026 年以来，终端市场价格较 2025 年明显上涨。据《The Guardian》报道，2025 年尼日利亚 50kg 袋装水泥价格约为 8500–10000 奈拉（约 805–948 元/吨）；2026 年 6 月，部分地区价格已升至 13,000 奈拉/袋（约 1298 元/吨），人民币口径较 2025 年价格区间上限上涨约 37%。

图28. 非洲主要水泥市场价格（美元/吨）



资料来源：Dangote Cement 年报演示材料，国投证券证券研究所

图29. 2023Q1-2026Q1Dangote Cement 尼日利亚水泥单价（百奈拉/吨，元/吨，%）



资料来源：Dangote Cement 公司公告、Exchange-Rates.org，国投证券证券研究所（注：人民币口径按照当期平均汇率折算，2026Q1 为 0.005022 元/奈拉）

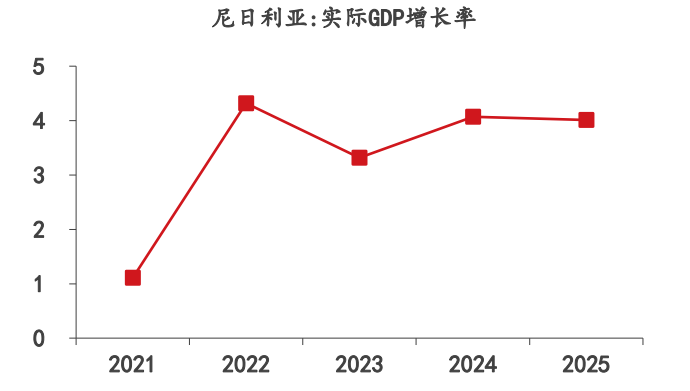
2.3.3. 竞争格局：竞争格局较优支撑高价，中资企业加速出海非洲

非洲水泥市场由多个相对独立的国家构成，不同国家供需格局、价格和盈利水平差异较大。我们选取尼日利亚、赞比亚、马拉维和莫桑比克四个国家进行分析，分别代表了四类不同竞争场景：**尼日利亚**市场规模最大且供给侧由三大龙头主导，是非洲高价和寡头竞争最典型的市场；**马拉维**原有供给缺口突出，本地熟料资产具备明显进口替代价值；**莫桑比克**总量供给相对宽松，但产能集中和区域供应分化使头部平台仍具竞争价值；**赞比亚**本地供给能力较强、竞争相对充分。

1）尼日利亚：人口基数大叠加城镇化率提升，带动需求高个位数增长。从人口基础看，尼日利亚是非洲人口第一大国，2024 年尼日利亚总人口已达约 2.33 亿人，城镇化率由 2020 年的约 59.8%提升至 2024 年的约 63.0%，城镇化率的提升带动住房、道路、市政工程和工业基础设施建设需求。对应到水泥消费端，尼日利亚 2025 年水泥需求约 3390 万吨，同比增长约 8.5%，但人均水泥年消费量仅约 129kg，显著低于全球平均水平 512kg，水泥消费仍未进入成熟平台期。按市场规模口径，尼日利亚水泥市场规模由 2020 年的 9.29 亿美元预计提升至 2025 年的 14.4 亿美元，并有望于 2029 年达到约 19.6 亿美元，对应 2025-2029 年 CAGR 约 7.9%。

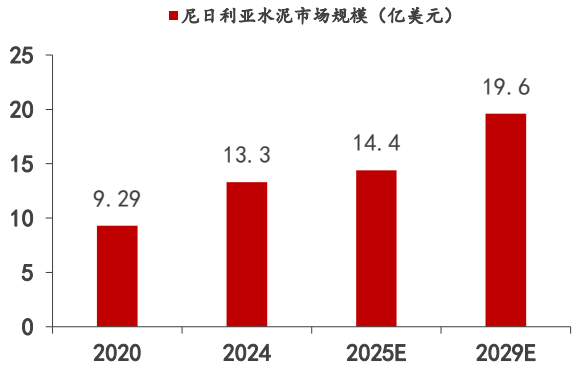
仅供内部参考，请勿外传！

图30. 2021-2025 年尼日利亚实际 GDP 增长率（%）



资料来源：IFIND，国投证券证券研究所

图31. 尼日利亚水泥市场规模（亿美元）



资料来源：Research and Markets，国投证券证券研究所

政府投资为核心驱动力，2026 年财政预算落地增长强劲。尼日利亚经济增长较为平稳，政府将基础设施投资置于新政府经济转型发展计划的重要位置，制定“国家综合基础设施总体规划(2020-2043)”等多项战略规划，着力推动电力工程、交通运输和房建领域基础设施快速发展，计划到 2043 年将基础设施存量由 2020 年约占 GDP 的 40%提升至 70%。2026 年 4 月 17 日，尼日利亚总统博拉·蒂努布签署 2026 年拨款法案，总预算为 68.32 万亿奈拉，较政府最初提交的 58.18 万亿奈拉增加 17.4%;其中资本性支出为 32.2 万亿奈拉,占总预算的 47.1%。未来，随着经济发展与相关规划推进落实，尼日利亚基础设施建设需求将逐步释放，支撑区域水泥需求与价格。

1）在基建领域，政府作为交通基础设施的主要投资方，近年来不断加大对铁路现代化项目和沿海铁路项目的筹建力度，如拉各斯—卡拉巴尔沿海高速公路规划全长约 750 公里，其中 30 公里已于 2025 年开放通行，后续 Cross River、Akwa Ibom 等路段仍在持续推进，索科托—巴达格里超级高速公路规划全长 1068 公里,Sokoto 和 Kebbi 州合计约 378 公里路段已开工，首期计划于 2027 年完成。在洪水损毁沥青路面的教训下，上述公路及其他重点交通走廊将主要采用混凝土路面，直接增加道路建设中的水泥需求。根据 Fitch Solutions 预测，尼日利亚交通基础设施行业在 2024-2033 年期间将以平均每年 4.5%的速度增长。

2）房建领域，根据中国对外承包工程商会公众号，尼日利亚房建规模约 269-403 亿美元，是非洲最大房建市场之一。人口膨胀叠加城镇化率提升驱动房建需求持续释放，目前住房短缺高达 2800 万套，年需新增住房 70 万套才能弥补需求，后续行业发展核心集中于住宅和商业建筑领域。2026 年 2 月，政府宣布拟在联邦首都区—纳萨拉瓦城市走廊启动规划约 50 万套住房的 Mega Renewed Hope City，项目占地约 5000 公顷，并配套商业及城市基础设施，为水泥创造稳定持续需求增长基础。

图32. 尼日利亚拉各斯—卡拉巴尔沿海公路项目



资料来源：The sun，CardinalStone Research，国投证券证券研究所

图33. 尼日利亚 Renewed Hope 基建项目持续推进



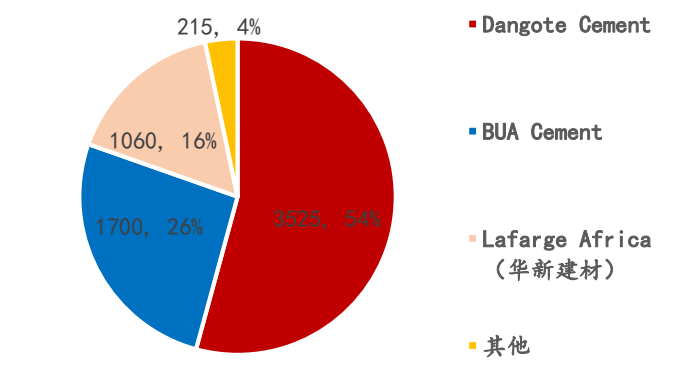
资料来源：Gazettengr，CardinalStone Researc，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

尼日利亚水泥 CR3 超 90%，行业扩产不改竞争格局。2024 年，尼日利亚水泥产能约 6500 万吨/年，其中 Dangote Cement 在尼日利亚产能约 3525 万吨/年（市占率 54%），BUA Cement 总装机产能约 1700 万吨/年（市占率 26%），Lafarge Africa（华新建材）装机水泥产能约 1060 万吨/年（市占率 16%），三家产能合计占全国现有产能约 96%，市场集中度较高。

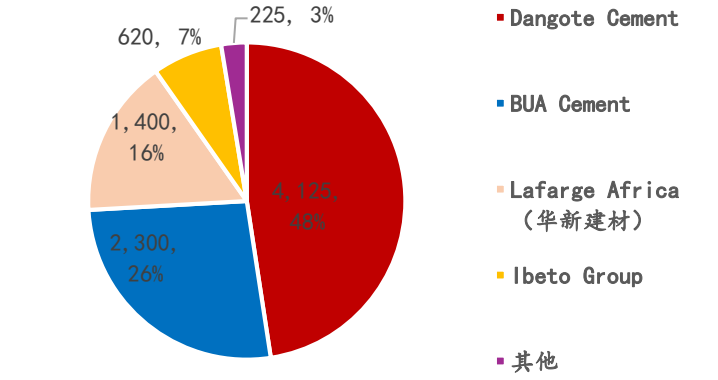
随水泥需求增长叠加价格高位，尼日利亚正在进入新一轮水泥产能扩张期。其中，BUA 计划在埃多州奥索索建设年产 300 万吨的绿地水泥厂，计划于 2027 年 12 月投产，随后在索科托州建设同等规模的棕地项目，计划于 2028 年 12 月投产；Lafarge Africa 计划扩建 Ashaka 和 Sagamu 工厂，扩建后二者合计产能将达到 550 万吨/年，公司总产能将由 1,050 万吨/年提升至 1,400 万吨/年。Dangote 正在奥贡州伊托里建设年产 600 万吨的一体化水泥厂，此前计划于 2026 年 11 月完工；2026 年 2 月，公司与中材国际签署金额超过 10 亿美元的战略框架协议，涵盖伊托里、阿帕帕、莱基、哈科特港和奥内等地的新建、扩建及改造项目。此外，据 ICR 披露，Ibeto Group 三座在建工厂合计产能约 620 万吨/年，埃多州和 Bauchi 州亦分别推进千万吨级水泥项目，但相关项目目前仍主要处于规划或前期建设阶段。目前，三大龙头水泥产能扩张进度较快，同时在资源和渠道建设方面具备先发优势，新进入者多为产能规划阶段，与三大龙企竞争难度较大，近年仅 Mangal Industries 成功建成产线并进入市场，但产能规模相对较小，新进入者短期内较难撼动三大龙头主导的寡头竞争格局。

图34. 2024 年尼日利亚主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）



资料来源：Dangote Cement 年报，BUA Cement 年报，Lafarge Africa 官网，BusinessFront，国投证券证券研究所

图35. 2026 年尼日利亚主要水泥企业现有+在建项目产能格局（万吨/年，%）



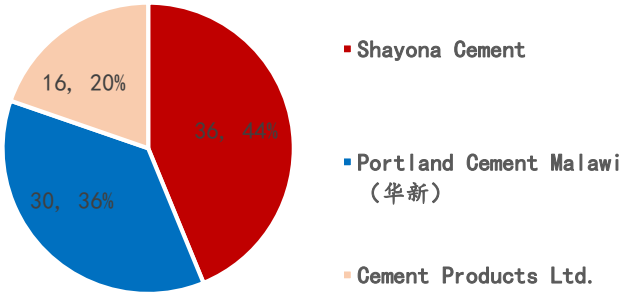
资料来源：Dangote Cement 年报，BUA Cement 年报，BUA Cement 公告，Lafarge Africa 官网，BusinessFront，中国建材信息总网，ICR，国投证券研究所测算

2）马拉维：市场规模较小且存供给缺口，华新产能份额占绝对优势。2023 年，马拉维水泥年需求约 178 万吨，而 Shayona Cement、Portland Cement Malawi（华新旗下）和 Cement Products Ltd. 三家本地企业合计产能仅约 82 万吨，对应供给缺口约 96 万吨，为缓解供给短缺，马拉维政府发放进口许可证，从赞比亚、坦桑尼亚等进口水泥满足需求。根据 USGS、公司公告及行业总产能测算，2023 年三家企业产能分别约为 36 万吨、30 万吨和 16 万吨，市占率分别约 44%、36%和 20%。2025 年 12 月，华新旗下 Portland Cement Malawi 年产 80 万吨的 Balaka 一体化水泥厂正式投产，公司在马拉维的水泥产能提升至约 110 万吨。据此计算，2025 年末马拉维主要水泥企业合计产能约 162 万吨，华新产能份额提升至约 68%。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

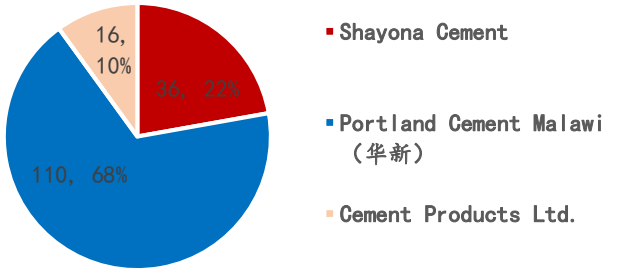
仅供内部参考，请勿外传！

图36. 2023 年马拉维主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）



资料来源：USGS、马拉维工贸部、Portland Cement Malawi 官网，国投证券研究所测算

图37. 2025 年马拉维主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）



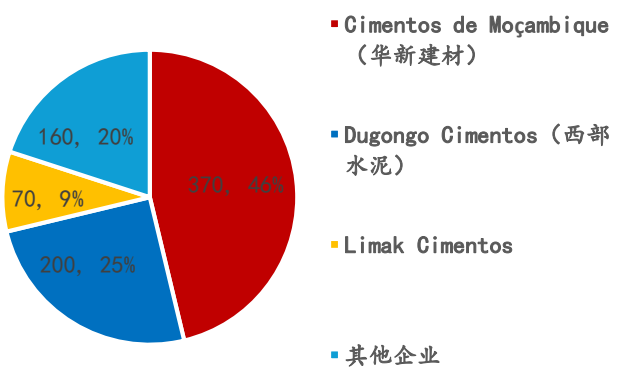
资料来源：USGS、马拉维工贸部、Portland Cement Malawi 官网、新华社、CemNet，国投证券研究所测算

3） 莫桑比克：水泥业"粉磨强、熟料弱"，中资企业水泥产能占据主导。

莫桑比克过去长期存在"粉磨能力强、熟料产能弱"的结构性失衡，不少水泥厂依赖进口熟料，再在本地粉磨和包装。2024 年莫桑比克水泥需求约 340 万吨（若按 71%系数折算，对应熟料需求约 241 万吨），同期本地熟料供给仅 160 万吨，熟料供应缺口约 81 万吨，2024 年莫桑比克实际进口熟料约 97 万吨。从供给侧来看，根据莫桑比克竞争监管局披露的 2024 年数据，当地约有 16 家水泥生产商，但仅 5 座工厂水泥产能超过 50 万吨/年，主要企业包括华新建材旗下 Cimentos de Moçambique、西部水泥旗下 Dugongo Cimentos，以及 Cimentos da Beira、Limak Cimentos 等。按截至 2025 年末已建成水泥产能计算，华新建材和西部水泥分别拥有约 370 万吨和 200 万吨产能，占全国总产能比重分别为 46%和 25%，合计占比约 71%。

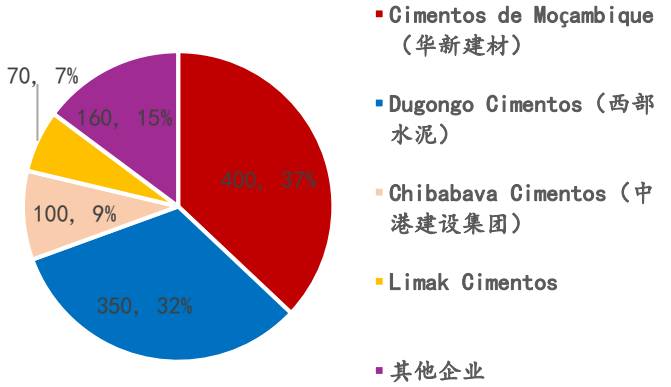
中资龙头加速莫桑比克熟料产能布局，多线投产助推供应链本土化突围。为改变熟料依靠外购的局面，莫桑比克水泥供应链正逐步实现本土化突围。华新纳卡拉工厂改造扩建项目日产 3000 吨熟料生产线已于 2024 年 11 月成功点火，Dondo 工厂改造项目规划建设 3000 吨/日熟料生产线，完工后将使 Dondo 工厂产能由 100 万吨提升至 130 万吨/年，新线投产后华新在莫桑比克本地生产熟料能力增强，原料进口依赖下降。此外，西部水泥 Nampula 项目规划形成 3500 吨/日熟料和 150 万吨/年水泥产能，预计于 2027 年一季度建成，另有 Ancuabe 第三座工厂处于前期筹备阶段；中港建设集团有限公司控股的 Chibabava Cimentos 于 2026 年 2 月正式开工建设，规划熟料及水泥产能约 100 万吨/年，预计于 2027 年建成。

图38. 2025 年莫桑比克主要水泥企业存量产能格局（万吨/年，%）



资料来源：CemNet，Cimentos de Moçambique 官网，Limak Cimentos 公告，西部水泥年报，国投证券证券研究所

图39. 2026 年莫桑比克主要水泥企业现有+在建项目产能格局（万吨/年，%）

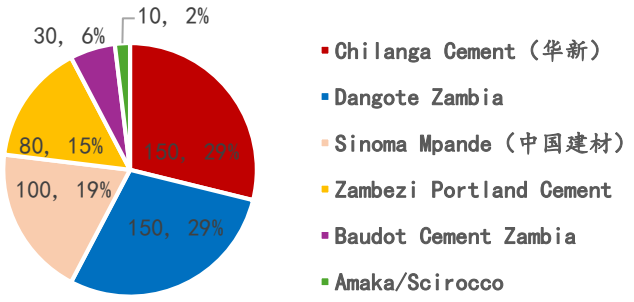


资料来源：CemNet，Cimentos de Moçambique 官网，Limak Cimentos 公告，西部水泥年报，水泥大数据研究院，国投证券研究所测算

仅供内部参考，请勿外传！

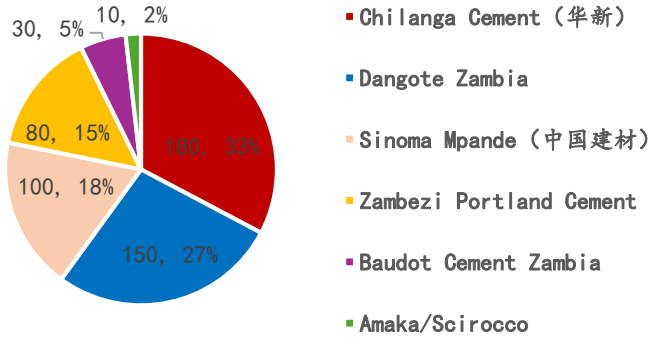
4） 赞比亚：竞争格局较优，CR3 水泥产能市占率 78.2%。与马拉维等周边供给短缺市场相比，赞比亚水泥工业基础相对较强，根据赞比亚矿业和矿产发展部数据，2024 年全国水泥产量为 326.23 万吨，同比增长约 18%，水泥市场主要参与者包括 Chilanga Cement（华新建材）、Dangote Zambia、Sinoma Mpande（中材水泥）、Zambezi Portland Cement，按 USGS 2021 年口径，水泥产能分别约 150 万吨/年、150 万吨/年、100 万吨/年和 80 万吨/年。2025 年，华新 Chilanga Cement 完成 Ndola 工厂窑线升级及 Chilanga 工厂优化，两座工厂的水泥产能分别增加至 60 万吨/年和 120 万吨/年，合计约 180 万吨/年。截至 2025 年末，赞比亚六家主要水泥企业产能合计约 550 万吨/年，其中华新、Dangote Zambia 和中材水泥的产能占比分别约 32.7%、27.3%和 18.2%，前三家合计约 78.2%。

图40. 2021 年赞比亚主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）



资料来源：USGS，国投证券证券研究所

图41. 2025 年赞比亚主要水泥企业产能格局（万吨/年，%）



资料来源：USGS、Chilanga Cement 官网、Dangote Cement 公告、Zambezi Portland Cement 官网、国投证券研究所测算

2.3.4. 公司布局：东非/南非布局形成基础盘，尼日利亚收购打开新空间

中资企业加速非洲布局，华新建材产能规模领先。近年来，国内水泥需求下行、供给过剩，市场竞争加剧，企业盈利承压，国内水泥企业出海诉求迫切。非洲人口增速领跑全球、城镇化率快速提升，驱动水泥需求稳步增长，同时价格和盈利维持高位，成为国内水泥企业出海的重点布局区域。African Business 统计显示，截至 2025 年底，国内水泥企业在非洲的水泥熟料产能布局已经超过 3180 万吨，占中国水泥企业全部海外产能的 31.07%。从截至 2026 年 7 月的产能布局看，华新建材非洲投产及在建产能约 2210 万吨/年，已在尼日利亚、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、莫桑比克、南非和津巴布韦等市场形成较完整的区域布局，是当前中资水泥企业在非洲产能规模最大的参与者。西部水泥非洲投产及在建产能约 1680 万吨/年，通过 Dugongo 等平台参与莫桑比克市场，并继续推进 Nampula 等新项目，同时在埃塞俄比亚、刚果（金）、乌干达、卢旺达、肯尼亚等地寻求或推进项目布局。中国建材旗下 Sinoma Mpande 在赞比亚拥有约 100 万吨/年产能，并在坦桑尼亚、突尼斯和津巴布韦等地推进布局，目前合计非洲产能约 250 万吨/年；金隅冀东通过南非 Mamba Cement 较早进入南非市场，非洲产能约 100 万吨/年；此外，海螺水泥等企业也在坦桑尼亚等市场推进投资意向或试点布局。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

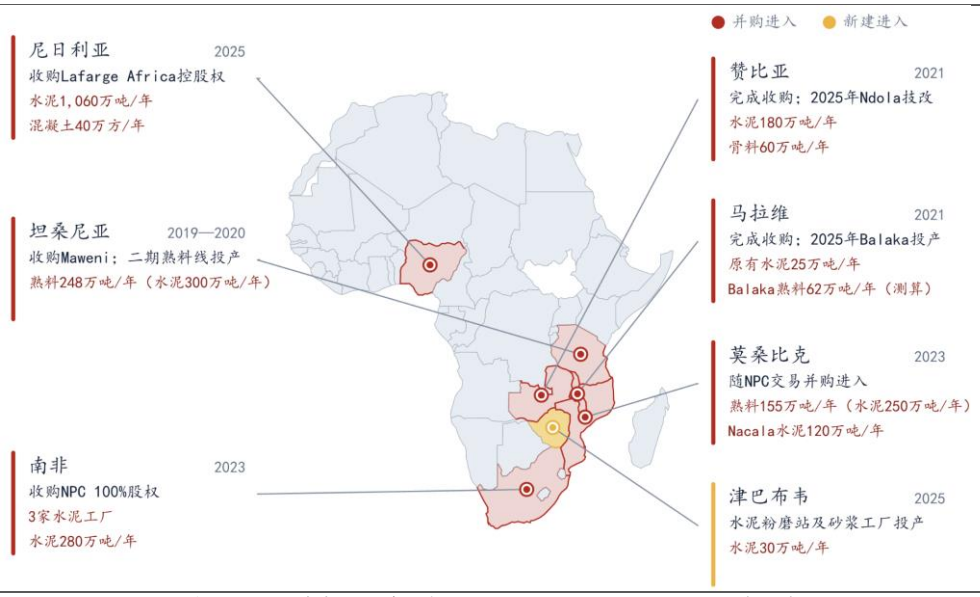
图42. 中国头部水泥企业在非洲的布局（截至 2026 年 7 月）



资料来源：各公司年报、公告、官网，中国建材信息总网，证券时报，中华人民共和国外交部，乌干达总统府，国投证券证券研究所

公司非洲布局已从东非、南非多点切入，收购尼日利亚项目延伸至西非核心市场。2019 年，公司推进坦桑尼亚 Maweni Limestone 收购事项，通过该项目正式切入非洲市场，并推动马文尼后续产能改造投产；2021 年，公司完成赞比亚和马拉维水泥资产交割，并表新增水泥产能 175 万吨/年，进一步补强东南部非洲业务基础；2023 年，公司完成 Natal Portland Cement（NPC）100%股权收购，拓展至南部非洲；2024 年，公司完成莫桑比克 Nacala 工厂 3,000 吨/日熟料线投产和坦桑尼亚马文尼生物质电站并网发电，并推进南非 Simuma、赞比亚 Ndola、马拉维 Balaka 及津巴布韦水泥粉磨站等项目建设；2025 年，公司完成对 Lafarge Africa 的控股权收购，获得尼日利亚四座水泥厂和约 1,060 万吨/年水泥产能，正式进入西非最大水泥市场；同期，津巴布韦 30 万吨/年水泥粉磨站、南非 Simuma 和赞比亚 Ndola 升级改造项目以及马拉维 Balaka 熟料线陆续投产，进一步提升公司在非洲的产能规模和本地化供应能力。此外，坦桑尼亚、赞比亚、津巴布韦和莫桑比克砂浆工厂相继投产，海外砂浆子品牌“Newta”在坦桑尼亚首发，公司非洲业务由水泥逐步延伸至砂浆等多品类建材。

图43. 公司非洲项目布局图

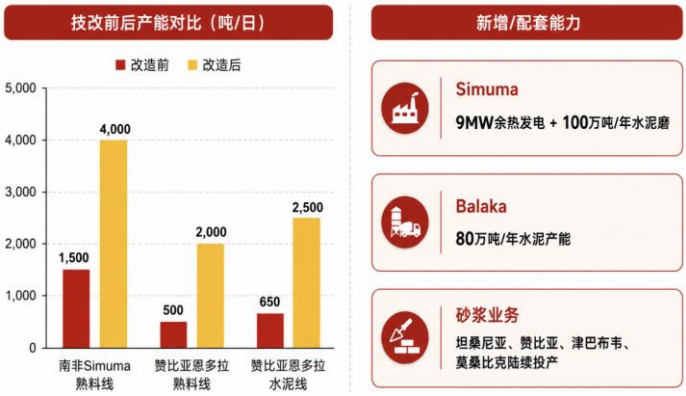


资料来源：公司公告，公司年报，公司债审核反馈回复，Verny Capital 官网，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

海外技改激活并购资产产能弹性，提高生产效率和本地供应能力。南非 NPC 旗下 Simuma 工厂是公司海外存量资产技改的代表，NPC 于 2023 年 12 月完成交割后，2024 年启动 Simuma 工厂技改项目并于 2025 年完成，2 号窑仅用 9 个月完成升级，熟料日产从 1500 吨提升至 4000 吨，并配套 9MW 余热发电、100 万吨/年水泥粉磨站及替代燃料处理系统，推动运行 41 年的老厂重新释放效率。在赞比亚区域，奇兰卡水泥公司于 2021 年加入华新后，公司于 2024 年 6 月启动恩多拉工厂升级改造项目，2025 年 5 月完成现代化改造、6 月正式投产，熟料产能由 500 吨/日提升至 2000 吨/日，水泥产能由 650 吨/日提升至 2500 吨/日，显著提高生产效率并降低能耗。马拉维 Balaka 项目则体现本地熟料资产对进口熟料的替代价值，该项目投资约 1 亿美元，预计年产水泥约 80 万吨，有助于降低当地对进口熟料和水泥的依赖，并预计每年节省约 5000 万美元外汇支出、创造约 1500 万美元外汇收入。

图44. 公司非洲重点项目技改前后产能及新增配套能力



资料来源：公司公众号，国投证券证券研究所

图45. 南非 Simuma 工厂升级改造施工现场及改造后实景



资料来源：公司公众号，公司官方 Facebook，国投证券证券研究所

尼日利亚需求高景气延续，水泥销售量价齐升。2025 年 8 月，华新完成对 Lafarge Africa Plc 83.81%股权的收购，标的公司正式纳入合并报表。Lafarge Africa 在尼日利亚拥有 Sagamu、Ewekoro、Mfamosing 和 Ashaka 四座水泥工厂，合计水泥产能约 1,060 万吨/年。其中，Sagamu 和 Ewekoro 位于西南部，合计产能约 450 万吨/年；Mfamosing 位于东南部，产能约 500 万吨/年；Ashaka 位于东北部，产能约 100 万吨/年，工厂网络覆盖尼日利亚西南、东南和东北市场。除水泥业务外，Lafarge Africa 还拥有 6 座商品混凝土工厂，年产能超过 40 万 m^3，并布局仓储网点、砂浆和 Geocycle 协同处置等业务。

2022-2025 年，受终端需求景气上行影响，Lafarge Africa 水泥销售量价齐升，营业收入由 3732 亿奈拉增长至 1.07 万亿奈拉（折合约 50.7 亿元人民币），CAGR 高达 41.89%，2025 年同比增长 53%；税后利润由 536 亿奈拉快速增长至 2731 亿奈拉（折合约 12.9 亿元人民币），CAGR 达 72.03%，2025 年同比增长 173%。2026 年以来，下游需求延续高景气，水泥价格持续提升，Lafarge Africa 收入和利润延续高增，2026Q1，公司实现净销售额 3348.8 亿奈拉（折合约 16.8 亿元人民币），同比增长 35%；税后利润 979.5 亿奈拉（折合约 4.9 亿元人民币），同比高增 101%。2026 年，公司计划扩建 Ashaka 和 Sagamu 工厂，扩建后二者合计产能将达到 550 万吨/年，公司尼日利亚总产能将由 1,050 万吨/年提升至 1,400 万吨/年，随着尼日利亚基础设施项目持续推进，公司收入和利润规模有望进一步增长。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

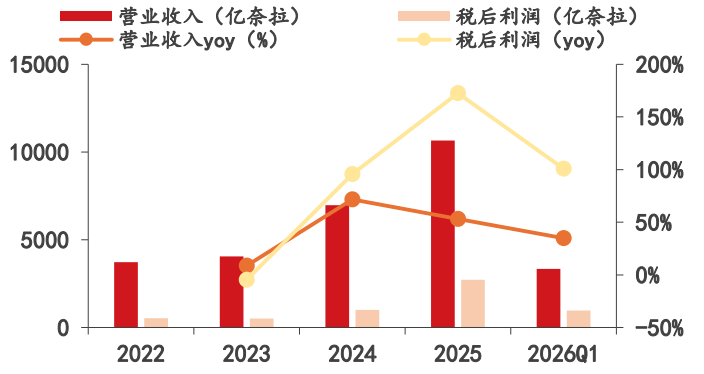
仅供内部参考，请勿外传！

图46. Lafarge Africa 产能布局



资料来源：Lafarge Africa Plc 官网，国投证券证券研究所

图47. Lafarge Africa Plc 营业收入、税后利润、同比及净利率（亿奈拉；%）



资料来源：Lafarge Africa 年报，Lafarge Africa 官网新闻稿，国投证券证券研究所

从尼日利亚主要水泥企业的经营指标看，BUA Cement 与 Lafarge Africa 水泥产能分别约为 1,700 万吨/年和 1,060 万吨/年。2025 年，BUA Cement 实现税后净利润约 16.87 亿元、净利率 30.2%；Lafarge Africa 实现税后净利润约 12.94 亿元、净利率 25.6%，较 BUA Cement 低 4.6pct，横向来看盈利水平仍有一定提升空间。华新建材未来可依托自身在海外并购整合、技改提效、能源替代、物流优化和成本管理方面的经验，对 Lafarge Africa 既有产能进行存量优化；同时，Lafarge Africa 已布局 ECOPlanet 低碳水泥、ECOCrete 低碳商品混凝土、砂浆和 Geocycle 协同处置等业务，与华新在低碳建材、替代燃料和环保协同处置领域的能力具备协同基础，该资产未来充分具备通过技改和降本投入改善盈利的潜力。

表4：2024 年以来尼日利亚主要水泥企业经营指标

人民币：亿元	24Q1	24Q2	24Q3	24	25Q1	25Q2	25Q3	25	26Q1
Lafarge Africa（2025 年 8 月起并表华新建材）									
收入	8.25	8.24	8.23	34.98	11.84	12.3	12.42	50.52	16.81
成本	4.32	3.96	4.2	17.58	5.98	4.39	4.86	21.27	6.49
毛利率	48%	52%	49%	50%	50%	64%	61%	58%	61%
净利润	0.31	1.26	1.37	5.03	2.32	3.85	3.54	12.94	4.92
净利率	4%	15%	17%	14%	20%	31%	29%	26%	29%
BUA									
收入	9.65	10.59	9.82	44.01	13.86	13.26	13.12	55.88	17.82
成本	6.95	7.23	6.62	28.93	7.26	6.51	6.36	27.26	7.68
毛利率	28%	32%	33%	34%	48%	51%	52%	51%	57%
净利润	1.08	0.85	0.66	3.71	3.87	4.57	5.14	16.87	8.85
净利率	11%	8%	7%	8%	28%	35%	39%	30%	50%
丹格特（整体）									
收入	48.96	49.21	35.82	179.78	47.41	49.32	51.06	204.05	60.13
成本	23.85	22.71	18.03	82.63	19.41	20.44	20.39	77.44	22.52
毛利率	51%	54%	50%	54%	59%	59%	60%	62%	63%
净利润	6.75	4.03	3.99	25.27	9.97	14.25	10.5	48.09	16.12
净利率	14%	8%	11%	14%	21%	29%	21%	24%	27%

资料来源：各公司财报及业绩公告，Exchange-Rates.org，国投证券证券研究所测算（注：Dangote Cement 数据包含尼日利亚及泛非业务。人民币金额按照各期平均汇率折算，季度采用当季日均汇率，年度采用全年日均汇率）

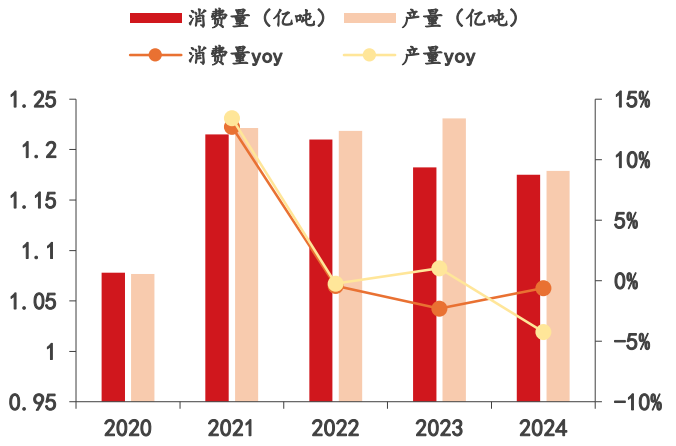
仅供内部参考，请勿外传！

2.4. 南美洲：市场由少数国家和龙头主导，巴西需求回暖量价逐步修复

2.4.1. 市场概况：巴西贡献半数产销规模，供给侧企业集中度较高

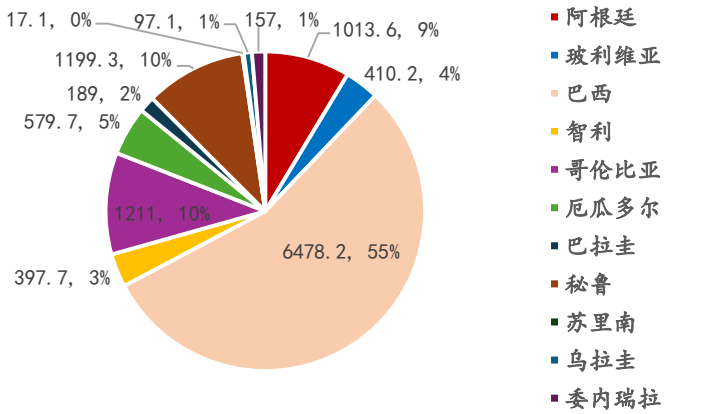
南美水泥需求自 2021 年小幅回落，巴西水泥消费量占南美 55.1%。2020 年由于全球公共卫生事件，南美多数国家遵循严格的封锁措施，导致当年水泥消费量承压。2021 年，随着房建、公共投资活动回暖，在前期低基数基础上，根据 FICEM 披露的南美国家数据加总，水泥消费量同比增加 12.72%至 1.215 亿吨。2022-2024 年，通胀高位一定程度上抑制住房和公共投资需求，叠加部分国家政权变动导致短期公共工程投资活动减少，南美水泥消费量连续三年小幅回落，2024 年水泥消费量减少至 1.175 亿吨（yoy-0.6%）。从需求结构看，2024 年巴西水泥消费量为 6478 万吨，占南美总量的 55.1%；哥伦比亚、秘鲁和阿根廷消费量分别为 1211 万吨、1199 万吨和 1014 万吨，占比分别为 10.3%、10.2%和 8.6%，前四大市场合计占比 84.3%。

图48. 2020-2024 年南美洲重点 11 国合计水泥消费量、产量及同比（亿吨，%）



资料来源：FICEM《Informe Estadístico 2024》，国投证券证券研究所

图49. 2024 年南美洲重点 11 国水泥消费量及占比（万吨，%）



资料来源：FICEM《Informe Estadístico 2024》，国投证券证券研究所

南美主要水泥市场产能集中于巴西，前五大企业合计产能占比约 70%。根据 OneStone Consulting 披露的数据，2023 年巴西水泥产能约 9,400 万吨/年，高于哥伦比亚的 1900 万吨/年，以及阿根廷和秘鲁各 1850 万吨/年的产能规模；四大主要市场合计产能约 1.50 亿吨/年，其中巴西占比约 62.7%。从产能利用率看，2023 年巴西、阿根廷、哥伦比亚和秘鲁水泥产能利用率分别约为 66.5%、67.9%、74.8%和 61.6%。

从企业端来看，Votorantim 水泥产能规模领先，南美控股产能约 3,600 万吨，其中巴西产能约 3440 万吨，并在玻利维亚和乌拉圭经营水泥业务；InterCement 以巴西和阿根廷为核心市场，公开产能合计约 2,900 万吨；CSN 在巴西拥有约 1,630 万吨水泥产能，依托钢铁、矿业和物流资源开展一体化经营；Holcim 跨国布局和综合建材业务较为完善，覆盖阿根廷、哥伦比亚、厄瓜多尔和秘鲁，水泥产能已超过 1150 万吨，并同步布局混凝土、骨料和建材零售业务；Grupo UNACEM 在南美拥有约 1,060 万吨水泥产能。前五大企业合计产能占比约 70%，头部企业已占据主要市场份额。

仅供内部参考，请勿外传！

表5：2024 年南美洲主要水泥企业产能（万吨/年）

公司	南美产能（万吨/年）
Votorantim Cimentos	3600
InterCement	2900
CSN Cimentos	1630
Holcim	1150
Grupo UNACEM	1060
Cementos Argos	850
Buzzi / Cimento Nacional	720
Cementos Pacasmayo	490
CEMEX	410
Cementos Bío-Bío / CBB	335

资料来源：各公司官网，各公司财报，国投证券证券研究所

近年来南美水泥资产整合持续活跃，巴西存量产能集中、跨国龙头扩大区域布局。巴西市场方面，CSN 于 2022 年以 10.25 亿美元收购 Holcim 巴西业务，进一步扩大本土水泥产能。此后水泥资产交易进一步扩展至秘鲁、智利和哥伦比亚等市场，Carmeuse 于 2025 年完成 CBB 收购，业务覆盖智利、秘鲁和阿根廷；Holcim 于 2025 年签约收购秘鲁 Pacasmayo 控制权并于 2026 年完成交割，2026 年进一步以 4.85 亿美元收购 Cemex 部分哥伦比亚业务。整体来看，南美水泥资产正向重点市场经营意愿较强的全球及当地建材集团转移，目前中资水泥企业尚未在南美形成生产布局。

表6：2022 年以来南美洲水泥及综合建材主要资产整合案例

时间	收购方	收购对象	事件	进度
2026 年 4 月	LATCEM、Redwood、Moneda 等	InterCement	各方通过司法重整及债转股成为 InterCement 主要股东，其中 LATCEM 持股 38.7%；InterCement 继续持有 Loma Negra 52.14%表决权。	2026 年 4 月 6 日完成重整
2026 年 3 月	Holcim	Cemex 部分哥伦比亚业务	Holcim 以 4.85 亿美元收购 Caracolito 一体化水泥厂、Santa Rosa 粉磨站及超过 20 处商混、骨料、砂浆和外加剂生产基地。	2026 年 3 月 12 日签约，预计 2026 年底完成
2025 年 9 月	Carmeuse	Cementos Bío Bío	Carmeuse 收购 CBB 97.1%股权，标的业务覆盖智利、秘鲁水泥及商混，以及智利、阿根廷石灰业务；交易规模约 4.9 亿美元。	2025 年 9 月 11 日完成
2025 年 12 月	Holcim	Cementos Pacasmayo	Holcim 取得 Pacasmayo 50.01%控制权。标的拥有 3 座水泥厂、约 500 万吨/年水泥产能、28 座商混及预制构件工厂和超过 300 家零售门店。	2025 年 12 月 16 日签约，2026 年 3 月完成交割
2022 年 9 月	CSN	LafargeHolcim Brasil	CSN 以 10.25 亿美元企业价值收购 Holcim 巴西全部业务，包括 5 座一体化水泥厂、4 座粉磨站、6 处骨料基地及 19 座商混站。	2022 年 9 月 7 日完成交割

资料来源：Holcim 公司公告、Cemex 公司公告，Carmeuse 公司公告、Loma Negra 公司公告、Global Cement，国投证券研究所

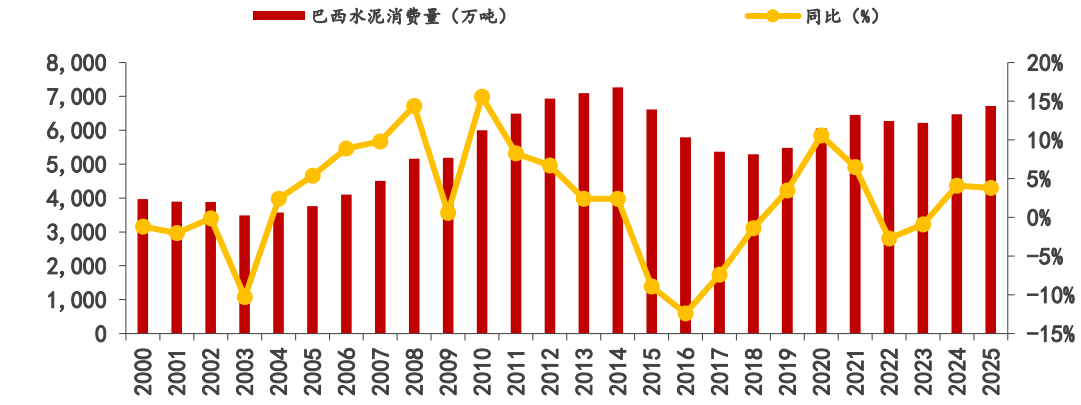
2.4.2. 巴西水泥：住房计划驱动需求重回增长，第二大龙头 CSN 水泥寻求出售

就业改善+MCMV 住房计划复工，水泥需求连续两年复苏。2004-2014 年为巴西水泥工业的“黄金十年”，2004 年以来，随着土木建设监管框架的建立、房地产建设激励、工资单增长、信贷扩展、利率降低以及开发商和建筑公司的资本化，土木建设活动强劲增长，水泥消费量持续创下纪录，由 2004 年的 3573 万吨增长到 2014 年的高点 7269 万吨。随着 2014 年世界杯、2016 年里约奥运会两大超级赛事的大型工程周期结束，同时政治和经济的不稳定性冲击了失业、投资和政府支出，叠加 2014 年启动的"洗车行动"反腐调查，多因素作用下导致建筑活动收缩，2015-2018 年巴西水泥消费量连续下降至低点 5294 万吨，累计下降 27.2%。2019-2021 年，巴西水泥消费在前期深度回落后小幅回升，叠加疫情期间释放部分非常规装修红利，房

仅供内部参考，请勿外传！

地产项目恢复以及居民自建、住宅翻修需求增长推动水泥消费量回升至 2021 年的 6452 万吨。2022-2023 年，受通胀上升影响，房地产融资成本提高及新开盘项目减少，水泥消费量连续下降。2024-2025 年，随着就业和居民收入改善、房地产市场升温，以及“我的家，我的生活”住房计划复工，水泥消费量连续两年恢复增长，2025 年提升至约 6720 万吨，同比增长 3.8%。

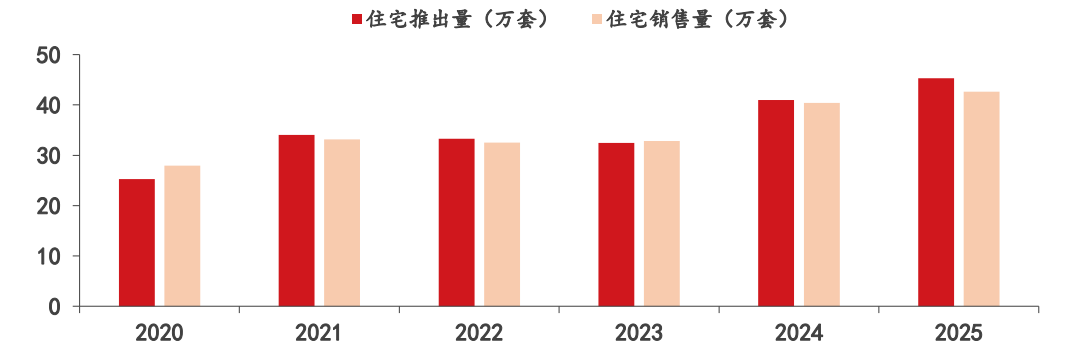
图50. 2000-2025 年巴西水泥需求量及增速（万吨；%）



资料来源：SNIC，国投证券证券研究所

MCMV 住房计划成巴西水泥需求增长核心引擎，预计年增水泥需求 250 万-300 万吨。2025 年 2 月，巴西水泥工业联盟主席 Penna 在专访中称，巴西水泥销量中，自建房占比 62%，这部分需求取决于居民收入、负债率和利率；基础设施占比从 2010 年的 25%一路下滑到目前约 12%。在住房领域，“我的家·我的生活”住房项目（简称 MCMV）一直是水泥需求的主要推动力，MCMV 主要通过财政补贴和优惠融资支持中低收入家庭购房及住房建设。2023 年巴西联邦政府重启 MCMV，2024 年 1-9 月 MCMV 项目新开工同比+58.7%，销售同比+43.6%；2025 年 1-9 月 MCMV 项目新开工同比+7.9%，销售同比+16%，2025 年 MCMV 占全国新开工住宅的 53%。2026 年 7 月，SNIC 主席接受采访表示，MCMV 计划最初规划 2023-2026 年建设 200 万套住房，但目前预计将达到 300 万套。根据巴西国家水泥工业协会（SNIC）测算，MCMV 计划每年有望带来约 250 万-300 万吨新增水泥需求。

图51. 2020-2025 年巴西住宅推出及销售量（万套）



资料来源：CBIC《Indicadores Imobiliários Nacionais 4T 2025》，国投证券证券研究所

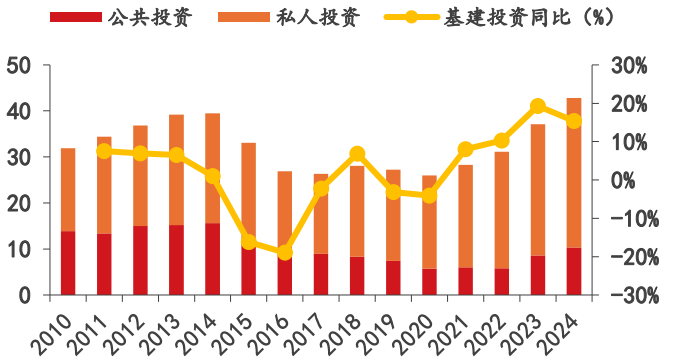
基建投资重新进入扩张阶段，政策规划和项目落地强化水泥需求支撑。巴西基础设施投资在 2020 年降至 261 亿欧元后持续回升，2021-2024 年分别达到 282 亿、311 亿、371 亿和 428 亿欧元，4 年间复合增速超 13%，其中私人投资由 2020 年的 203 亿欧元提升至 2024 年的 325 亿欧元，占当年基建投资的约 76%，是本轮基建扩张的主要资金来源。政策端，巴西政府于 2023 年启动新版“加速增长计划”，总投资约 3470 亿美元，其中 2023-2026 年计划投资 2870 亿美元，可持续交通运输领域规划投资 717 亿美元，覆盖公路、铁路、水路、港口和机场等方向。在该计划总体框架下，巴西政府通过公路特许经营引入私人资本并加快交通项目实施。根据巴西交通部 RoadShow，2023-2026 年巴西规划或完成 35 次公路特许经营招标，涵盖新项目、

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

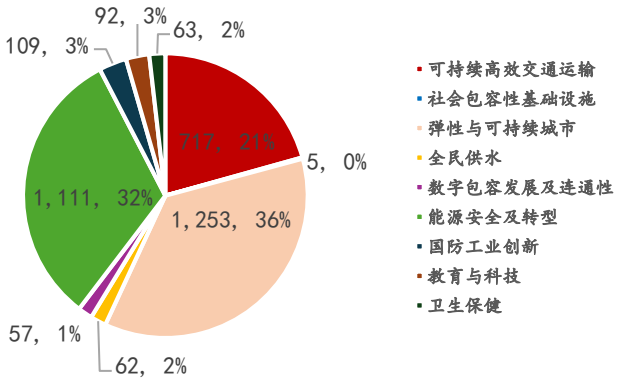
重新招标及存量合同优化；其中，2023-2025 年已完成 22 次招标，覆盖约 1.06 万公里，总投资 408 亿欧元，2026 年计划继续推进 13 次招标，对应投资约 246 亿欧元。基础设施投资总量回升、私人资本参与度提升及交通项目持续落地，有望为巴西水泥需求提供支撑。

图52. 2010—2024 年巴西公共及私人基础设施投资及同比（十亿欧元，%）



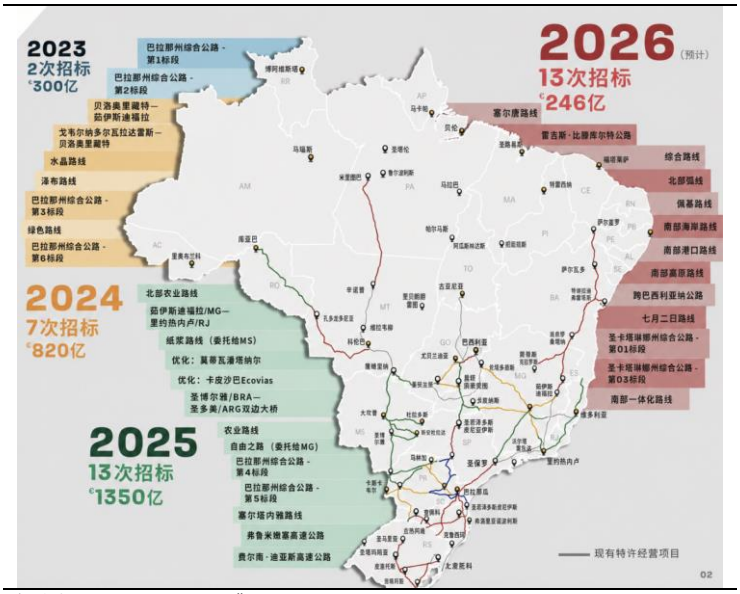
资料来源：巴西交通部《RoadShow—6ª Edição: Carteira de Concessões Rodoviárias 2026》，国投证券证券研究所（注：全国经济基础设施投资数据包括交通与物流、电力、环境卫生及电信）

图53. 2023 年巴西政府“加速增长计划”中的九个重点投资领域投资分布（亿美元，%）



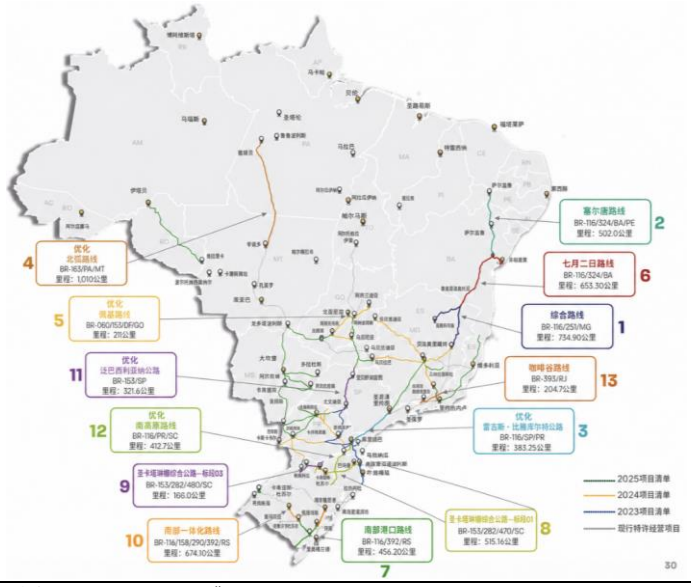
资料来源：巴西联邦政府总统府民政办公室（Casa Civil）Novo PAC，国投证券证券研究所

图54. 2023-2026 年巴西公路特许经营招标及投资规划



资料来源：巴西交通部《RoadShow—6ª Edição: Carteira de Concessões Rodoviárias 2026》，国投证券证券研究所

图55. 2026 年巴西公路特许经营项目分布



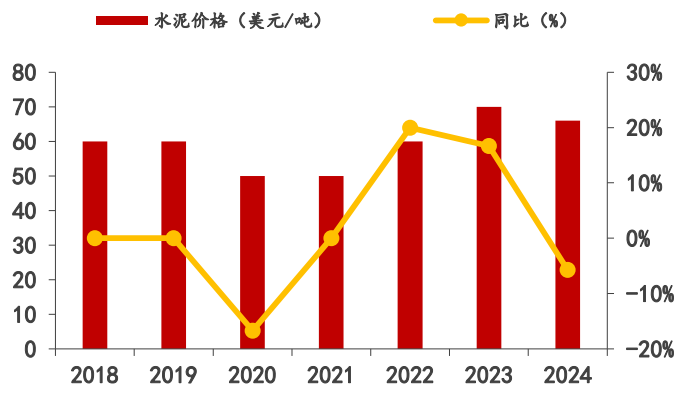
资料来源：巴西交通部《RoadShow—6ª Edição: Carteira de Concessões Rodoviárias 2026》，国投证券证券研究所

终端需求增长叠加成本上行，2025 年以来巴西水泥价格持续回升。根据 SNIC 披露的美洲水泥 FOB 不含税价格，2020-2021 年巴西水泥价格降至约 50 美元/吨低点，2022-2023 年随需求恢复，水泥价格回升至约 60 美元/吨和 70 美元/吨，2024 年略回落至 66 美元/吨，但仍较低点高 32%。按 CSN 水泥板块营业数据测算，2023Q2-2024Q4 其水泥单吨收入整体在 343-362 雷亚尔/吨之间波动；2025 年起，水泥终端需求恢复增长，叠加能源价格上行，同时供给侧市场集中度较高，巴西水泥价格逐季提升，2025Q1 CSN 水泥价格为 344 雷亚尔/吨（约 59 美元/吨），2025Q4 提升至约 406 雷亚尔/吨（约 75 美元/吨），2026Q1 进一步提升至 410 雷亚尔/吨（约 78 美元/吨），同比提升约 19.2%。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

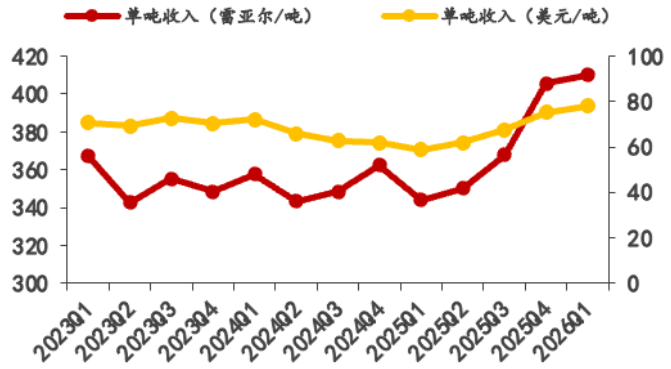
仅供内部参考，请勿外传！

图56. 2018-2024 年巴西水泥价格及同比（美元/吨，%）



资料来源：SNIC，国投证券证券研究所

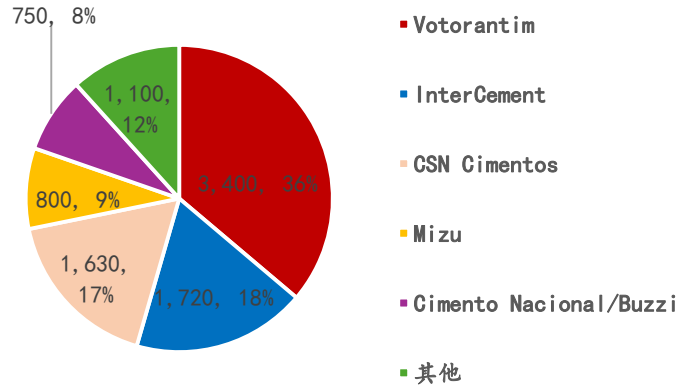
图57. 2023Q1-2026Q1 CSN 水泥业务单吨收入（雷亚尔/吨，美元/吨）



资料来源：CSN 公司财报、FRED，国投证券证券研究所

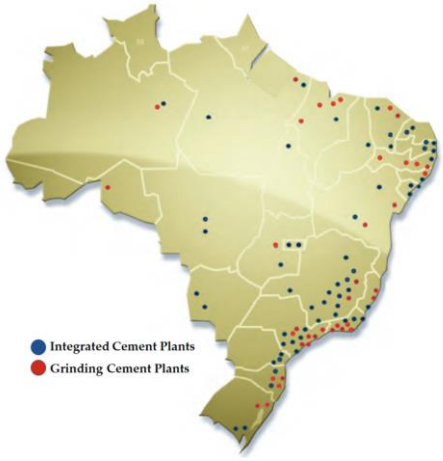
巴西水泥供应高集中度，行业 CR3 产能占比 72%。根据 SNIC 数据，截至 2024 年底，巴西总装机水泥产能 9400 万吨。其中前三家企业 Votorantim、InterCement 和 CSN 在巴西分别拥有约 3400 万吨、1720 万吨和 1630 万吨水泥产能，CR3 约 72%；Mizu 和 Buzzi 产能分别约 800 万吨和 750 万吨，CR5 约 88%。从区域分部看，巴西水泥需求和产能主要集中于东南部，米纳斯吉拉斯州等核心区域同时囊括了 Votorantim、CSN 和 Buzzi 等企业。

图58. 2024 年巴西水泥产能竞争格局（万吨/年，%）



资料来源：SNIC，Votorantim Cimentos 年报，InterCement Brasil 官网，CSN 官网，Mizu 官网，Buzzi 官网，国投证券证券研究所

图59. 2022 年巴西一体化水泥厂及水泥粉磨站分布



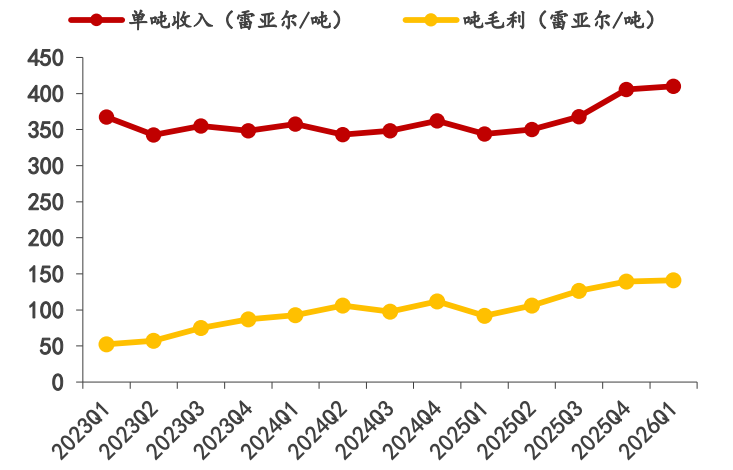
资料来源：da Silva Rego《Carbon Dioxide Uptake by Brazilian Cement-Based Materials》，SNIC，国投证券证券研究所

CSN 于 2021 年收购 Holcim 水泥资产，现由于财务压力出售水泥资产。CSN 是一家 1941 年成立的巴西老牌钢铁巨头，2021 年 9 月，CSN 以 10.25 亿美元收购 Holcim 巴西业务，并于 2022 年 9 月完成交割，获得 5 座一体化水泥厂、4 座粉磨站及配套骨料、商品混凝土资产，新增水泥产能约 1030 万吨/年。通过整合原有资产、Elizabeth Cimentos 及 Holcim 巴西业务，CSN 成为巴西第二大水泥生产商，拥有 7 座综合水泥厂和 6 座粉磨厂，年产能达 1630 万吨。2025 年，CSN 水泥业务净收入和 EBITDA 分别为 49.06 亿雷亚尔（约 8.79 亿美元）和 12.9 亿雷亚尔（约 2.31 亿美元），EBITDA 利润率约 26%，水泥业务实际产量 1339.3 万吨。

由于债务压力倒逼，CSN 公司计划出售核心水泥资产以降低财务杠杆。2026 年 1 月，公司正式启动 CSN Cimentos 控制权出售计划，主要目的为回笼资金、降低集团杠杆，并计划于 2026Q3-Q4 签署交易协议。2026 年 7 月 28 日，据巴西财经资讯机构 Broadcast 报道，华新建材和 Votorantim Cimentos 与 Cementir 组成的联合体可能是两个主要竞购方。

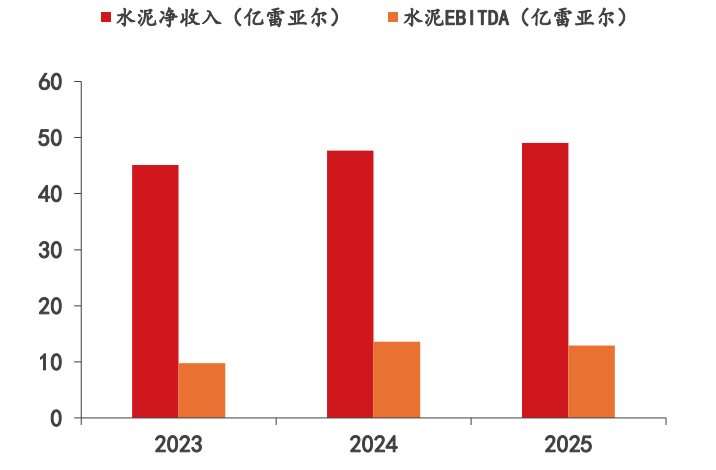
仅供内部参考，请勿外传！

图60. 2023Q1-2026Q1 CSN 水泥业务单吨收入及吨毛利（雷亚尔/吨）



资料来源：CSN 公司财报，国投证券证券研究所

图61. 2023-2025 年 CSN 水泥业务收入及 EBITDA（亿雷亚尔）



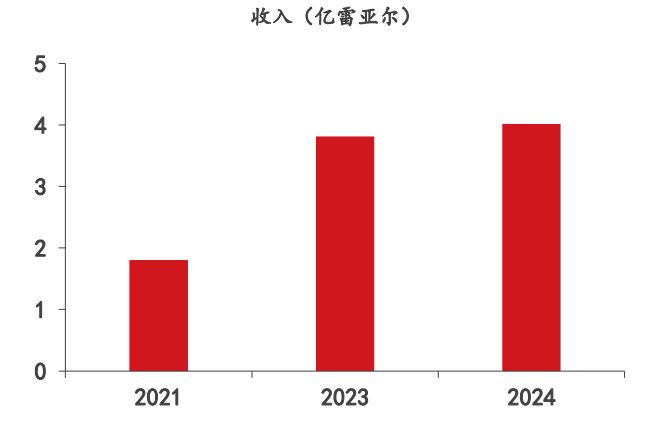
资料来源：CSN 公司财报，国投证券证券研究所

2.4.3. 公司布局：收购 EMBU 切入南美建材市场，为后续业务延伸奠定基础

收购 EMBU 骨料切入南美建材市场，为后续推进水泥等一体化布局奠定基础。2025 年 3 月，公司完成对巴西 EMBU S.A. ENGENHARIA E COMÉRCIO 的收购，取得其 100%股权，项目合并成本约 12.57 亿元。EMBU 创立于 1963 年，是巴西圣保罗州领先的建筑骨料供应商，拥有超过 60 年的经营历史，圣保罗大都会区是巴西经济最活跃的区域，EMBU 作为区域头部供应商，在核心区位拥有成熟产能，旗下主要资产包括 Embu、Itapeti、Juruaçu 和 Viracopos 四座采石场，合计骨料产能约 880 万吨/年。

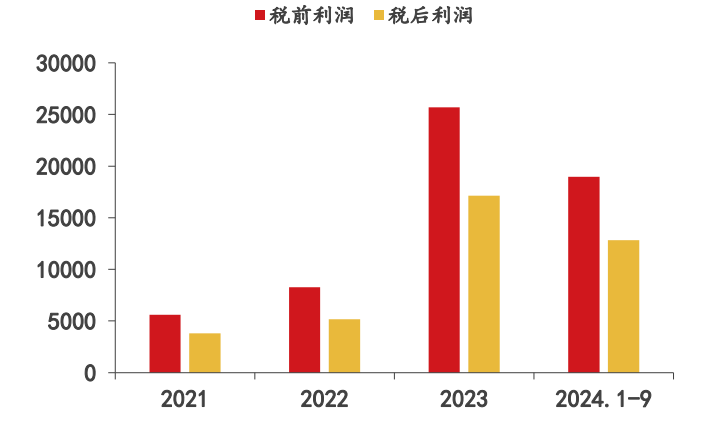
2021-2024 年，营业收入由 1.806 亿雷亚尔增长至 4.017 亿雷亚尔，税后利润由 2021 年的 380.1 万美元增长至 2023 年的 1713.3 万美元。EMBU 并表华新后，2025 年实现营收 3.6 亿元、净利润 5867 万元。本次收购，一方面补充了公司在海外骨料业务资源，同时可借助公司在整合收购企业方面丰富的成功经验及自身的产业、技术和管理能力，进一步提升 EMBU 的业务实现投资收益增长；另一方面，这是公司乃至中国水泥企业首次进入巴西建材市场，为后续公司在南美区域推进水泥、骨料、混凝土等一体化布局奠定基础。

图62. 2021-2024 年 EMBU 收入（亿雷亚尔）



资料来源：Brasil Mineral，Brazil Journal，国投证券证券研究所

图63. 2021-2024.1-9 月 EMBU 利润情况（千美元）



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.5. 亚洲：中亚基础盘相对稳固，东南亚基建投资需求强劲

中亚水泥市场本地化供给体系已基本形成，但三国竞争格局明显分化，塔吉克斯坦集中度高、吉尔吉斯斯坦供应偏紧、乌兹别克斯坦多主体扩产加剧，公司依托先发布局和本地产能维持区域基础盘。

1）塔吉克斯坦市场集中度高，华新占据主要阵营。截至 2024 年，塔吉克斯坦水泥产能约 784 万吨/年，其中华新亚湾水泥和华新索格特水泥产能均为 120 万吨/年，合计产能 240 万吨/年，占全国总产能约 30.6%；International Cement Group 和 Tojikcement 产能分别为 180 万吨/年和 120 万吨/年，前三大企业集团合计占比约 68.9%。需求端，塔吉克斯坦投资建设与房建活动自 2025 年以来提速，全国固定资产投资增速由 2024 年的 8.4%提升至 2025 年的 23.0%，2026 年上半年仍同比增长 18.4%；住宅竣工面积增速则由 2024 年的 0.1%提升至 2025 年的 22.3%，2026 年上半年进一步增至约 50%，为当地水泥需求增长提供支撑。与此同时，水泥供给也将加快增长。2026 年 5 月，塔吉克斯坦政府提出到 2029 年新建 4 座合计产能 600 万吨/年的水泥厂，其中两座单体产能 120 万吨/年的项目已于 2026 年 6 月开工。

2）吉尔吉斯斯坦建筑需求较快增长，水泥进口补充增加，华新产能占比 24%位居第二。2024 年、2025 年全国建筑业规模分别同比增长 18.0%和 21.1%，中吉乌铁路等大型基础设施项目逐步进入施工阶段，带动水泥需求以及进口量增长。水泥进口量由 2023 年的约 19.8 万吨增至 2024 年的约 50 万吨，2025 年进一步增至 110 万吨。当地主体企业包括 South Kyrgyz Cement、Kant Cement Plant、Sinji-Pirim 等，华新约占全国总产能 24%。

3）乌兹别克斯坦水泥产能快速扩张，出口增加消化过剩产能。据乌兹别克斯坦建材工业协会披露，截至 2025 年 8 月，全国共有 42 家水泥企业，合计水泥产能约 4,050 万吨/年，过去五年增长约 1.5 倍，产能规模居中亚首位；其中中国投资建设的水泥企业共有 7 家，包括海螺水泥、中国能建、华新建材和山西祥盛等，合计产能约 1,570 万吨/年，占全国总产能约 38.8%。华新在当地拥有全资子公司华新水泥吉扎克有限责任公司，水泥产能 200 万吨/年，约占乌兹别克斯坦总产能的 4.9%、占中资企业当地产能的 12.7%。同期，乌兹别克斯坦国内水泥需求约 1,900 万吨/年，总产能约为国内需求的 2.1 倍，市场供给较为宽松。2025 年上半年，全国水泥产量为 1,010 万吨，同比增长 23.6%；出口量增长至 50.68 万吨、为上年同期的 9.7 倍。

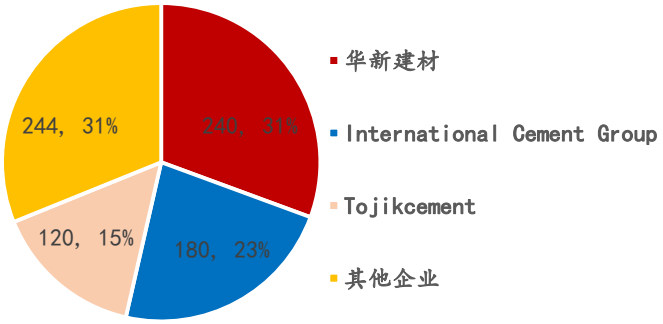
图64. 公司亚洲产能分布



资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

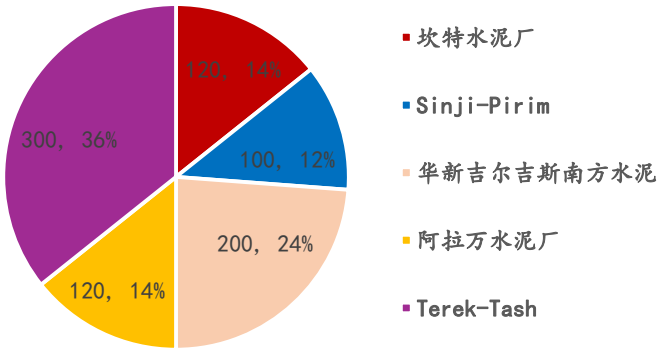
仅供内部参考，请勿外传！

图65. 2024 年塔吉克斯坦主要水泥企业产能（万吨/年，%）



资料来源：CemNet、华新亚湾水泥官网、华新索格特水泥官网、International Cement Group 2024 年报、塔吉克斯坦政府，国投证券证券研究所

图66. 2025 年吉尔吉斯斯坦主要水泥企业产能（万吨/年，%）

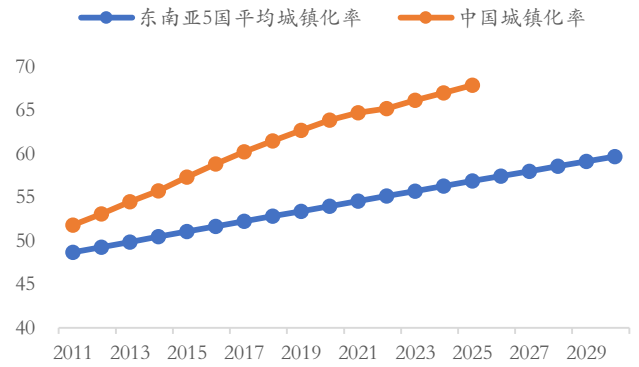


资料来源：吉尔吉斯共和国经济和商务部《〈关于对部分商品实施分子标记的吉尔吉斯共和国部长内阁决议草案〉说明及论证材料》，国投证券证券研究所（注：数据按照吉尔吉斯共和国经济和商务部文件原文列示，与部分企业自行披露的产能数据存在差异）

东南亚城镇化建设需求持续，新兴市场具备增长潜力，部分区域水泥竞争相对充分。

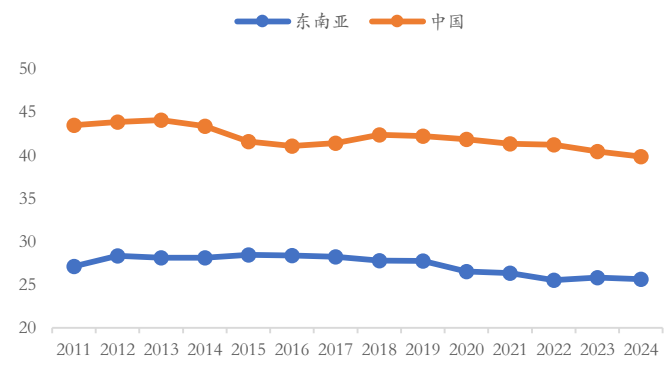
以东南亚 5 国（泰国、越南、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚）为例观察当地城镇化率水平，2025 年东南亚 5 国平均城镇化率为 56.88%，为中国 2016 年城镇化率水平，当地城镇化率提升空间显著，未来或呈现人口向城市集中趋势，驱动市政建设、交通、产业园区、房屋建筑等基础设施需求释放。我们以东南亚区域固定资本形成总额占 GDP 比重作为基建投资活动的观察指标之一，此占比基本在 25%左右波动，远低于中国接近 40%的占比，一定程度反映出东南亚当地基础设施水平未跟上当地经济发展速度，基础建设空间较大。

图67. 东南亚 5 国平均城镇化率 VS 中国城镇化率（%）



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图68. 固定资本形成总额占 GDP 比重（%）



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

部分国家水泥竞争格局充分，关注新兴市场供需关系。

1）柬埔寨水泥市场已由进口替代逐步转入本地化竞争阶段。2025 年 5 月，Conch KT Cement 项目投产，成为柬埔寨第六座水泥厂，全国水泥产能随之增至约 1,100 万吨/年；同期政府估计国内水泥需求超过 1,000 万吨/年，并表示本地工厂已能够满足国内需求。从中资企业布局看，华新卓雷丁水泥厂水泥产能约 120 万吨/年，马德望海螺和 Conch KT Cement 水泥产能分别约 210 万吨/年和 220 万吨/年，按上述口径计算，中资参与项目合计产能约 550 万吨/年，约占柬埔寨总产能的 50%。

2）尼泊尔水泥市场供给过剩更为明显。《Global Cement Report》第 15 版估计，2024 年尼泊尔水泥消费量约 800 万吨；尼泊尔水泥制造商协会披露，全国水泥年产能已超过 2,500 万吨，名义产能约为国内需求的 3.1 倍。供给过剩已对中小型水泥企业形成压力，部分地区企

仅供内部参考，请勿外传！

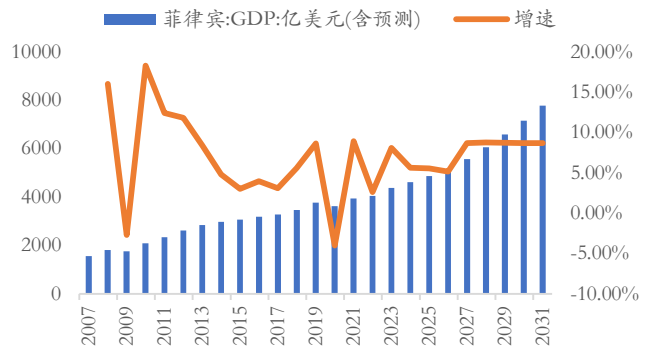
业出现停产或低负荷运行。当地大型中资项目包括红狮—希望水泥和华新纳拉亚尼水泥，生产线日产能分别为 6,000 吨和 3,000 吨。

公司加大在东南亚区域的布局，根据公司公告，公司拟分 2 阶段收购菲律宾水泥资产 Holcim Philippines Inc（简称“HPI”）100%股权，收购定价约为 7.8 亿美元，HPI 为公司第一大股东豪瑞控股资产。HPI 在菲律宾吕宋岛、棉兰老岛核心区域布局四家水泥熟料一体化工厂和一家水泥粉磨站，拥有熟料年产能 520 万吨、水泥年产能 900 万吨，拥有丰富的石灰石资源及较好的区位优势。

菲律宾近年来 GDP 保持稳健增长，预计 2027-2031 年各年有望维持 8%以上的 GDP 增速，2025 年菲律宾城镇化率仅为 48.96%，预计 2030 年将提升至 50.92%，城市建设和基础设施有望持续扩容，内需支撑相对较强。且菲律宾人均水泥消耗量处于较低水平，约为 290kg，和全球人均水泥消耗相比，提升空间充足。

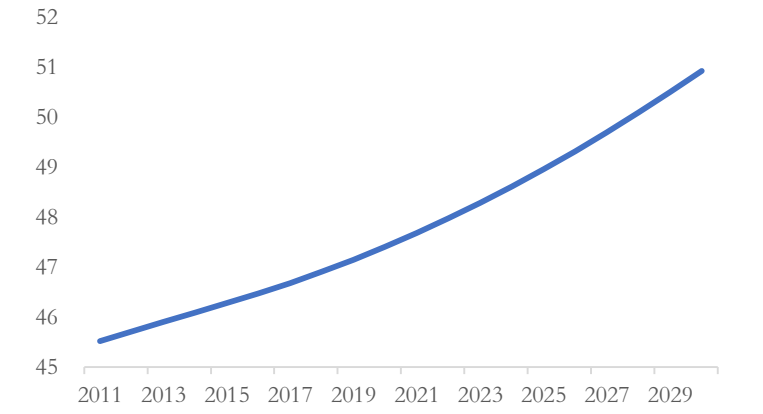
华新建材具备多年海外水泥资产并购整合运营经验，有望将成熟经验应用于 HPI 资产提升产线利用率和盈利能力，助力公司在东南亚区域完善布局以及海外产能扩大。

图69. 菲律宾 GDP 及增速（含预测）（亿美元，%）



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

图70. 菲律宾城镇化率（%）



资料来源：iFind，国投证券证券研究所

3. 国内：磨底出清进行时，静待政策力度加强盈利底部修复

3.1. 水泥：价格和盈利持续筑底，静待政策优化下盈利底部修复

3.1.1. 供给：供给侧优化政策路径清晰，过剩产能有望逐步出清

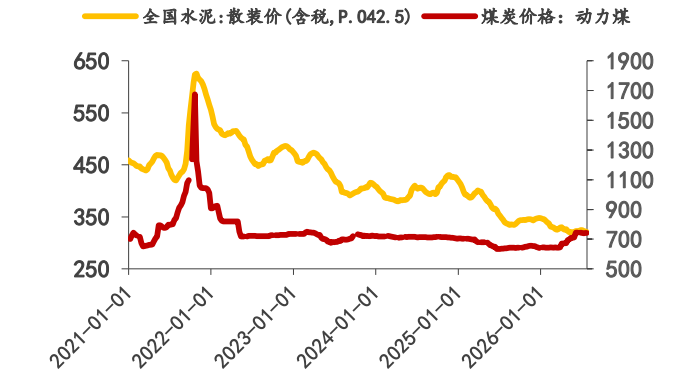
2022 年至今，受地产需求持续探底、地方财政压力带来基建投资增速放缓等多重因素影响，水泥需求大幅下滑，叠加水泥熟料产线超批复生产情况普遍存在，行业错峰生产执行力度不及预期，市场供需结构严重失衡，价格竞争激烈，水泥价格总体呈下行态势。根据中国建材联合会数据，我国水泥产量已从 2021 年 23.6 亿吨快速下降至 2025 年的 16.9 亿吨，降幅达 29%，而水泥产能超过 35 亿吨/年，供需严重“倒挂”，产能利用率不足 50%。2022 年至 2025 年水泥产品出厂价格累计降幅达 30%，2025 年规模以上行业利润总额比 2021 年下降超过 80%。水泥行业中小企业经营压力凸显，加强水泥行业产能管理为修复整体盈利的重要手段。

根据各上市公司发布 2026 年上半年业绩预告，华新建材归母净利润实现高增主要系海外高景气驱动，上峰材料和塔牌集团水泥主业利润大幅下滑但仍盈利，海螺水泥成本优势显著预计仍盈利，除此之外预计其他水泥企业均实现不同程度亏损。2026 年以来，水泥需求持续收缩，价格持续下行，目前水泥价格已为 2017 年以来最低点。截至 7 月 15 日，仅有 4 家上市公司发布上半年盈利公告，多数企业或经营承压，后续若供给侧政策执行落实到位，预计水泥行业价格和盈利有望底部修复。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

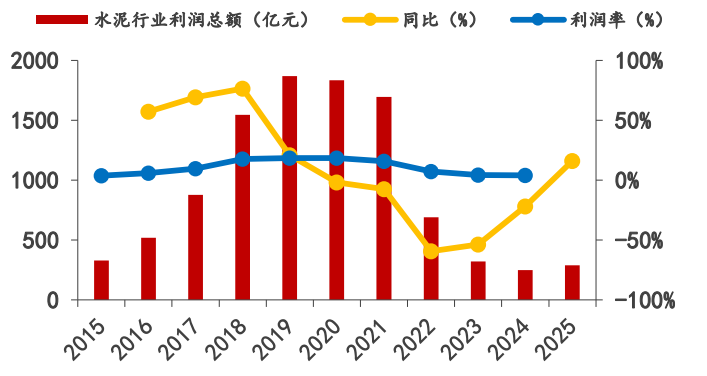
仅供内部参考，请勿外传！

图71. 2021 年起全国动力煤和水泥价格（元/吨）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所
（注：水泥价格对应左侧坐标轴，煤炭价格对应右侧坐标轴）

图72. 2018-2025 全国水泥行业利润总额、同比及利润率（亿元，%）



资料来源：数字水泥网，水泥大数据，国投证券证券研究所

近两年，水泥行业供给侧出台了一系列政策，围绕水泥行业去产能等核心目标发力，包括控制水泥熟料产能规模、推动备案产能与实际产能统一、将水泥行业纳入碳排放权交易、收紧排放标准等。“反内卷”定调下，水泥行业供给侧收缩政策发布和执行力度有望加强，促进水泥行业过剩产能出清，缓和行业供需矛盾，实现产业盈利改善。

1) **产能置换及补产能要求：推进备案产能与实际产能统一，有效引导低效产能退出。**2024 年 10 月 30 日，工信部修订印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，主要内容包括：1）加严水泥置换要求，明确低效运行产能不能置换、新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让；2）完善产能核定方式，年产能天数按照 300 天计算，推动备案产能与实际产能统一；3）实施地区差异管理，明确位于大气污染防治重点区域或前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50%的省份，原则上不得从省外置换产能；4)取消了水泥回转窑的窑径限制，要求备案产能与实际产能统一。2025 年 8 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）》，再次提出严禁新增水泥熟料、平板玻璃产能，水泥企业要在 2025 年底前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。

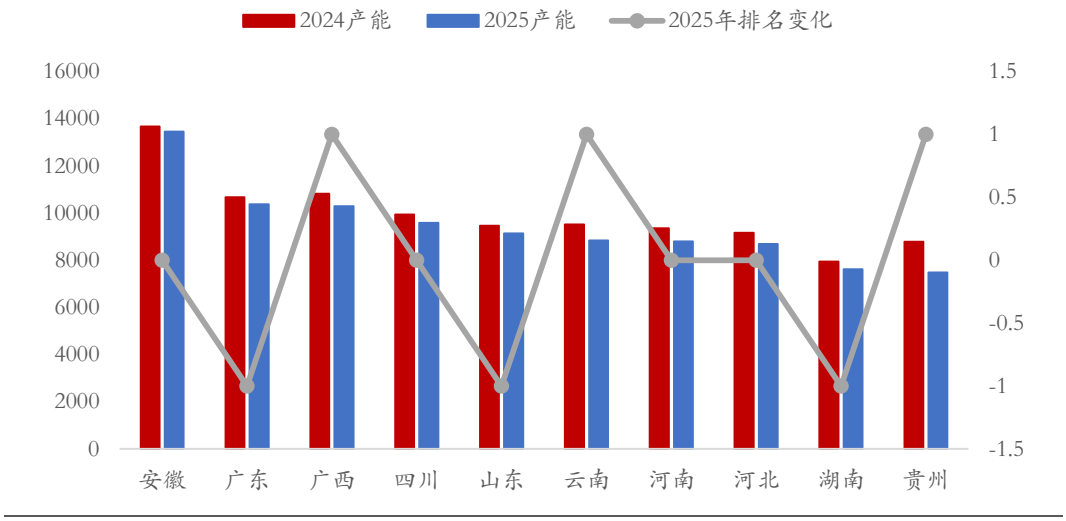
2) **水泥熟料产量监测：要求产线严格照备案产能生产，实现超产治理目标。**2025 年 9 月 8 日，根据工信部工作安排，中国建筑材料联合会发布关于公示《水泥行业熟料产量监测核算技术要求》协会标准（征求意见稿），确定水泥行业熟料产量监测核算的相关要求-采用具有针对性的可操作在线监测核算技术，监测内容包括批复的熟料日产量、批复的熟料年产量、入窑生料量、进出厂熟料量等，要求水泥熟料生产线严格按照备案产能组织生产；同时，推动地方政府部门开展水泥熟料产量监测工作的有效实施，从而实现水泥熟料产能治理目标。

根据中国建材联合会和水泥网等信息，从各省份水泥补产能情况来看，截至 2025 年底，已有 297 条超批复水泥熟料生产线补增产能 1.1 亿吨，198 条生产线、1.82 亿吨产能置换退出，经计算净减少产能约 7100 万吨。在各区域层面，产能减少规模位居前列的省份包括贵州、云南、河南、广西，其中云南省份水泥熟料规模在 2025 年跌出 TOP5 范围。我国水泥熟料实际产能超出备案产能约为 30-40%，截止 2025 年底，全国水泥熟料产能共 17.12 亿吨，根据前述 30-40%超产比例，实际产能或为 22-24 亿吨。假设行业超产产能置换比例为 1.5:1，考虑到水泥熟料日产能最高为核定产能 110%，假设按照超产 10%以上的部分需补充产能指标，则需补充指标的产能约 5-7 亿吨。目前，水泥行业超产补产能工作仍在推进，《实施办法》要求超产产能需在 2025 年底前补齐产能指标，否则只能按照批复产能组织生产，地方政府将会严格监测水泥熟料产线生产并进行超产治理，根据《建材行业稳增长工作方案(2025—2026 年)》，水泥产能管控仍为核心举措，明确要求企业备案产能与实际产能精准统一。2026 年，熟料产能合规化补充将持续推进，熟料总产能有望进一步收缩。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

图73. 2025 年水泥熟料产能 TOP10 省份产能变化（万吨，名）



资料来源：水泥网，国投证券证券研究所

3） **生态环保及节能降碳要求：淘汰低能效水泥产能，启动碳配额分配机制。**2024 年 6 月 7 日，发改委、工信部等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》，提出到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出；鼓励水泥领军企业开展跨区域、跨所有制兼并重组。根据国家发改委 2024 年 6 月新闻发布会内容，水泥行业未达到能效基准水平的产能占比为 16%，若以 2024 年底全国水泥熟料产能数据为基础计算，仍有 2.88 亿吨水泥熟料产能未达到能效基准。

2025 年 3 月 26 日，生态环境厅印发《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》，提出分两个阶段做好水泥等行业纳入全国碳排放权交易市场相关工作，2024 年度配额基于经核查的实际碳排放量等量分配，2025、2026 年度配额采用碳排放强度控制的思路分配，企业所获得的配额数量与产能产出挂钩，合理确定配额盈缺率，行业整体配额盈亏基本平衡。2027 年以后为深化完善阶段，对标行业先进水平优化配额分配方法，推动单位产量产出碳排放不断下降。

从长期看，通过碳配额机制，能效低、排放高的企业将面临更高成本压力，在市场竞争中将处于劣势，落后产能有望加速出清，专项行动计划一定程度抑制无效供给，同时鼓励并购助力集中度提升，均助力减少落后和过剩产能，缓解行业供需矛盾。

表7：水泥行业生态环保及节能降碳政策文件

时间	部门	政策文件	主要内容
2024 年 6 月 7 日	发改委、工信部等部门	《水泥行业节能降碳专项行动计划》	1）到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出； 2）要严格落实水泥行业产能置换政策，依法依规淘汰落后产能，严禁违规新增产能，禁止以改造升级等名义随意扩大产能。
2025 年 3 月 26 日	生态环境厅	《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》	提出分两个阶段做好水泥等行业纳入全国碳排放权交易市场相关工作： 1）2024-2026 年为启动实施阶段，2024 年作为水泥、钢铁、电解铝行业首个管控年度，2025 年底前完成首次履约工作，其中，2024 年度配额基于经核查的实际碳排放量等量分配，2025、2026 年度配额采用碳排放强度控制的思路分配，企业所获得的配额数量与产能产出挂钩，合理确定配额盈缺率，行业整体配额盈亏基本平衡； 2）2027 年以后为深化完善阶段，政策法规体系更加完善，对标行业先进水平优化配额分配方法，推动单位产量产出碳排放不断下降。

资料来源：中国政府网，生态环境厅官网，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

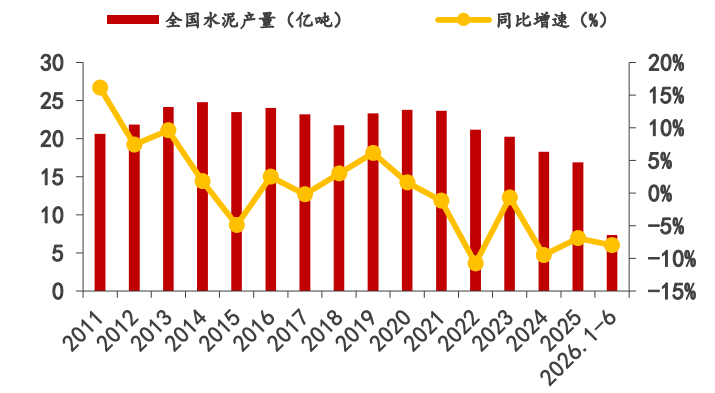
仅供内部参考，请勿外传！

3.1.2. 需求：中长期需求或持续收缩，重大项目支撑区域需求

地产延续下滑叠加基建转负，水泥需求持续收缩。2013-2021 年，全国水泥产量各年维持在 23 亿吨-25 亿吨高位，其中 2014 年达到峰值 24.76 亿吨，2022 年起全国水泥产量逐步下滑，2025 年降至 16.90 亿吨（yoy-6.90%），较 2021 年下降 28.48%。2026 年水泥产量延续下滑态势，1-6 月全国水泥产量为 7.36 亿吨，同比下降 8.0%，产量为近十七年以来同期最低水平。

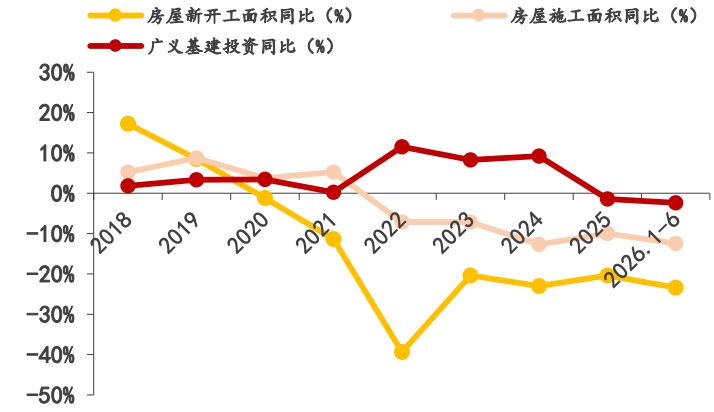
水泥下游需求主要来自于基建、地产和农村建设，具体占比取决于企业与地区特性。根据卓创咨询信息，全国水泥各类下游需求占比中，基建占比约 43%，地产占比约 35%，农村建设占比约为 22%。2022 年以来，受商品房销售低迷以及房企拿地意愿和能力下降的影响，房屋新开工/施工面积持续下滑，2022-2025 年房屋新开工面积各年下滑幅度均超 20%，2025 年房屋新开工面积 5.88 亿㎡（yoy-20.4%），较 2021 年的高点减少了 70%。2026 年，房屋新开工面积仍处于深度下跌区间，1-6 月房屋新开工面积 2.32 亿㎡（yoy-23.4%）。2022-2024 年，基建端增长相对稳健，持续创造水泥需求，2025 和 2026H1 基建投资增速均由正转负，分别同比-1.48%和-2.40%，对水泥需求支撑作用进一步弱化。

图74. 2011 年至今全国水泥产量及同比（亿吨，%）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

图75. 2018 年至今基建和地产投资数据（%）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

综合基建/地产/农村投资或新开工增长情况，我们根据如下假设对 2026-2029 年水泥需求量进行测算：1）基建，由于总需求收缩，预计基建投资增速或持续下滑，假设 2026-2029 年基建投资增速分别为-0.5%、-0.5%、0%、0%；2）地产，考虑到地产新房销售降幅大幅收窄及拿地数据，预计房屋新开工端降幅有所收窄，假设 2026-2029 年房屋新开工面积增速分别为-18%、-14%、-10%、-6%；3）农村，由于城镇化进程持续，农村建设需求或逐步减少，假设 2026-2029 年农村建设增速分别为-3%、-3%、-3%、0%。根据以上假设计算，预计 2026-2029 年水泥产量分别为 15.9 亿吨、15.1 亿吨、14.6 亿吨、14.4 亿吨，分别同比-6.4%、-4.7%、-3.2%、-1.3%，**预计中期水泥稳态需求或为 14 亿吨左右**，较 2025 年下滑约 15%。

表8：全国水泥需求量测算

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
水泥产量（亿吨）	16.9	15.9	15.1	14.6	14.4
yoy		-6.4%	-4.7%	-3.2%	-1.3%
地产（亿吨）	5.1	4.2	3.6	3.2	3.0
yoy		-18.0%	-14.0%	-10.0%	-6.0%
基建（亿吨）	7.7	7.6	7.6	7.6	7.6
yoy		-0.5%	-0.5%	0.0%	0.0%
农村建设（亿吨）	4.2	4.0	3.9	3.8	3.8
yoy		-3.0%	-3.0%	-3.0%	0.0%

资料来源：Ifind，卓创资讯，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

雅下水电站：2025 年 7 月，世界规模最大的雅鲁藏布江下游水电工程项目宣布开工，工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设 5 座梯级电站，总投资约 1.2 万亿元，计划 2030 年部分机组发电，2035 年全面投产，建设周期预计超过 10 年。根据水泥网，在水电工程项目建设中，通常水泥主要消耗在大坝、引水隧洞、厂房等三大混凝土工程上，三者合计占比在 90%左右，其余 10%分散在灌浆、护坡、道路等辅助部分，其中大坝 50%-70%，引水隧洞 15%-25%。由于雅下项目采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，隧洞建设将为项目核心部分，水泥消耗量大部分将用于隧洞衬砌等环节，预计雅鲁藏布江水电工程水泥总消耗量 3000-3500 万吨，年均水泥消费增量 300-350 万吨，约占 2024 年西藏水泥消费量（1333 万吨）的 22%-26%，驱动西藏水泥需求持续释放。

表9：部分水电站建设信息

水电站名称	投资额（亿元）	建设周期（年）	装机容量（万千瓦）	混凝土消耗量（万方）
三峡水电站	2485	18	2250	2800
白鹤滩水电站	2200	5	1600	803
溪洛渡水电站	792	9	1386	670
乌东德水电站	1200	5	1020	273
向家坝水电站	434	8	775	1114
锦屏水电站	>800	10	840	1128
雅下水电站	12000	10	6000-8100	

资料来源：水泥网，国投证券证券研究所

新藏铁路：2025 年 8 月，新藏铁路有限公司正式成立，标志着新藏铁路这一国家战略工程即将迈入实质性建设推进阶段。根据西藏自治区发改委印发的《西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划》，新藏铁路分为日喀则至佩枯错段和佩枯错至和田段，规划里程超过 2000 公里。其中，新藏铁路在西藏自治区内建设里程约 1600 公里，计划于“十四五”末开始施工。根据公开招标文件，新藏铁路新疆段（即和田至省界）将于 2025 年 11 月正式开工，项目全长 462.6 公里，计划建设 17 座隧道和 86 座桥梁，桥隧比为 61.53%。

根据水泥网，桥隧比在 80%-90%之间的铁路工程，施工过程中水泥用量一般约 1.5 万吨/公里，新藏铁路新疆段桥隧比为 61.53%，假设单位里程水泥用量约 1.0-1.5 万吨；考虑到川藏铁路雅林段桥隧比达到 95.8%，故假设新藏铁路西藏段桥隧占比在 9 成左右，单位里程水泥用量预计高于新疆段。综上，预计新藏铁路全线桥隧比在 80%-90%之间，假设单位里程水泥用量 1.5 万吨，预计新藏铁路工程将带来超过 3000 万吨的水泥总需求，假设建设周期为 10 年，则年均需求 300 万吨以上，约占 2024 年西藏和新疆水泥消费总量（5892 万吨）的 5%。

表10：国内部分铁路项目施工及水泥用量情况

项目名称	施工里程（公里）	桥隧比（%）	水泥总用量（万吨）	单位里程水泥用量（万吨/公里）
京沪高铁	1318	87.7	2050	1.56
云贵铁路	710	80.46	1093	1.54
大瑞铁路（大理-保山段）	134	86.5	167	1.25
京津铁路	116	86.1	169	1.45
京雄铁路	93	91.35	231	2.48
玉磨铁路（站前工程 10 号标段）	22	96.63	33	1.48
总计	2392	85.63	3743	1.56
新藏铁路（新疆段）	462.6	61.53		1.0-1.5
新藏铁路（西藏段）	1600	90		
新藏铁路		80%-90%	3000	1.5

资料来源：水泥网，国投证券证券研究所

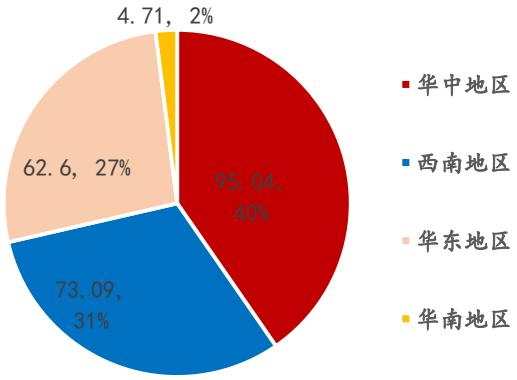
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

3.1.3. 公司：布局西藏供货雅下工程，替代燃料与极致能效驱动绿色降本

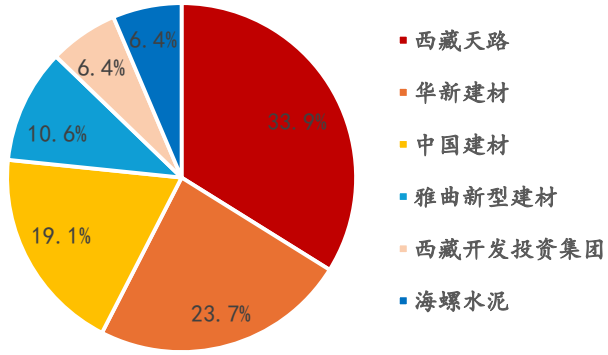
西藏区域市占稳固叠加特种水泥优势，卡位雅下工程催生需求增量。公司国内水泥生产基地主要分布于湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、广东和河南等 9 个省市，2025 年华中、西南、华东实现营收占国内比重分别达 40%、31%和 27%。在西藏区域，公司在山南和日喀则分别拥有 191 万吨和 155 万吨熟料产能，西藏区域市占率达 23.7%，仅次于西藏天路的 33.9%。公司在西藏的产能布局、特种水泥生产能力和大型水电工程供货经验，有助于其承接雅下工程带来的区域需求增量。截至 2025 年底，公司已向雅鲁藏布江流域已建及在建水电工程累计独家供应水泥超过 230 万吨，其中中、低热特种水泥近百万吨。

图76. 2025 年华新国内分区域收入（亿元，%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

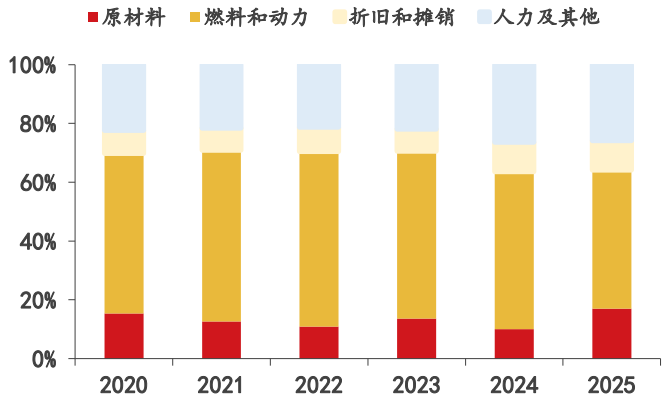
图77. 2025 年西藏地区水泥熟料市场竞争格局



资料来源：中国水泥网水泥大数据，国投证券证券研究所

燃料和动力成本占比约 50%-60%，替代燃料与极致能效驱动绿色降本。公司水泥生产成本中燃料和动力成本占比约 50%-60%，煤炭价格的剧烈波动直接传导至公司生产成本，2025 年受益于煤炭成本回落，公司水泥业务营业成本同比下降 6.59 元/吨至 234.52 元/吨，其中燃料和动力成本下降 18.58 元/吨至 110.56 元/吨。在生产端，公司持续提高替代燃料使用比例，降低对传统煤炭燃料的依赖。2024 年，公司累计使用替代燃料 441 万吨，集团热值替代率达到 21.66%，其中国内热值替代率达到 26.71%，分别同比提升 1.66pct 和 3.71pct，替代燃料在国内窑线的应用比例进一步提高，公司国内熟料生产线整体能效处于较好水平，在替代燃料应用和碳排放强度方面具备优势。2025 年，公司国内熟料单位产品综合能耗为 100.69 千克标煤/吨熟料，国内共有 33 条生产线达到国家一级能效。其中，重庆华新地维、华新桑植和华新黄石熟料综合能耗位列 2025 年度水泥熟料行业能效“领跑者”前三。

图78. 2020-2025 年公司水泥业务营业成本占比（%）



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图79. 2020 年以来动力煤均价（元/吨）



资料来源：Ifind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

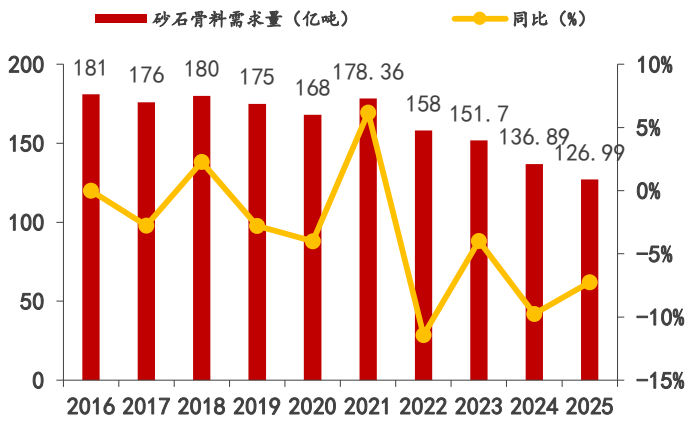
仅供内部参考，请勿外传！

3.2. 骨料：价格下行空间或边际收敛，低成本与区域禀赋支撑盈利

需求收缩叠加供给侧密集投产，骨料价格和盈利同步下滑。砂石骨料是在混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料，通常和水泥一起搅拌制备混凝土，中长期需求周期基本和水泥同步。受终端地产/基建投资需求持续疲软影响，2021-2025 年全国砂石骨料需求量由 178.36 亿吨降至 126.99 亿吨，2025 年同比下降 7.24%。在需求持续下滑的同时，“十四五”期间新设的大量矿权，尤其是长江沿岸、西江沿岸及大城市周边的大型矿山在 2024-2025 年密集投产，骨料行业供需矛盾加大，均价和盈利同步走低，以华新建材骨料业务为例，2021-2025 年骨料销售均价由 58.73 元/吨降至 34.06 元/吨，吨毛利由 38.54 元/吨下降至 14.65 元/吨。

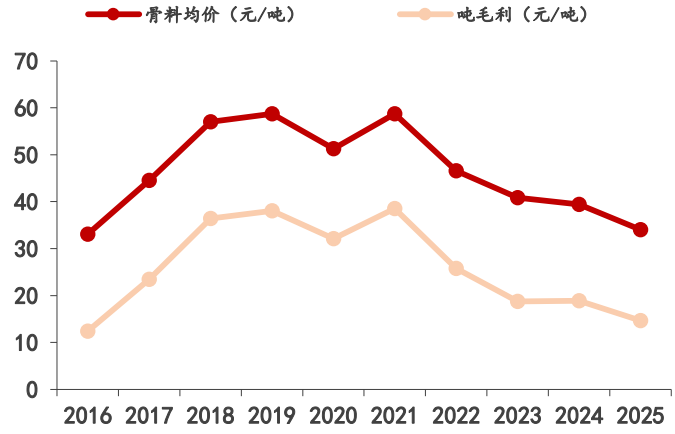
骨料价格下行空间边际收敛，华新低成本矿权与沿江布局构筑优势。由于骨料价值量较低，属于超级短腿产品，华新自 2006 年依托武穴水泥矿山开始进入骨料行业，早期骨料矿权成本较低，且公司均沿长江沿线布局，凭借丰富的矿山资源和便捷的航运通道打通长三角市场，运输成本也相对较低。目前，骨料价格连续 4 年下降，已接近部分企业的盈亏平衡点，预计后续骨料价格下行空间边际收敛，华新凭借低成本矿权与区域禀赋盈利表现相对突出。

图80. 2016-2025 年我国砂石骨料需求量及同比（亿吨，%）



资料来源：砂石骨料网，国投证券证券研究所

图81. 2016-2025 年公司骨料均价和吨毛利（元/吨）



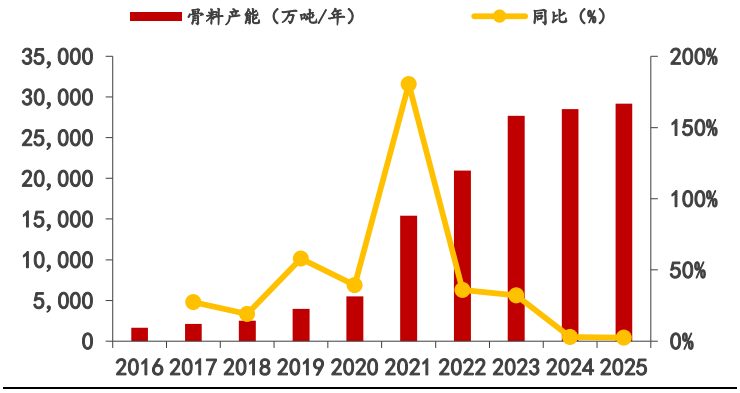
资料来源：公司年报，砂石骨料网，国投证券证券研究所

以大本营为轴沿长江辐射，骨料销量稳居行业首位。公司自 2006 年进入骨料领域，是国内较早建设规模化、环保化骨料工厂的水泥企业。2016-2025 年，公司骨料产能由 1650 万吨/年提升至 2.92 亿吨/年，2025 年骨料对外销量 1.61 亿吨，连续两年位居全国首位。截至 2025 年底，公司骨料产能分布于湖北、云南、湖南、重庆、四川、河南、西藏、贵州及海外等区域。其中，湖北骨料产能为 1.89 亿吨/年，占公司骨料总产能约 63%，是公司最主要的骨料资源和产能基地，云南、湖南、重庆和四川产能合计占比约 29%。从市场覆盖看，湖北和湖南产能主要覆盖长江中游市场，重庆和四川对应成渝地区，云南覆盖西南区域，核心矿山靠近长江沿线需求市场，有利于公司利用水运条件扩大销售半径，并降低骨料运输成本。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

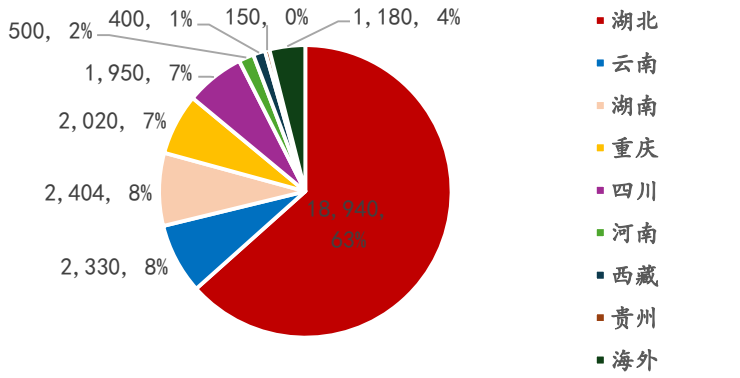
仅供内部参考，请勿外传！

图82. 2016-2025 年公司骨料产能及同比（万吨/年，%）



资料来源：公司年报，砂石骨料网，国投证券证券研究所

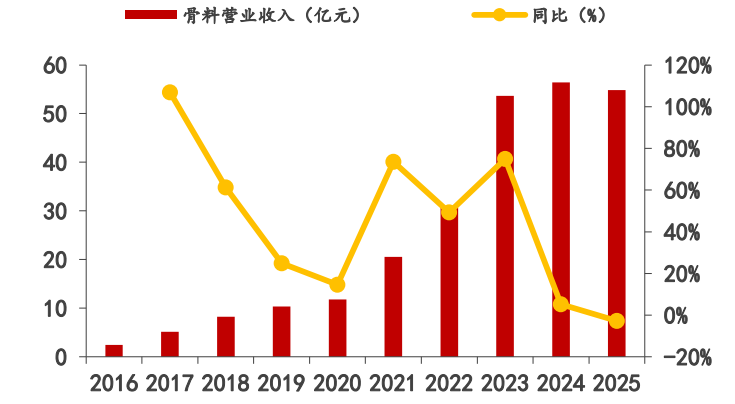
图83. 2025 年公司骨料产能分布（万吨/年，%）



资料来源：公司年报，公司票据募集书，国投证券证券研究所

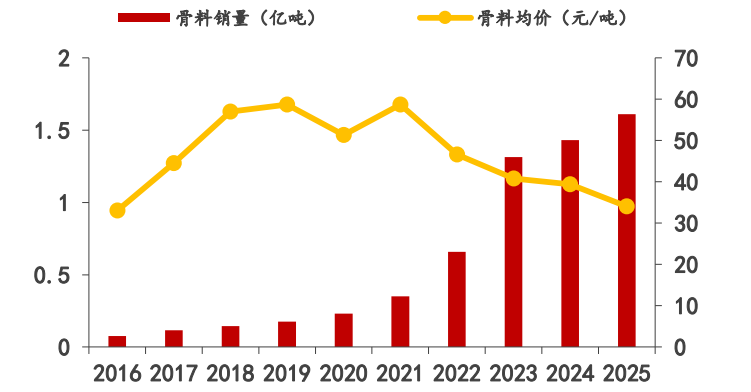
骨料销售量增价减，盈利仍高于水泥主业。2016-2021 年，伴随下游需求增长，公司骨料产能规模持续增加，销售量价齐升，营业收入由 2.48 亿元快速增长至 20.54 亿元，其中销量由 750 万吨增加至 3497 万吨，均价从 33.07 元/吨提升至 58.73 元/吨。2022 年以来，终端需求持续收缩叠加供给侧新增产能投放，公司凭借区域布局优势骨料销量仍持续增加，销售均价在市场激烈竞争下持续下降，2025 年骨料销量大幅增加至 1.61 亿吨，销售均价下降至 34.06 元/吨，均价已接近 2016 年水平。从盈利来看，公司骨料毛利率由 2021 年的 65.62%回落至 2025 年的 43.01%，但仍高于水泥主业 33.57%，2025 年毛利占比达 22.08%。

图84. 2016-2025 年公司骨料营业收入及同比（亿元，%）



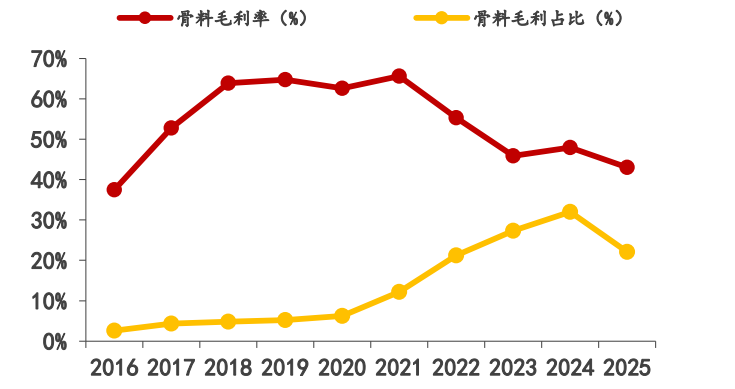
资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

图85. 2016-2025 年公司骨料销量及均价（亿吨，元/吨）



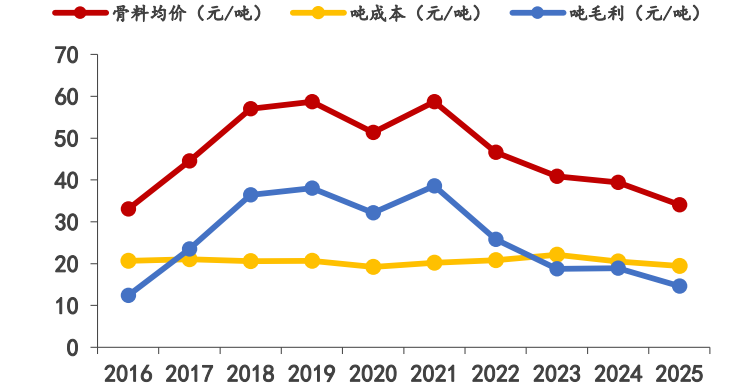
资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

图86. 2016-2025 年公司骨料毛利率及毛利占比（%）



资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

图87. 2016-2025 年公司骨料均价、吨成本及吨毛利（元/吨）



资料来源：公司年报，国投证券证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

4. 盈利预测与投资建议：海外放量贡献增量，结构优化支撑估值

4.1. 公司盈利预测：海外增长贡献增量，国内业务稳中修复

我们根据水泥行业整体供需情况、公司各业务产能、行业地位及公司竞争优势等因素，对公司各项业务进行盈利预测：

1）**水泥业务：**海外业务方面，2025 年公司海外水泥销量为 2030 万吨，随着 Lafarge Africa 并表贡献以及其他海外需求进一步增长，同时考虑到 Lafarge Africa 水泥价格高于整体海外，预计 2026–2028 年公司海外水泥销量分别为 2700 万吨、3240 万吨和 3726 万吨，营业收入分别为 170.10 亿元、200.88 亿元和 227.29 亿元。

国内业务方面，国内水泥需求仍处下行通道，目前价格为 2017 年以来最低点，随供给侧政策落地及执行力度加大，价格和盈利端有望边际修复，预计国内水泥营业收入分别为 89.82 亿元、96.02 亿元和 101.95 亿元。综上，预计 2026–2028 年公司水泥及熟料业务营业收入分别为 259.92 亿元、296.90 亿元和 329.23 亿元，分别同比增长 22.11%、14.23%和 10.89%。

2）**骨料：**骨料业务仍为公司发展重要方向，假设公司骨料销量仍维持增长，价格跌幅边际收窄，预计 2026–2028 年公司骨料业务营业收入分别为 60.79 亿元、66.81 亿元和 73.49 亿元，分别同比增长 10.88%、9.89%和 10.00%。

3）**混凝土：**混凝土为公司一体化布局业务，考虑国内需求仍下滑，价格已处底部运行，预计 2026–2028 年公司混凝土业务营业收入分别为 69.67 亿元、68.28 亿元和 66.91 亿元，分别同比下降 3.00%、2.00%和 2.00%。

综上，预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 404.64 亿元、446.53 亿元和 484.46 亿元，同比增长 14.47%、10.35%和 8.50%；预计综合毛利率分别为 31.24%、33.61%、36.02%；预计公司归母净利润分别为 36.13 亿元、45.11 亿元和 54.81 亿元，同比增长 26.61%、24.86%和 21.51%。

表11：公司分业务营收预测（亿元）

		2025	2026E	2027E	2028E
整体	营业收入（亿元）	353.48	404.64	446.53	484.46
	yoy	3.31%	14.47%	10.35%	8.50%
	毛利率（%）	30.22%	31.24%	33.61%	36.02%
1）水泥熟料	营业收入（亿元）	212.85	259.92	296.90	329.23
	yoy	13.28%	22.11%	14.23%	10.89%
	销量（万吨）	6196	6783	7241	7647
	单价（元/吨）	344	383	410	431
	毛利率（%）	32.72%	33.46%	36.59%	39.61%
①国内	营业收入（亿元）	101.23	89.82	96.02	101.95
	销量（万吨）	4166	4083	4001	3921
	单价（元/吨）	243	220	240	260
②海外	营业收入（亿元）	111.85	170.10	200.88	227.29
	销量（万吨）	2030	2700	3240	3726
	单价（元/吨）	551	630	620	610
2）骨料	营业收入（亿元）	54.83	60.79	66.81	73.49
	yoy	-2.82%	10.88%	9.89%	10.00%
	销量（亿吨）	1.61	1.80	2.00	2.20
	单价（元/吨）	34.06	33.71	33.38	33.38
	毛利率（%）	43.01%	42.43%	41.85%	41.85%

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

3）混凝土	营业收入（亿元）	71.83	69.67	68.28	66.91
	yoy	-14.65%	-3.00%	-2.00%	-2.00%
	销量（万方）	2832	2747	2692	2638
	单价（元/方）	254	254	254	254
	毛利率（%）	15.46%	15.96%	15.96%	15.96%
4）其他业务	营业收入（亿元）	13.97	14.25	14.54	14.83
	yoy	2.04%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率（%）	17.82%	17.82%	17.82%	17.82%

资料来源：Ifind，国投证券证券研究所

综合考虑企业规模、产业链一体化程度及海外业务布局，我们选取海螺水泥、上峰材料、西部水泥和塔牌集团作为可比公司。2026-2028 年，公司动态 PE 分别为 14.0 倍、11.2 倍和 9.2 倍，可比公司平均分别为 11.4 倍、10.7 倍和 9.1 倍。考虑公司海外水泥业务加速放量、国内水泥见底，2027 年公司盈利修复弹性较强，我们给予公司 2027 年 14 倍 PE，对应 12 个月目标价 30.38 元。

表12：公司估值分析

上市公司	总市值（亿元）	归母净利润						PE			
		25A	26E	YOY	27E	YOY	28E	YOY	26E	27E	28E
华新建材	506.86	28.53	36.13	26.61%	45.11	24.86%	54.81	21.51%	14.0	11.2	9.2
海螺水泥	929.82	81.13	88.35	2.63%	95.93	15.21%	105.93	10.42%	10.5	9.7	8.8
上峰材料	134.84	6.38	11.01	24.77%	8.50	6.86%	10.10	18.81%	12.2	15.9	13.4
西部水泥	86.03	8.80	11.00	25.06%	15.20	38.18%	18.60	22.37%	7.8	5.7	4.6
塔牌集团	84.66	6.34	6.72	-5.40%	7.79	29.80%	8.72	11.99%	12.6	10.9	9.7
可比公司均值									11.4	10.7	9.1

资料来源：iFind，国投证券证券研究所（注：华新建材盈利预测为国投证券研究所预测；西部水泥采用 iFind 机构一致预测（稳定指标 6 个月、人民币口径）；其余可比公司采用 iFind 一致预测。股价截至 2026 年 8 月 11 日）

4.2. 投资建议：国内盈利持续筑底，海外布局打开成长空间

公司作为百年水泥龙头，由传统水泥制造企业成长为全球化综合建材集团。公司积累多年出海经验，已从中亚、东南亚逐步延伸至非洲、中东和南美，且扩张步伐持续加速，通过自建及并购方式实现海外业务快速增长，同时公司海外营收业绩由单点支撑发展为多区域贡献，风险分散控制和全球布局能力提升。截至 2025 年末，公司海外水泥运营及在建产能已突破 4000 万吨，短中期海外产能目标为 5000 万吨，后续产能规模有望持续增长。国内方面，需求仍处下行通道，水泥价格已下行至 2017 年以来最低点，若后续供给侧政策实施力度加大，水泥价格和盈利有望迎底部修复。我们看好公司海外业务放量及国内底部修复带来的盈利弹性，预计 2026-2028 年公司整体营业收入分别为 404.64 亿元、446.53 亿元和 484.46 亿元，同比增长 14.47%、10.35%和 8.50%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 36.13 亿元、45.11 亿元和 54.81 亿元，同比增长 26.61%、24.86%和 21.51%；对应 2026-2028 年 PE 分别为 14.0 倍、11.2 倍和 9.2 倍，给予 2027 年 14 倍 PE，对应 12 个月目标价 30.38 元。

5. 风险提示

宏观经济波动：公司主营水泥业务为典型周期性行业，较易受宏观经济波动影响，若宏观经济下行，影响基建及房建项目开工，从而影响公司下游需求；

下游需求回暖不及预期：若基建及房建项目开工不及预期，影响公司整体增长；

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

一体化推进不及预期：若公司骨料和混凝土业务布局不及预期，影响公司整体增长；

海外业务拓展不及预期：公司海外业务拓展存在受阻风险，从而影响公司未来增长；

非洲需求释放不及预期风险：非洲水泥需求受经济增长、财政及融资能力、项目建设进度等因素影响，实际释放节奏可能低于预期；

尼日利亚区域集中风险：Lafarge Africa 并表后，尼日利亚成为公司海外业务的重要市场，若当地经济、汇率、政策或竞争环境发生不利变化，可能影响公司经营业绩；

海外并购整合风险：若海外标的在运营管理、技术改造和人员组织等方面整合不及预期，可能导致协同效应和盈利改善低于预期；

错峰生产执行不及预期：若错峰生产执行不到位，行业供需关系恶化，从而影响公司未来增长和盈利水平；

市场竞争加剧：若行业竞争加剧，公司主营产品售价下行，影响公司盈利水平；

成本端价格上涨：若成本端价格上涨，影响公司盈利水平；

盈利预测不及预期：若下游需求、海外业务拓展、错峰执行等不及预期，均影响公司盈利预测。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	34,217	35,348	40,464	44,653	48,446
减:营业成本	25,771	24,666	27,822	29,644	30,997
营业税费	809	847	971	1,072	1,163
销售费用	1,500	1,715	1,942	2,099	2,277
管理费用	1,880	2,224	2,509	2,768	3,004
研发费用	239	246	308	321	349
财务费用	686	834	668	985	1,093
加:资产/信用减值损失	172	109	-100	-80	-80
公允价值变动收益	11	-3	0	0	0
投资和汇兑收益	80	32	57	56	39
营业利润	4,224	5,008	6,200	7,741	9,522
加:营业外净收支	-112	-57	-69	-83	-77
利润总额	4,112	4,950	6,132	7,657	9,446
减:所得税	1,158	1,412	1,767	2,139	2,739
净利润	2,416	2,853	3,613	4,511	5,481

资产负债表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,809	8,535	6,879	8,037	9,689
交易性金融资产	32	2	2	2	2
应收帐款	4,207	3,988	4,719	4,681	8,061
应收票据	203	618	377	910	823
预付帐款	315	383	432	460	537
存货	3,058	3,530	3,868	4,288	5,732
其他流动资产	1,168	1,354	1,654	1,392	1,467
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	585	588	588	588	588
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	28,408	31,711	32,387	32,766	33,019
在建工程	3,412	3,385	3,406	3,336	3,090
无形资产	15,141	16,826	17,543	18,675	19,721
其他非流动资产	6,175	10,152	9,919	9,599	9,653
资产总额	69,513	81,073	81,774	84,733	92,382
短期债务	297	569	3,320	6,334	9,401
应付帐款	8,756	9,327	10,943	8,321	9,391
应付票据	676	654	1,050	706	916
其他流动负债	8,441	8,404	8,456	8,434	8,431
长期借款	9,599	13,215	9,015	8,008	6,148
其他非流动负债	6,847	11,504	8,767	9,039	9,770
负债总额	34,615	43,674	41,551	40,841	44,057
少数股东权益	4,606	5,338	6,090	7,098	8,324
股本	2,079	2,079	2,079	2,079	2,079
留存收益	28,710	29,905	32,054	34,716	37,922
股东权益	34,898	37,399	40,223	43,892	48,325

现金流量表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2,953	3,538	3,613	4,511	5,481
加:折旧和摊销	3,587	3,354	3,493	3,867	4,255
资产减值准备	81	30	0	0	0
公允价值变动损失	-11	3	0	0	0
财务费用	812	777	668	985	1,093
投资收益	-80	-32	-57	-56	-39
少数股东损益	537	685	752	1,008	1,226
营运资金的变动	564	440	-1,095	-2,895	-3,245
经营活动产生现金流量	5,977	6,694	7,374	7,418	8,772
投资活动产生现金流量	-3,672	-8,751	-4,830	-5,253	-5,260
融资活动产生现金流量	-1,472	2,756	-4,200	-1,007	-1,860

财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	1.4%	3.3%	14.5%	10.4%	8.5%
营业利润增长率	-2.9%	18.6%	23.8%	24.8%	23.0%
净利润增长率	-12.5%	18.1%	26.6%	24.9%	21.5%
EBITDA 增长率	-6.3%	16.6%	14.7%	21.5%	18.1%
EBIT 增长率	-11.9%	35.2%	18.7%	27.0%	21.7%
NOPLAT 增长率	-6.1%	18.4%	17.1%	28.6%	19.9%
投资资本增长率	-0.9%	12.9%	5.8%	9.2%	7.7%
净资产增长率	4.8%	7.2%	7.6%	9.1%	10.1%
利润率					
毛利率	24.7%	30.2%	31.2%	33.6%	36.0%
营业利润率	12.3%	14.2%	15.3%	17.3%	19.7%
净利润率	7.1%	8.1%	8.9%	10.1%	11.3%
EBITDA/营业收入	22.7%	25.6%	25.6%	28.2%	30.7%
EBIT/营业收入	12.5%	16.4%	17.0%	19.5%	21.9%
运营效率					
固定资产周转天数	295	306	285	263	244
流动营业资本周转天数	-24	-28	-28	-11	15
流动资产周转天数	163	174	162	152	171
应收帐款周转天数	38	42	39	38	47
存货周转天数	34	34	33	33	37
总资产周转天数	728	767	724	671	658
投资资本周转天数	445	457	435	424	424
投资回报率					
ROE	8.0%	8.9%	10.6%	12.3%	13.7%
ROA	4.2%	4.4%	5.3%	6.5%	7.3%
ROIC	8.3%	9.9%	10.3%	12.5%	13.7%
费用率					
销售费用率	4.4%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%
管理费用率	5.5%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%
研发费用率	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
财务费用率	2.0%	2.4%	1.7%	2.2%	2.3%
四费/营业收入	12.6%	14.2%	13.4%	13.8%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	49.8%	53.9%	50.8%	48.2%	47.7%
负债权益比	99.2%	116.8%	103.3%	93.0%	91.2%
流动比率	0.87	0.97	0.75	0.83	0.93
速动比率	0.70	0.79	0.59	0.65	0.73
利息保障倍数	6.24	6.94	10.28	8.86	9.71
分红指标					
DPS(元)	0.30	0.36	0.70	0.89	1.09
分红比率	25.6%	25.9%	40.5%	41.0%	41.5%
股息收益率	1.2%	1.5%	2.9%	3.6%	4.5%

业绩和估值指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	1.16	1.37	1.74	2.17	2.64
BVPS(元)	14.57	15.42	16.42	17.70	19.24
PE(X)	21.0	17.8	14.0	11.2	9.2
PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
P/FCF	28.4	17.3	-45.8	29.9	18.4
P/S	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.8	7.4	6.5	5.5	4.7
CAGR(%)	23.2%	23.8%	10.7%	23.2%	23.8%
PEG	0.9	0.7	1.3	0.5	0.4
ROIC/WACC	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6
REP	0.9	1.2	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

公司评级体系

收益评级：
买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；
中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；
卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046

上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082

北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034