下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

跨越山海，筑梦全球

——华新建材系列深度报告三

华新建材（600801.SH）
水泥

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 10 月 13 日

评级：　买入（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email：sunying@zts.com.cn

分析师：万静远

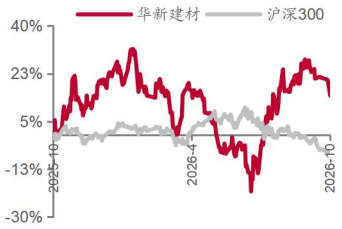
执业证书编号：S0740525030002

Email：wanjy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,079.00
流通股本(百万股)	2,076.42
市价(元)	22.49
市值(百万元)	46,756.61
流通市值(百万元)	46,698.63

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《海外业绩亮眼，国内业务有韧性》2026-09-04

2、《“华”征四海，向“新”而行》2026-08-09

3、《海外业务蓬勃发展，国内业务企稳回升》2026-04-07

4、《骨料继成长，出海续繁花》2025-02-20

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	34,217	35,348	41,789	60,510	75,040
增长率 yoy%	1%	3%	18%	45%	24%
归母净利润（百万元）	2,416	2,853	3,797	5,990	7,997
增长率 yoy%	-13%	18%	33%	58%	34%
每股收益（元）	1.16	1.37	1.83	2.88	3.85
每股现金流量	2.88	3.22	4.90	6.49	7.66
净资产收益率	7%	8%	9%	13%	15%
P/E	19.4	16.4	12.3	7.8	5.8
P/B	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0

备注：股价截止自2026 年 10 月 12 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 国内大地产、大基建告一段落，中国建材企业经过多年打磨已经在全球范围内具备了强大的竞争力，凭借工艺、管理、成本等优势持续发力新兴市场，正加速从“产品外销”“迈向“全产业链出海”的全球化跃迁。但看似光明的坦途下实则充满需求崩塌、外汇管制、汇率波动、政局更迭等诸多挑战。**想做好海外业务，能力、眼光、经验、魄力缺一不可。**
- 2026 年上半年，水泥行业承压，需求同比下滑 8%，国内头部水泥企业扣非归母净利润均出现不同程度下滑，亏损者亦不在少数，仅华新建材同比实现大幅增长。**这家始创于 1907 年中国最早的三家水泥企业之一，历经百余年沧桑巨变延续存活至今，在过去几年前瞻战略布局下正重新焕发生机。**
- **视野跳出国内，向全球领先的跨国建材集团迈进。**霍尔希姆于 1912 年在瑞士成立，如今在全球 70 多个国家开展业务，在近 90%的运营市场中，其水泥销售规模均位列前三。2025 年，公司水泥年产能 2.54 亿吨，全球排名第三。海德堡则创立于 1873 年，是德国最大的水泥供应商。自 20 世纪 60 年代起逐步进行全球化布局。2025 年，公司水泥总产能 1.63 亿吨全球排名第五，其中北美/欧洲/亚太/非洲-地中海-西亚地区的产能占比分别为 9%/37%/32%/22%。26 年上半年，相较于霍尔希姆/海德堡 100.74/123.41 亿美元、12.13/9.44 亿美元的净销售额、净利润，**华新的 28.63、3.31 亿美元仍有较大差距，但三者 ROE 已处于同一水平**（11.7%/8.0%/10.4%），且华新的 **EBITDA 率、EBIT 率还更高**（25.0%/18.0%/28.5%、18.1%/11.8%/18.6%）。
- **尼日利亚水泥行业的繁荣是需求和格局共振的结果。**尼日利亚为非洲第一大人口国，且人口仍以 2%以上速度增长，近三年 GDP 超 4%同时国内通胀持续放缓。水泥需求旺盛背景下行业非常集中，丹格特、BUA、拉法基非洲几乎占据全部市场，份额分别约 56%、27%和 17%。**行业逐年稳中有升的盈利能力使我们相信三家企业遵循的是竞合关系。扩产是对需求的乐观预期而非份额的盲目追求。**
- **“他“退“我”进，此消彼长。**2025 年 3 月霍尔希姆发布 2030 年战略规划，强调聚焦于拉美、欧洲、北非和澳大利亚等高潜力市场，并加速高价值建筑解决方案收入占比提升至 50%（2017 年 8%，2024 年 22%），撤哈拉以南非洲市场及水泥业务重要性在下降。海德堡则强调在欧洲和北美抓住需求复苏机遇，在新兴市场尤其是非洲则推动轻资产模式。**欧洲企业的退与中资企业的进在同一时空下演绎，背后是企业发展进程、技术替代、政策背景、供需关系等复杂因素交织的结果。**
- **南美市场是华新全球化布局的重要版图。**2025 年华新完成对巴西 EMBU 880 万吨/年骨料项目的并购正式落子南美，但这只是起点。巴西是南美最大的水泥市场，行业已步入成熟阶段。从竞争格局来看，行业 CR4 超 80%，其中 CSN 约占 18%（1700 万吨/年），排名第 2。2025 年 CSN 水泥销量 1339 万吨，水泥 EBITDA 约 2.3 亿美元，但集团经营性净现金流仅约-1.7 亿美元。**处置优质资产改善集团现金流保住核心钢铁、矿产主业是 CSN 出售水泥业务的直接原因。**
- **菲律宾项目预计是的“抄底”思维。**菲律宾人口超 1.1 亿，GDP 长期保持 5.5%以上，当前人均水泥消费量仅 290 公斤，长期增长空间充足。菲律宾水泥市场长期受到进口冲击，2024、2025 年水泥进口量分别约 755 万吨、602 万吨，占需求量的 22%、19%，

下载日志已记录，仅供内部参考

25 年以来当地政府正持续加征关税保护当地企业，行业供需有望持续改善。HPI 水泥年产能约 900 万吨，位列行业第二，产能份额约 17%，CR4 近 65%。2024-2025 年 HPI 连续两年亏损，主要受进口水泥低价冲击下公司水泥销量及平均售价下滑影响，叠加受资产减值、一次性费用等因素拖累。**好的资产只有在行业周期底部位置才能便宜买到（此次收购项目定价 7.8 亿美元，2019 年曾报价 21.5 亿美元）。项目全面的设备/工艺落后为华新充分发挥技改能力留足了空间。**

- **投资建议及盈利预测：**公司内生加外延带动海外业绩持续兑现，明确的资本开支计划勾勒出清晰的成长路线，同时当前国内水泥及骨料业务盈利能力已处于底部，当前存在边际改善空间。预计 2026-2028 年公司归母净利润 38.0、59.9、80.0 亿元，当前股价对应 PE 分别为 12.3、7.8、5.8，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内下游需求不及预期，海外市场拓展或经营不及预期，海外收并购不及预期，供给侧约束放松，原燃料价格大幅波动，海外政权变更，汇率大幅波动，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时，数据结果测算偏差。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、丹格特水泥 5
二、BUA 水泥 8
三、霍尔希姆 10
四、海德堡材料集团 13
五、Holcim Philippines 17
六、CSN 18
七、盈利预测与投资建议 21
风险提示 22

图表目录

图表 1：丹格特 2011-2025 年水泥产能 5
图表 2：丹格特 2025 年产能布局 5
图表 3：1950-2025 年非洲人口（亿） 5
图表 4：撒哈拉以南非洲 GDP 和通胀率 5
图表 5：丹格特 11-25 年产量（百万吨） 6
图表 6：丹格特 19-30 年产能（百万吨） 6
图表 7：尼日利亚水泥产量及增速（万吨，%-右轴） 6
图表 8：尼日利亚人口及增速（亿人） 6
图表 9：丹格特收入及增速（亿奈拉，%-右轴） 7
图表 10：丹格特净利润及增速（亿奈拉，%-右轴） 7
图表 11：丹格特收入及增速（亿美元，%-右轴） 7
图表 12：丹格特净利润及增速（亿美元，%-右轴） 7
图表 13：2020-2025 丹格特毛利率（%） 7
图表 14：2020-2025 丹格特净利率（%） 7
图表 15：丹格特 24-26 年单季度营业收入及增速（亿奈拉，%-右轴） 7
图表 16：丹格特 24-26 年单季度净利润及增速（亿奈拉，%-右轴） 7
图表 17：丹格特 24-26 年单季度营业收入及增速（亿美元，%-右轴） 8
图表 18：丹格特 24-26 年单季度净利润及增速（亿美元，%-右轴） 8
图表 19：丹格特熟料量/价/利（百万吨，奈拉/吨） 8
图表 20：丹格特熟料量/价/利（百万吨，美元/吨） 8
图表 21：2025 年 BUA 产能布局图 8
图表 22：尼日利亚汇率波动（美元兑奈拉） 8
图表 23：BUA 收入及增速（亿奈拉，%-右轴） 9
图表 24：BUA 净利润及增速（亿奈拉，%-右轴） 9
图表 25：BUA 收入及增速（亿美元，%-右轴） 9
图表 26：BUA 净利润及增速（亿美元，%-右轴） 9
图表 27：2020-2025 BUA 毛利率（%） 9
图表 28：2020-2025 BUA 净利率（%） 9
图表 29：BUA24-25 年单季度营业收入及增速（亿奈拉，%-右轴） 10
图表 30：BUA24-25 年单季度净利润及增速（亿奈拉，%-右轴） 10
图表 31：BUA24-25 年单季度营业收入及增速（亿美元，%-右轴） 10
图表 32：BUA24-25 年单季度净利润及增速（亿美元，%-右轴） 10
图表 33：截至 2026 年 10 月 11 日全球水泥企业市值排行（亿美元） 11
图表 34：2025 年全球水泥产能 TOP10（百万吨） 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 35：2005-2025 年 Holcim 水泥产能（百万吨）.....11
图表 36：Holcim 历年营业收入及增速（亿美元，%）.....11
图表 37：Holcim 历年净利润及增速（亿美元，%）.....11
图表 38：Holcim 收入结构—分产品（亿美元）.....12
图表 39：Holcim 收入结构—分区域（亿美元）.....12
图表 40：Holcim 亚洲、中东和非洲地区历年营业收入（亿美元）.....12
图表 41：Holcim（亿美元）亚洲、中东和非洲地区历年 EBITDA.....12
图表 42：Holcim 产能全球分布演变（百万吨）.....12
图表 43：Holcim 水泥熟料业务收入（亿美元，%-右轴）.....12
图表 44：Holcim 水泥熟料量/价/利.....13
图表 45：Holcim 水泥熟料平均价格及增速.....13
图表 46：Holcim“下一代增长—2030 战略”.....13
图表 47：海德堡 2025 年水泥产能分布.....14
图表 48：海德堡历年水泥产能（百万吨）.....14
图表 49：海德堡 2025 年非洲-地中海-西亚及亚太地区水泥产能布局.....14
图表 50：海德堡历年营业收入及增速（亿美元，%）.....15
图表 51：海德堡历年净利润及增速（亿美元，%）.....15
图表 52：海德堡收入结构—分产品（亿美元）.....15
图表 53：海德堡收入结构—分区域（亿美元）.....15
图表 54：海德堡亚太及非洲-地中海-西亚地区历年收入（亿美元）.....15
图表 55：海德堡亚太及非洲-地中海-西亚地区历年 EBITDA（亿美元）.....15
图表 56：海德堡水泥熟料业务收入（亿美元）.....16
图表 57：海德堡水泥量/价/利.....16
图表 58：海德堡水泥熟料平均价格及增速.....16
图表 59：海德堡各区域收入结构—分产品（2025 年）.....16
图表 60：海德堡“2030 战略—创造实质性改变”.....16
图表 61：菲律宾人口及增速（亿人）.....17
图表 62：菲律宾汇率波动（美元兑比索）.....17
图表 63：菲律宾水泥产量及增速（万吨）.....17
图表 64：2025 年菲律宾水泥行业竞争格局.....17
图表 65：菲律宾豪瑞（HPI）历年营业收入及增速（比索，%-右轴）.....18
图表 66：菲律宾豪瑞（HPI）历年净利润及增速（比索，%-右轴）.....18
图表 67：菲律宾豪瑞（HPI）历年营业收入及增速（美元，%-右轴）.....18
图表 68：菲律宾豪瑞（HPI）历年净利润及增速（美元，%-右轴）.....18
图表 69：巴西人口及增速（亿人）.....18
图表 70：巴西汇率波动（美元兑雷亚尔）.....18
图表 71：巴西水泥产量及增速（万吨）.....19
图表 72：2025 年巴西主要水泥企业竞争格局（万吨）.....19
图表 73：2025 年 CSN 水泥产能布局图.....19
图表 74：CSN 水泥业务销量（万吨）.....19
图表 75：CSN 水泥业务收入（雷亚尔、%-右轴）.....19
图表 76：CSN 水泥业务 EBITDA 及 EBITDA 率（雷亚尔、%-右轴）.....19
图表 77：CSN 收入及增速（雷亚尔、%-右轴）.....20
图表 78：CSN 净利润（雷亚尔）.....20
图表 79：CSN 收入及增速（美元、%-右轴）.....20
图表 80：CSN 净利润及增速（美元、%-右轴）.....20
图表 81：CSN 毛利率变动（%）.....20
图表 82：CSN 净利率变动（%）.....20
图表 83：CSN 经营活动所得现金（雷亚尔、%-右轴）.....21
图表 84：CSN 经营活动所得现金（美元、%-右轴）.....21
图表 85：华新建材分部业务拆分及预测.....22

下载日志已记录，仅供内部参考

一、丹格特水泥

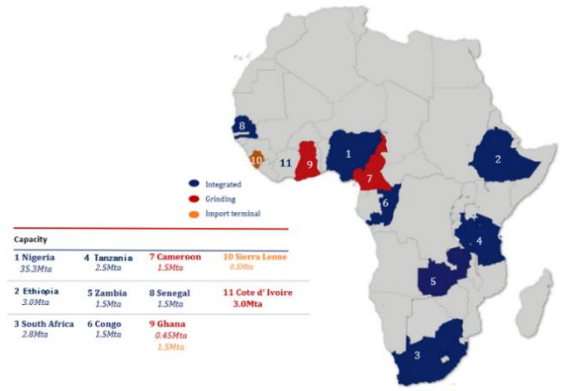
- 丹格特水泥（Dangote Cement）（以下简称丹格特）为丹格特集团核心子公司，是撒哈拉以南非洲最大的水泥生产商，总部位于尼日利亚最大城市和经济中心拉各斯。公司创立于 1981 年，于 2010 年在尼日利亚上市，早期主要开展袋装水泥及大米、糖、面粉、食盐等基础商品的进口贸易。公司真正的产业化进程始于 21 世纪初，通过收购奥巴贾纳水泥厂进入水泥制造领域，自此进入了快速扩张期。至 2025 年公司总产能已提升至 5500 万吨，业务遍及非洲 11 个国家。

图表 1：丹格特 2011-2025 年水泥产能



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

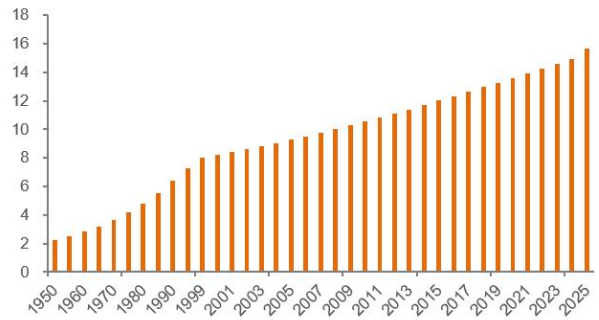
图表 2：丹格特 2025 年产能布局



来源：公司官网，中泰证券研究所

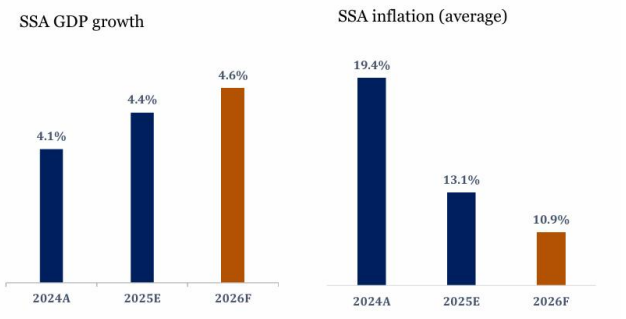
- 非洲是一个拥有巨大潜力的市场。2025 年非洲人口约 15.6 亿，过去三十年年均增长率约为 2.42%，非洲人口占世界人口比重由 2000 年的 13.5%提升至 2025 年的 18.8%。预计到 2030 年人口将增至 17.3 亿，约占全球人口的 20%。持续增长的人口和低城镇化率催生了水泥需求持续增长。
- 尽管面临严峻的全球宏观经济环境，2024 年撒哈拉以南非洲实现 GDP 增速 4.1%、预计 2025-2026 年 4.4%、4.6%，这一增长得益于大宗商品价格的改善、当地持续的基础设施投资以及非洲内部贸易的逐步恢复。
- 相较于 2024 年，多数撒哈拉以南非洲国家货币已升值。2025 年尼日利亚奈拉对美元升值 7.6%、南非兰特对美元升值 13.9%、加纳塞地对美元升值 40.3%、赞比亚克瓦查对美元升值 26.1%、中非法郎对美元升值 13.4%。

图表 3：1950-2025 年非洲人口（亿）



来源：Macrotrends，中泰证券研究所

图表 4：撒哈拉以南非洲 GDP 和通胀率



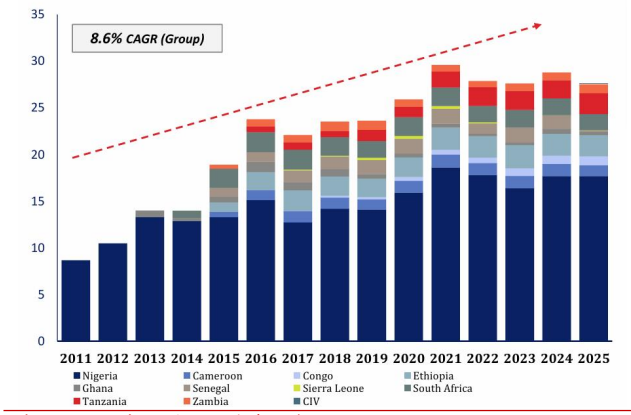
来源：IMF estimates，中泰证券研究所

- 在过去的十几年里，公司将水泥业务从尼日利亚扩张到其它 10 个非洲国家，2011-2025 年销量从 865 万吨提升至 2747 万吨，复合增速达 8.6%。通过这种泛非业务的布局方式公司不仅扩大了下游市场，同时降低了单个市场剧烈波动对公司的影响，平滑了公司业绩。
- 展望未来，公司计划将总产能由 2025 年的 5500 万吨提升至 2030 年的 8000 万吨，其中 2025 年新增科特迪瓦产能 300 万吨，2026 年新增喀麦隆、塞内加尔、南非产能 590 万吨，2027 新增尼日利亚伊托里（西南部）产能 600

下载日志已记录，仅供内部参考

万吨，2028 年新增埃塞俄比亚、赞比亚产能 850 万吨，2029 年新增津巴布韦等国产能 250 万吨。

图表 5：丹格特 11-25 年产量（百万吨）



来源：丹格特 25 年报，中泰证券研究所

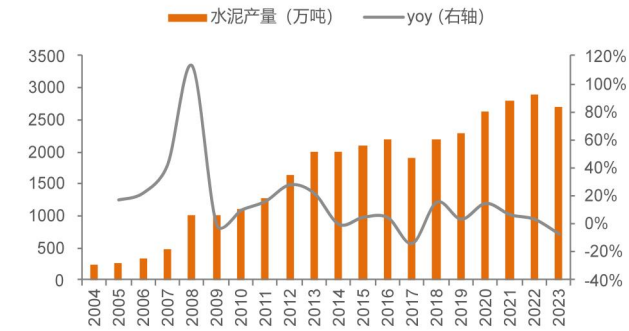
图表 6：丹格特 19-30 年产能（百万吨）



来源：丹格特 25 年报，中泰证券研究所

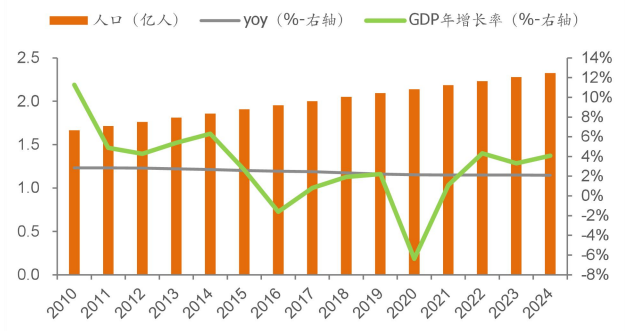
- 尼日利亚是公司水泥产能布局最多的国家。2026 年 1 月，尼日利亚通胀率降至 15.1%，连续十个月放缓。2026 年 2 月尼日利亚中央银行将主要借款利率（MPR）下调 50 个基点至 26.5%，这是继去年九月首次下调 50 个基点之后的第二次货币宽松。持续的财政和货币改革下，国际货币基金组织预计 2026 年尼日利亚 GDP 增速 4.4%，快于 2025 年的 4.0%。
- 2024 年尼日利亚总人口达到 2.3 亿，是非洲第一大人口国，且仍以 2%以上速度增长。当前人均水泥年产量 118 公斤，仍有较大提升空间。

图表 7：尼日利亚水泥产量及增速（万吨，%-右轴）



来源：USGS，中泰证券研究所

图表 8：尼日利亚人口及增速（亿人）

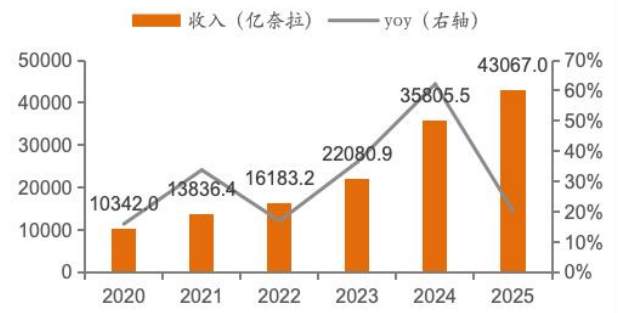


来源：USGS，吉商资讯，水泥行业专家联盟，中泰证券研究所

- 尼日利亚水泥市场较为集中，三家生产企业占据几乎全部市场份额，丹格特、BUA、拉法基非洲（25 年 8 月被华新建材收购）2025 年份额分别约 56%、27%和 17%。持续的需求增长叠加稳定的竞争格局有望为水泥行业带来稳定盈利能力与成长性。
- 2011-2025 年，公司营收及净利润 CAGR 分别为+22.9%、+16.3%。得益于尼日利亚市场的强劲需求和积极的成本控制，2025 年公司表现亮眼，实现营收 4.3 万亿奈拉（约 28.3 亿美元），同比+20.3%，净利润 1.0 万亿奈拉（约 6.6 亿美元），同比+101.3%，毛利率 62.1%，同比+8.0pct，净利率 23.3%，同比+9.4pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：丹格特收入及增速（亿奈拉，%-右轴）



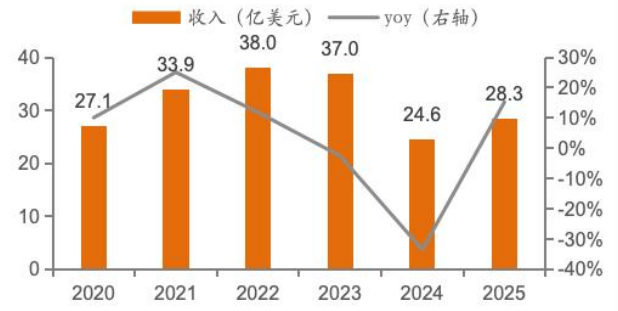
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 10：丹格特净利润及增速（亿奈拉，%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 11：丹格特收入及增速（亿美元，%-右轴）



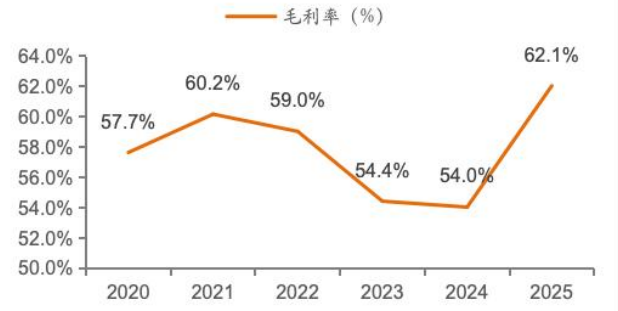
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 12：丹格特净利润及增速（亿美元，%-右轴）



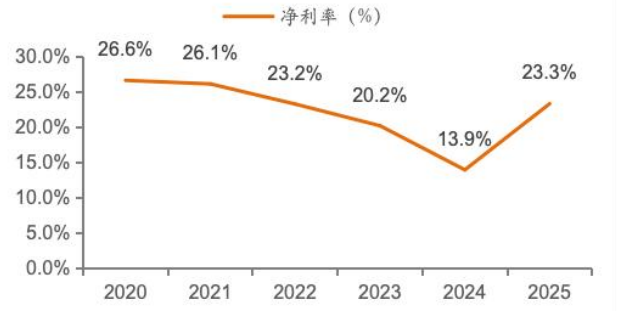
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 13：2020-2025 丹格特毛利率（%）



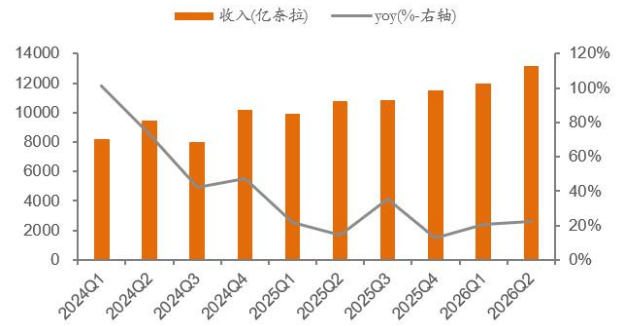
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 14：2020-2025 丹格特净利率（%）



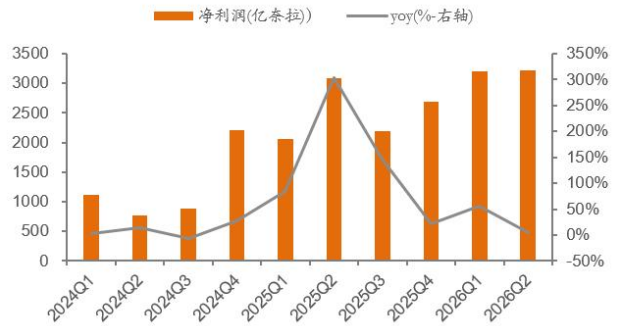
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 15：丹格特 24-26 年单季度营业收入及增速（亿奈拉，%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

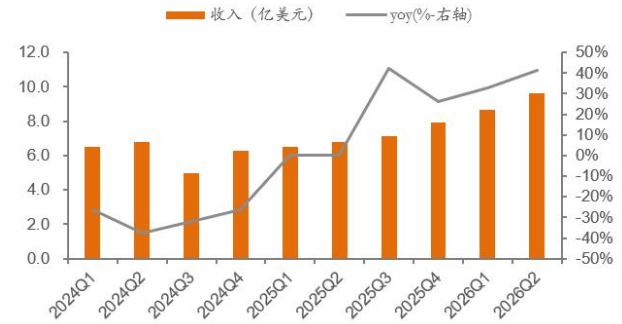
图表 16：丹格特 24-26 年单季度净利润及增速（亿奈拉，%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

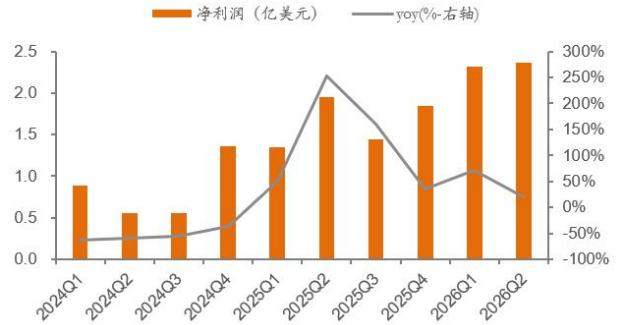
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17：丹格特 24-26 年单季度营业收入及增速（亿美元，%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 18：丹格特 24-26 年单季度净利润及增速（亿美元，%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

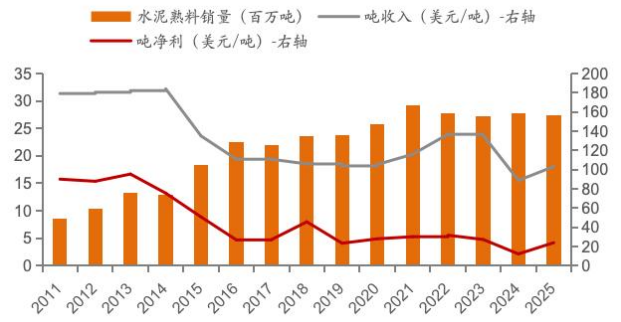
- 2025 年，公司水泥熟料销量 0.27 亿吨，同比-1%。单吨收入为 15.7 万奈拉/吨，同比+21.3%，单吨净利润为 3.7 万奈拉/吨，同比+103.1%。以美元计价看，丹格特熟料平均价格为 103 美元/吨，同比+16.2%，单吨净利润为 24.0 美元/吨，同比+94.5%。

图表 19：丹格特熟料量/价/利（百万吨，奈拉/吨）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 20：丹格特熟料量/价/利（百万吨，美元/吨）

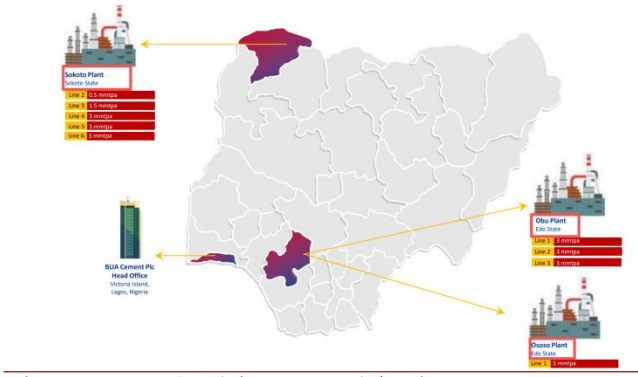


来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

二、BUA 水泥

- BUA 水泥(以下简称 BUA)为 BUA 集团核心子公司。BUA 集团成立于 1988 年，总部位于尼日利亚拉各斯，业务领域涵盖食品、建材、房地产、石油、航运。2020 年 BUA 在尼日利亚上市。2025 年公司水泥产能 1700 万吨，产线分别位于西北部索科托州和南部埃多州。

图表 21：2025 年 BUA 产能布局图



来源：BUA 2025 年投资者演示报告，中泰证券研究所

图表 22：尼日利亚汇率波动（美元兑奈拉）



来源：WIND，中泰证券研究所

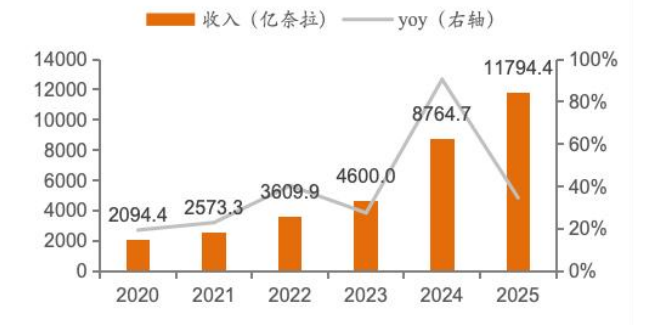
- BUA 产能扩张主要沿 CCNN（尼日利亚北部水泥公司）和 Obu Cement 两条业务线推进。BUA 前身之一 CCNN 成立于 1962 年，1967 年开始运营，位于索科托州（Sokoto），1985 年 Sokoto Line-2 投产后形成 50 万吨/年产能；2014 年 BUA 成立 Obu Cement，2015 年投产埃多州 Obu Line-1，新增 300 万吨/年产能；2016 年公司启动 Obu Line-2 建设，新增 300 万吨/年

下载日志已记录，仅供内部参考

产能；2018 年初 BUA 旗下 Kalambaina cement 1 号线投产，新增 150 万吨/年产能，同年 12 月与 CCNN 完成整合使 Sokoto 基地总产能达到 200 万吨/年；2019 年 CCNN 与 Obu Cement 合并成立 BUA，此后持续推进产能扩张，目前已形成 Obu（900 万吨）和 Sokoto（800 万吨）两大生产基地，总水泥产能达到 1,700 万吨/年，成为尼日利亚第二大水泥生产商。

- 目前公司仍处于扩产周期，规划新增埃多州 Ososo Line-1 和索科托州 Sokoto Line-6 各 300 万吨水泥产能，预计分别于 2027 年 12 月和 2028 年 12 月投产，全部落地后公司水泥产能有望进一步提升至 2,300 万吨。
- 2020-2025 年公司按当地货币记规模持续增长，收入及净利润 CAGR 分别为+41.29%、+37.54%。2025 年营收达 11794 亿奈拉（约 7.8 亿美元），同比+34.57%；盈利呈爆发式增长，净利润 3560 亿奈拉（约 2.3 亿美元），同比+382%，毛利率 51.2%，同比+16.97pct，净利率 30.2%，同比+21.75pct。23-24 年受汇率波动影响美元计收入及净利润有所下滑。

图表 23：BUA 收入及增速（亿奈拉，%-右轴）



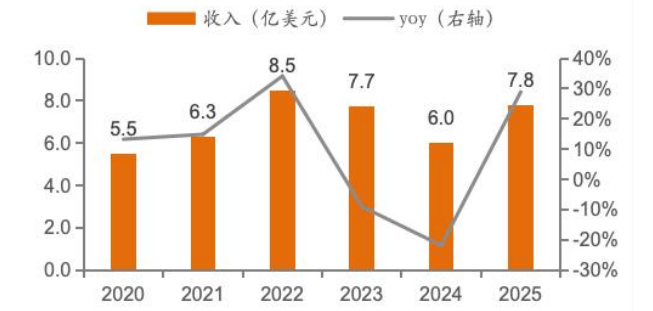
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 24：BUA 净利润及增速（亿奈拉，%-右轴）



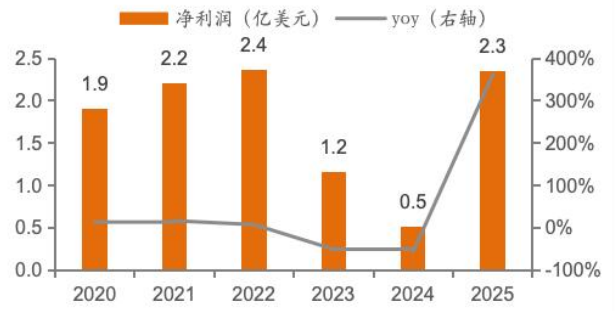
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 25：BUA 收入及增速（亿美元，%-右轴）



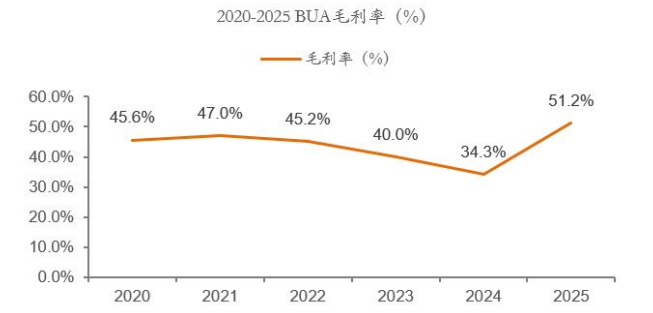
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 26：BUA 净利润及增速（亿美元，%-右轴）



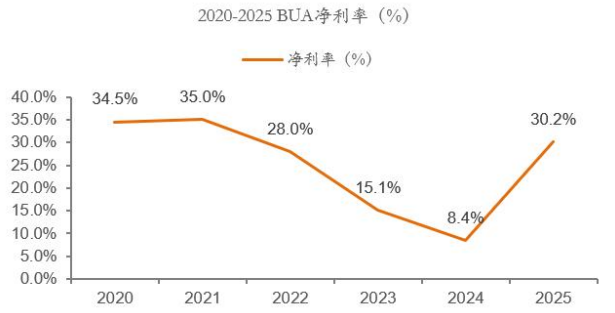
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 27：2020-2025 BUA 毛利率（%）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

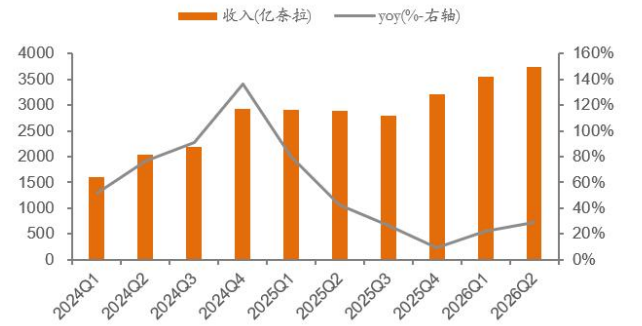
图表 28：2020-2025 BUA 净利率（%）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

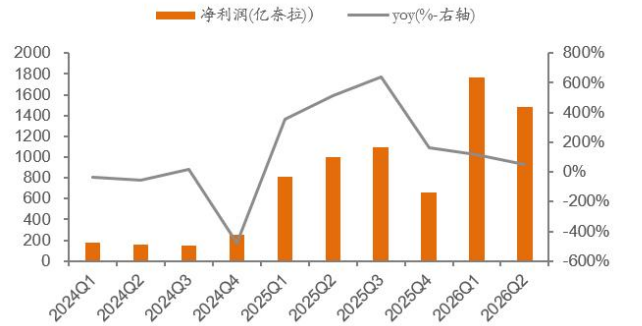
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 29：BUA24-25 年单季度营业收入及增速（亿奈拉，%-右轴）



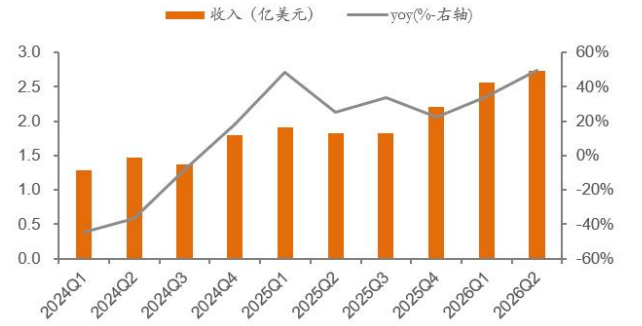
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 30：BUA24-25 年单季度净利润及增速（亿奈拉，%-右轴）



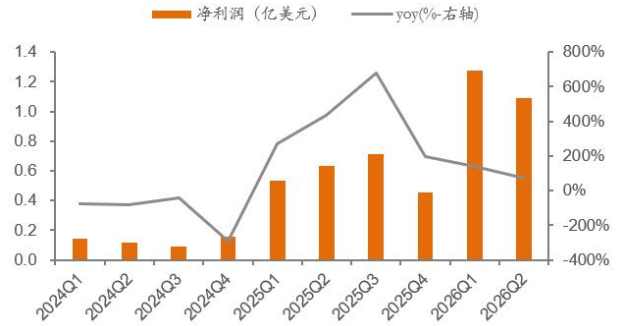
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 31：BUA24-25 年单季度营业收入及增速（亿美元，%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 32：BUA24-25 年单季度净利润及增速（亿美元，%-右轴）



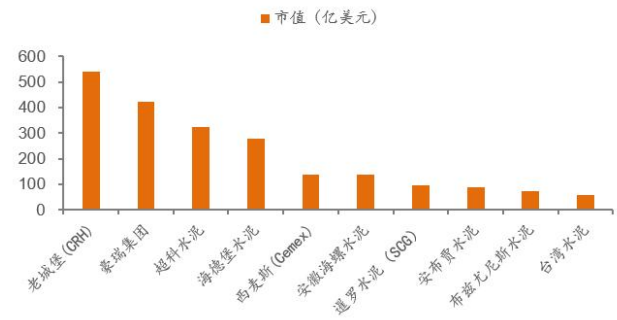
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

三、霍尔希姆

- 霍尔希姆（Holcim）为全球领先的建筑材料企业，于 1912 年在瑞士成立，业务涵盖水泥、骨料、预拌混凝土及相关建材解决方案。公司最初为区域性水泥生产商，随后依托欧洲城市化进程，逐步拓展至法国、黎巴嫩、南非等地，并于 20 世纪中后期跨出欧洲，通过收购进入拉丁美洲、中东和亚洲市场，成为行业早期实现跨洲运营的企业之一。进入 21 世纪后，公司于 2001 年收购墨西哥 Cemex 跃居全球最大水泥生产商，并于 2015 年与法国 Lafarge 完成平等合并。2025 年 6 月集团完成北美业务分拆（Amrize）。
- 如今，Holcim 在全球 70 多个国家开展业务，运营超过 200 座水泥厂及上千家混凝土搅拌站，在近 90%的运营市场中，其水泥销售规模均位列前三。截至 2025 年，集团水泥产能 2.54 亿吨/年，全球水泥产能排名第三；截至 26 年 10 月 11 日，Holcim 的市值 423 亿美元，在全球水泥企业中排名第二。

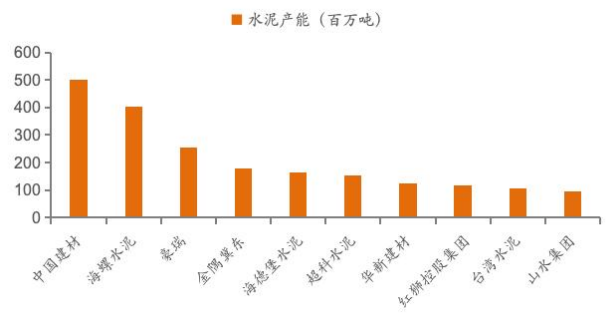
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 33：截至 2026 年 10 月 11 日全球水泥企业市值排行（亿美元）



来源：公司官网，豪瑞 2025 年投资者演示报告，Companies Market Cap，彭博，水泥网，中泰证券研究所

图表 34：2025 年全球水泥产能 TOP10（百万吨）



来源：公司官网，豪瑞 2025 年投资者演示报告，Companies Market Cap，彭博，水泥网，中泰证券研究所

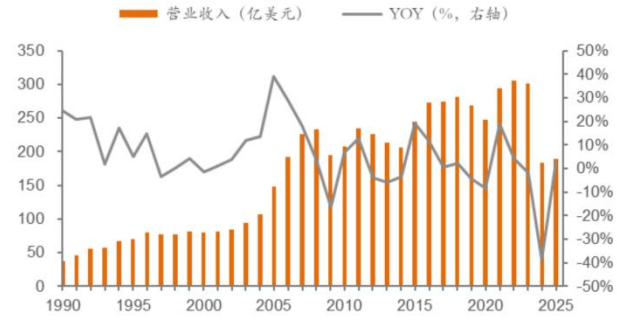
图表 35：2005-2025 年 Holcim 水泥产能（百万吨）



来源：公司官网，Companies Market Cap，彭博，水泥网，中泰证券研究所

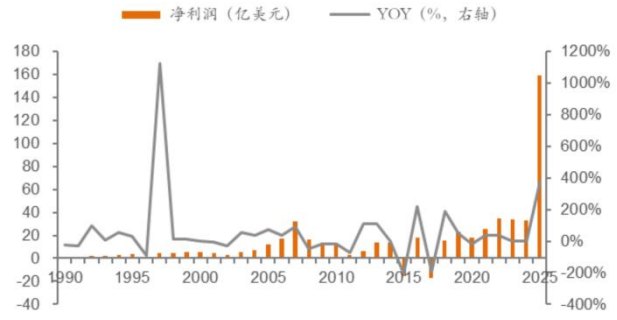
- **长期以来，Holcim 集团规模稳步提升。**1988-2025 年 37 年间集团营收自 27.5 亿美元增长至 189.8 亿美元，CAGR+5.36%；净利润从 1988 年的 1.6 亿美元攀升至 2024 年的 33.2 亿美元，CAGR+8.89%。分产品来看，水泥是 Holcim 的核心收入来源。2024 年，集团水泥、解决方案与产品、预拌混凝土及骨料业务分别实现收入 132.5/67.2/63.0/37.2 亿美元，对应收入占比为 44%/22%/21%/12%。整体来看，**集团非水泥业务比重持续提升**，其中，解决方案与产品收入占比由 2017 年的 8%快速提升至 2024 年的 22%。**水泥业务的收入占比则由 2017 年的 62%逐步回落至 2024 年的 44%。**分区域来看，北美和欧洲是 Holcim 分拆前的两大核心市场。按照分拆前口径，2024 年欧洲和北美地区合计占集团营收的 51%（其中欧洲 27%、北美 24%）。

图表 36：Holcim 历年营业收入及增速（亿美元，%）



来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

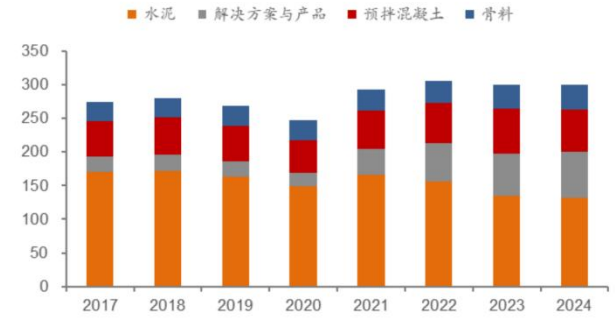
图表 37：Holcim 历年净利润及增速（亿美元，%）



来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 38：Holcim 收入结构—分产品（亿美元）



来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

图表 39：Holcim 收入结构—分区域（亿美元）



来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

- 2024 年，Holcim 实现水泥熟料业务收入 132.5 亿美元，较 2023 年的 135.4 亿美元下降 2 个百分点，EBITDA 达 50.6 亿美元，较 2023 年的 47.7 亿美元上升 6 个百分点；全年水泥熟料销量 1.2 亿吨，单吨收入为 110.2 美元/吨，单吨 EBITDA 为 42.1 美元/吨，水泥熟料平均价格为 110.2 美元/吨。

图表 40：Holcim 亚洲、中东和非洲地区历年营业收入（亿美元）



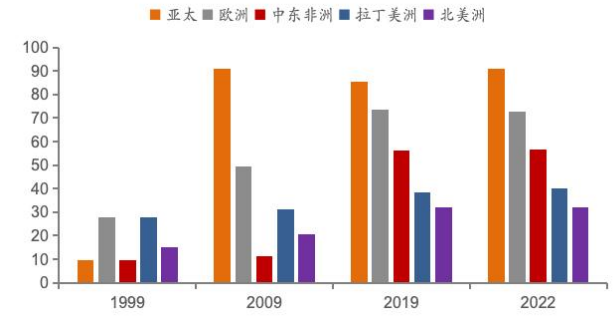
来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

图表 41：Holcim（亿美元）亚洲、中东和非洲地区历年 EBITDA



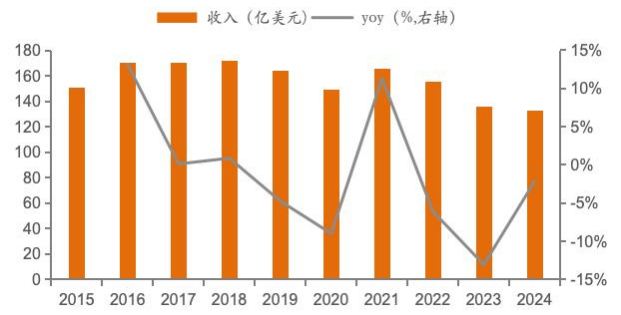
来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

图表 42：Holcim 产能全球分布演变（百万吨）



来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

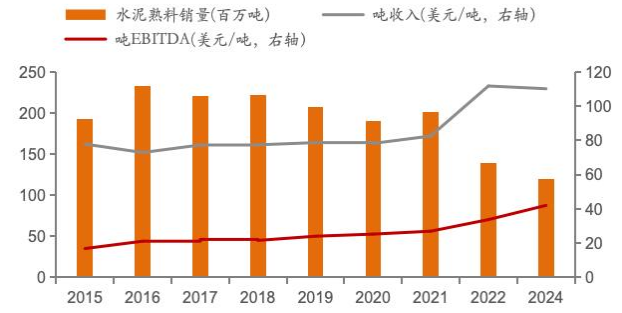
图表 43：Holcim 水泥熟料业务收入（亿美元，%-右轴）



来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 44：Holcim 水泥熟料量/价/利



来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

图表 45：Holcim 水泥熟料平均价格及增速



来源：公司公告，彭博，中泰证券研究所

- 2025 年 3 月 28 日，Holcim 发布“下一代增长—2030 战略”。战略聚焦于拉美、欧洲、北非和澳大利亚等高潜力市场，通过循环建筑等举措推动盈利性增长（目标回收超 2000 万吨拆除材料），并加速高价值建筑解决方案占比提升至 50%。同时，集团设定了 3%-5%的净销售额年均增速、6%-10%的经常性 EBIT 增速目标，以强劲的现金创造能力（50%现金转换率[1]）支撑再投资与股东回报。

图表 46：Holcim “下一代增长—2030 战略”



来源：公司官网，中泰证券研究所

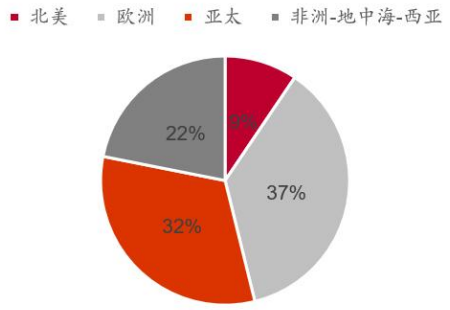
四、海德堡材料集团

- 海德堡材料集团（以下简称海德堡）创立于 1873 年，是德国最大的水泥供应商，也是世界第三大水泥企业。目前海德堡在德国运营着 6 家综合水泥厂，境内产能达 1000 万吨/年，占德国全国水泥总产能的 26%。公司核心业务包括骨料、水泥、预拌混凝土、沥青及其它相关产品和服务。自 20 世纪 60 年代起，公司通过收购与新建工厂积极扩张，业务逐步覆盖北美、东欧—中亚、非洲和亚洲等多个区域。2016 年，公司完成了对意大利水泥 45%股份的收购，依托其 7100 万吨/年水泥产能，公司总产能由 1.29 亿吨/年提升至 2.00 亿吨/年，顺利切入法国、意大利、埃及等核心市场，全球化布局显著升级。
- 目前公司在全球 50 多个国家拥有近 3000 个生产基地和 51000 多名员工，并运营着 109 家水泥生产厂（综合工厂 71+研磨厂 38）。截至 2025 年，公司水泥总产能达 1.63 亿吨，在水泥网全球榜单中排名第 5。公司在北美/欧洲/亚太/非洲-地中海-西亚地区的产能占比分别为 9%/37%/32%/22%。

[1] 现金转换率是指自由现金流除以经常性税息折旧及摊销前利润所得数据。在分拆后的战略中，衡量标准于租赁之前呈现。

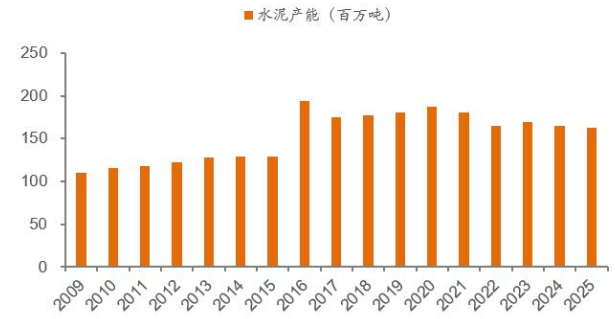
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 47：海德堡 2025 年水泥产能分布



来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

图表 48：海德堡历年水泥产能（百万吨）



来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

图表 49：海德堡 2025 年非洲-地中海-西亚及亚太地区水泥产能布局

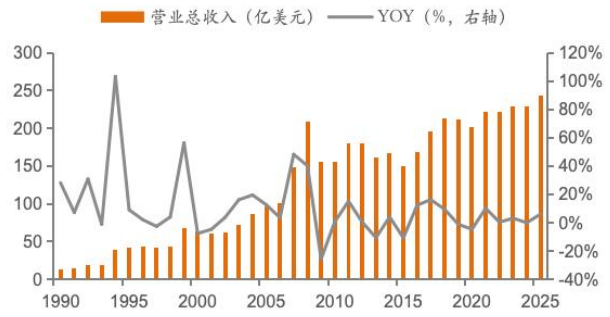
非洲-地中海-西亚	产能（百万吨）
埃及	9.0
摩洛哥	6.7
俄罗斯	4.7
加纳	4.3
哈萨克斯坦	4.0
坦桑尼亚	3.3
多哥	1.5
布基纳法索	1.4
利比里亚	0.6
贝宁	0.6
莫桑比克	0.4
合计	36.5
亚太	**产能（百万吨）**
印度尼西亚	28.1
印度	12.3
泰国	4.7
孟加拉国	3.7
文莱	0.5
合计	49.2

来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

- **海德堡作为全球最大的建筑材料综合制造商之一，业绩成长性突出。**1988-2025 年 37 年间，公司营收自 11.1 亿美元增长至 242.6 亿美元，CAGR+8.70%；同期净利润从 0.4 亿美元攀升至 21.9 亿美元，CAGR+11.45%。2025 年，公司营收同比+6.0%，净利润同比+13.8%。
- **分产品来看，海德堡收入结构较为稳定，水泥作为其核心业务近十年收入占比一直维持在 40%以上。**2025 年，公司水泥、预拌混凝土-沥青、骨料及其他产品与服务业务分别实现收入 110.8/62.8/46.7/22.3 亿美元，对应收入占比为 46%/26%/19%/9%。分区域来看，海德堡水泥的核心市场稳固布局于欧洲，其次为北美，两者合计占据 70%以上的收入份额（2015-2025）。2025 年，公司北美/欧洲/亚太/非洲-地中海-西亚区域收入占比分别为 25%/46%/16%/13%。

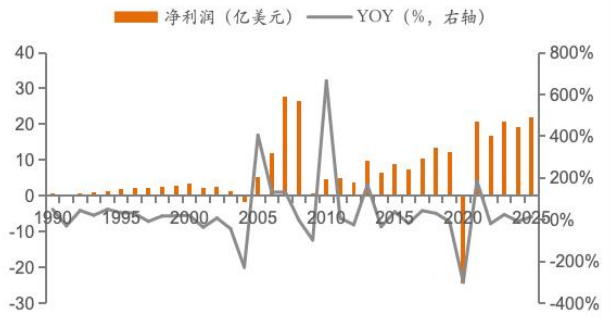
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 50：海德堡历年营业收入及增速（亿美元，%）



来源：彭博，中泰证券研究所

图表 51：海德堡历年净利润及增速（亿美元，%）



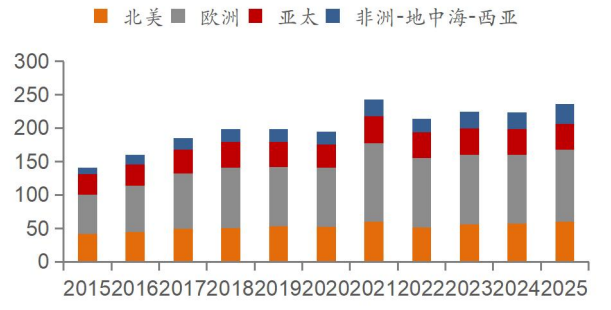
来源：彭博，中泰证券研究所

图表 52：海德堡收入结构—分产品（亿美元）



来源：彭博，中泰证券研究所

图表 53：海德堡收入结构—分区域（亿美元）



来源：彭博，中泰证券研究所

- 海德堡在亚太和非洲-地中海-西亚两大区域的收入合计占比近 30%（2015-2025）。其中，亚太地区收入整体保持平稳，近十年营收 CAGR 仅+2.3%；非洲-地中海-西亚地区收入呈持续增长态势，叠加 EBITDA 不断抬升，EBITDA 由 2015 年的 2.9 亿美元提升至 2025 年的 8.2 亿美元，实现近 3 倍增长。

图表 54：海德堡亚太及非洲-地中海-西亚地区历年收入（亿美元）



来源：彭博，中泰证券研究所（2015-2022 非洲-地中海-西亚地区收入实际为非洲-东地中海地区收入）

图表 55：海德堡亚太及非洲-地中海-西亚地区历年 EBITDA（亿美元）



来源：彭博，中泰证券研究所（2015-2022 非洲-地中海-西亚地区收入实际为非洲-东地中海地区收入）

- 2024 年，海德堡实现水泥熟料业务收入 102.8 亿美元，较 2023 年的 121.3 亿美元下降 15 个百分点，EBITDA 达 31.4 亿美元，较 2023 年的 28.9 亿美元上升 8 个百分点；全年水泥熟料销量 1.07 亿吨,单吨收入为 95.3 美元/吨，单吨 EBITDA 为 29.1 美元/吨。
- 公司在非洲-地中海-西亚地区的业务、布局主要以水泥为主导，2025 年，水泥业务占据了该地区 79.7%的收入份额。北美/欧洲/亚太地区这一占比为 40.5%/44.0%/46.0%。

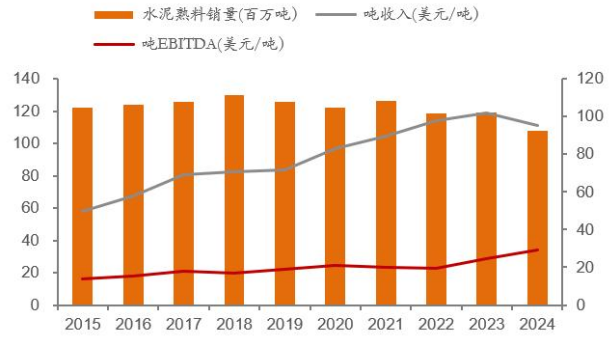
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 56：海德堡水泥熟料业务收入（亿美元）



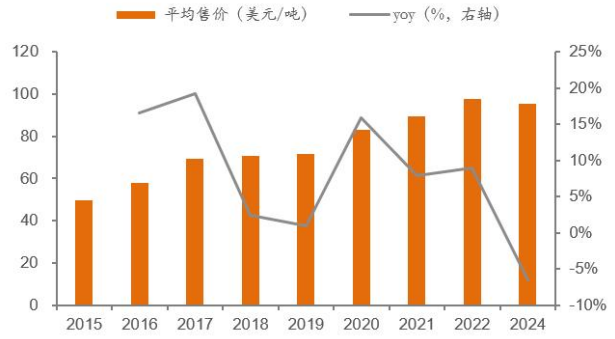
来源：彭博，中泰证券研究所

图表 57：海德堡水泥量/价/利



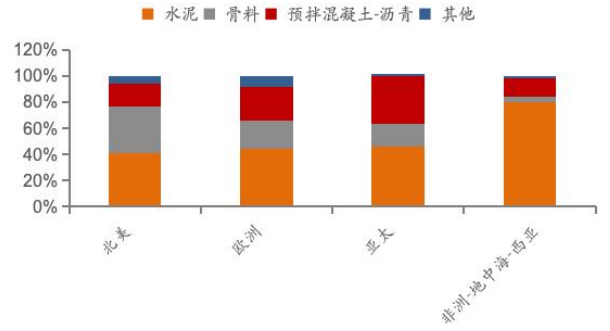
来源：彭博，world benchmarking alliance，中泰证券研究所

图表 58：海德堡水泥熟料平均价格及增速



来源：彭博，world benchmarking alliance，中泰证券研究所

图表 59：海德堡各区域收入结构—分产品（2025 年）



来源：公司官网，中泰证券研究所

■ **2025 年 5 月 28 日，海德堡发布“2030 战略—创造实质性改变”。**海德堡“2030 战略”聚焦稳健资本支出与财务效率提升，计划平均每年净资本支出约 13 亿欧元，实现自由现金流转化率约 50%，ROIC 目标 12%，RCO[2] 年均增长 7-10%，杠杆率维持约 1.5 倍。区域布局上，欧洲将通过削减熟料产能 12%-17%（以 2021 年为基准）、扩大材料产能抓住需求复苏机遇；北美则依托再工业化趋势推动建筑材料需求增长，通过数字化和人工智能解决方案加速实现 RCO 年化 8-10%的提升（以 2024 年为基准）；在新兴市场尤其是非洲，则以轻资产模式替代资本密集型熟料厂，通过部署高效水泥设备进一步推动盈利增长。

图表 60：海德堡“2030 战略—创造实质性改变”

	2025 targets	2030 targets
RCO growth (average p.a.)		7% to 10%
ROIC	Above 10%	Around 12%
Cash conversion rate	Above 45%	Around 50%
Net CapEx (average p.a.)	Around €1.1bn	€1.3bn
Leverage	1.5x to 2.0x	Around 1.5x

来源：公司公告，中泰证券研究所

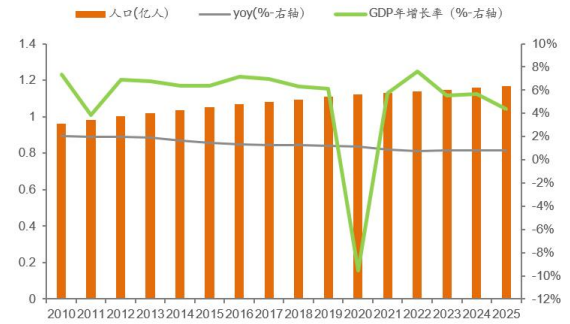
[2] RCO（Result from Current Operations，现有业务经营成果）为海德堡材料的核心经营业绩指标，指经非经常性项目调整后的息税前利润（EBIT），旨在提高不同报告期间经营业绩的可比性。

下载日志已记录，仅供内部参考

五、Holcim Philippines

- 2025 年菲律宾水泥总产能约 5300 万吨，水泥产量约 2809 万吨，产能利用率仅 53%。从需求端来看，菲律宾拥有超 1.1 亿人口，GDP 长期保持 5.5%以上稳健增长，基建投资持续加码，同时当前人均水泥消费量仅 290 公斤，显著低于成熟市场基准水平，中长期水泥需求具备充足释放空间。据 Taiheiyo Cement 预测，菲律宾水泥需求量 2026-2029 年复合增长率约为 4.0%。此前由于进口水泥在成本及价格上具备优势，菲律宾水泥行业长期受到进口冲击，2024 年、2025 年水泥进口量分别约 755 万吨、602 万吨，占需求量约 22%、19%，当地政府正持续加征关税保护当地企业，行业供需有望持续改善。
- 2025 年 2 月（首次加征），菲律宾贸工部（DTI）发布行政令第 25-1 号，对进口水泥征收每吨 400 比索（约 6.88 美元）的临时保障关税，为期 200 天，符合条件的发展中国家可享受豁免；2025 年 10 月（终裁），DTI 发布行政令 25-15，决定对进口水泥实施为期 3 年的最终保障措施（于 2026 年 2 月正式落地执行），第一年为 349 比索/吨，当时中国、印尼等因进口份额低于 3%而暂享豁免。2026 年 5 月（中国、印尼取消豁免），贸工部发布行政令 26-03 号，自 7 月 6 日起，对来自中国和印度尼西亚的水泥征收每吨 349 菲律宾比索的保障性关税（中国/印尼 2025 年进口份额已达到 11%/6%，2026 年一季度达到 23%/8%，因此不再符合低于 3%的豁免条件）。

图表 61：菲律宾人口及增速（亿人）



来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

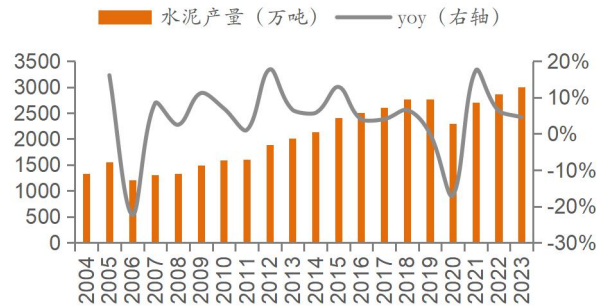
图表 62：菲律宾汇率波动（美元兑比索）



来源：美联储，中泰证券研究所

- 菲律宾水泥市场集中度较高，CR4 约 65%，其中华新拟收购的 Holcim Philippines（以下简称 HPI）水泥产能 900 万吨，位列行业第二，产能份额约 17%。

图表 63：菲律宾水泥产量及增速（万吨）



来源：USGS，中泰证券研究所

图表 64：2025 年菲律宾水泥行业竞争格局

公司	产能（万吨/年）	产能份额
Republic Cement and Building Materials, Inc.	970	18%
Holcim Philippines, Inc.（华新收购100%股权）	900	17%
Eagle Cement Corporation	860	16%
Concreat Holdings Philippines, Inc.(DMCI Holdings, Inc. 持股 51%)	720	14%
其他	1850	35%
总计	5300	100%

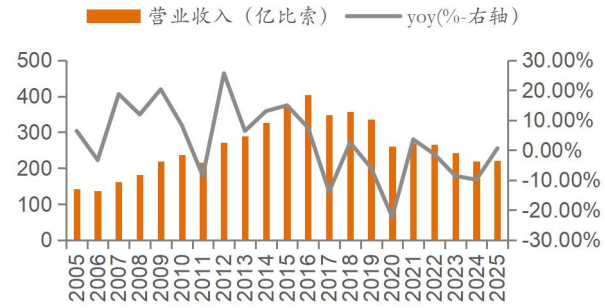
来源：各公司官网，中泰证券研究所

- HPI 为菲律宾老牌水泥企业，1964 年注册成立，深耕当地建材市场超 60 年，公司核心业务涵盖熟料、水泥、骨料及干混砂浆的生产与销售。目前，公司拥有 4 座大型水泥厂、1 座粉磨站，熟料年产能约 520 万吨、水泥产能约 900 万吨，销售网络覆盖菲律宾吕宋岛、棉兰老岛两大核心经济区域。
- 自 2017 年以来，HPI 收入增长明显放缓、盈利能力持续承压。2024、2025 年 HPI 分别实现营收 219.00 亿比索（约 3.77 亿美元）、220.29 亿比索（约 3.75 亿美元），同比-9.88%、+0.59%；净利润-12.13 亿比索（约-0.21 亿美

下载日志已记录，仅供内部参考

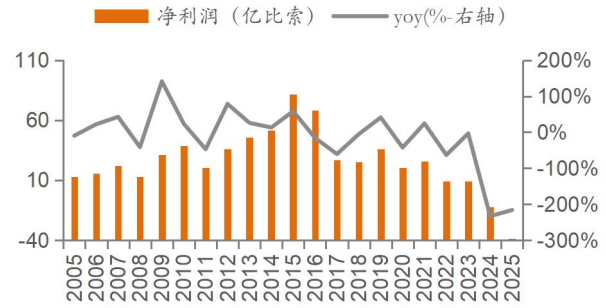
元）、-38.38 亿比索（约-0.65 亿美元），同比-233.38%、-216.34%。连续两年亏损主要受进口水泥低价冲击下公司水泥销量及平均售价下滑影响，叠加受资产减值、一次性费用等因素拖累。

图表 65：菲律宾豪瑞（HPI）历年营业收入及增速（比索，%-右轴）



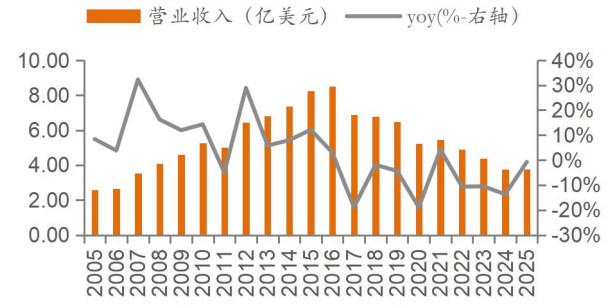
来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

图表 66：菲律宾豪瑞（HPI）历年净利润及增速（比索，%-右轴）



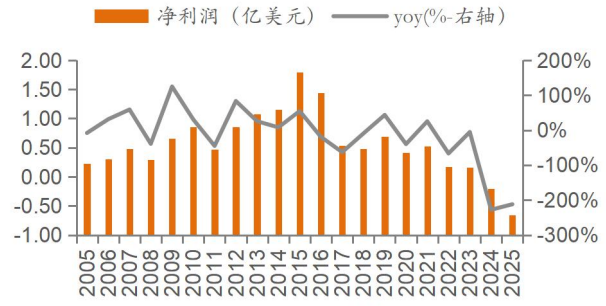
来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

图表 67：菲律宾豪瑞（HPI）历年营业收入及增速（美元，%-右轴）



来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

图表 68：菲律宾豪瑞（HPI）历年净利润及增速（美元，%-右轴）

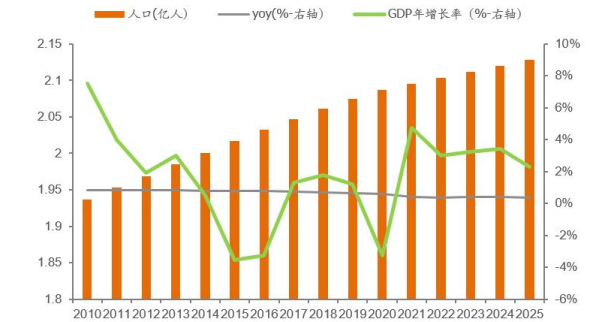


来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

六、CSN

- 巴西是南美洲最大的水泥市场，拥有庞大的经济和人口体量，但近年来经济、人口增速趋稳，2023 年城镇化率已达 88%，行业步入成熟阶段。当前国内水泥需求主要由基建投资与住房改善需求拉动，政府加速增长基建计划（Novo PAC）以及安居房民生工程（Minha Casa, Minha Vida）两大政策托底需求，市场整体呈现“体量庞大、发展成熟、政策驱动”的特点。

图表 69：巴西人口及增速（亿人）



来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

图表 70：巴西汇率波动（美元兑雷亚尔）

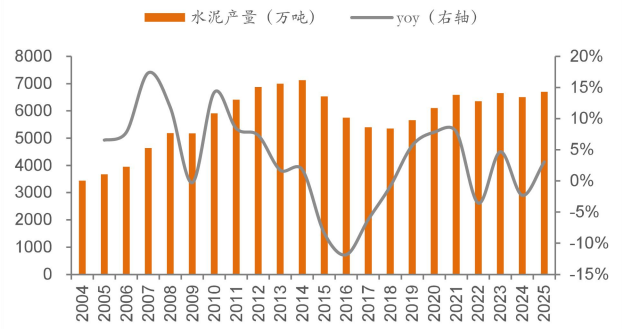


来源：美联储，中泰证券研究所

- 2025 年巴西水泥产能约 9400 万吨、产量约 6730 万吨，产能利用率约 72%。从竞争格局来看，巴西水泥行业集中度较高，前五大企业合计占据约 88%的市场份额，其中 Votorantim 及 CSN 产能分别位列第 1 和第 2，产能份额分别约 36%、18%。行业呈现“大市场、高集中度”的竞争格局。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 71：巴西水泥产量及增速（万吨）



来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

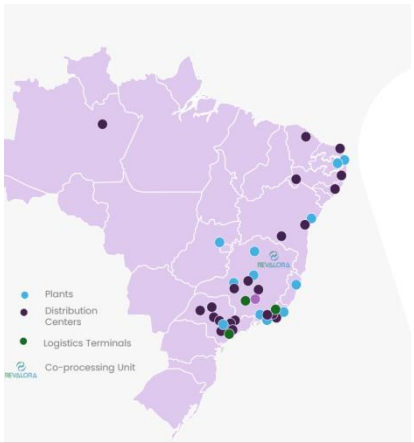
图表 72：2025 年巴西主要水泥企业竞争格局（万吨）

公司	产能（万吨/年）	产能份额
Votorantim Cimentos S.A. (Grupo Votorantim, 100%)	3400	36%
CSN Cimentos	1700	18%
InterCement Brasil S.A. (Camargo Correa S.A., 100%)	1630	17%
Mizu Cimentos Especiais (private, 100%)	800	9%
Cimento Nacional (Brennand Group, 100%)	750	8%
总计	9400	100%

来源：公司官网，彭博，公司 2025 年投资者报告，中泰证券研究所

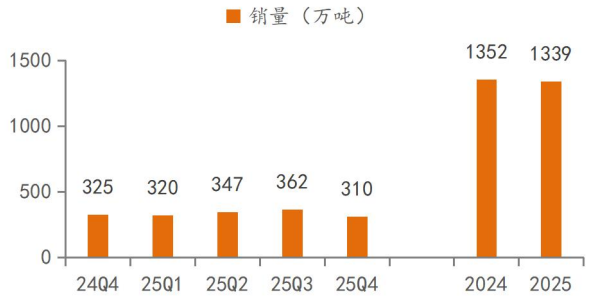
- CSN 水泥为巴西国家钢铁公司（以下简称 CSN）核心业务之一。CSN 成立于 1941 年，总部位于巴西里约热内卢，业务涵盖钢铁、水泥、矿业、物流及能源等领域。CSN 于 2009 年进入水泥行业，2022 年收购拉法基豪瑞巴西水泥业务后，成为巴西第二大水泥生产商。2025 年公司水泥产能约 1700 万吨，业务覆盖巴西东南部、中西部和东北部地区，拥有较为完善的熟料、水泥、骨料及混凝土一体化产业链。

图表 73：2025 年 CSN 水泥产能布局图



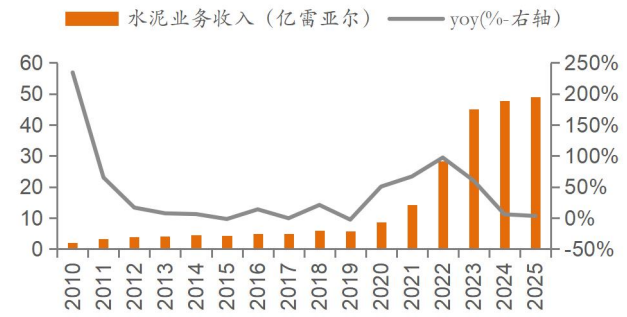
来源：CSN 战略更新会议 PPT，中泰证券研究所

图表 74：CSN 水泥业务销量（万吨）



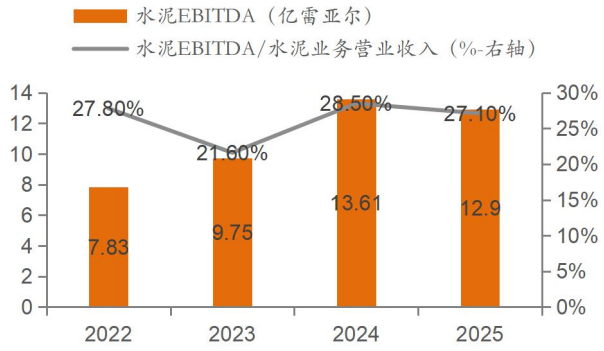
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 75：CSN 水泥业务收入（雷亚尔、%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 76：CSN 水泥业务 EBITDA 及 EBITDA 率（雷亚尔、%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

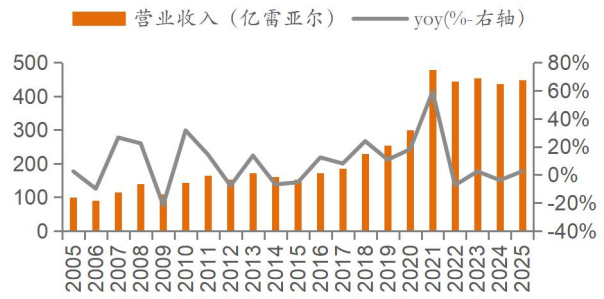
- CSN 规模整体呈周期性增长，近年来进入高位震荡阶段。2005-2025 年 20 年间，CSN 营业收入自 100.38 亿雷亚尔（41.4 亿美元）增长至 447.98 亿雷亚尔（80.3 亿美元），CAGR+7.77%；盈利端，2005-2011 年公司整体保持盈利，但盈利波动明显；2012-2016 年受行业景气下行影响盈利承压并多

下载日志已记录，仅供内部参考

次亏损，其中 2015 年净利润亏损 12.14 亿雷亚尔。2017 年起伴随钢铁及矿业景气回升，公司盈利快速修复，2021 年公司净利润达到历史最高位 122.59 亿雷亚尔，2022 年以来，公司盈利明显回落，受钢铁及矿业业务经营表现、成本变化及财务费用等因素共同影响，2023-2025 年净利润分别为-3.18、-25.92、-20.02 亿雷亚尔，连续三年亏损。现金流方面，2015-2024 年期间，公司经营性现金流年保持正流入，但受客户预付款减少、非现金调节项目变动、汇兑损失及税务和各类风险准备金变动等影响，2025 年经营性现金流转负至净流出 9.73 亿雷亚尔，同比-988.89%。

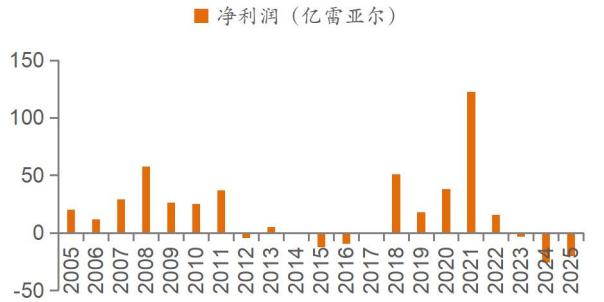
- 水泥业务方面，2024、2025 年 CSN 水泥销量分别为 1352 万吨、1339 万吨；分季度来看，水泥销量整体保持稳定，25Q1-25Q4 销量分别为 320、347、362、310 万吨，集团水泥销量在 25 年下半年价格调整后维持稳定，反映当地水泥需求具备一定韧性。盈利能力方面，公司水泥业务 EBITDA 由 2022 年的 7.83 亿雷亚尔提升至 2025 年的 12.90 亿雷亚尔，CAGR +18.11%；水泥业务 EBITDA 率整体维持在 20%以上，2025 年水泥业务 EBITDA 率为 27.10%，同比-1.4pct。

图表 77：CSN 收入及增速（雷亚尔、%-右轴）



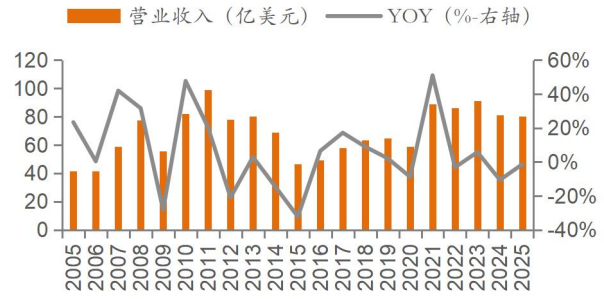
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 78：CSN 净利润（雷亚尔）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 79：CSN 收入及增速（美元、%-右轴）



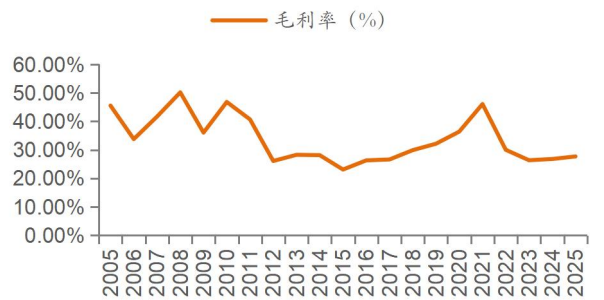
来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 80：CSN 净利润及增速（美元、%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 81：CSN 毛利率变动（%）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

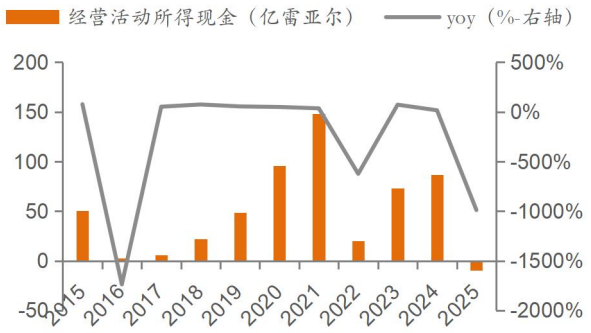
图表 82：CSN 净利率变动（%）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

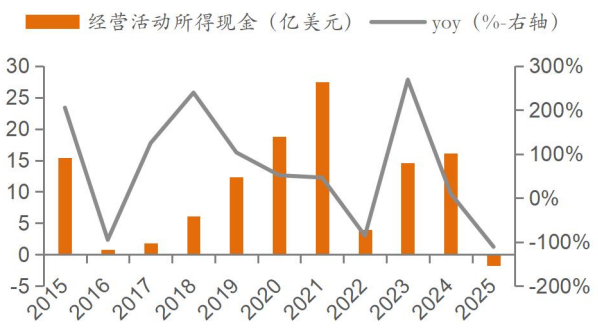
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 83：CSN 经营活动所得现金（雷亚尔、%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

图表 84：CSN 经营活动所得现金（美元、%-右轴）



来源：公司官网，彭博，中泰证券研究所

七、盈利预测与投资建议

- **水泥熟料**：国内部分，行业处于下行周期，当前盈利能力处于底部，未来边际有望改善。我们假设 26-28 年公司国内水泥熟料业务销量同比+10%、+5%、+0%，毛利率 14%、16%、16%。海外新兴市场水泥行业处于上行期，竞争格局良好，价格保持高位。我们假设 26-28 年非尼日利亚项目销量同比+12%、+8%、+5%，毛利率 40%、40%、41%。尼日利亚水泥市场集中度高，TOP3 市占率超过 90%，盈利能力强，公司 25 年 8 月底完成收并购尼日利亚项目，26 年进行技改和新产线建设。我们假设 26-28 年尼日利亚项目销量同比+250%、+47%、+0%，毛利率 58%、57%、57%。公司积极推动海外扩张，新项目持续落地，2026 年 8 月 2 日公司公告收购豪瑞菲律宾资产，并正积极推动巴西项目（水泥产能 1700 万吨）。我们假设 26-28 年新项目贡献销量 0、1900、3580 万吨，毛利率 0%、48%、51%。
- 混凝土业务：混凝土业务集中在国内，行业弱景气背景下，我们假设 26-28 年销量同比-8%、-5%、-3%，毛利率 17%、17%、17%。
- 骨料业务：骨料业务集中在国内，行业需求虽不足，但公司因拿矿较早，有较强竞争力，市占率有望稳步提升。我们假设 26-28 年销量同比+10%、+5%、+5%，毛利率 40%、39%、37%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 85：华新建材分部业务拆分及预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
水泥熟料						
收入（万元）	1,927,874	1,879,088	2,128,547	2,807,988	4,691,158	6,152,696
其中：国内	1,384,745	1,080,688	948,547	966,697	1,034,274	1,039,084
海外（非尼日利亚）	543,129	798,400	993,925	1,135,478	1,235,171	1,306,226
海外（尼日利亚）			186,075	705,813	1,023,553	1,023,553
海外新增项目					1,398,160	2,783,833
毛利率						
国内	19.42%	12.34%	21.28%	14.22%	15.81%	16.20%
海外（未包含尼日利亚）	43.27%	37.10%	38.34%	39.73%	40.34%	40.95%
海外（尼日利亚）			61.00%	57.90%	57.28%	57.28%
海外新增项目					48.38%	51.01%
混凝土						
yoy	66.39%	16.65%	-10.97%	-8.00%	-5.00%	-3.00%
收入（万元）	765,222	841,529	718,263	659,176	626,218	607,431
毛利率	15.48%	12.02%	15.46%	17.00%	17.00%	17.00%
骨料						
yoy	99.68%	9.03%	12.19%	10.00%	5.00%	5.00%
收入（万元）	536,383	564,183	548,291	571,992	593,910	604,118
毛利率	45.88%	47.92%	43.01%	39.91%	39.23%	37.27%
其他						
收入（万元）	146,230	136,935	139,727	139,727	139,727	139,727
yoy	-13.20%	-6.36%	2.04%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	24.71%	24.88%	17.82%	17.82%	17.82%	17.82%

来源：华新建材财报，中泰证券研究所

风险提示

- **国内下游需求不及预期：**公司国内水泥、骨料及混凝土业务与地产、基建等需求高度相关，若需求出现超预期下降，可能造成公司国内相关产品价格超预期下跌或销量的超预期下降。
- **海外市场拓展或经营不及预期：**公司海外业务布局受国际局势、地方行业政策及竞争格局变化影响，若发生相关不利影响可能造成公司业务拓展或经营成果不及预期。
- **海外收并购不及预期：**若公司海外收并购项目推进或整合效果不及预期，可能影响公司海外业务扩张及盈利提升。
- **供给侧约束放松风险：**若水泥或骨料等产品供给侧出现放松，行业供给格局可能受影响出现恶化，造成价格竞争，降低产能利用率，影响行业稳健发展。
- **原燃料价格大幅波动风险：**公司主要产品成本受煤炭、石灰石等燃料及原材料价格影响较大，如果燃料及原材料价格大幅上涨，会造成公司主要产品成本压力加大。
- **海外政权变更风险：**公司海外业务覆盖多国，若相关国家政局动荡、政策反复或外资准入受限，将影响海外基地运营及扩张节奏，导致经营成果不及预期。
- **汇率大幅波动风险：**公司海外收入及利润占比较高，海外经营涉及多国本币与美元、人民币之间的结算兑换，若相关币种汇率出现大幅波动，可能产生汇兑损失。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**研究报告部分资料来源于公司招股说明书和定期报告，使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。
- **数据结果测算偏差风险：**全文各项测算均基于一定假设条件，主要依据为公司信息，存在实际情况与结果有所差异，依据信息不够充分等风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	8,535	13,350	20,586	29,203
应收票据	618	440	684	984
应收账款	3,204	3,406	5,224	6,466
预付账款	383	419	534	660
存货	3,530	3,770	4,959	6,050
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,140	3,046	4,093	5,000
流动资产合计	18,410	24,431	36,080	48,364
其他长期投资	27	32	47	58
长期股权投资	588	562	578	576
固定资产	31,697	31,302	30,939	30,607
在建工程	3,385	3,385	3,335	3,335
无形资产	16,773	16,600	16,242	16,346
其他非流动资产	10,192	10,204	10,189	10,160
非流动资产合计	62,663	62,085	61,330	61,081
资产合计	**81,073**	**86,516**	**97,410**	**109,445**
短期借款	569	569	478	539
应付票据	654	747	997	1,177
应付账款	8,168	9,327	12,458	14,706
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,296	1,532	2,218	2,751
其他应付款	1,037	1,037	1,037	1,037
一年内到期的非流动负债	5,432	5,432	5,432	5,432
其他流动负债	1,798	1,874	2,105	2,310
流动负债合计	18,954	20,518	24,726	27,952
长期借款	13,215	13,915	14,615	15,315
应付债券	5,244	5,244	5,244	5,244
其他非流动负债	6,260	6,260	6,260	6,260
非流动负债合计	24,719	25,419	26,119	26,819
负债合计	**43,674**	**45,937**	**50,845**	**54,771**
归属母公司所有者权益	32,061	34,292	38,780	44,890
少数股东权益	5,338	6,287	7,784	9,784
所有者权益合计	**37,399**	**40,579**	**46,565**	**54,674**
负债和股东权益	**81,073**	**86,516**	**97,410**	**109,445**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**6,694**	**10,186**	**13,485**	**15,922**
现金收益	7,725	10,313	13,555	16,394
存货影响	-472	-240	-1,189	-1,092
经营性应收影响	-687	-69	-2,144	-1,649
经营性应付影响	513	1,251	3,382	2,428
其他影响	-385	-1,069	-119	-159
投资活动现金流	**-8,751**	**-3,944**	**-3,745**	**-4,157**
资本支出	-8,319	-4,014	-3,764	-4,236
股权投资	-4	26	-16	2
其他长期资产变化	-428	44	35	77
融资活动现金流	**2,756**	**-1,427**	**-2,504**	**-3,148**
借款增加	5,500	700	609	760
股利及利息支付	-2,969	-2,640	-3,160	-3,447
股东融资	0	400	200	200
其他影响	225	113	-153	-661

利润表 单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**35,348**	**41,789**	**60,510**	**75,040**
营业成本	24,666	28,164	37,621	44,410
税金及附加	847	1,001	1,450	1,801
销售费用	1,715	2,089	4,236	6,003
管理费用	2,224	2,716	4,236	5,628
研发费用	246	291	421	523
财务费用	834	984	1,534	1,934
信用减值损失	-78	-34	-68	-60
资产减值损失	-30	9	-34	-18
公允价值变动收益	-3	-9	0	-4
投资收益	32	57	56	49
其他收益	186	194	201	194
营业利润	**5,008**	**6,845**	**11,253**	**14,986**
营业外收入	17	37	28	27
营业外支出	75	102	106	94
利润总额	**4,950**	**6,780**	**11,175**	**14,919**
所得税	1,412	2,034	3,688	4,923
净利润	**3,538**	**4,746**	**7,487**	**9,996**
少数股东损益	685	949	1,497	1,999
归属母公司净利润	**2,853**	**3,797**	**5,990**	**7,997**
NOPLAT	4,134	5,435	8,514	11,291
EPS（摊薄）	1.37	1.83	2.88	3.85

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	3.3%	18.2%	44.8%	24.0%
EBIT 增长率	20.5%	34.2%	63.7%	32.6%
归母公司净利润增长率	18.1%	33.1%	57.7%	33.5%
获利能力				
毛利率	30.2%	32.6%	37.8%	40.8%
净利率	10.0%	11.4%	12.4%	13.3%
ROE	7.6%	9.4%	12.9%	14.6%
ROIC	10.1%	12.7%	18.7%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	53.9%	53.1%	52.2%	50.0%
债务权益比	82.1%	77.4%	68.8%	60.0%
流动比率	1.0	1.2	1.5	1.7
速动比率	0.8	1.0	1.3	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	31	28	26	28
应付账款周转天数	116	112	104	110
存货周转天数	48	47	42	45
每股指标（元）				
每股收益	1.37	1.83	2.88	3.85
每股经营现金流	3.22	4.90	6.49	7.66
每股净资产	15.42	16.49	18.65	21.59
估值比率				
P/E	16	12	8	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	18	13	9	8

来源：WIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。