长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



公司研究丨深度报告丨华新建材（600801.SH）

全球化下的估值重估

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

全球布局已经初步成型，估值体系有望重构。截至 2026 年 6 月 30 日，公司海外累计运营及在建水泥产能达 4,120 万吨，为海外产能规模领先的中资企业。2026H1 境外业务 EBITDA 占比达 66%、利润总额更是达到了 93%，已摆脱国内周期束缚。从中亚到非洲再到南美，公司全球化布局基本成型，展望后续量增持续&盈利向好，估值体系有望从传统周期转向成长框架。

分析师及联系人



范超

SAC：S0490513080001

SFC：BQK473



李浩

SAC：S0490520080026

SFC：BXS318

| 证券研究报告 |

2026-10-16

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

华新建材（600801.SH）

全球化下的估值重估

迈向全球，全球布局格局已现

全球布局已经初步成型，估值体系有望重构。截至 2026 年 6 月 30 日，公司海外累计运营及在建水泥产能达 4,120 万吨，为海外产能规模领先的中资企业。2026H1 境外业务 EBITDA 占比达 66%、利润总额更是达到了 93%，已摆脱国内周期束缚。从中亚到非洲再到南美，公司全球化布局基本成型，展望后续量增持续&盈利向好，估值体系有望从传统周期转向成长框架。

量增：需求增长，扩张加速

展望后续，外延并购与内生技改有望继续驱动公司销量快速增长：一是非洲市场需求持续向好，同时公司技改扩产，现有项目规模保持快速增长；二是区域扩张仍在继续，菲律宾收购完成进一步完善区域布局提供增量，此外非洲、亚洲外，南美市场也有望成为新的增长区域。

远期可期，非洲需求长期向上。中短期维度，非洲地区 GDP 增速整体领先全球；长期维度看，非洲面积较大且区域城镇化率分化显著，不同区域水泥人均消费量差异较大，若未来非洲地区人均消费量对标北非，则非洲水泥市场需求有望达 7.7 亿吨，相比目前或有 3 倍以上的空间。

内生扩产+外延并购双管齐下。一是现有产能的技改内生增长。公司现有收购项目上的技改扩张逐步进入投产期，如高盈利的尼日利亚 Sagamu 与 Ashaka 的 3 条 5,000 吨/日产能、莫桑比克合计 5,000 吨/日均将陆续投产；**二是外延收购持续推进。**收购切入菲律宾市场。公司拟收购 HolcimPhilippinesInc.股权，为菲律宾市场本土头部企业之一，拥有熟料年产 520 万吨、水泥年产 900 万吨。此外公司通过收购骨料业务切入南美巴西，区域水泥市场同样值得关注。

盈利：格局稳定，技改增效

封闭&高集中度市场的高盈利。一方面产能发挥受结构性约束。1）产能利用率为水泥口径，考虑到资源稀缺及工艺制约，熟料产能利用率或高于此水平；2）非洲煤炭电力资源及交通运输供应存在先天瓶颈，产线开工率客观受限；3）本土企业产线装备老旧，制约开工率。**另一方面受益区域高集中度封闭优势。**非洲面积大、陆路运输成本高，水泥“短腿”属性被放大，易形成封闭局部市场，并在局部市场形成高份额格局，从而具备价格协同基础，尼日利亚为典型。

技改&管理优势，盈利 α 突出。一是管理效率，从单位产能员工数看，丹格特约 3.2 人对比华新约 1.6 人；二是产线优化，依托自身装备和工艺配套能力对收购产线技改，进而降低制造成本；三是产业链配套能力，如公司在马文尼建设二期水泥项目，实现电力自给自足。**我们认为一方面未来收购项目技改降本继续复制，另一方面当前存量项目如尼日利亚等仍有降本空间。**

重估：动能切换，脱颖而出

为什么华新建材海外布局脱颖而出？从近年国内水泥企业海外布局的总规模以及增速看，公司以绝对优势位列第一，公司脱颖而出或源于股权结构带来的资源赋能及高效决策优势、治理结构的长期稳定性和战略前瞻性、从装备制造到设计建设到运营的水泥一体化布局带来的高效运营。此外资金能力也奠定了扩张基础，一是账上现金充足以及稳定增长的经营现金流、二是财务杠杆仍有空间，财务成本低且海外项目 ROE 高。2027、2028 年若考虑菲律宾及其他潜在项目顺利兑现，归母净利润有望达 60、80 亿，对应 A 股 PE7.4、5.5 倍。

风险提示

1、汇率波动风险海外政治；2、海外政治、税收与政策风险；3、并购整合与审批风险；4、项目建设进度不及预期风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	21.18
总股本(万股)	207,900
流通A股/B股(万股)	134,170/0
近12月最高/最低价(元)	26.44/14.88

注：股价为 2026 年 10 月 15 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海外水泥量价齐升》2026-09-27
- 《出海再加码，中期成长与短期景气共振》2026-08-06
- 《持续看好公司海外布局带来的长期成长》2026-07-02

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

迈向全球，全球布局格局已现 6
量增：需求增长，扩张加速 7
远期可期，非洲需求长期向上 8
内生扩产+外延并购双管齐下 10
盈利：格局稳定，技改增效 12
封闭&高集中度市场的高盈利 12
技改&管理优势，盈利 α 突出 15
重估：动能切换，脱颖而出 16
风险提示 20

图表目录

图 1：华新建材全球水泥分布地图 6
图 2：非洲和全球和中国的城镇化率对比 9
图 3：我国水泥历年人均消费量（kg/人） 9
图 4：海外在建及技改项目投产时间轴 10
图 5：2010-2025 年菲律宾水泥需求量 11
图 6：2010-2025 年菲律宾人均水泥消耗量 11
图 7：南美水泥产量(万吨) 12
图 8：巴西水泥产量(万吨) 12
图 9：2023 年巴西政府“加速增长计划”中的九个重点投资领域 12
图 10：2023 年巴西政府“加速增长计划”中的投资结构 12
图 11：非洲市场的产能、产量（万吨）及产能利用率 13
图 12：丹格特的产能、产量（万吨）及产能利用率 13
图 13：2024 年非洲不同国家的电价和整体电价水平（美元/度） 13
图 14：丹格特单季度尼日利亚区域水泥销售价格 14
图 15：华新建材有自身的工程与装备事业部 15
图 16：2025 年全国水泥熟料产能 TOP10（万吨/年） 17
图 17：2025 年海外投资投产排行榜 TOP10（万吨/年） 17
图 18：华新建材股权结构图（截至 2026 年中报） 17
图 19：公司货币资金以及经营性活动现金流情况（亿元） 19
图 20：公司资产负债率、ROE 以及财务成本 19

表 1：2023-2026H1 年公司境外业务收入利润情况（亿元） 6
表 2：截至 2025 年底华新水泥的产能分布（万吨） 6
表 3：2012-2016 年公司海外产能布局情况 7
表 4：2019 年以来公司海外产能布局情况 8
表 5：过往非洲水泥需求和区域 GDP 增速对比 8
表 6：非洲目前内部不同国家的人均消费量差异 9

表 7：非洲和部分重点观测国家中期水泥需求测算 9
表 8：公司海外产能变化情况 10
表 9：菲律宾项目收购情况 11
表 10：非洲水泥市场的产能密度、需求密度较低 13
表 11：尼日利亚市场竞争格局 14
表 12：菲律宾水泥关税情况 14
表 13：公司收并购前后各项目能耗、电耗情况 15
表 14：尼日利亚三家企业季度经营情况 16
表 15：华新建材的董事会和高管团队 18
表 16：公司收入和利润敏感性分析(百万元) 20

迈向全球，全球布局格局已现

全球布局已经初步成型。截至 2026 年 6 月 30 日，公司海外累计运营及在建水泥产能达 4,120 万吨，业务布局覆盖海外 14 个国家，为海外产能规模领先的中资水泥企业。2016 年公司境外收入 12.1 亿元、占比 9.0%；2020 年境外收入 18.90 亿元、占比 6.4%；2025 年境外收入 118.04 亿元、占比 33.4%；到 2026H1 进一步跃升至 46.2%。利润端看，2026H1 公司境外 EBITDA 占比达到了 66%、利润总额更是达到了 93%。

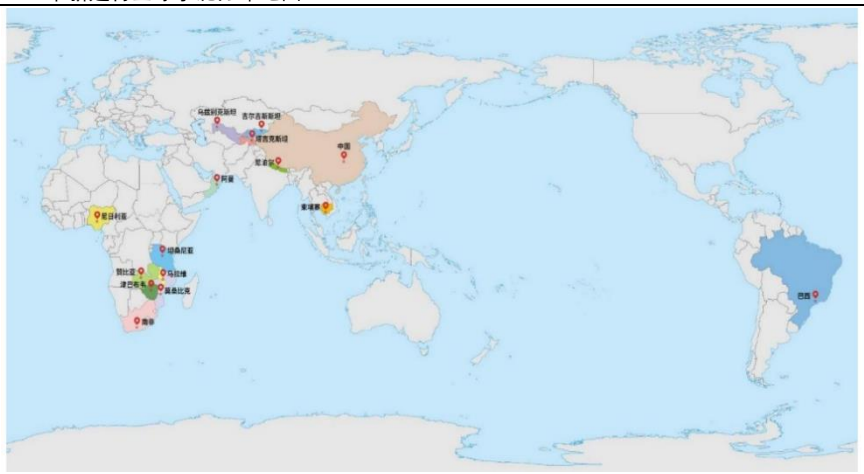
表 1：2023-2026H1 年公司境外业务收入利润情况（亿元）

项目	2023	2024	2025	2025H1	2026H1
境外分部收入	54.7	80.4	118.04	44.30	90.12
境外收入占比	16.2%	23.5%	33.4%	27.6%	46.2%
境外分部毛利率	33.13%	33.13%	41.94%	37.30%	46.38%
境外毛利	-	-	49.50	16.50	41.80
境外毛利占比	-	-	46.3%	35.5%	约 68%
境外利润总额	-	-	-	8.20	30.80
境外利润总额占比	-	-	-	约 40%	约 93%
境外 EBITDA	-	-	41.49	14.12	36.80
境外 EBITDA 占比	-	-	-	-	66%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

估值体系有望重构。国内景气处于低位，但公司依靠海外布局业绩释放及国内水泥-骨料-混凝土一体化布局，已摆脱国内周期束缚。从中亚到非洲再到南美，公司全球化布局基本成型，展望后续量增持续&盈利向好，估值体系有望从传统周期转向成长框架。

图 1：华新建材全球水泥分布地图



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2：截至 2025 年底华新水泥的产能分布（万吨）

所在区域	熟料生产线数量	熟料产能	水泥产能
湖北省	18	2582	3963
云南省	13	1493	2216
湖南省	5	781	1446

重庆市	4	580	809
西藏自治区	5	381	623
四川省	2	279	473
广东省	1	155	294
河南省	1	0	245
贵州省	2	130	154
塔吉克斯坦	2	217	305
柬埔寨	1	124	160
吉尔吉斯斯坦	1	93	105
乌兹别克斯坦	1	155	220
坦桑尼亚	2	264	350
赞比亚和马拉维	4	239	340
尼泊尔	1	124	180
阿曼	3	310	400
南非	2	180	180
莫桑比克	1	155	250
津巴布韦	0	0	30
尼日利亚	8	707	1060
合计	77	8948	13803

资料来源：公司公告，长江证券研究所

量增：需求增长，扩张加速

第一阶段（2012—2019 年）亚洲起步，自建切入积累经验。2012 年公司在吉尔吉斯斯坦建设首个海外水泥项目，正式启动出海；此后在柬埔寨（2015 年投产）、塔吉克斯坦（2016 年投产）、乌兹别克斯坦（2020 年投产）、尼泊尔（2022 年投产）等地均以自建方式落地。这一阶段单体规模不大，真正收获是跨境项目建设与本地化运营能力的积累。

表 3：2012-2016 年公司海外产能布局情况

时间	区域/国家	方式	关键数据
2012	吉尔吉斯斯坦	自建	熟料 93 万吨 / 水泥 105 万吨，首个海外水泥项目开建，出海起点
2015	柬埔寨	自建	东南亚首个落点
2016	塔吉克斯坦	自建	熟料 124 万吨 / 水泥 160 万吨

资料来源：百年华新公众号，公司公告，长江证券研究所

第二阶段（2019 年至今）转向非洲，并购大刀阔斧加快步伐。 2019 年推进坦桑尼亚收购，正式切入非洲；2021 年完成赞比亚、马拉维资产交割；2023 年落子阿曼，并于年末以 2.3 亿美元收购南非 NPC 与莫桑比克 CdM（合计水泥 510 万吨）；2025 年 3 月完成巴西 EMBU 骨料项目、8 月以 7.74 亿美元完成尼日利亚 Lafarge Africa 83.81%股权交割；2026 年 8 月公告以企业价值 7.8 亿美元分两阶段收购菲律宾 HPI。这一阶段主要有几大特征：不新增当地名义供给、单位产能对价显著低于新建、标的技改空间较大。

表 4：2019 年以来公司海外产能布局情况

时间	区域/国家	事件	方式
2019—2020	坦桑尼亚	收购 Maweni Limestone，切入非洲	并购+技改
2020	乌兹别克斯坦	项目投产	自建
2021	赞比亚、马拉维	收购 Lafarge Zambia（后更名奇兰卡）与马拉维波特兰	并购
2022	尼泊尔	项目投产	自建
2023	阿曼	收购 Oman Cement 约 65%股权	并购
2023.12	南非、莫桑比克	收购 NPC 与 CdM 100%股权（原属 InterCement）	并购
2025.3	巴西	完成 EMBU S.A. 100%股权收购，首入拉美	并购
2025.5-9	赞比亚、南非、马拉维	恩多拉技改投产、Simuma 2 号窑投产、Balaka 新线点火	技改/新建
2025.8	尼日利亚	完成 Lafarge Africa 83.81% 股权交割，单笔最大并购	并购
2026.8	菲律宾	公告分两阶段收购 Holcim Philippines（HPI）	并购（待批）
2026-2027	尼日利亚、莫桑比克	Sagamu/Ashaka 3×5,000t/d 熟料线、莫桑比克两线投产	在建

资料来源：百年华新公众号，公司公告，长江证券研究所

展望后续，外延并购与内生技改有望继续驱动公司销量快速增长。一是非洲市场需求持续向好，同时公司技改扩产现有布局保持快速增长；二是区域扩张仍在继续，菲律宾收购完成进一步完善布局，此外非洲、亚洲外，南美市场也有望成为新的增长极。

远期可期，非洲需求长期向上

非洲市场当下需求现状。2021 年非洲水泥产量约 2.2 亿吨，2010 年约 1.5 亿吨，11 年的时间区间复合增速约 3.4%，略快于区域过往 GDP 增速；参考近年非洲 GDP 增速情况（3%左右），假设按照区域 4%的水泥需求增速，预计非洲 2024 年水泥需求为 2.5 亿吨。从几个核心国家的 GDP 增速看，预计未来两年需求依然保持稳定增长态势。

表 5：过往非洲水泥需求和区域 GDP 增速对比

非洲情况	2010	2021	复合增长
非洲水泥产量（亿吨）	15220	21900	3.4%
非洲名义 GDP（十亿美元）	2,033	2,734	2.7%
非洲实际 GDP（十亿美元）	1,996	2,778	3.1%

资料来源：ZKG CEMENT，Wind，长江证券研究所

非洲市场远期需求测算。非洲面积较大，区域城镇化率整体分化较为显著，北非相对较高，东非南非中非相对较低；基于此，不同区域水泥人均消费量也存在较大差异，北非国家可达 500-600kg，较低的国家如坦桑尼亚和埃塞俄比亚则不到 100kg。基于此，我们假设未来非洲地区人均消费量都对标北非(假设 550kg)，那么未来非洲水泥市场需求可达 7.7 亿吨，相比目前或有 3 倍以上的空间。若对标中国，则远期需求空间更大。

表 6：非洲目前内部不同国家的人均消费量差异

区域/国别	人口（万）	消费量（万吨）	人均消费量（kg/人）
非洲整体	140000	25000	179
人均消费量较高国家（阿尔及利亚）	4440	2500	563
人均消费量较高国家（突尼斯）	1190	690	580
人均消费量较低国家（坦桑尼亚）	5930	550	93
人均消费量较低国家（埃塞俄比亚）	11500	980	85

资料来源：ZKG CEMENT，长江证券研究所

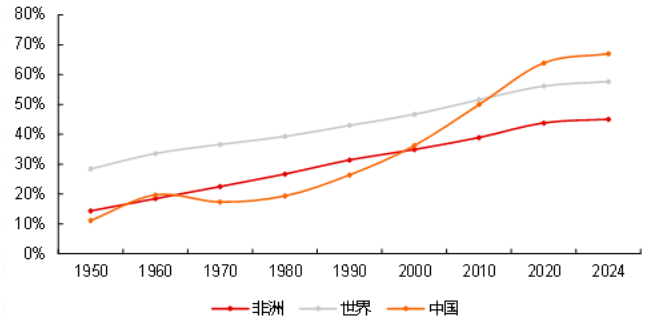
表 7：非洲和部分重点观测国家中期水泥需求测算

区域/国别	人口（亿人）	目标人均消费量（kg/人）	水泥需求（亿吨）
非洲	14.0	550	7.70
埃塞俄比亚	1.2	550	0.63
坦桑尼亚	0.6	550	0.33
莫桑比克	0.3	550	0.18
刚果金	1.0	550	0.52
南非	0.6	550	0.34
赞比亚	0.2	550	0.11

资料来源：ZKG CEMENT，长江证券研究所

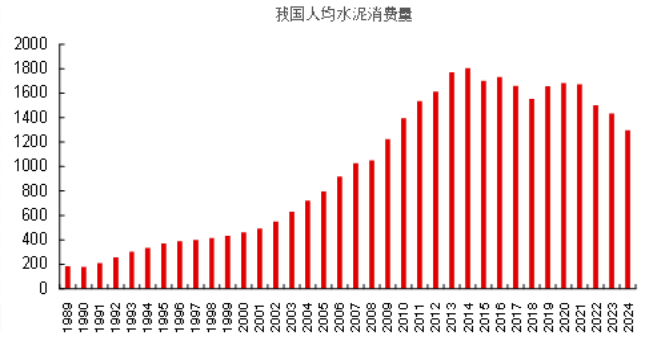
对标中国：空间可期增长更加温和。从历史周期来看，非洲城镇化率为 45%，类似我国 1990-2000 年水平。非洲水泥人均消费量为 180kg，约为我国 90 年代水平。我国工业化 1990 年开始加速推进，10 年间总用量增长了 187%，人均消费量从 179kg 提升至 462kg。我国城镇化率速率较快，从 1990 年到 2010 年提升 24 个点，年均提升超 1 个点，导致人均消费量的增长速率也较快；而非洲目前城镇化率整体进程较缓，2000-2020 年十年提升 13 个点，预计非洲需求整体或呈现温和增长态势。

图 2：非洲和全球和中国的城镇化率对比



资料来源：Wind，世界银行，长江证券研究所

图 3：我国水泥历年人均消费量（kg/人）

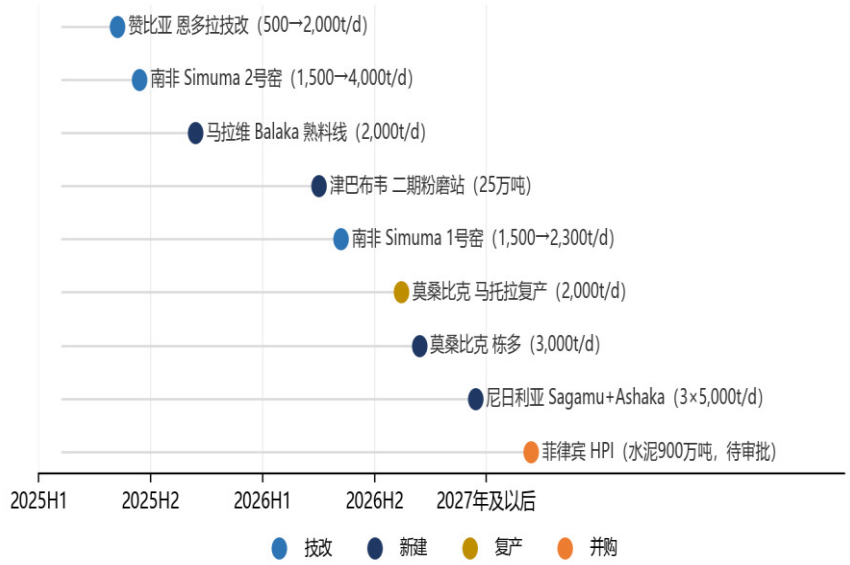


资料来源：Wind，长江证券研究所

内生扩产+外延并购双管齐下

现有产能的技改内生增长。公司在收购项目上进行技改扩张进一步提升产能，当前一批已经进入建设后期、投产时点相对明确。 其中尼日利亚 Sagamu 与 Ashaka 的 3 条 5,000 吨/日是规模最大的单体增量。 按年运转 330 天测算，3×5,000 吨/日对应年产能约 495 万吨，预计产量贡献主要体现在 2027 年。此外莫桑比克马托拉复产与栋多新建线合计 5,000 吨/日，对应年水泥产能约 150-170 万吨。

图 4：海外在建及技改项目投产时间轴



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 8：公司海外产能变化情况

国家	项目	规模	性质	进展与预计投产
尼日利亚	Sagamu 及 Ashaka	3×5,000 吨/日熟料线	新建	按计划推进，2026 年底具备进入调试阶段
莫桑比克	马托拉	2,000 吨/日	复产	恢复生产线设施，预计 2026 年 8 月底投产
莫桑比克	栋多（Dondo）	3,000 吨/日	新建	加快建设，预计 2026 年三季度投产
南非	Simuma 1 号窑	1,500→2,300 吨/日	技改升级	2026H1 已建成投产
南非	Simuma 2 号窑	1,500→4,000 吨/日	技改升级	2025 年 6 月已投产（9 个月完成）
津巴布韦	二期粉磨站	年产 25 万吨	新建	2026H1 已建成投产
赞比亚	恩多拉工厂	熟料 500→2,000 吨/日	技改	2025 年 5 月完成改造、6 月投产
马拉维	Balaka 熟料线	2,000 吨/日，年产水泥约 80 万吨	新建	2025 年 9 月点火，投资约 1 亿美元

资料来源：Wind，长江证券研究所

收购切入菲律宾市场。公司拟通过控股全资子公司华新中亚投资（武汉）有限公司分两阶段收购 HolderfinB.V.间接及直接持有的 HolcimPhilippinesInc.股权。标的为菲律宾市场本土头部企业之一，于 1964 年成立。核心业务为熟料、水泥等生产与销售，其在菲律宾拥有 4 座大型水泥工厂、1 座粉磨站，熟料年产 520 万吨、水泥年产 900 万吨,覆盖吕宋、棉兰老岛核心市场，2025 年营业收入 3.8 亿美元。

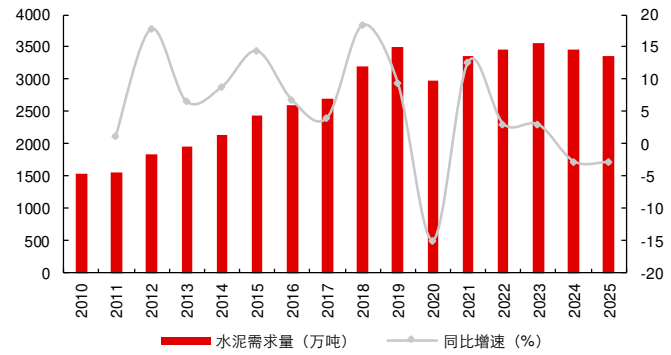
表 9：菲律宾项目收购情况

项目	内容
交易结构	分两阶段收购，第一阶段取得控制权，第二阶段三年后收购剩余股权
第一阶段	以 100%股权对应核心标的企业价值 7.8 亿美元为定价基础，通过收购三个持股公司股权间接收购 67.623%股权，代价约 5.27 亿美元
第二阶段	三年后通过买方认购期权或卖方认沽期权收购约 31.377%股权，对价=最新审计年收入（扣除扩产带来的收入增加）×2.4×31.377%，且不低于 2.8 亿美元
标的资产	4 座大型水泥工厂、1 座粉磨站，覆盖吕宋、棉兰老岛核心市场
标的产能	熟料 520 万吨/年、水泥 900 万吨/年
标的总资产	约 6.2 亿美元
2025 年经营	营收 3.75 亿美元，净亏损 6,527.1 万美元；EBITDA 率-5.6%、净利率-17.4%
2026 年 1-4 月	营收 1.31 亿美元，净亏损 519 万美元，亏损率收窄至 3.9%
EV/水泥产能	约 86.7 美元/吨

资料来源：Wind，长江证券研究所

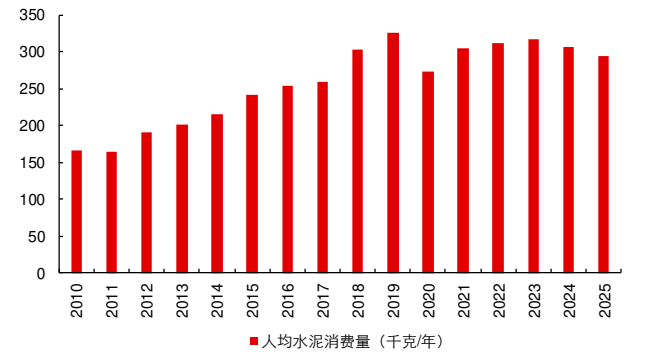
菲律宾市场需求空间可期。菲律宾人口规模超 1.1 亿，劳动力资源充足，私人消费占 GDP 比重高，内需市场旺盛。该国近年 GDP 维持 5.5%以上稳定增长，基建持续扩容，水泥消费需求稳步释放，水泥产业长期增长空间充足。2025 年菲律宾市场总需求约为 3350 万吨左右，人均水泥消耗量处于较低水平约为 290 公斤，长期增长潜力较大。

图 5：2010-2025 年菲律宾水泥需求量



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2010-2025 年菲律宾人均水泥消耗量

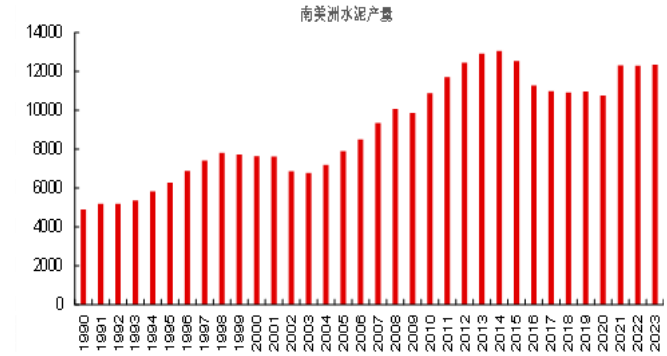


资料来源：Wind，长江证券研究所

巴西骨料先行，区域水泥市场值得关注。 2024 年 12 月公告拟以 1.87 亿美元收购巴西 EMBU SA 100%股权，2025 年 3 月完成交易，最终金额 1.77 亿美元。EMBU 是圣保罗州头部骨料供应商，拥有 60 余年运营历史、4 座现代化骨料工厂，总产能 880 万吨/年，覆盖圣保罗核心经济区。**骨料之外，巴西水泥市场同样值得关注：**

以巴西为代表的南美市场具备成长空间。从水泥需求来看，2023 年南美水泥产量 1.23 亿吨，过往来看整体保持相对稳定。其中巴西 2023 年水泥需求 6652 万吨，占比 54%。其次为哥伦比亚、阿根廷和秘鲁，年需求在 1000~1500 万吨，其他国家年需求均少于 1000 万吨。从国别之间看，存在显著分化，巴西是水泥需求大国。从人均消费量角度来看，2023 年巴西人均消费量为 285kg，而我国为 1431kg，此外通过不同洲来看，美洲人均消费量为 302kg，全球范围内看处于偏低水平。

图 7：南美水泥产量(万吨)



资料来源：USGS，长江证券研究所

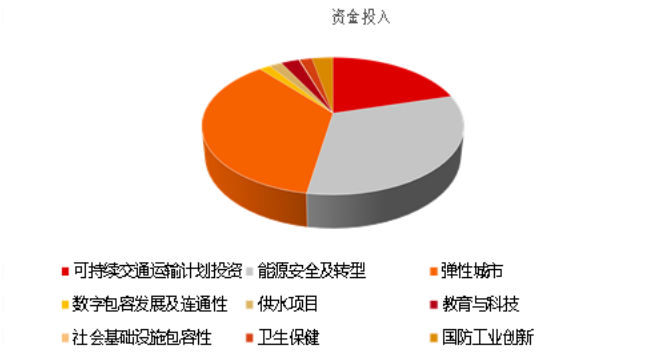
图 8：巴西水泥产量(万吨)



资料来源：USGS，长江证券研究所

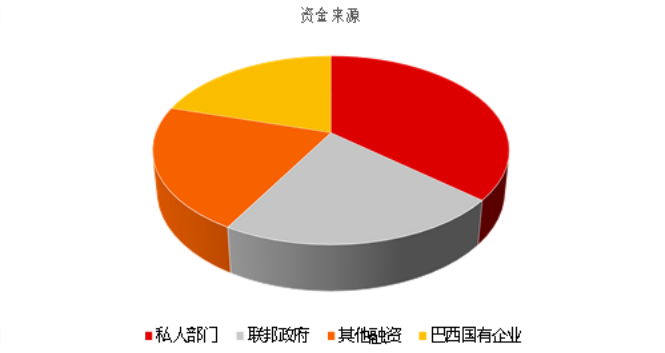
巴西政府启动“加速增长计划”，有望拉动需求持续增长。2023 年开始，巴西推出新版“加速增长计划(Novo Pac)”，新版“加速增长计划”包含可持续交通运输系统、弹性城市、社会基础设施等 9 项核心任务，总投资额预计为 3470 亿美元，一期(2023 年-2026 年)投资 2870 亿美元，二期投资（2026 年后）600 亿美元。**其中，9 个重点领域中，可持续交通运输计划投资 717 亿美元，涵盖机场、铁路、水路、港口及高速公路项目。**

图 9：2023 年巴西政府“加速增长计划”中的九个重点投资领域



资料来源：巴西商务部，长江证券研究所

图 10：2023 年巴西政府“加速增长计划”中的投资结构



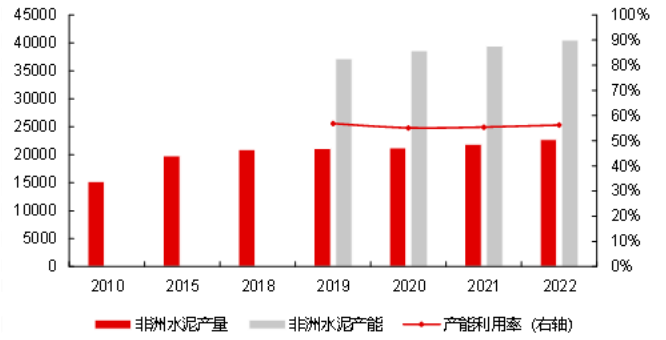
资料来源：巴西商务部，长江证券研究所

盈利：格局稳定，技改增效

封闭&高集中度市场的高盈利

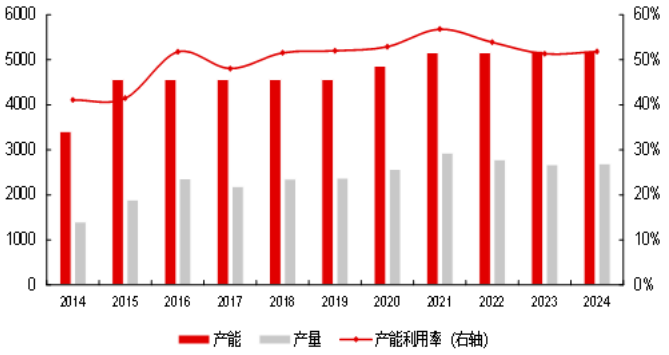
非洲低产能利用率和高价格的悖论。非洲水泥价格较高，多数地区在 100-200 美元/吨，远高于国内市场价格。也正是因为高价格高盈利的红利，吸引了国内企业加速布局非洲市场。同时我们观察到，非洲市场的产能利用率并不算高。2022 年非洲整体产能利用率不到 60%；龙头丹格特亦是如此。

图 11：非洲市场的产能、产量（万吨）及产能利用率



资料来源：ZKG CEMENT，长江证券研究所

图 12：丹格特的产能、产量（万吨）及产能利用率

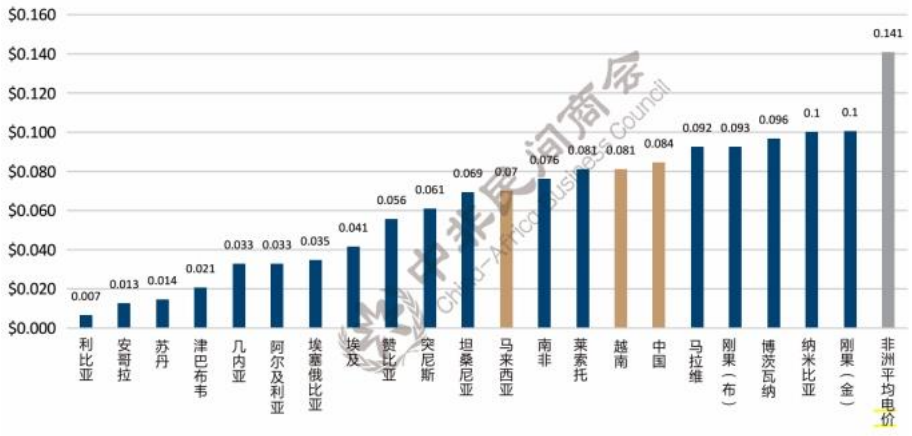


资料来源：丹格特公告，长江证券研究所

非洲市场的高盈利有望持续

一方面来自于结构性约束。一是煤炭资源分布不均衡。 非洲煤炭资源高度集中在赞比西河以南的南部非洲，尼日利亚是西非唯一产煤国，部分区域资源制约导致生产端天然受限。**二是电价高且供应不稳定。**2024 年非洲平均电价 0.141 美元/度，比中国的 0.084 美元/度高 68%。水泥行业是耗电大户，电力不稳定对产能发挥构成硬约束。**三是公路网密度极低。** 非洲约 53%的道路是非硬化道路，运输困难自然形成区域封闭市场的高价格局。**四是石灰石资源分布不均。** 非洲石灰石资源整体偏稀缺且分布不均衡，尤其在西非部分国家。**五是需求密度低带来的协同便利。**非洲面积约 2,965 万平方公里，水泥产能密度仅 14 吨/平方公里、产量密度 8 吨/平方公里。

图 13：2024 年非洲不同国家的电价和整体电价水平（美元/度）



资料来源：《2024 年中国企业投资非洲报告》，长江证券研究所

表 10：非洲水泥市场的产能密度、需求密度较低

区域/国别	非洲	新疆	中国
面积（万平方公里）	2965	166	960
水泥产能（万吨）	42000	10000	360000
水泥产量（万吨）	25000	4550	180000
产能密度（吨/平方公里）	14	60	375
产量密度（吨/平方公里）	8	27	188

资料来源：Wind，数字水泥网，长江证券研究所

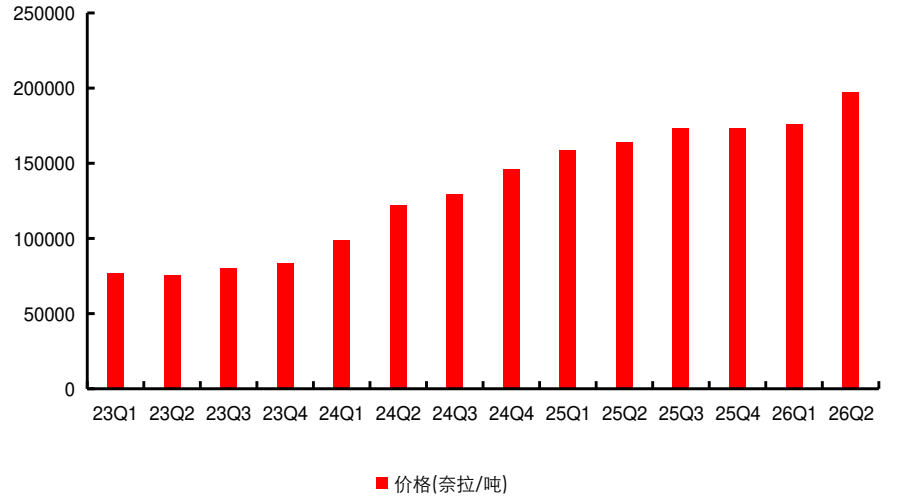
另一方面区域高集中度格局优势。非洲市场面积大、陆路运输成本高、缺乏内河航运，水泥“短腿”属性在本地被放大，因此容易形成封闭的局部市场，并在局部市场内形成高份额格局，从而具备价格协同的基础。以尼日利亚为例，尼日利亚是集中度最高、也最能说明问题的市场。尼日利亚本土合计水泥产能 6425 万吨，一共 3 家水泥企业，分别为丹格特、BUA 水泥、华新建材。丹格特在尼日利亚市场产能 3225 万吨，占据约 50%份额，BUA 水泥排名第二；华新建材占该国市场份额 16%。参考丹格特尼日利亚水泥销售价格，2026Q2 均价折算人民币约为 972 元/吨。

表 11：尼日利亚市场竞争格局

企业	产能（万吨）	份额
丹格特	3225	50.2%
BUA	2150	33.5%
华新建材（原拉法基非洲）	1060	16.3%
合计	6425	100%

资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

图 14：丹格特单季度尼日利亚区域水泥销售价格



资料来源：丹格特公告，长江证券研究所

关税落地，菲律宾市场盈利有望改善。当前菲律宾市场价格处于低位，预计区域大部分企业亏损严重，使得公司有更好的介入价格。该项目 2020 年本土企业曾以 21.5 亿美金报价，本次 7.8 亿美元的定价折价明显。菲律宾水泥进口占比较高，约占总需求的 20%，2025 年 10 月 21 日，菲律宾贸工部发布行政令对进口普通硅酸盐水泥等作出保障措施肯定性终裁， 收取 349 菲律宾比索/吨的进口关税，折合每吨 6 美金左右，为期三年并定期审核，关税有助于竞争格局改善。

表 12：菲律宾水泥关税情况

阶段	措施形态	标准/税额	产品范围/税号	备注与状态
2025-02-20（200 天）	临时保障措施（初裁）	400 比索/吨（16 比索/40kg 袋），现金保证金	AHTN 2523.29.90、2523.90.00	海关备忘录令发布后生效；越南为实际主受影响来源

2025/9/30	关税委员会建议（终裁建议）	349 比索/吨（14 比索/40kg 袋），3 年	OPC 1 型与混合水泥	建议按微量规则豁免部分小型发展中来源，不含越南
2025-10-21—2028	最终保障措施（落地）	首年 349 比索/吨，定期评估可调整；为期 3 年	AHTN 2523.29.90 、2523.90.00	行政令（25-15）明确，三年期，海关公告生效

资料来源：水泥大数据研究院，长江证券研究所

技改&管理优势，盈利 α 突出

技改和管理效率优势突出。一是管理效率，从单位产能员工数看，非洲最大的企业丹格特约 3.2 人，对比华新建材约为 1.6 人，明显效率更高**；二是装备制造能力**，公司具备自身的装备公司，通过并购的方式在海外市场进行破局，然后依托自身的装备和工艺配套能力进行技改，进而实现工艺技术优化和制造成本降低；**三是产业链配套能力，**如公司在马文尼建设二期水泥项目，采取新增一套余热发电站及一套生物质电站组网保供模式，从而实现电力自给自足。

图 15：华新建材有自身的工程与装备事业部



资料来源：华新建材公告，长江证券研究所

技改效果显著，有望持续复制。以赞比亚为例，2021 年华新水泥收购原赞比亚奇兰卡水泥公司，该公司恩多拉工厂建于 1969 年，原有熟料和水泥日产能分别为 500 吨和 650 吨，历经 50 余年运行后，设备严重老化，能耗高且效率低。2024 年 6 月华新水泥启动对标的公司技改，历时 11 个月，2025 年 5 月完成现代化改造，熟料、水泥日产能分别提升至 2000 吨和 2500 吨。从数据看，赞比亚两个子公司的热耗、能耗均有大幅下降。

表 13：公司收并购前后各项目能耗、电耗情况

国家	工厂名称	热耗（kcal/kg）		电耗（kWh/t）	
		收购前	整合后	收购前	整合后
吉尔吉斯斯坦	YKC 公司	969	778	114	89
坦桑尼亚	马文尼	1,070	782	68	59
赞比亚	奇兰加	810	775	128	99
	恩多拉	1,170	810	123	102
马拉维	布兰太尔	—	—	59	53
	巴拉卡	—	810	—	87
阿曼	阿曼公司	867	793	127	110
莫桑比克		—	750	42	33

南非	西姆玛	902	814	122	102
尼日利亚	埃韦科罗	859	816	95	93
	姆法莫辛	879	826	96.1	91
	阿沙卡	1,028	1,013	155	123

资料来源：公司公告，长江证券研究所

尼日利亚成本仍有下降空间。公司尼日利亚基地现有 5 条水泥产线中 3 条为 1980 年前建成，存在技术老化、管理落后问题，具有较大的成本下降空间。虽然受益于价格大幅上涨，盈利改善明显，2026Q2 净利率达到了 32%、毛利达到 63%，但与同区域的企业相比优势并不明显。考虑到公司的管理效率更高、技改能力更强，随着新线投产以及技改推进，尼日利亚基地的成本改善空间可期。

表 14：尼日利亚三家企业季度经营情况

人民币：亿元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
华新尼日利亚										
收入	6.89	7.26	7.54	10.21	11.67	12.36	12.6	13.8	16.7	17.1
成本	3.61	3.49	3.85	5.09	5.89	4.41	5.0	6.0	6.5	6.3
毛利率	48%	52%	49%	50%	50%	64%	61%	61%	61%	63%
净利润	0.26	1.11	1.26	1.89	2.29	3.87	3.60	3.2	4.9	5.5
净利率	4%	15%	17%	18%	20%	31%	29%	23%	29%	32%
BUA										
收入	8.06	9.33	9.00	10.21	13.67	13.32	13.36	15.51	17.73	18.62
成本	5.80	6.37	6.07	7.98	7.16	6.54	6.48	7.05	7.64	7.41
毛利率	28%	32%	33%	42%	48%	51%	52%	55%	57%	60%
净利润	0.90	0.75	0.60	1.32	3.81	4.59	5.23	4.29	8.80	7.40
净利率	11%	8%	7%	13%	28%	34%	39%	28%	50%	40%
丹格特尼日利亚										
收入	24.62	26.62	23.06	31.46	32.91	34.87	35.46	37.51	43.09	46.98
成本	12.25	12.38	10.83	12.31	13.55	15.21	14.70	12.17	16.85	16.44
毛利率	50%	54%	53%	61%	59%	56%	59%	68%	61%	65%
净利润	20.2	15.6	14.3	-3.0	8.4	9.0	11.3	4.8	8.1	13.5
净利率	89%	63%	65%	-10%	26%	26%	32%	13%	19%	29%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

重估：动能切换，脱颖而出

为什么华新建材海外布局脱颖而出？截止到 2025 年我国水泥企业海外投资产线 92 条，总产能达到 10247.9 万吨，较 2024 年增加 1489.6 万吨，增幅 17.01%。企业排名方面，华新水泥（2659.8 万吨）较 2024 年增长 1173.4 万吨，以绝对优势位列第一。从规模看，国内水泥中华新建材仅排名第六。**公司超越一众龙头在海外布局脱颖而出，我们认为源自于公司股权结构带来的资源赋能及高效决策、及治理结构的稳定性和前瞻性。**

图 16：2025 年全国水泥熟料产能 TOP10（万吨/年）



资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

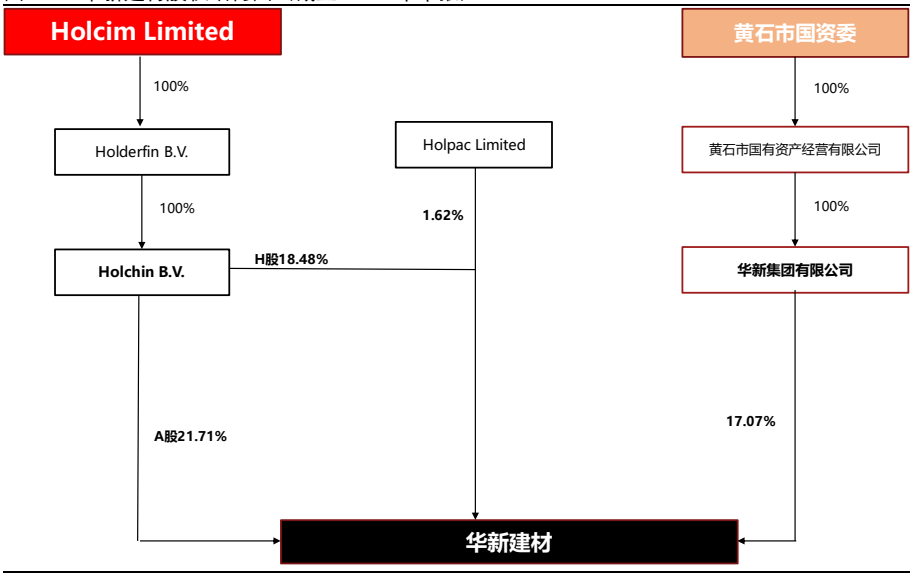
图 17：2025 年海外投资投产排行榜 TOP10（万吨/年）



资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

“外资+国资”股东的双重赋能。公司第一大股东为 Holcim Ltd.（豪瑞集团），截至 2026 年中对公司表决权比例为 41.81%，豪瑞作为全球领先的建材企业，业务遍及欧洲、北非、美洲、亚洲等 43 个市场，国际化视野与治理模式，有效加速华新建材的全球化进程和资源整合能力；第二大股东为华新集团持股比例 17.07%，其实际控制人为黄石国资委，地方国企背书强化了公司的国内信用赋能以及资源协同能力。

图 18：华新建材股权结构图（截至 2026 年中报）



资料来源：Wind，长江证券研究所

治理结构效率高，管理层战略眼光长远。公司董事会有 9 名董事，仅 3 名非执行董事为母公司拉法基豪瑞委派；核心管理层在董事会中具备较高的话语权。高管团队来看，基本都为公司自发培养的核心骨干，公司总裁李叶青先生自 1994 年担任公司副总经理，1999 年开始担任总裁至今，核心团队较为稳定，战略眼光长远，从国内的骨料一体化到出海先锋，均走在行业前列。

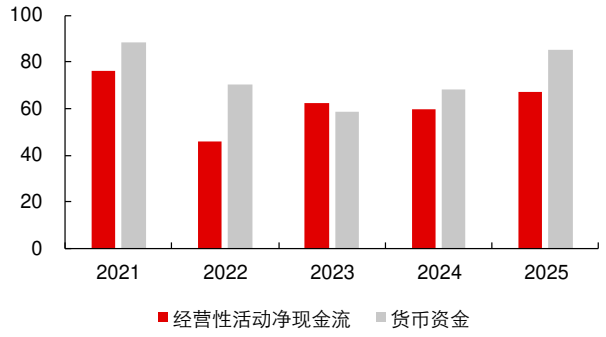
表 15：华新建材的董事会和高管团队

董事会								
姓名	职务	任职日期	国籍	学历	出生年份	年龄	最新薪酬(万元)	最新持股数(万股)
徐永模	董事长,非执行董事	2012-04-20	中国	博士	1,956	71	150.00	0.00
明进华	董事	2026-05-28	中国	硕士	1,972	54	--	24.88
李叶青	执行董事	1993-11-28	中国	博士	1,964	63	425.28	285.98
陈婷慧	非执行董事	2021-04-27	新加坡	硕士	1,972	54	21.60	0.00
Martin Kriegner	非执行董事	2023-01-09	奥地利	博士	1,961	65	21.60	0.00
Olivier Milhaud	非执行董事	2025-07-15	法国	硕士	1,962	64	10.80	0.00
黄灌球	独立非执行董事	2021-04-27	中国	本科	1,960	65	42.00	0.00
江泓	独立非执行董事	2021-04-27	中国	本科	1,970	57	42.00	0.00
张继平	独立非执行董事	2021-04-27	中国	硕士	1,968	58	42.00	0.00
高管								
姓名	**职务**	**任职日期**	**国籍**	**学历**	**出生年份**	**年龄**	**最新薪酬(万元)**	**最新持股数(万股)**
李叶青	总裁	1999-12-19	中国	博士	1,964	63	425.28	285.98
杜平	副总裁	2016-01-01	中国	硕士	1,970	57	160.83	54.44
梅向福	副总裁	2016-01-01	中国	硕士	1,972	55	162.53	57.70
杨宏兵	副总裁	2016-01-01	中国	硕士	1,972	54	156.19	73.01
徐钢	副总裁	2018-04-25	中国	硕士	1,978	49	168.08	68.07
陈骞	副总裁,财务总监	2021-04-28	中国	硕士	1,978	48	167.25	47.16
王加军	副总裁	2021-04-28	中国	硕士	1,980	46	158.03	43.01
叶家兴	副总裁,董事会秘书,首席合规官	2021-04-28	中国	硕士	1,981	46	158.03	49.06
卢国兵	副总裁	2024-05-21	中国	本科	1,970	57	131.98	38.20
汤峻	副总裁	2024-05-21	美国	硕士	1,970	57	133.30	32.61
Olivier Milhaud	副总裁	2026-08-28	法国	硕士	1,962	64	10.80	0.00
明进华	副总裁	2026-08-28	中国	硕士	1,972	54	--	24.88

资料来源：Wind，长江证券研究所

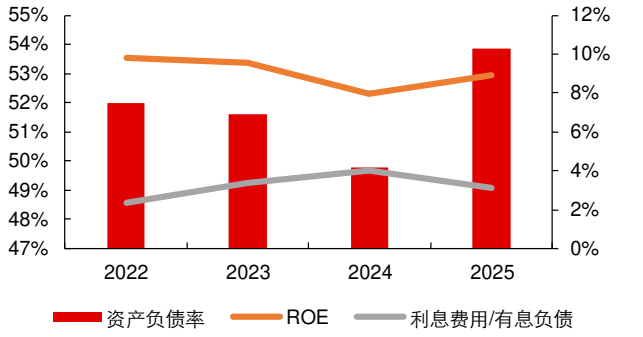
资金奠定扩张基础。一是账上现金以及经营现金流。虽然当前国内水泥承压，但一方面海外盈利持续高速增长以及原有产能折旧，公司经营性现金流表现优异，2025 年净额 67 亿，此外截至 2026 年中报公司货币现金 88 亿；**二是财务杠杆仍有空间。**公司 2025 年资产负债率 54%，测算利息支出/有息负债仅 3%左右，考虑到公司整体 ROE 约 9%左右（海外整体预计 15%以上），公司资金回报率较高。

图 19：公司货币资金以及经营性活动现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：公司资产负债率、ROE 以及财务成本



资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议：预计 2026 年归母净利润 38 亿元，2027、2028 年考虑菲律宾及其他潜在项目顺利兑现，归母利润有望达到 60、80 亿，对应 A 股 PE7.4、5.5 倍，买入评级。

风险提示

1、**汇率波动风险：**公司海外业务分布于多个国家，涉及尼日利亚奈拉、南非兰特、莫桑比克梅蒂卡尔等多种货币，同时境外子公司存在美元借款。若主要经营货币出现大幅贬值，将直接侵蚀以人民币计量的利润。

2、**海外政治、税收与政策风险：**非洲部分国家政局相对不稳定，当地税收政策、进口关税、价格管制政策可能发生变动。

3、**并购整合与审批风险：**菲律宾 HPI 交易需满足中国、菲律宾监管审批等先决条件，交割时点存在不确定性。已完成的并购亦存在整合不达预期、技改效果低于测算可能。

4、**项目建设进度不及预期风险：**尼日利亚 Sagamu 及 Ashaka 3×5,000 吨/日熟料生产线、莫桑比克相关产线等在建项目的投产时点若推迟，将影响销量与成本改善节奏。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。我们预计海外水泥价格有望保持高位，公司依靠技改降本，盈利有望继续提升，且收购落地有望带来量增。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。

表 16：公司收入和利润敏感性分析(百万元)

	基准情形			悲观情形		
指标	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
营业收入	35348	40647	50366	35348	38883	42771
YOY	3%	15%	24%	3%	10%	10%
毛利率	30.22%	30.97%	34.19%	30.22%	29.00%	30.00%
归属净利润	2853	3772	5963	2853	3499	4277
YOY	18%	32%	58%	18%	23%	22%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**35348**	**40647**	**50366**	**59494**
营业成本	24666	28058	33144	37979
毛利	**10682**	**12589**	**17222**	**21516**
%营业收入	30%	31%	34%	36%
营业税金及附加	847	935	1108	1249
%营业收入	2%	2%	2%	2%
销售费用	1715	1870	2241	2618
%营业收入	5%	5%	4%	4%
管理费用	2224	2317	2720	3094
%营业收入	6%	6%	5%	5%
研发费用	246	244	252	297
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	834	725	741	732
%营业收入	2%	2%	1%	1%
加：资产减值损失	-30	-30	-30	-30
信用减值损失	-78	-50	-50	-50
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资收益	32	0	0	59
营业利润	**5008**	**6419**	**10130**	**13565**
%营业收入	14%	16%	20%	23%
营业外收支	-57	-30	-30	-30
利润总额	**4950**	**6389**	**10100**	**13535**
%营业收入	14%	16%	20%	23%
所得税费用	1412	1789	2828	3790
净利润	3538	4600	7272	9745
归属于母公司所有者的净利润	**2853**	**3772**	**5963**	**7991**
少数股东损益	685	828	1309	1754
EPS（元）	**1.37**	**1.81**	**2.87**	**3.84**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**6694**	**6020**	**11050**	**13269**
取得投资收益收回现金	25	0	0	59
长期股权投资	-4	0	0	0
资本性支出	-2054	-2030	-2030	-2030
其他	-6719	0	0	0
投资活动现金流净额	**-8751**	**-2030**	**-2030**	**-1971**
债券融资	2798	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	3889	0	2000	2000
筹资成本	-2969	-1006	-1086	-1246
其他	-961	0	0	0
筹资活动现金流净额	**2756**	**-1006**	**914**	**754**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**700**	**2984**	**9933**	**12052**

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	8535	11518	21451	33503
交易性金融资产	2	2	2	2
应收账款	3204	2392	4504	3659
存货	3530	3484	4802	4693
预付账款	383	561	663	760
其他流动资产	2757	2783	3671	3674
流动资产合计	**18410**	**20739**	**35092**	**46291**
长期股权投资	588	588	588	588
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	31711	31510	31239	30898
无形资产	16773	16773	16773	16773
商誉	4354	4354	4354	4354
递延所得税资产	753	753	753	753
其他非流动资产	8483	8483	8483	8483
资产总计	**81073**	**83201**	**97283**	**108140**
短期贷款	569	569	2569	4569
应付款项	8168	7420	10994	10105
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	295	224	265	304
应交税费	1306	813	1007	1190
其他流动负债	8616	7457	8457	8236
流动负债合计	**18954**	**16483**	**23292**	**24404**
长期借款	13215	13215	13215	13215
应付债券	5244	5244	5244	5244
递延所得税负债	2492	2492	2492	2492
其他非流动负债	3769	3769	3769	3769
负债合计	**43674**	**41202**	**48012**	**49124**
归属于母公司所有者权益	32061	35833	41797	49787
少数股东权益	5338	6166	7475	9229
股东权益	**37399**	**41999**	**49271**	**59016**
负债及股东权益	**81073**	**83201**	**97283**	**108140**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.37	1.81	2.87	3.84
每股经营现金流	3.22	2.90	5.31	6.38
市盈率	17.91	11.67	7.38	5.51
市净率	1.59	1.23	1.05	0.88
EV/EBITDA	7.21	6.13	3.78	2.39
总资产收益率	3.5%	4.5%	6.1%	7.4%
净资产收益率	8.9%	10.5%	14.3%	16.0%
净利率	8.1%	9.3%	11.8%	13.4%
资产负债率	53.9%	49.5%	49.4%	45.4%
总资产周转率	0.47	0.49	0.56	0.58

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。