

华新建材（600801.SH）

公司报告 | 首次评级报告



杜佳玲
建材研究员

2025年12月23日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	23.29
总市值	484.20亿
PE-TTM	14.75
PB-MRQ	1.53

估值结果

DDM估值	价值	462.55亿
	上行空间	-4.5%
	状态	合理估值

动态估值	价值	447.95亿
	上行空间	-7.5%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ☆ ☆

核心评级结论

华新建材是中国水泥行业龙头，深耕水泥、骨料、混凝土等全产业链，当前业务范围覆盖国内17个省/市/自治区和海外20个国家，是聚焦绿色低碳发展、向全场景建材解决方案服务商跃升的跨国建材集团。

受行业需求下行影响，公司国内水泥熟料业务成长空间受限，骨料和混凝土需求趋势相对一致，海外水泥及熟料业务仍有成长空间；受益于资源和规模优势，公司整体盈利能力优于行业其他竞争者，盈利趋势相对较好；水泥行业重资产属性使其既具备较高进入壁垒，也导致退出壁垒同样不低，公司作为行业龙头产业格局星级相对较优；受益于规模经济与资源禀赋优势，叠加产业链一体化协同，公司在成本及费用控制上的能力优于同业，而海外业务快速发展则受益于公司独特股东背景，整体护城河星级较好。

基于国内水泥行业需求降幅逐渐收窄，水泥熟料价格逐步修复，公司海外及骨料、混凝土等非水泥业务稳健发展，经营效率提升的假设，当前公司估值合理。

风险提示

水泥行业存在内卷竞争，“反内卷”等政策有助于优化产业格局，但若未来管控松动，市场竞争可能加剧；原燃材料占公司成本比例较高，煤价大幅波动或将影响其盈利；当前国际形势复杂，地缘政治冲突、经贸纠纷等因素加大不确定性风险，不同国家政治、经济、法律等复杂多样，海外市场受外汇储备、汇率波动等波动影响较大，若上述风险因素凸显，将对公司的国际化业务造成不利影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	14
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2025年收入占比	5
图2：预测2025年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	14
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

华新建材（原名华新水泥）始创于1907年，被誉为“中国水泥工业的摇篮”，于1994年上市，股权结构多元，为外资及国资股东背景，当前业务范围覆盖国内17个省/市/自治区和海外20个国家，拥有300余家分子公司，涉足水泥、骨料、混凝土、环保处置、装备制造及工程、新型建筑材料等多领域，成功从单一的水泥生厂商转型为全产业链一体化发展的全球化建材集团。

2. 业务介绍

对于华新建材公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

国内水泥与熟料：

水泥是建筑和基础设施建设的核心原材料，广泛应用于房地产、交通、水利等领域。熟料则是生产水泥的核心半成品，以石灰石、黏土等为原料，按比例混合后高温煅烧而成。熟料与石膏等材料混合磨细后形成水泥，其质量决定水泥的强度等性能。公司水泥及熟料产能规模位于行业前列，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内的水泥企业。

骨料：

骨料是混凝土的重要组成部分，分为细骨料和粗骨料，增强混凝土的体积稳定性和强度。公司是中国水泥行业第一家建设规模化、环保化骨料工厂的企业，经过十多年的扩张，骨料业务规模大幅提升。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

海外水泥与熟料：

华新建材为我国水泥行业出海龙头，已在十多个国家实现产业布局，当前海外水泥及熟料规模位居中国水泥行业内第一。我们对该业务的竞争市场界定在中国以外的海外市场。

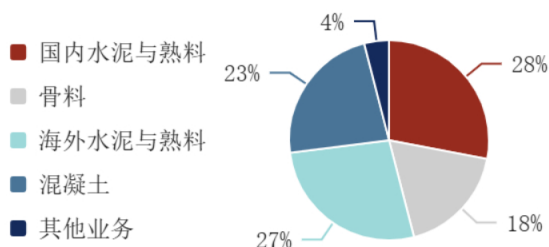
混凝土：

混凝土是以水泥为凝胶材料，与骨料、水及外加剂等按一定比例混合，经搅拌、成型、硬化而成的人造石材，具有强度高、耐久性好、可塑性强等特点。公司混凝土产品广泛用于房地产项目及基础设施工程建设，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

其他业务：

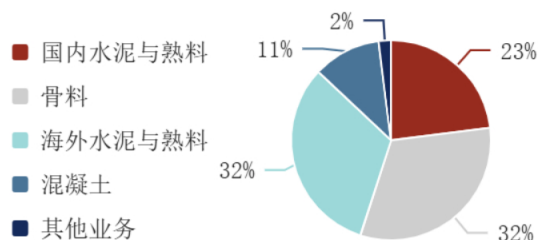
依托公司研发团队和平台，结合各方面专业经营，公司积极拓展包括超高性能混凝土UHPC产品、砂浆产品、新型墙材产品、建材外加剂等在内的各类新型低碳建材产品，当前业务占比较小，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

华新建材采用重资产驱动的商业模式，以水泥为核心推进纵向一体化，延伸至骨料、混凝土、环保等领域；布局“区域+海外”，覆盖国内17省市及海外20国；采用直销为主、分销并重的方式服务多元客户，形成全产业链、全球化的运营闭环，转型为全球化综合建材集团。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

华新建材资产强度高，主要源于其重资产运营模式及全产业链布局。公司固定资产及在建工程占总资产比例约为46%，单位收入所需要的固定资产约为0.8。水泥属于重资产行业，公司需在厂房、设备及矿山资源上进行巨额长期投入，其收入增长依赖产能扩张与资本开支，高资本密集特征构筑了规模壁垒。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

华新建材营销强度较低。从近几年数据来看，公司销售费用率维持在4.5%左右，2024年公司销售费用占营业总成本占比约为4.9%。水泥产品存在运输半径限制，公司依托区域产能布局形成区域竞争优势，无需大量投入全国性推广或渠道拓展，且其客户以大型基金项目、地产企业为主，主要采用直销模式，减少了分销环节的费用支出，叠加公司区域内认可度高，口碑效应降低宣传需求。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

华新建材客户集中度低，2024年华新建材的前五大客户销售额占比为3.9%，主要为水泥行业特性与公司战略布局双重影响。一方面，水泥产品运输成本高、保质期短，天然形成区域市场分割，客户分散；另一方面公司采取全国性布局+海外扩张，叠加客户群体多元，单一大客户风险低。

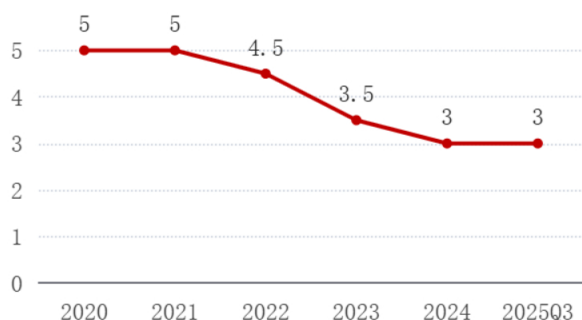
4. 历史经营绩效

过去五年，在水泥需求持续下行的背景下，华新建材营收增速受限，成长能力星级相对较低，海外业务与骨料等多元业态快速发展一定程度上形成对冲；前期盈利能力承压下滑，但后期随成本改善及高毛利业务占比提升逐步企稳回升；公司业务控制力稳定，营运效率优于同行，现金流充沛且质量高，保持较强行业竞争力；同时，公司股东回报稳健，长期维持高比例分红，持续为股东创造价值。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

过去几年，公司历史盈利能力星级有所下降，一方面，国内水泥行业产能过剩严重，水泥及熟料行业内价格战持续，另一方面，过去几年煤炭等能源成本整体处于高位，挤压了利润空间，公司盈利能力受到限制。2025年，随着煤炭价格较前期回落，叠加公司高毛利海外业务以及骨料业务的占比提升，公司盈利能力已呈现改善态势。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



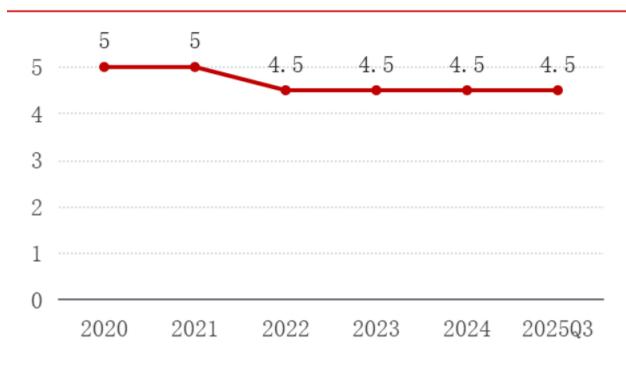
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力星级有所波动，当前位于中等水平。2021-2022年，受国内房地产行业深度调整以及疫情影响，水泥需求大幅萎缩，叠加煤炭成本高企，公司营收和利润大幅下跌；2023年-2024年，公司骨料和海外业务的增量抵消了部分国内水泥业务的量价齐跌，成为新的增长点，营收企稳修复；2025年海外水泥量价齐升，国内成本下降叠加汇兑损失减少，公司盈利有所修复，国际化战略或进入业绩兑现期。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



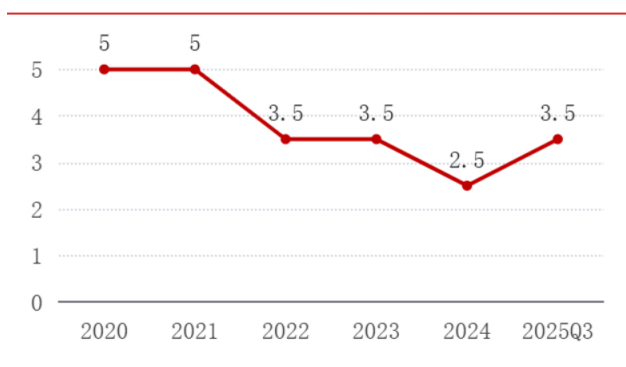
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力星级始终保持较高水平。公司现金流强劲，近五年经营活动现金流净额始终保持正向且较为充沛，公司在骨料等非水泥业务上造血能力较强。此外，公司上下游占款能力强，原料自供比例高，供应商依赖度低，下游虽受地产影响回款难度增加，但公司客户分散，多元化布局叠加有效的风控措施，整体风险可控。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司股东回报能力星级有所波动，主要受到公司盈利能力下滑影响以及公司海外扩张和骨料投资增加资本支出，一定程度上影响分红空间。但公司的分红政策稳定，近三年分红率维持在40%水平，得益于自身充沛的现金流和对股东回报的重视，公司即使在利润下滑期仍保证了稳定的分红。

5. 四维评级

作为水泥行业龙头，华新建材成长空间中等偏低，盈利趋势和产业格局相对较好，护城河较为深厚，持续性较好，整体来看公司基本面较为优秀。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司主营业务有水泥及熟料、骨料和混凝土，所属行业相对成熟，综合来看未来成长空间有限。

国内水泥与熟料(0.5星)：

水泥行业已进入减量调整期，公司国内水泥及熟料业务未来营收增速受限于行业需求下行，尽管政策发力或推动局部需求回暖，但行业产能利用率偏低，供给过剩格局持续，仍将对该业务增量空间构成压制。

骨料(2星):

公司骨料产能位于全国第一，未来集中度提升为长期趋势，该业务有一定成长空间，但行业新增产能集中释放导致行业竞争加剧，骨料价格存在下行压力，且需求与基建地产高度绑定，难以重现过去的双位数高速增长，成长空间具备但中短期弹性有限。

海外水泥与熟料(2星):

公司海外水泥业务处于成长期，受益于非洲等地区的城镇化及基建需求增长，行业未来增速具备韧性；公司中期海外产能目标5000万吨，预计未来业务增速较为可观，但较此前有所放缓，但同时考虑业务面临地缘、汇率等风险，且产能扩张节奏存在不确定性，成长空间高于国内但受风险约束。

混凝土(1.5星):

混凝土行业产能过剩与区域竞争加剧问题突出，需求与水泥行业高度协同，未来行业增速低迷，且业务订单碎片化导致业绩可预测性较低，公司该业务占比不高且拓展节奏缓慢，成长空间仅略优于国内水泥及熟料。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

作为国内水泥龙头，公司具备较强盈利韧性，且出海优势领先，海外业务盈利能力突出。随着高毛利的海外业务及骨料业务占比持续提升，公司整体盈利能力有望进一步改善，盈利趋势向好。

国内水泥与熟料(3星):

该业务盈利趋势相对稳健。行业层面，产能过剩格局虽未根本改变，但反内卷政策推动供给自律，未来价格有望逐步企稳；成本端煤炭价格趋稳，叠加公司自供矿山比例高，且作为龙头规模优势显著，综合成本控制能力行业领先，但由于水泥产品同质化强，盈利弹性较为受限。

骨料(3星):

骨料业务资源壁垒高，进入门槛高于水泥行业，产品虽同质化，但成本端公司依托资源自给与水泥业务协同，综合成本相对稳定，毛利率长期维持相对稳定位置。

海外水泥与熟料(3星):

海外水泥市场供需格局优于国内，公司海外水泥及熟料业务的毛利率同样显著高于国内水平，但不排除后续随着新进入者进入海外市场，盈利趋势小幅下滑。

混凝土(2.5星):

混凝土行业产能过剩严重，产品较为同质化，价格承压明显，市场分散导致价格协同弱。成本端受水泥、砂石价格波动传导影响大，盈利空间相对狭窄。

5.3 产业格局

★★★★☆

综合来看，公司所处产业格局相对较好，长期来看，行业集中度有望持续提升。

国内水泥与熟料(3.5星):

水泥的重资产属性构筑了相对显著的竞争壁垒，一方面，产能进入受政策严控，且新玩家需突破资源、资本双重壁垒；另一方面，设备专用性强，资产处置难度大，退出壁垒同样较高，同时，作为结构性主材，水泥的技术变革与替代风险低。随着国内“反内卷”的持续推进，水泥行业的竞争格局有望优化。

骨料(3.5星):

公司骨料业务规模位居行业领先水平，未来市占率仍有提升空间，虽然产品较为同质化，但资源壁垒构成核心进入门槛，优质矿山获取难度大且成本高，产能进入需大额资本投入与环保审批，同时产品由于单位价值低、运输成本高，具有较强的区域垄断属性，公司所处产业格局相对稳定。

海外水泥与熟料(3.5星):

海外水泥市场进入壁垒较高，需跨越资本投入、本地化运营及资源获取门槛，华新依托豪瑞集团资源与先发经验形成壁垒，公司未来有望凭借股东禀赋进一步扩大非洲市场份额，虽面临地缘与汇率风险，但海外整体供需格局更优，部分地区仅有几家水泥企业，产业格局相对较好。

混凝土(3.5星):

混凝土产品较为同质化，仅高性能品类有轻微溢价，行业角度来看，混凝土相比水泥和骨料资产强度较轻，进入退出壁垒相对较低，行业内有众多中小搅拌站，竞争格局较为分散，公司依托全产业链协同优化布局，市占率缓慢提升，整体产业格局较为稳定。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河相对深厚，优势主要来源于规模经济与资源，成本与费用控制略优于其他竞争者，护城河持续性较好。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
国内水泥与熟料	(3星) 公司国内水泥及熟料业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为10%，公司市占率约为4%，业务控制力为4.5星。依托自有资源与规模优势，公司在行业下行期也展现出了优于竞争者的盈利韧性。	(3.5星) 该业务具备资源及规模经济护城河。1) 公司资源禀赋好，石灰石自供率高，同时拥有长江水运物流优势；2) 公司该业务规模位于行业前列，拥有一定采购、固定成本摊薄等优势。资源端，优质石灰石不可再生，开采环保与审批政策趋严，公司高自供率等核心资源难被复制。规模端，行业产能严控，公司规模优势转化为成本优势，竞争者建立该优势难度较大，护城河整体持续性较好。
骨料	(4星) 公司骨料业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为17%，公司市占率为小个位数，业务控制力为4.5星。基于优于竞争者的矿山资源和成本优势，公司骨料业务始终维持较高盈利。	(4星) 该业务具备资源及规模经济护城河。1) 矿山资源获取门槛持续提高，而华新凭借早期低成本拿矿及湖北区域矿权优势实现较低的成本；2) 公司骨料产能规模行业第一，在高度分散的行业格局内，华新已具备相对的规模优势。拿矿门槛持续提高情况下，竞争者获得同等优质资源的难度大，公司矿权优势难以复制，而从规模上来看，竞争者追赶难度同样较大，护城河被颠覆的风险较低，持续性较好。
海外水泥与熟料	(3.5星) 公司海外水泥及熟料业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为11%，公司市占率较小，业务控制力为4.5星。公司海外水泥业务规模位于国内水泥企业中领先地位，凭借独特的股东背景，实现海外业务的快速扩张。	(3.5星) 该业务具备资源护城河。作为外资控股+中资参股的独特股权制度企业，公司凭借控股股东于海外发展的丰富经验及国内积累的生产技术资源，稳步拓展海外市场。该成长模式同公司独特的股权结构强相关，竞争对手难以复制，而控股股东的海外经验与国内技术协同优势长期来看相对稳固，叠加先发布局形成的本地化壁垒，该业务的护城河持续性较好。
混凝土	(3星) 公司水泥及熟料业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为8%，公司市占率约为1%，业务控制力为4.5星。公司产业链一体化优势助力混凝土业务维持较好发展，具有一定超额收益。	(3星) 该业务具备资源优势护城河。公司产业链一体化为该业务带来了成本协同与渠道粘性，可同水泥业务共享客户与物流网络，精准覆盖区域市场。这种一体化协同模式非短期可复制，依托水泥业务长期积累的客户资源、物流节点及供应链体系形成，对手难以快速搭建同类体系，该业务的护城河持续性相对较好。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于国内水泥行业需求降幅收窄，水泥熟料价格逐步修复，公司海外业务逐步扩张，骨料混凝土业务稳健发展的假设，华新水泥当前处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为水泥及熟料，骨料，混凝土及其他业务，我们对该业务进行盈利预测并估值，其预测核心假设及逻辑如下：

水泥及熟料：

国内：

收入假设：

1) 销量：我们预期下游基建投资维持中低增速，地产需求随政策修复降幅收窄，国内水泥需求预计将延续下滑趋势，降幅逐年收窄，公司市占率提升，保守假设2025-2029年公司国内水泥及熟料销量同比增速分别为-5%/-4%/-3%/0%/+1%；

2) 价格：在2024年行业亏损背景下，水泥企业挺价意愿较好，叠加政策上“反内卷”支持，我们预期后续水泥熟料价格有望缓慢修复，但短期内仍处低位，综合来看，国内水泥及熟料业务的整体营业收入未来五年复合增速在-5%~0%之间。

盈利能力假设：公司有一定成本优势，叠加煤价低位让利，以及政策指导供给端边际向好，预计吨毛利将有所修复，毛利率回至中枢水平。

海外：

收入假设：

1) 销量：短期看，今年公司已完成尼日利亚股权交割，有望显著拉动公司海外销量增长，而从中长期来看，公司锚定5000万吨海外产能目标，国际化战略持续推进，因此我们预期公司海外销量将延续高增态势，假设2025-2029年海外水泥及熟料销量同比增速分别为+20%/+20%/+15%/+10%/+8%；

2) 价格：考虑随着公司海外布局国家增多以及潜在新进入者加入竞争，我们保守认为公司海外水泥业务价格或略有下降，整体营业收入未来五年复合增速在10%~15%区间。

盈利能力假设：公司吨成本相对稳定，短期内吨毛利或随水泥售价下滑而下降，后续预计随价格和成本企稳而维持相对稳定。

骨料：

收入假设：我们依据公司未来产能指引及产能利用率假设公司骨料销量，公司骨料产能投放或已过高峰期，预计未来销量持续增长，但较前期有所放缓；价格端受近几年市场竞争有所加剧延续，预期短期内价格下滑，未来五年业务营业收入复合增速在5%~10%区间；

盈利能力假设：依托规模效应与较低的拿矿成本，预期公司骨料业务的成本将维持相对稳定，但短期内受产品价格下滑影响，或导致毛利率有所走低，后续维持在相对稳定位置。

混凝土：

收入假设：公司混凝土业务主要配套水泥业务，需求趋势较为一致，预计后续国内需求维持相对稳定，海外销量有望提升，价格方面近几年已降至低位，我们预期后续维持在较为稳定水平，综合来看，未来五年业务营业收入复合增速在0%~5%之间；

盈利能力假设：公司一体化协同较好，上游水泥及骨料布局对其混凝土业务有一定成本优势，预期毛利率后续维持稳定水平。

表2：公司整体业绩预测

华新建材	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	304.7	337.6	342.2	362.7	387.3	405.9	421.3	436.2
归母净利润(亿)	27.0	27.6	24.2	32.6	36.3	38.9	40.2	42.6
归母净利润增速(%)	-49.7	2.3	-12.5	34.8	11.5	7.0	3.5	6.0
经营性净利润(亿)	30.3	32.2	28.9	37.7	42.3	45.4	47.0	50.0
经营性净利润增速(%)	-47.0	6.4	-10.2	30.2	12.1	7.4	3.7	6.3
经营性归母净利润(亿)	27.0	27.6	23.7	30.8	34.6	37.1	38.5	40.9
经营性归母净利润增速(%)	-48.8	2.3	-14.4	30.2	12.1	7.4	3.7	6.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

国内水泥与熟料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	163.7	137.9	108.1	102.6	99.6	97.5	98.1	100.1
收入增速(%)	-29.1	-15.7	-21.6	-5.0	-3.0	-2.1	0.6	2.0
经营性净利润(亿)	11.7	8.7	5.6	9.7	10.5	11.2	12.2	13.4
经营性净利率(%)	7.2	6.3	5.2	9.5	10.5	11.5	12.5	13.4
经营性净利润增速(%)	-68.7	-25.9	-35.5	74.1	7.4	7.0	9.2	9.6
骨料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	30.6	53.6	56.4	67.0	73.3	78.0	82.3	86.0
收入增速(%)	49.3	75.0	5.2	18.7	9.4	6.5	5.5	4.5
经营性净利润(亿)	6.7	9.3	10.0	12.3	13.9	14.9	15.6	16.1
经营性净利率(%)	21.7	17.3	17.6	18.4	18.9	19.1	18.9	18.7
经营性净利润增速(%)	-5.7	39.5	7.3	23.6	12.8	7.5	4.4	3.3
海外水泥与熟料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	42.2	54.9	79.8	95.8	110.4	120.6	126.0	131.8
收入增速(%)	63.5	30.0	45.5	20.0	15.2	9.3	4.5	4.6
经营性净利润(亿)	7.4	9.1	9.3	11.3	13.1	14.0	13.5	14.4
经营性净利率(%)	17.5	16.6	11.6	11.8	11.8	11.6	10.7	11.0
经营性净利润增速(%)	22.6	23.3	1.6	21.4	15.9	6.9	-3.1	6.9
混凝土	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	51.3	76.5	84.2	83.6	90.3	96.1	101.3	104.7
收入增速(%)	61.6	49.1	10.0	-0.6	8.0	6.4	5.4	3.4
经营性净利润(亿)	2.9	3.8	2.9	4.1	4.5	4.8	5.1	5.4
经营性净利率(%)	5.7	5.0	3.5	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1
经营性净利润增速(%)	-2.6	31.5	-23.5	40.1	9.2	7.5	6.4	4.3
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.8	14.6	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
收入增速(%)	7.9	-13.2	-6.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	1.6	1.3	1.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
经营性净利率(%)	9.3	8.7	8.6	1.9	2.6	3.4	4.2	4.9
经营性净利润增速(%)	-56.4	-18.5	-8.4	-77.8	39.2	28.5	22.5	18.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
国内水泥与熟料	1.3%	中低	较好	较强	8.3%	10.01	12.7
海外水泥与熟料	4.0%	中低	较好	较强	8.5%	12.69	13.9
骨料	3.0%	中低	较好	较强	8.0%	11.79	15.8
混凝土	3.0%	中低	较好	较强	8.0%	11.79	5.2
其他业务	-	--	一般	一般	8.0%		0.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
国内水泥与熟料 (亿)	72.7	92.7	165.4	-	29.8	8.0	143.6
海外水泥与熟料 (亿)	8.7	127.3	136.0	-	24.5	-	111.5
骨料(亿)	39.5	136.7	176.2	-	31.7	-	144.5
混凝土(亿)	13.8	45.4	59.2	-	10.6	-	48.6
其他业务(亿)	1.7	-	-	-	0.3	-	-0.3
公司整体测算(亿)	136.4	402.2	536.8	-	96.9	8.0	447.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
国内水泥与熟料 (亿)	130.8	50.2	181.0	-	32.6	8.0	156.4
海外水泥与熟料 (亿)	60.5	64.9	125.4	-	22.6	-	102.8
骨料(亿)	106.7	73.7	180.4	-	32.5	-	147.9
混凝土(亿)	34.4	25.6	60.1	-	10.8	-	49.3
其他业务(亿)	4.8	2.7	7.5	-	1.4	-	6.1
公司整体测算(亿)	337.3	217.2	554.5	-	99.9	8.0	462.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。当前国内水泥行业逐步迈入衰退调整期，关键行业信息和数据波动频次与幅度加大，跟踪可得性及持续性有限。后续行业内不排除重大兼并重组发生及相关政策出台造成重大影响的情况，若出现预计对公司业绩造成影响。与此同时，公司海外产能扩张、多元业务盈利兑现节奏也存在一定不确定性，且面临汇率与地缘风险，整体未来营收与盈利能力的可预见性相对受限。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。