



# 擴闊建材產品線 加大海外市場布局

# 水泥企業各出其謀 應對逆周期

去年是疫後復常第一年，惟個別行業經營環境尚未見到恢復；據中國水泥協會數字顯示，去年水泥價格處於近六年最低水平，行業利潤按年下跌50%。行業景氣失色，水泥股去年業績普遍錄得雙位數字跌幅，個別更由盈轉虧，華新水泥(06655)則是少數錄得盈利上升的水泥股。因應行業長期疲不能興，水泥企業採取兩大策略：開拓水泥以外業務，及加大海外投資力度。故此，水泥企業的業務新策略的執行成效，直接影響其投資價值。

大公報記者 周寶森

根據國家統計局數字，去年全國水泥產量20.23億噸，按年減少0.7%，創2011年以來最低水平。2024年首兩月仍在下行，全國累計生產水泥1.83億噸，同比下降1.6%，全口徑同比下降7.93%。水泥價格方面，中國水泥協會旗下數字水泥網指出，去年水泥市場平均成交價每噸394元（人民幣，下同），按年要跌15%，處於近六年最低水平。在量價齊跌下，數字水泥網估計，水泥行業利潤去年或倒退約50%至320億元，跌至近16年來最低。

縱觀港股市場水泥企業，2023年度業績出現較大幅度倒退。華潤建材(01313)去年股東應佔溢利倒退60%至6.43億元，相較2020年的89.6億元（該公司在2022年度前，以港元為結算貨幣），經營倒退情況嚴重。海螺水泥(00914)去年少賺32%至106.89億元。山水水泥(00691)去年更由盈轉虧，虧損8.8億元。然而，華新水泥去年股東應佔溢利逆市增長2%，至27.62億元，可說是難能可貴。

## 東吳水泥涉足稀土 華潤拓人造石材

展望2024年行業前景，水泥企業普遍不表樂觀。海螺水泥預計，水泥行業供需矛盾依然嚴峻。華新水泥稱，2024年內地水泥、骨料、混凝土等建材的需求仍難有回升，水泥行業產能過剩加劇，解決產能嚴重過剩問題是當前行業供給側結構性改革的重點。

傳統投資水泥股，只須跟隨行業周期起伏，便輕鬆獲取利潤；可是伴隨周期律被打破，投資水泥股要關注企業的業務轉型成果，以至海外投資進度。水泥企業近年提出「水泥+」概念，在水泥熟料產品以外，擴大其他建材產品線，常見骨料、混凝土，而華潤建材更延伸至預製構件及人造石材；致力減少對水泥熟料的倚賴。東吳水泥更跨界發展，由水泥延伸至生物醫藥，去年更踏足稀土行業。

至於業務轉型成果，大部分水泥企業2023年水泥及熟料業務收入貢獻出現下降，海螺水泥2023年水泥、熟料業務佔總收入比重為61.28%，按年下降17.26百分點。華新水泥在有關業務佔總收入比重為57.11%，下降10.46百分點。西部水泥(02233)是去年少數水泥銷量及銷售額錄得雙升的公司，水泥業務收入佔比按年增加0.52百分點至96.56%。

水泥利潤貢獻變化方面，華潤建材去年水泥業務佔分部業績比重大跌42.5百分點至46.2%，一方面因水泥分部盈利插水58%，另一方面水泥以外業務的分部盈利大增2.83倍。華新水泥去年水泥熟料業務佔盈利比重55.56%，下降7.86百分點。中國建材來自水泥業務佔盈利比重51.92%，下降2.94百分點。綜上小結而言之：華潤建材、華新水泥在降低對水泥業務的倚賴都取得成果。

## 中國建材海外收入飆27%

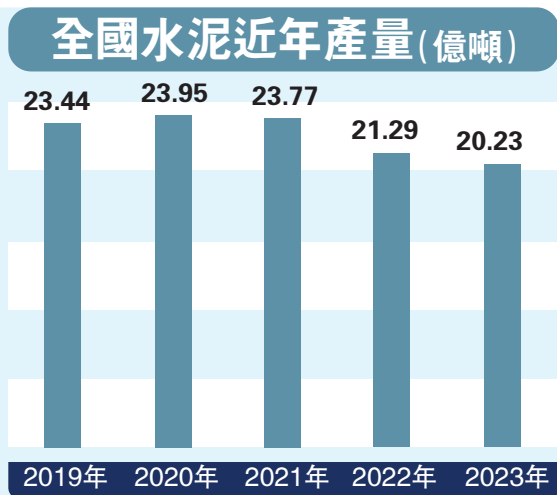
最後要討論的是水泥企業海外發展情況。中國建材去年總收入下跌10%的情況下，中國以外地區收入佔到283.97億元，按年上升27%，可見海外市場的重要性。海螺水泥同樣是總收入下跌，中國以外地區收入按年增加43%至66.12億元。華新水泥境外地區提供收入54.89億元，增加30%。西部水泥去年海外市場提供收入27.7億元，增加123%。面對內地水泥需求持續偏弱，水泥企業發展國際市場並非是一個可有可無的選項，而是必然的業務發展策略。

總括而言，水泥企業業務轉型及海外市場拓展已見成果，但只是暫時紓緩財務壓力，核心問題還是要待周期走出低谷。



▲華新水泥是少數錄得賺錢的水泥股。

▼客觀環境欠佳，山水水泥去年盈轉虧。



## 主要水泥股2023年度經營數據

公司	收入(億元人民幣)	變幅	股東應佔溢利	變幅	毛利率	變幅	全年股息(元人民幣)	變幅
海螺水泥(00914)	1409.99	+6.80%	106.89	-32.60%	15.86%	-4.74百分點	0.96	-35.14%
華新水泥(06655)*	337.57	+10.79%	27.62	+2.34%	26.71%	+0.49百分點	0.53	+3.92%
中國建材(03323)	2102.16	-10.12%	38.63	-53.32%	17.81%	+0.77百分點	0.229	-39.42%
華潤建材(01313)*	255.49	-12.90%	6.43	-60.10%	14.72%	-1.02百分點	0.041港元	-85.30%
山水水泥(00691)	181.16	-15.70%	(8.84)	盈轉虧	10.56%	-7.58百分點	不宣派	——
東吳水泥(00695)*	3.07	-17.48%	(0.52)	虧損收窄47.27%	負數	由正轉負	不宣派	——
西部水泥(02233)	90.21	+6.26%	4.21	-65.32%	6.26%	-6.49百分點	0.023	-65.67%

備註：\*號為華新水泥按照中國企業會計準則；華潤建材宣派末期股息0.006港元，按年減少33.3%；東吳水泥以港元為結算單位

## 海螺股價上季僅跌一成 優於同業

### 表現靠穩

三隻龍頭水泥股中，海螺水泥(00914)最受市場資金關注，所以股價較其他兩隻有韌力，今年首季股價累跌9.7%，中國建材(03323)股價期內下跌19.4%，華潤建材(01313)跌幅更達到30%。分析員指出，海螺水泥旗下水泥產品的毛利率較高，水泥業務佔總體業務較高，水泥行業一旦復甦，受益程度較勝於其餘兩隻水泥股。

經營業績方面，海螺水泥去年收入1409.99億元（人民幣，下同），按年升6.8%；股東應佔溢利106.89億元，倒退32.6%。儘管全國去年產量減少0.7%，但海螺水泥自產品銷售卻逆市增加0.7%至2.85億噸，並且進一步加大投入水泥、熟料產能。去年新增水泥、熟料產能705萬、350萬噸至3.95億噸、2.72億噸；2024年再增水泥、熟料產能840萬、390萬噸。

### 水泥龍頭 成本競爭優勢突出

同時，海螺水泥去年營業收入快速增長的骨料、混凝土，今年新增產能卻減慢。新增骨料產能由去年4070萬噸降至今年2550萬噸；新增混凝土產量由1430萬噸降至720萬立方米。

東吳證券表示，海螺水泥作為水泥龍頭，在

行業下行周期中，成本競爭優勢突顯，而在產業鏈上下游的業務擴張，為該公司提供新增長點，估值有望迎來修復。天風證券相信，海螺水泥旗下骨料、混泥、環保業務，配合海外市場拓展，有望提供利潤增量。

操作策略方面，博威環球證券金融首席分析師聶振邦表示，海螺水泥股價自今年1月份企穩在15元以上，15元是較好的支持位。若果連續3個交易日企穩在18元，可以入市吸納，目標價20元。在股價高位已持貨的投資者，即使跌穿15元，也沒有必要沽出。海螺水泥上周五收報16.36元。



▲海螺水泥旗下水泥產品的毛利率較高。

## 主要水泥企業2023年度水泥及熟料業務狀況

公司	淨銷量(億噸)	按年變幅	銷售額(億元人民幣)	按年變幅	佔總收入比重	按年變幅
海螺水泥(00914)	2.93	-5.60%	864.07	-16.67%	78.54%	-17.26百分點
華新水泥(06655)	0.619	+2.48%	192.78	-6.36%	57.11%	-10.46百分點
中國建材(03323)*	3.08	-2.47%	896.43	-18.85%	42.64%	-4.59百分點
華潤建材(01313)	0.693	-7.65%	188.85	-18.33%	73.92%	-4.92百分點
山水水泥(00691)	0.629	+14.00%	164.47	-15.65%	90.80%	不變
東吳水泥(00695)*	0.009	-4.40%	2.66	-28.52%	86.61%	-13.39百分點
西部水泥(02233)*	0.205	+6.20%	87.1	+6.84%	96.56%	+0.52百分點

備註：\*號為中國建材只列出水泥產品銷售額；東吳水泥以港元為結算貨幣，只列出水泥產品銷售量及銷售額；西部水泥只列出水泥及相關產品銷售額

## 多元發展見效 華新業績逆市增

### 增競爭力

華新水泥(06655)的毛利率是同業中最高；去年毛利率錄得26.71%，按年提升0.49百分點，恰好反映中型企業所具備經營靈活性。華新水泥2023年度營業額337.57億元（人民幣，下同），按年升10.7%；股東應佔溢利27.62億元，微升2.3%。扣除非經常性項目後，淨利23.22億元，按年倒退9.9%。證券界對華新水泥最新業績普遍持正面看法，並且肯定其在海外業務及骨料業務的發展成效。

海外業務進展良好。華新水泥去年水泥和熟料總銷量6190萬噸，按年2.5%；其中海

外市場銷量便佔到1186萬噸，按年27.7%。海外水泥粉磨年產能2091萬噸，按年增加69%，營業收入達到54.39億元，按年升30%，佔總收入比重16.1%。

### 骨料銷售翻倍 跑贏其他產品

華泰證券稱，海外市場的發展是華新水泥主業盈利得以平穩的關鍵要素；海外市場相對更為強勁的銷量增長，及較高的噸毛利，抵銷內地水泥市場的波動。民生證券表示，海外業績快速增長，為華新水泥打造未來成本競爭力。

骨料業務方面，華新水泥去年骨料新增產能每年6700萬噸至2.77億噸。在產能增加

的同時，骨料銷售亦接近翻倍，對外銷量13137萬噸，按年增99.7%；去年年骨料業務收入為53.63億元，增加75%，佔總收入比重15.89%，成為其中一項核心業務。按照華新水泥公布的經營計劃，2024年骨料銷量1.56億噸（即按年增加18.7%），水泥及熟料計劃銷售6300萬噸（即按年增加1.7%）。由此可見，骨料銷售增幅仍然跑贏其他產品。

操作策略方面，光大證券國際證券策略師伍禮賢認為，水泥行業周期未必會在今年出現拐點，投資者或可趁華新水泥近期股價走強，趁機沽出，換馬至其他板塊。

## 利好政策料續來 中資股受捧

### 滄海桑田

港股上周(4月1日至5日)只有三個交易日，二升一跌共錄得182點進賬，相較於美國的四連跌（周一跌到周四累積跌幅3%），港股顯示出過去4年來難得的強勢。雖然大市是否見底回升仍言之過早，而且要扭轉外資整體上對中國經濟的悲觀看法，也並非一朝一夕之事，但中國決策層已走在正確的路上，幫助經濟逐步企穩，相信隨着政策力度的逐步增強，以及經濟數據的持續改善，市場對中資股的信心，也會逐漸恢復。

過去一段時間，外資對中國不願大放水救經濟感到失望，但近期市場傳出中國版的量化寬鬆政策正在醞釀當中。從國家最高領導人3月底公開表達

出來的訊息來看，國內下一步的政策力度，可能會超出市場的預期。3月27日，國家主席習近平在會見美國工商界和戰略學術界代表時披露：「我們正在謀劃和實施一系列全面深化改革重大舉措，持續建設市場化、法治化、國際化一流營商環境，為包括美國企業在內的各國企業提供更廣闊發展空間。」

根據內媒的解讀，謀劃和實施一系列全面深化改革重大舉措，並非空泛之談。結合中國近年來的政策動向和經濟發展趨勢，可以推測，這些重大舉措可能涉及多個方面。例如，在經濟領域，將進一步深化供給側結構性改革，加快發展新質生產力，推動產業轉型升級；在政治領域，會加強法治建設，推動國家治理體系和治理能力現代化；在

社會領域，將加大民生投入，提高社會保障水平等。這些舉措的有效實施，將有力推動中國經濟社會的全面進步和高質量發展。

至於何時推出重大舉措，可以留意二十屆三中全會召開的公布日期。根據以往紀錄，三中全會多數會討論重大經濟改革議題。

除了政策大方向帶來憧憬外，行業層面亦在有条不紊地推動穩定措施，以房地產為例，迄今已有十個城市推出「以舊換新」政策。該政策出台目的，旨在盤活二手房的同時，激活一手房成交。現時已實施的城市包括鄭州、無錫市梁溪區、淄博、南通、南京、青島、濟南、寧波、連雲港、亳州、阜陽等，其中南京、鄭州屬省會城市。內房市場

今年以來的表現仍然低迷，如果政策面不加大火力，很難走出困局。

### 美國利率走勢難以判斷

相比近期中國經濟正朝積極的方向發展，美國利率走勢似乎更加難以判斷。在減息預期下，美股已超前做出了反映，但現實是通脹仍居高不下，降息時間窗口一延再延。上周四，明尼阿波利斯聯儲主席卡什卡利在一個線上活動上列舉了有關通脹的三種情況，以及可能的應對手段，包括：

一、如果通脹繼續向2%的目標回落，今年將降息兩次；二、如果通脹進展滯不前，特別是如果經濟保持強勁，那麼今年可能不需要降息；三、如果通脹長期維持高利率通脹仍然不起作

用，那麼不排除進一步加息。卡什卡利有美聯儲鷹王之稱，他的觀點，是今年以來美聯儲釋放最為鷹派的信號，跟市場有相當的距離。當然這也有可能是美聯儲主席鮑威爾預期管理的一環，旨在為跑的太快的美股降溫。畢竟鮑威爾仍表明，會以6月降息作為目標。如果年內減息大方向不變，對港股的衝擊有限。

年初之時，看好美日印股市的投資者很多，以至於該赛道擁擠不堪；與此同時，看淡中資股的投資者則更多，以至於聞風色變。一個季度過去了，市場情緒似乎正在發生改變，開始有海外資金向中資股赛道轉移，不再一邊倒地看好估值相對昂貴的美日印市場。