

海螺水泥 (600585.SH) 水泥行业

评级: 买入 首次评级

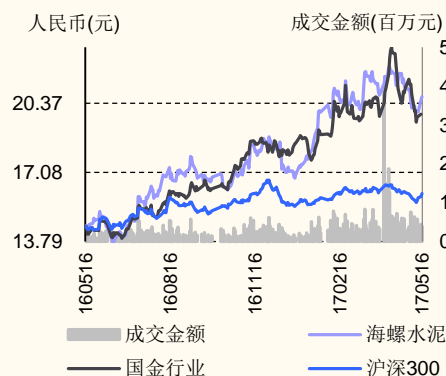
公司深度研究

市场价格(人民币): 20.68元
 目标价格(人民币): 25.00-26.40元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,999.70
流通港股(百万股)	1,299.60
总市值(百万元)	109,589.58
年内股价最高最低(元)	22.08/13.79
沪深300指数	3428.65
上证指数	3112.96



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.418	1.610	2.398	2.470	2.681
每股净资产(元)	13.30	14.46	16.35	18.22	20.25
每股经营性现金流(元)	1.87	2.49	2.96	3.24	3.53
市盈率(倍)	12.06	10.54	8.62	8.37	7.71
行业优化市盈率(倍)	18.09	18.09	18.09	18.09	18.09
净利润增长率(%)	-31.63%	13.48%	48.96%	3.01%	8.56%
净资产收益率(%)	10.66%	11.13%	14.67%	13.56%	13.24%
总股本(百万股)	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **供需格局改善, 区域价格实现高开高走, 后市有望高位企稳:** 2017年1-4月份, 全国水泥产量6.6亿吨, 同比增长0.7%, 需求端保持稳定, 未来“PPP+基建”或为需求的主要支撑点, 而环保约束常态化, 企业间协同力度不断加大, 控量更加严格, 区域内供需格局不断改善。我们认为, 短期价格将高位企稳, 后市或因高温、雨水等不利因素出现回调, 但只要需求不出现断崖式下跌, 价格大幅下跌的概率不大, 随着四季度旺季到来, 会迎来新一轮的涨价潮, 预计全年价格将维持高位。
- **费用控制能力提升, 盈利能力突出:** 公司不断提升费用管理能力, 财务费用率由2012年的2.19%降至17年一季度的0.38%, 其中1季度末公司资产负债率降至25.7%, 在手现金达到165亿元, 现金流良好, 为后续产能扩张提供资金保证。公司毛利率维持在30%左右, 比主要竞争对手高5-7个百分点, 其中期间费用率只有11%左右, 远低于业内其他企业, 盈利能力突出。
- **产能持续增长, 国际化进程稳步推进:** 截止2016年底, 公司熟料产能达到2.44亿吨, 水泥产能为3.13亿吨, 覆盖华东, 华南, 西南和西北等大部分地区, 其中海外熟料产能480万吨, 水泥产能935万吨。2017年, 公司计划资本性支出约90亿元, 预计全年将新增熟料产能约360万吨、水泥产能约2360万吨(不含并购), 进一步提升产能覆盖范围。同时, 公司国际化进程在稳步推进, 北苏海螺, 老挝, 柬埔寨等项目陆续开工, “十三五”末公司海外水泥产能规划预计将达到5000万吨, 水泥版图进一步扩张。
- **量价齐升, 龙头受益:** 今年一季度公司实现吨毛利65元, 较去年同期上涨21元/吨, 随着供需格局持续向好, 公司全年有望实现量价齐升, 预计全年吨毛利在75元以上, 业绩将大幅增长。

投资建议

- 我们认为水泥行业全年需求保持稳定, 行业协同持续向好, 价格将高位企稳, 公司作为龙头, 将充分受益于行业回暖, 有望实现量价齐升, 建议重点关注。

估值

- 预计17-19年EPS分别为2.4、2.47和2.68元, 对应PE倍8.6、8.4和7.7倍, 目标价25, 对应17年估值约10倍, 给予买入评级。

风险

- 房地产投资大幅下滑, 基建投资不达预期, 错峰生产低于预期

闰广

联系人
 (8621)60230241
 yanguang@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

海螺水泥-行业标杆，业内楷模	4
费用控制能力提升，盈利能力突出	5
产能规模稳步增长，区域覆盖面积不断扩大	6
供需格局不断改善，龙头持续受益	7
需求保持平稳，大幅下跌概率较小	7
环保约束常态化，供给侧改革再发力	10
价格实现高开高走，后市有望高位企稳	12
盈利预测与投资建议	14
风险提示	15

图表目录

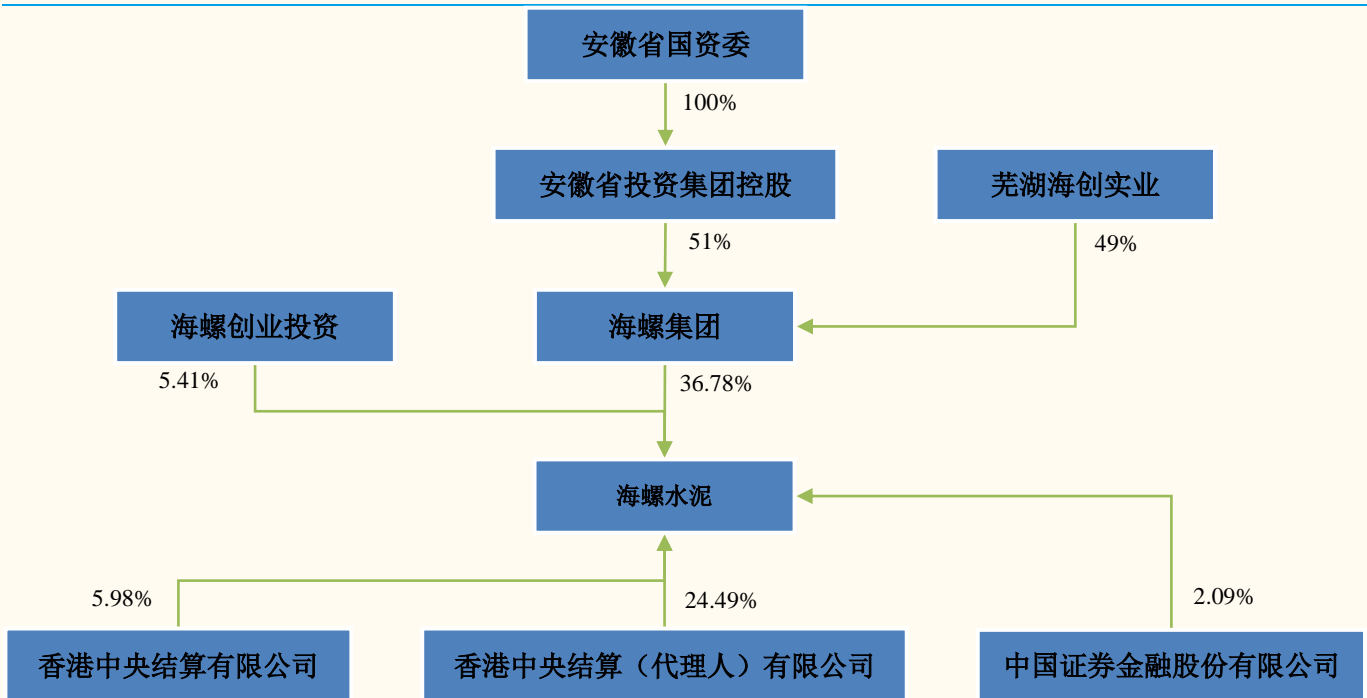
图表 1：公司股权结构	4
图表 2：公司大事记	4
图表 3：公司营业收入及增速	5
图表 4：公司净利润及增速	5
图表 5：公司销售毛利率及净利率	5
图表 6：公司三项费用率	5
图表 7：主要水泥企业销售毛利率对比	6
图表 8：主要水泥企业期间费用率对比	6
图表 9：公司资产负债率	6
图表 10：公司熟料产能及增速	7
图表 11：公司水泥产能及增速	7
图表 12：公司分区域熟料产能分布	7
图表 13：2017 年各省市固定资产投资额及增速	8
图表 14：2017Q1 已入库 PPP 项目投资额行业分布	8
图表 15：2017Q1 末主要区域落地项目数（个）	9
图表 16：2017Q1 末主要区域落地项目投资额（亿元）	9
图表 17：华东地区水泥产量及增速	9
图表 18：华南地区水泥产量及增速	9
图表 19：西南地区水泥产量及增速	10
图表 20：西北地区水泥产量及增速	10
图表 21：政府供给侧改革相关政策	10
图表 22：2009-2016 年熟料产能及增速	11
图表 23：2016 年熟料产能区域分布图	11
图表 24：我国水泥熟料产能利用率	11
图表 25：排名前 10 位水泥企业熟料产能	12
图表 26：部分地区所在地错峰生产安排	12

图表 27: 华东 P.O42.5 水泥价格 (截止 5 月 12 日)	13
图表 28: 华南 P.O42.5 水泥价格 (截止 5 月 12 日)	13
图表 29: 西南 P.O42.5 水泥价格 (截止 5 月 12 日)	13
图表 30: 西北 P.O42.5 水泥价格 (截止 5 月 12 日)	13
图表 31: 秦皇岛动力煤价格.....	14
图表 32: 2009-2017Q1 公司水泥吨成本	14
图表 33: 2009-2017Q1 公司水泥吨毛利	14
图表 34: 公司水泥熟料盈利预测	15

海螺水泥-行业标杆，业内楷模

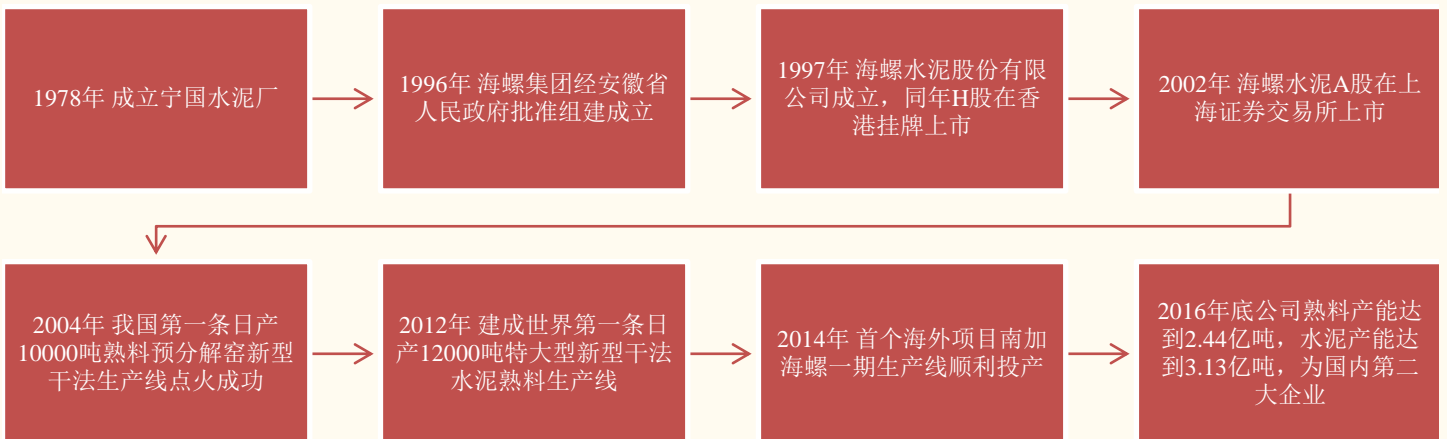
- 安徽海螺水泥股份有限公司成立于 1997 年 9 月 1 日，并于同年 10 月 21 日在香港挂牌上市，开创了我国水泥行业境外上市的先河。目前公司大股东是由安徽省国资委及芜湖海创实业共同控制的海螺集团，持股 36.78%。
- 公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售，是世界上最大的单一品牌供应商之一。经过多年的快速发展，公司产能持续增长，工艺技术装备水平不断提升，发展区域不断扩大。公司先后建成了铜陵、英德、池州、枞阳、芜湖 5 个千万吨级特大型熟料基地，并在安徽芜湖、铜陵兴建了代表当今世界最先进技术水平的 3 条 12000 吨生产线，截止 16 年底，公司熟料产能达到 2.44 亿吨，水泥产能达到 3.13 亿吨，为国内第二大水泥生产企业。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司大事记

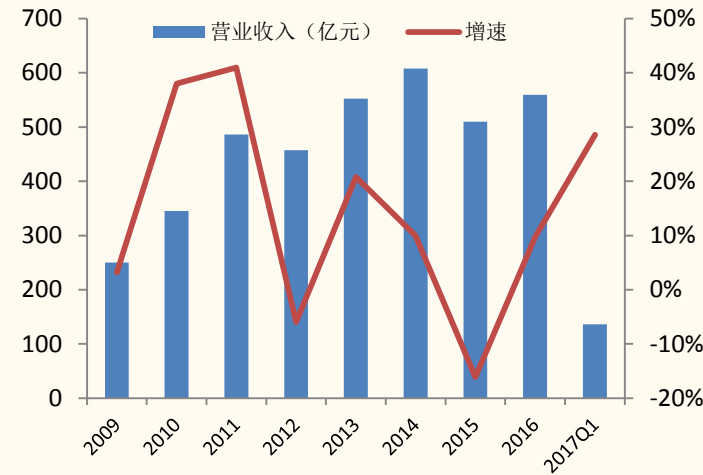


来源：公司官网，国金证券研究所

费用控制能力提升，盈利能力突出

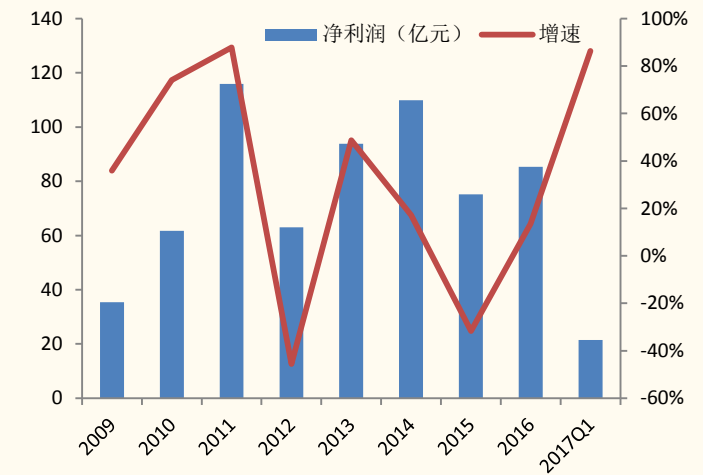
- 2016 年公司实现营收 559 亿元，同比增长 9.72%，净利润 85.3 亿元，同比增长 13.48%，其中水泥熟料共销售 2.77 亿吨，同比增长 8.2%。17 年一季度营收 136.4 亿元，同比增长 28.4%，净利润 21.53 亿元，同比增长 86.4%，水泥熟料销售 5926 万吨，同比增长 2.6%，实现吨净利 65 元。随着水泥价格实现高开高走，预计全年大概率高位企稳，公司有望实现量价齐升，业绩大幅增长。

图表 3：公司营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

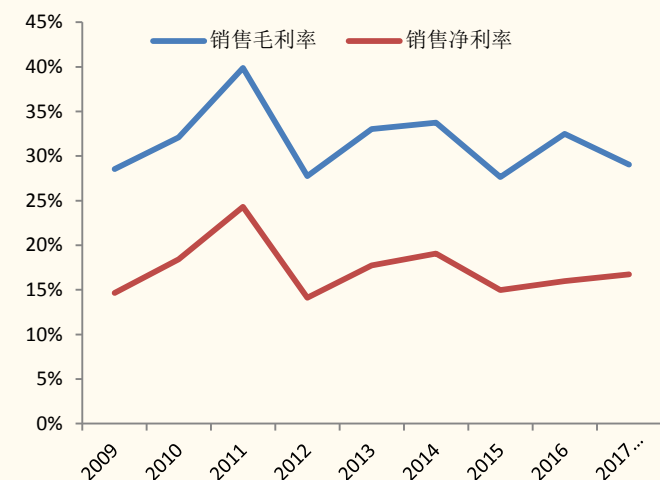
图表 4：公司净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

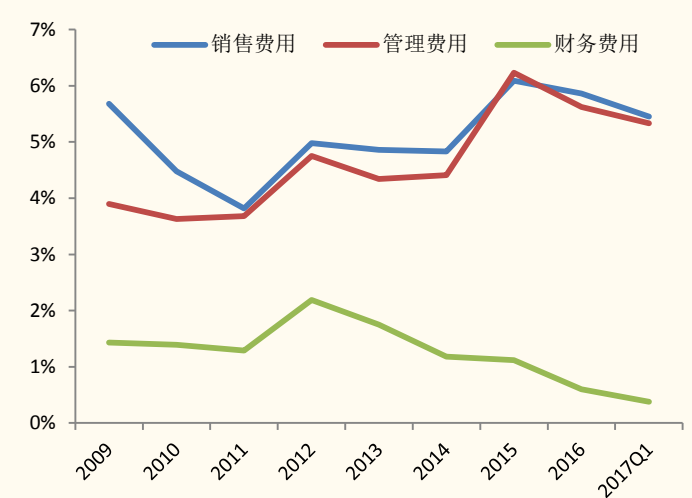
- 费用控制能力突出，期间费用率降至 11.16%。公司不断提升费用管理能力，财务费用率由 2012 年的 2.19% 降至 17 年一季度的 0.38%，其中 1 季度末资产负债率降至 25.7%，在手现金 165 亿元，现金流良好，为后续产能扩张提供资金保证。公司毛利率维持在 30% 左右，较竞争对手高 5-7 个百分点，其中期间费用率只有 11% 左右，远低于竞争对手，盈利能力突出。

图表 5：公司销售毛利率及净利率



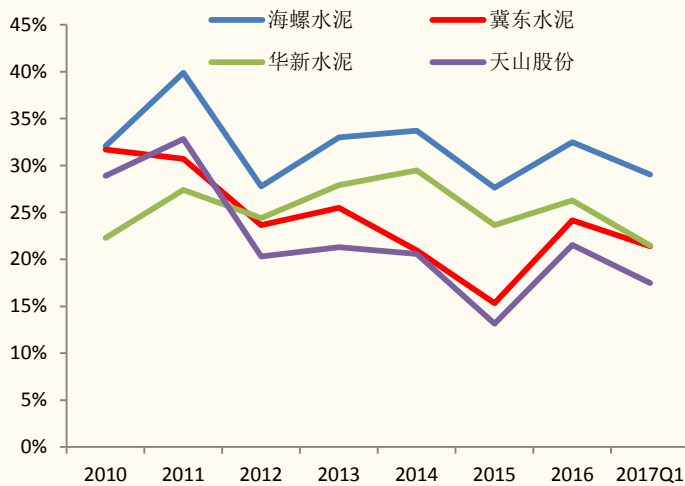
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司三项费用率

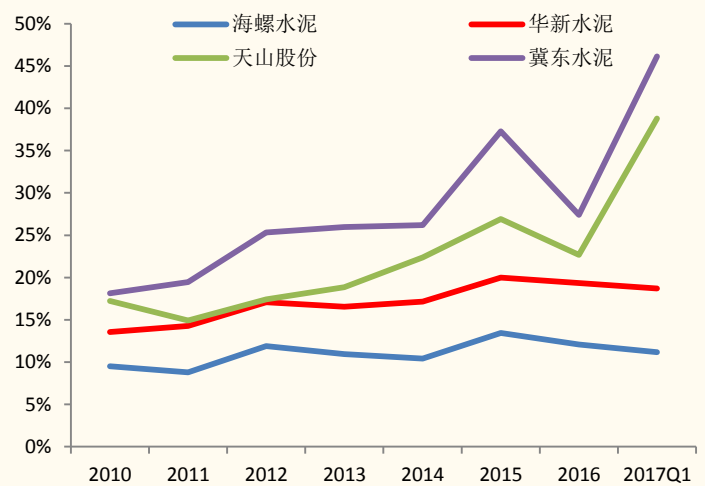


来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：主要水泥企业销售毛利率对比



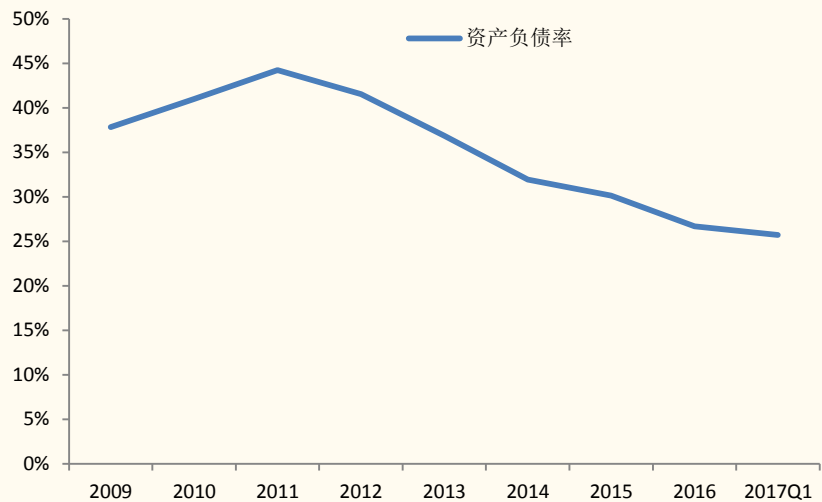
图表 8：主要水泥企业期间费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：公司资产负债率

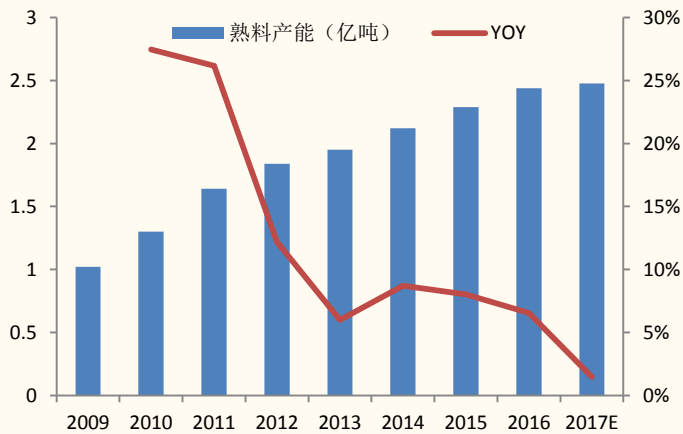


来源：中国水泥网，国金证券研究所

产能规模稳步增长，区域覆盖面积不断扩大

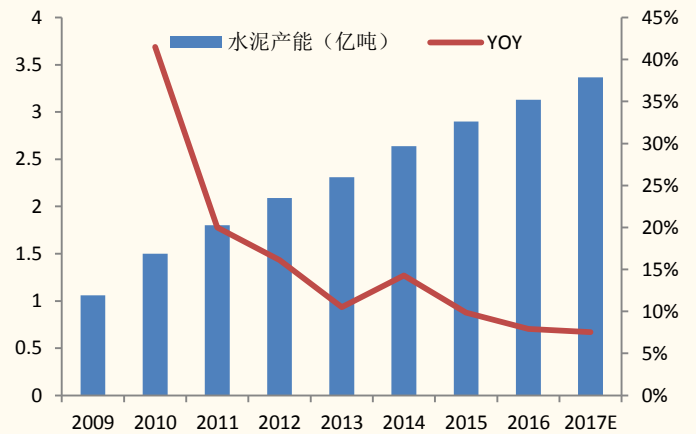
- **产能扩张继续推进，海外进程有条不紊。**截止 2016 年底，公司熟料产能达到 2.44 亿吨，水泥产能为 3.13 亿吨，其中海外熟料产能 480 万吨，水泥产能 935 万吨，公司产能主要覆盖华东，华南，西南和西北等大部分地区。2017 年，公司计划资本性支出约 90 亿元，将主要用于项目建设、技改项目及并购项目支出；预计全年将新增熟料产能约 360 万吨、水泥产能约 2360 万吨（不含并购），进一步提升产能覆盖范围。同时，公司国际化进程在稳步推进，北苏海螺，老挝，柬埔寨等项目陆续开工，伏尔加、缅甸等前期准备工作也在有序进行。随着一带一路大战略推行，“十三五”末公司海外水泥产能规划预计将达到 5000 万吨，水泥版图进一步扩张。

图表 10: 公司熟料产能及增速



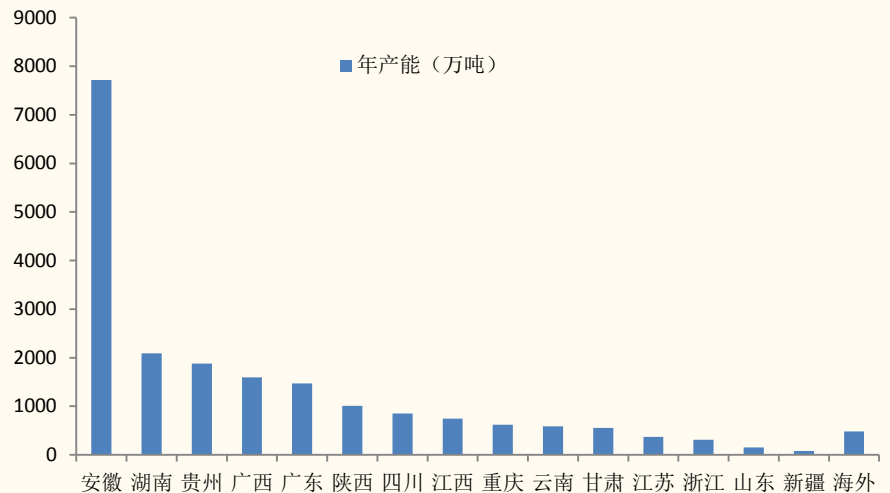
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 公司水泥产能及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 公司分区域熟料产能分布



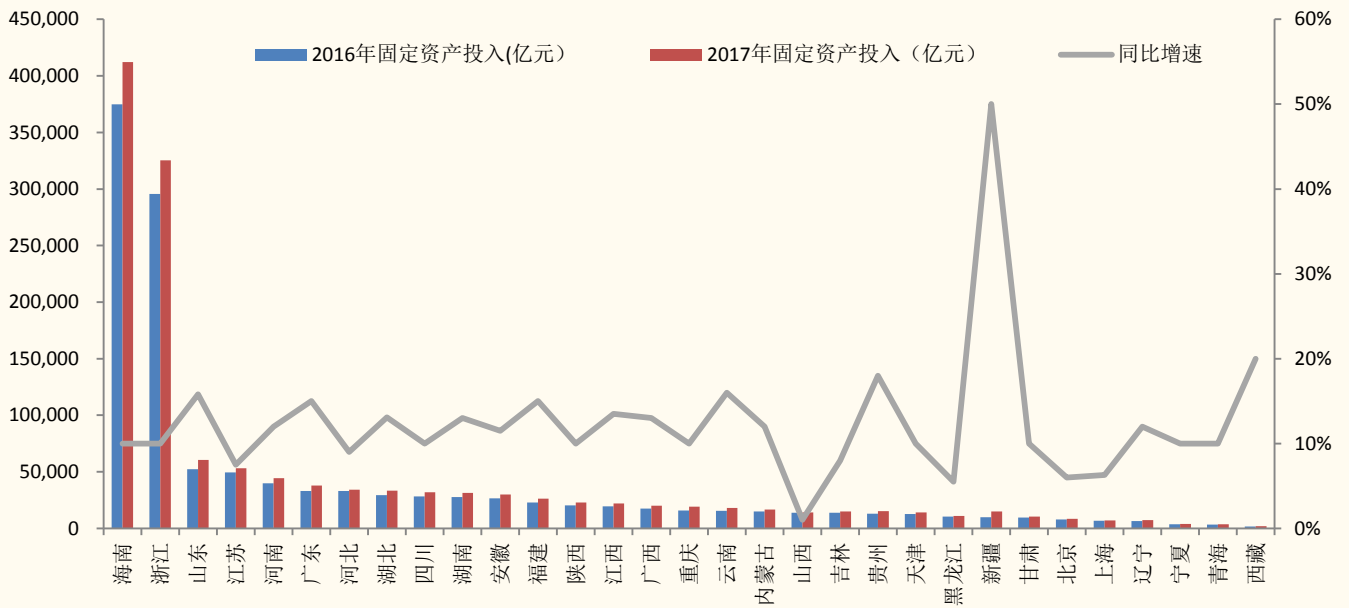
来源: 中国水泥网, 公司公告, 国金证券研究所

供需格局不断改善, 龙头持续受益

需求保持平稳, 大幅下跌概率较小

- 17 年各省市固定资产投资平稳增长。根据年初各省市政府工作报告来看, 17 年各地固定资产投资增速平稳增长, 其中新疆 (50%), 西藏 (20%), 贵州 (18%) 和云南 (16%) 等西部地区增速较快, 各地区重点投资项目仍分布于基础设施建设领域, 公路建设、铁路建设和机场建设等。基建项目的落地对于水泥需求具有强有力支撑。

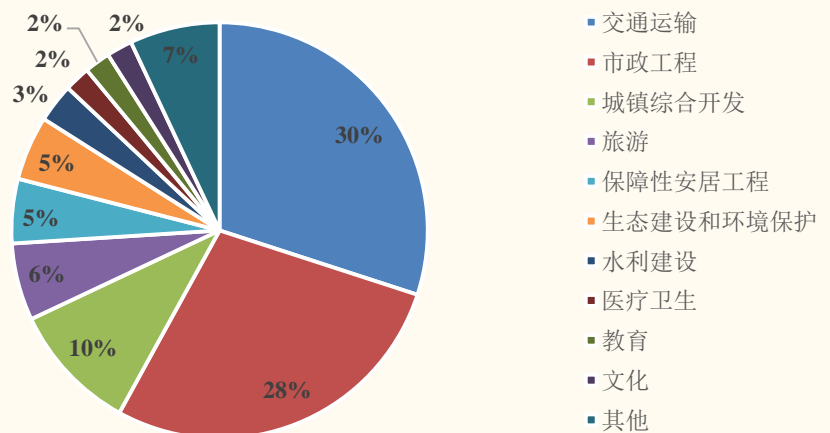
图表 13: 2017 年各省市固定资产投资额及增速



来源: 各政府工作报告, 国金证券研究所

- **PPP 项目落地加速。**近年来, PPP 模式在基建投资中得到了广泛的运用。截至 2017 年 3 月末, 全国入库项目 12287 个, 总投资额 14.6 万亿元, 其中已签约落地 1729 个, 总投资 2.9 万亿元, 落地率达到 34.5%, 较上月增加 1.4 个百分点, 其中 3 月单月净增入库项目 503 个, 投资额 6114 亿元, 净增落地项目 207 个, 投资额 4367 元。随着 PPP 模式的成熟及政策支持, 预计未来 PPP 项目落地将进一步加速。
- **分行业看,** 2017 年 3 月末我国已入库 PPP 项目中, 交通运输与市政工程占据一半以上的投资额, 比重分别达到 30%和 28%, 此外城镇综合开发也占到 10%的份额。而落地项目数前三位分别是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护, 合计占落地项目总数的 63.9%, 基本上是基础设施建设中涉及的重要领域, 对水泥需求有积极拉动作用。

图表 14: 2017Q1 已入库 PPP 项目投资额行业分布

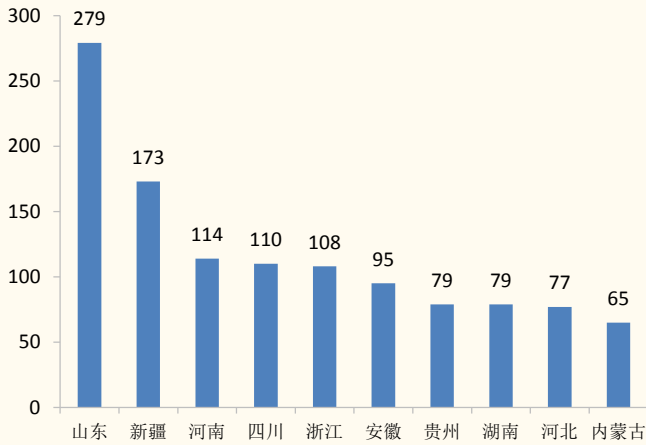


来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 国金证券研究所

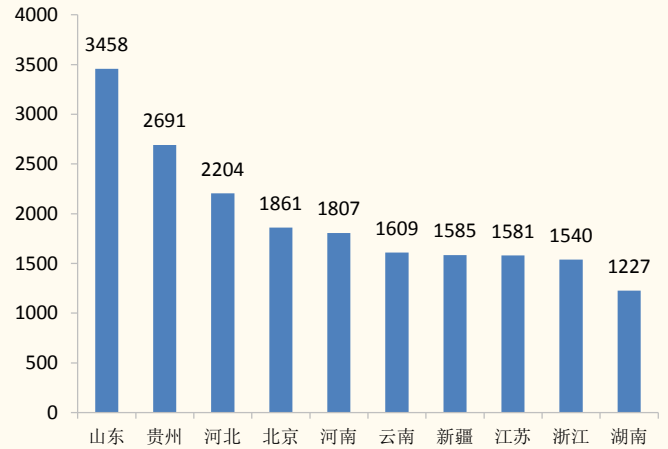
- **分地区看,** 入库项目数前三位是贵州、山东、新疆, 项目数合计占入库项目总数的 32.4%; 入库项目数当月净增前三位是新疆、内蒙古、江苏, 合计占当月净增量的 49.7%。而落地项目数前三位是山东、新疆、河南, 合

计占落地项目总数的 32.7%，其中山东落地项目数及投资额均为第一，分别为 279 个和 3458 亿元。PPP 项目的加速落地，尤其是基础建设领域，将对未来水泥需求提供强有力的支撑。

图表 15: 2017Q1 末主要区域落地项目数 (个)



图表 16: 2017Q1 末主要区域落地项目投资额 (亿元)

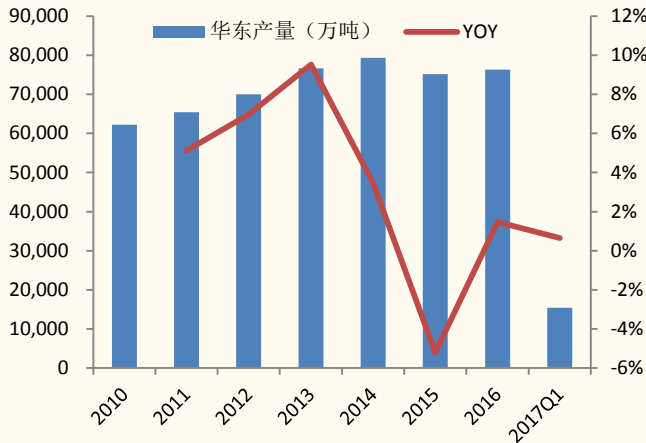


来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 国金证券研究所

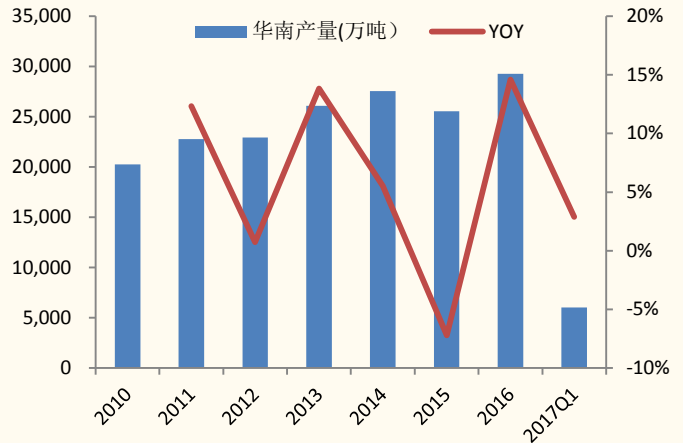
来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 国金证券研究所

- **华东、华南地区需求稳定，西部地区分化明显。**从公司主要产能分布区域来看，华东，华南区域需求稳定，基建项目落地加快，需求有一定支撑；而西部地区则出现分化情况，西南地区仍维持较快增长，一季度需求同比增长 2.7%，仍为全国增速最快的区域。尤其以云南和贵州为主，两个区域基建投资保持稳定，经过前期市场淘汰，水泥投资乱象得以改善，部分落后产能淘汰（例如中建材在丽江的永葆水泥停产），随着需求稳定增长，区域内供需平衡度提升，预计未来供需格局持续向好，而西北地区过去几年需求一直在下滑，区域内投资落地率低为主要问题，但是随着一带一路大战略的推进，西北地区作为内陆的桥头堡，有望加大投资力度及提升落地率。

图表 17: 华东地区水泥产量及增速



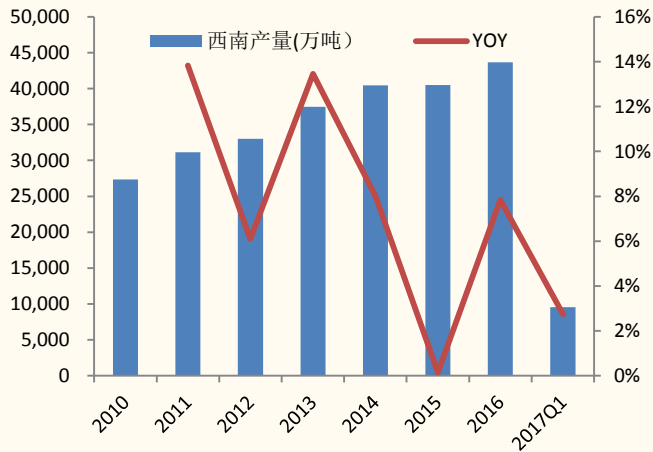
图表 18: 华南地区水泥产量及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

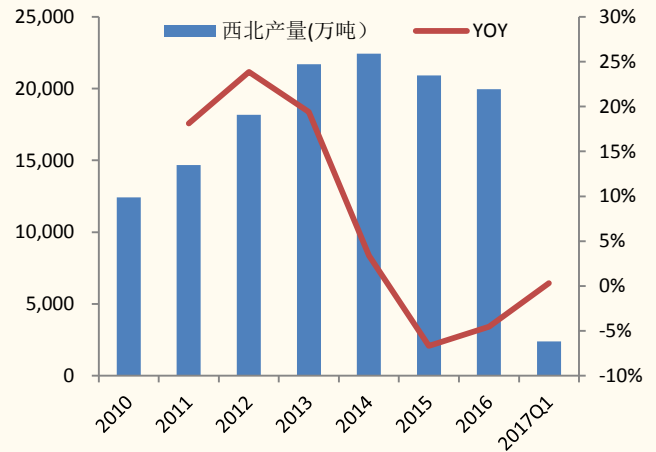
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 西南地区水泥产量及增速



来源: 数字水泥网, 国金证券研究所

图表 20: 西北地区水泥产量及增速



来源: 数字水泥网, 国金证券研究所

环保约束常态化, 供给侧改革再发力

- 国务院印发《“十三五”节能减排综合工作方案》, 明确指出要分区域、分流域制定实施钢铁、水泥、平板玻璃等重点行业、领域限期整改方案, 升级改造环保设施, 确保稳定达标。与此同时, 政府把化解产能过剩作为重中之重的工作, 分别在 2009 年、2013 年和 2016 年三次发文提出严禁水泥新增产能。环保趋严, 严控新增产能, 供给侧改革持续推进。

图表 21: 政府供给侧改革相关政策

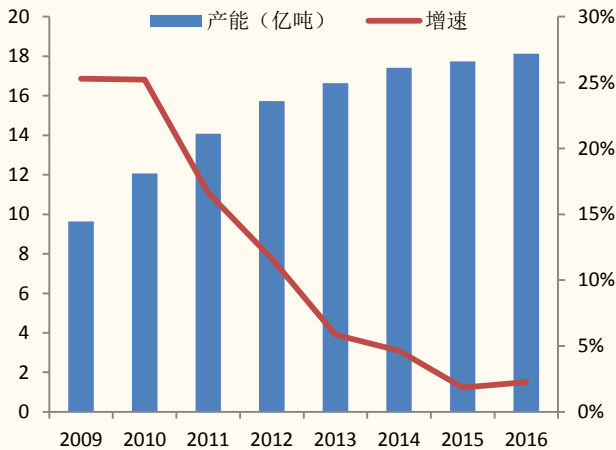
时间	文件	内容
2017 年 1 月 6 日	《“十三五”节能减排综合工作方案》	明确“十三五”节能减排工作的主要目标, 控制重点区域流域排放, 分区域、分流域制定实施钢铁、水泥、平板玻璃等重点行业、领域限期整改方案, 升级改造环保设施, 确保稳定达标。
2016 年	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	再次明确提出严禁新增产能
2016 年 12 月	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录(2016 年本)的通知》	对于钢铁、水泥、平板玻璃等产能严重过剩行业颁布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》, 不得以其它任何名义、任何方式备案新增产能项目不符合环评审批和新增授信支持等相关业务, 合力推进供给侧改革合作。
2016 年 10 月	《建材工业发展规划(2016-2020)》	加快结构优化、开展专项行动, 大力压减传统建材过剩产能。
2015 年 12 月	中央经济工作会议	确定供给侧结构性改革任务之一是积极稳妥化解过剩产能。
2015 年 11 月	中央财经领导小组第 11 次会议	习近平总书记首次提出供给侧结构性改革
2013 年	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	意见提出坚决“遏制产能盲目扩张”
2009 年	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	提出“严格控制新增产能”

来源: 政府网站, 国金证券研究所

- 淘汰落后产能力度加大。环保部、质检总局、发改委、工业与信息化部、安全监督总局等 5 部门组织开展水泥、玻璃行业专项督查, 对落后产能进行清理整顿, 并制定《水泥玻璃行业淘汰落后产能转向督查方案》, 要求各地区要定期发布淘汰落后产能企业名单; 对不符合产业政策要求的水泥立窑、干法中空窑、立波尔窑、湿法窑和直径 3 米以下的水泥粉磨设备等落后产能做到应退尽退; 同时利用法律手段倒逼水泥、玻璃行业落后产能退出。成本优势较差、规模较小的水泥窑将列为去产能重点, 根据数字水泥网, 这部分小产能约 5.9 亿吨, 此部分涉及产能约为总产能的 30%。预计 17 年落后产能淘汰进度或有超预期的惊喜。

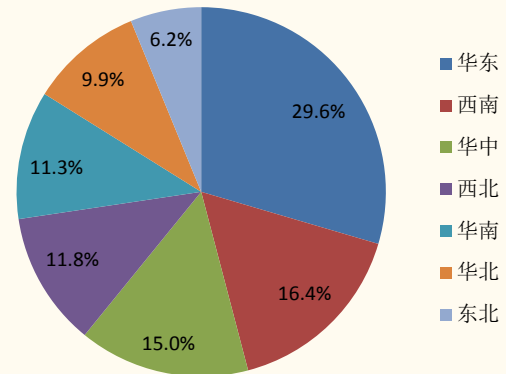
- **新增产能基本消除。**自 13 年开始，水泥熟料产能增速已经下滑至个位数，截止 2016 年末熟料产能为 18.13 亿吨，同比增长 2.3%。发改委曾在 2009 年 9 月 30 日停止了新建水泥生产线的审批，且在手批文有效期为 3 年，09 年至今基本没有批复新的生产线，在建生产线基本上三年建完（有更新换代的改造）。目前我国熟料产能利用率不足 70%，仍处于产能过剩状态，2017 年政府及行业仍将加大力度进行供气侧改革，因此我们认为，未来批复新的生产线的概率较小，新增产能基本得到控制。

图表 22：2009-2016 年熟料产能及增速



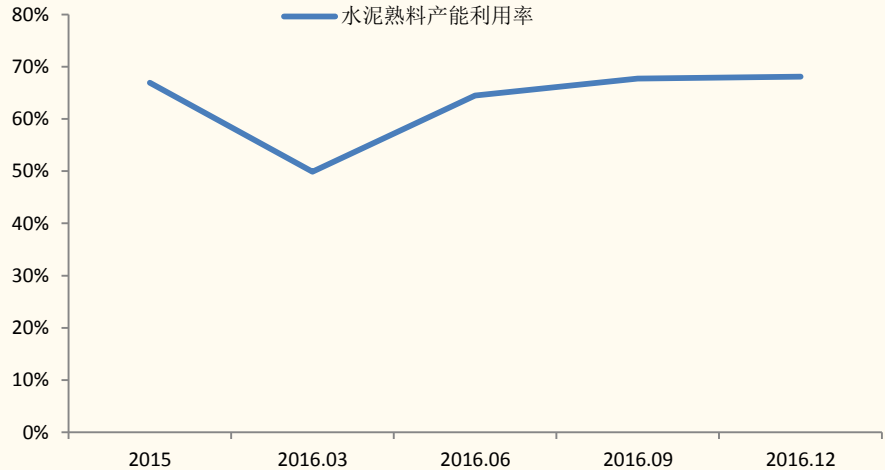
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 23：2016 年熟料产能区域分布图



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 24：我国水泥熟料产能利用率



来源：数字水泥，国金证券研究所

- **行业集中度增强，企业协同空前。**在供给侧改革和国企改革的双重推动下，行业兼并重组逐步加快，2016 年主要有三个重量级的重组事件：1、金隅和冀东的整合，2、中国建材和中国中材的合并，3、华新水泥进一步整合拉法基中国水泥资产，这三个事件的都是我国前十大集团企业间的强强联合，呈现出涉及企业多、产能大、范围广的特点。事实也证明重组带来市场竞争环境的明显改善，提升了行业企业对未来发展的信心。截止到 2016 年我国前十大集团企业熟料产能占比从 2015 年的 54% 提升至 57%。

图表 25: 排名前 10 位水泥企业熟料产能

排名	企业	熟料产能 (万吨)
1	中国建材集团	38385.75
2	海螺水泥	20047.7
3	冀东水泥	10211.4
4	华新拉法基	6522.4
5	华润水泥	6392.2
6	山水水泥	5945.8
7	台泥	5446.7
8	红狮	4154
9	天瑞	3586.7
10	亚洲水泥	2662.9

来源: 中国水泥网, 国金证券研究所

- 政策助力, 提升市场集中度。**国办发〔2016〕34号文件《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中提出“十三五”末, 前十大水泥熟料集中度达到 60%左右, 16 年 9 月份中国水泥协会提交了关于水泥企业产能互换的政策建议中, 省区内前 2~3 家大企业的水泥市场集中度达 70%以上、省区内的地级或片区市场前 2 家市场集中度达 80%以上。兼并重组, 行业整合或许是未来一段时间行业供给侧改革的主要路径。市场集中度的提升, 让企业协同更加容易, 市场格局持续改善。
- 错峰生产常态化。**2016 年 10 月, 工信部发文部署 2016-2020 年期间水泥错峰生产工作, 范围包括北京、天津、河北等 15 个省(市、自治区), 从 2016 年 11 月开始先后进行 3-5 个月的停窑限产。在华新产能重点分布的区域, 未来每年每条生产线要停产 90-120 天不等, 随着错峰生产的推行, 区域内供需格局将进一步改善, 以保价控量提升利润的模式越来越受到企业认可, 未来错峰生产常态化将实质性的去产能, 行业格局不断改善。

图表 26: 部分地区所在地错峰生产安排

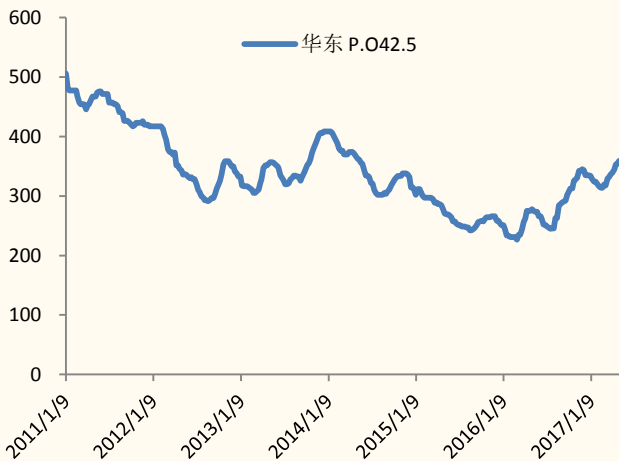
省份	2016 年产量占全国比重	期间	错峰天数
河南	6.50%	2016-2020 年	120 天
湖北	4.70%	2017-2020 年	90 天
湖南	4.90%	2017 年	100 天
重庆	2.80%	2017 年春节期间	30/40 天
四川	6%	2017 年春节期间	25 天
贵州	4.40%	2017-2018 年	120 天

来源: 公司公告, 国金证券研究所

价格实现高开高走, 后市有望高位企稳

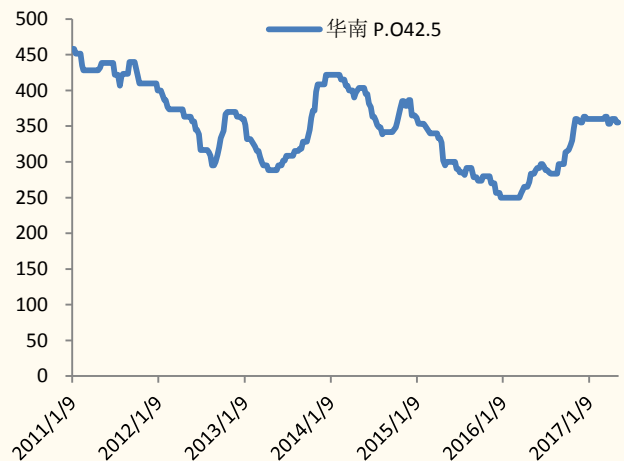
- 各区域价格实现高开高走。**以华东地区为例, 目前区域内 P.O42.5 标号水泥均价为 359 元/吨, 较去年同期上涨 81 元/吨, 较去年均价上涨 82 元/吨。受益于价格高开高走, 2017 年一季度, 公司水泥出厂均价达到 222 元/吨, 较去年同期高出 44 元/吨。随着供需格局的改善, 企业协同力度持续加大, 价格有望高位企稳, 我们认为, 目前价格可以持续到五月中旬, 后续或随着高温、雨水等不利因素导致价格小幅回调, 但是只要需求不出现断崖式下滑, 价格下跌幅度不大, 四季度旺季到来, 会迎来新的涨价潮, 预计全年价格将维持高位。

图表 27: 华东 P.O42.5 水泥价格 (截止 5 月 12 日)



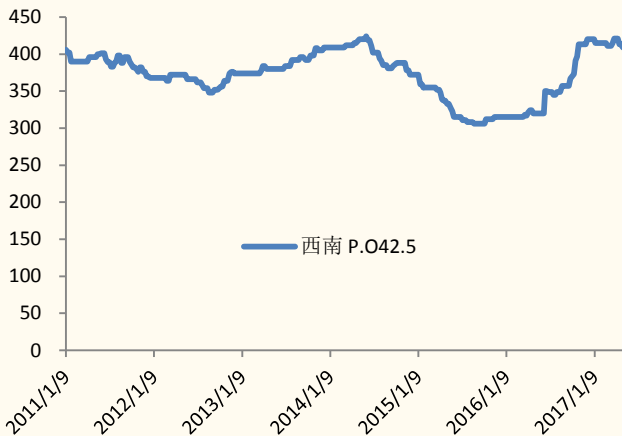
来源: 数字水泥网, 国金证券研究所

图表 28: 华南 P.O42.5 水泥价格 (截止 5 月 12 日)



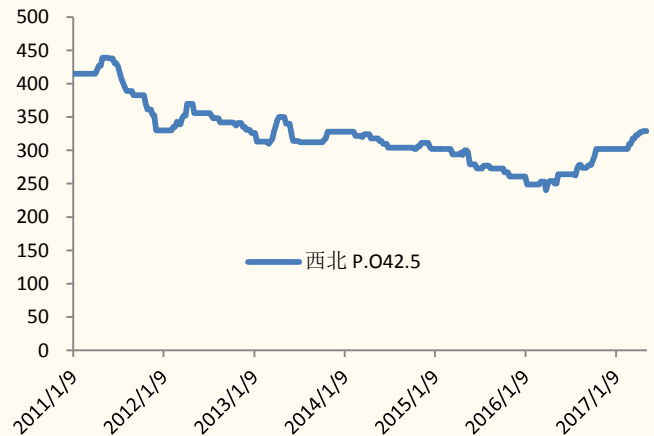
来源: 数字水泥网, 国金证券研究所

图表 29: 西南 P.O42.5 水泥价格 (截止 5 月 12 日)



来源: 数字水泥网, 国金证券研究所

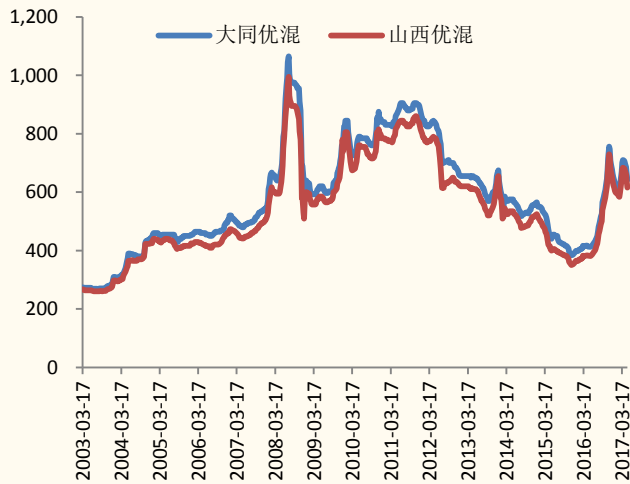
图表 30: 西北 P.O42.5 水泥价格 (截止 5 月 12 日)



来源: 数字水泥网, 国金证券研究所

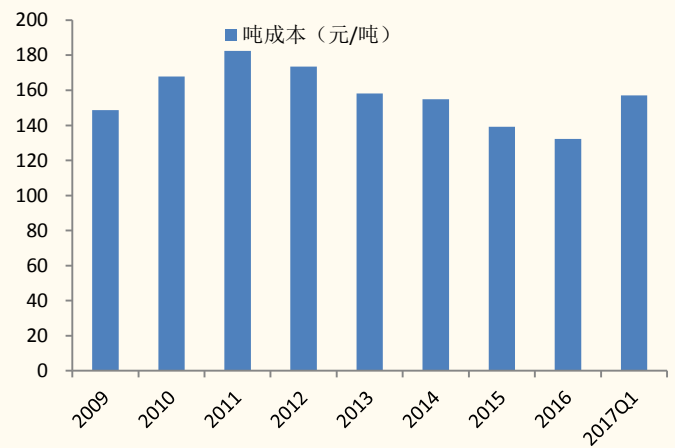
- **能源成本占总成本的 60%，成本受煤价影响较大。**公司生产过程中主要的能源消耗为煤炭和电力，占水泥总生产成本中 60%左右。一旦能源价格由于政策变动或市场供求等因素出现较大幅度的上涨，尤其是煤炭等原燃材料价格的上涨，公司将面临生产成本增加的压力，由于今年一季度煤价大幅上涨，水泥吨成本达到 157 元，较去年平均成本上涨 24 元/吨，一定程度影响了公司的盈利能力。
- 针对能源成本大幅波动的问题，公司一方面持续深化与国内大型煤炭集团的战略合作，不断拓宽煤炭采购渠道，发挥规模采购优势，通过跨区域调剂煤炭资源及不同煤品种搭配使用等方式降低原煤使用综合成本；另一方面，加强与大型能源电力公司的合作，增加直供电的采购比例。同时，加强节能技改，加强运行管理，进一步优化煤电耗指标。

图表 31: 秦皇岛动力煤价格



来源: Wind, 国金证券研究所

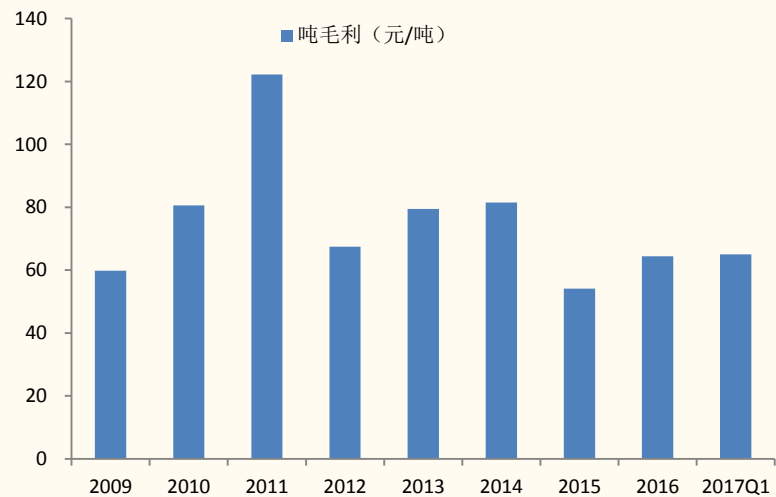
图表 32: 2009-2017Q1 公司水泥吨成本



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司 2017 年一季度实现吨毛利 65 元, 较去年同期上涨 21 元, 随着量价齐升, 预计全年吨毛利在 75 元以上, 业绩将大幅增长。

图表 33: 2009-2017Q1 公司水泥吨毛利



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们认为水泥行业全年需求保持稳定, 行业协同持续向好, 价格将高位企稳, 公司作为行业龙头, 将充分受益行业回暖, 实现量价齐升。预计 17-19 年 EPS 分别为 2.4、2.47 和 2.68 元, 对应 PE 倍 8.6、8.4 和 7.7 倍, 给予买入评级, 建议重点关注

图表 34：公司水泥熟料盈利预测

水泥熟料	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
熟料产能 (亿吨)	2.12	2.29	2.44	2.476	2.6	2.7
水泥产能 (亿吨)	2.64	2.9	3.13	3.366	3.5	3.8
熟料产量 (亿吨)	1.97	2.07	2.25	2.4	2.5	2.7
水泥产量 (万吨)	2.19	2.24	2.45	2.6	2.7	2.9
增速	15.9%	2.3%	9.4%	6.1%	3.8%	7.4%
水泥熟料销量 (亿吨)	2.49	2.56	2.77	2.95	3.13	3.3
增速	9.2%	2.8%	8.2%	6.5%	6.1%	5.4%
水泥价格 (元/吨)	236.37	193.24	196.64	228.00	230	231
水泥熟料收入 (亿元)	588.56	494.7	544.68	672.60	719.90	762.30
增速	8.6%	-15.9%	10.1%	23.5%	7.0%	5.9%
成本	385.71	356.23	366.26	440.55	467.94	487.87
吨成本 (元/吨)	154.90	139.15	132.22	149.34	149.50	147.84
毛利 (亿元)	202.85	138.47	178.42	232.05	251.97	274.43
吨毛利 (元/吨)	81.47	54.09	64.41	78.66	80.50	83.16
三费 (亿元)	63.31	68.52	67.57	67.57	68	68.5
吨费用 (元/吨)	24.66	25.96	23.66	22.22	21.07	20.13
吨净利 (元/吨)	56.80	28.13	40.75	56.44	59.43	63.03
毛利率	34.5%	28.0%	32.8%	34.5%	35.0%	36.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 房地产投资大幅下滑，下游需求不景气
- 基建投资低于预期
- 错峰生产执行不达预期，行业竞争加剧
- 供给侧改革推进缓慢，产能退出不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	60,759	50,976	55,932	69,510	73,950	78,100
增长率		-16.1%	9.7%	24.3%	6.4%	5.6%
主营业务成本	-40,264	-36,888	-37,770	-45,824	-48,293	-50,175
%销售收入	66.3%	72.4%	67.5%	65.9%	65.3%	64.2%
毛利	20,494	14,088	18,162	23,686	25,657	27,925
%销售收入	33.7%	27.6%	32.5%	34.1%	34.7%	35.8%
营业税金及附加	-340	-425	-672	-834	-887	-937
%销售收入	0.6%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-2,937	-3,105	-3,276	-4,101	-4,400	-4,686
%销售收入	4.8%	6.1%	5.9%	5.9%	6.0%	6.0%
管理费用	-2,680	-3,178	-3,144	-3,962	-4,289	-4,530
%销售收入	4.4%	6.2%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	14,537	7,380	11,069	14,789	16,080	17,772
%销售收入	23.9%	14.5%	19.8%	21.3%	21.7%	22.8%
财务费用	-714	-570	-337	-231	99	411
%销售收入	1.2%	1.1%	0.6%	0.3%	-0.1%	-0.5%
资产减值损失	1	0	-378	-200	-100	-100
公允价值变动收益	21	-25	6	0	0	0
投资收益	-21	1,881	399	1,300	600	300
%税前利润	n.a	18.7%	3.4%	7.6%	3.4%	1.5%
营业利润	13,823	8,667	10,760	15,658	16,679	18,383
营业利润率	22.8%	17.0%	19.2%	22.5%	22.6%	23.5%
营业外收支	1,059	1,373	893	1,500	1,100	1,000
税前利润	14,883	10,039	11,653	17,158	17,779	19,383
利润率	24.5%	19.7%	20.8%	24.7%	24.0%	24.8%
所得税	-3,295	-2,411	-2,703	-4,032	-4,267	-4,749
所得税率	22.1%	24.0%	23.2%	23.5%	24.0%	24.5%
净利润	11,588	7,628	8,951	13,126	13,512	14,635
少数股东损益	595	112	421	420	423	425
归属于母公司的净利润	10,993	7,516	8,530	12,706	13,089	14,210
净利率	18.1%	14.7%	15.3%	18.3%	17.7%	18.2%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11,588	7,628	8,951	13,126	13,512	14,635
非现金支出	3,827	4,459	5,131	4,903	4,837	4,861
非经营收益	646	-1,508	-177	-2,096	-1,049	-649
营运资金变动	1,607	-671	-707	-269	-114	-116
经营活动现金净流	17,668	9,908	13,197	15,665	17,187	18,730
资本开支	-6,955	-5,028	-4,822	889	581	530
投资	1,693	-8,228	-283	-1	0	0
其他	411	536	553	1,300	600	300
投资活动现金净流	-4,851	-12,719	-4,552	2,188	1,181	830
股权募资	90	369	65	0	0	0
债权募资	-3,013	-770	-3,538	-1,238	102	106
其他	-3,845	-4,979	-3,657	-3,484	-3,827	-4,092
筹资活动现金净流	-6,768	-5,381	-7,130	-4,722	-3,725	-3,986
现金净流量	6,049	-8,192	1,515	13,130	14,643	15,574
资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	14,152	14,471	15,586	28,716	43,360	58,934
应收款项	4,760	5,680	7,905	9,821	10,657	11,276
存货	4,376	4,238	4,549	5,336	5,636	5,911
其他流动资产	1,809	1,817	1,355	1,488	1,575	1,704
流动资产	25,097	26,206	29,394	45,361	61,228	77,825
%总资产	24.5%	24.8%	26.8%	37.4%	46.1%	53.7%
长期投资	6,612	6,265	6,279	6,280	6,279	6,279
固定资产	62,643	64,327	64,850	60,671	56,466	52,186
%总资产	61.3%	60.8%	59.2%	50.1%	42.5%	36.0%
无形资产	7,096	7,624	7,991	7,868	7,745	7,624
非流动资产	77,156	79,575	80,120	75,818	71,501	67,111
%总资产	75.5%	75.2%	73.2%	62.6%	53.9%	46.3%
资产总计	102,253	105,781	109,514	121,179	132,729	144,936
短期借款	2,329	8,445	4,538	3,300	3,400	3,500
应付款项	10,008	9,895	10,042	12,150	12,966	13,712
其他流动负债	2,060	2,062	2,469	2,828	3,123	3,282
流动负债	14,397	20,402	17,049	18,278	19,488	20,494
长期贷款	2,105	2,246	5,447	5,447	5,447	5,448
其他长期负债	16,140	9,221	6,719	6,724	6,731	6,741
负债	32,642	31,870	29,215	30,449	31,666	32,683
普通股股东权益	66,217	70,492	76,609	86,620	96,530	107,295
少数股东权益	3,395	3,420	3,690	4,110	4,533	4,958
负债股东权益合计	102,253	105,781	109,514	121,179	132,729	144,936
比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.074	1.418	1.610	2.398	2.470	2.681
每股净资产	12.495	13.302	14.456	16.346	18.216	20.247
每股经营现金净流	3.334	1.870	2.490	2.956	3.243	3.534
每股股利	0.650	0.430	0.500	0.550	0.600	0.650
回报率						
净资产收益率	16.60%	10.66%	11.13%	14.67%	13.56%	13.24%
总资产收益率	10.75%	7.11%	7.79%	10.49%	9.86%	9.80%
投入资本收益率	12.57%	5.99%	8.79%	10.68%	10.50%	10.51%
增长率						
主营业务收入增长率	9.95%	-16.10%	9.72%	24.28%	6.39%	5.61%
EBIT增长率	12.99%	-49.23%	49.99%	33.60%	8.73%	10.52%
净利润增长率	17.19%	-31.63%	13.48%	48.96%	3.01%	8.56%
总资产增长率	9.84%	3.45%	3.53%	10.65%	9.53%	9.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	2.7	3.5	3.5	3.6	3.6
存货周转天数	36.6	42.6	42.5	42.5	42.6	43.0
应付账款周转天数	35.7	39.2	40.0	40.5	41.0	41.5
固定资产周转天数	343.9	441.8	406.4	306.2	267.1	232.6
偿债能力						
净负债/股东权益	8.25%	6.38%	0.49%	-15.40%	-28.22%	-39.19%
EBIT利息保障倍数	20.3	13.0	32.9	64.1	-163.0	-43.2
资产负债率	31.92%	30.13%	26.68%	25.13%	23.86%	22.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	3.00	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD