

行业研究/深度研究

2018年07月18日

行业评级:

建材 中性 (维持)
水泥 II 增持 (维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

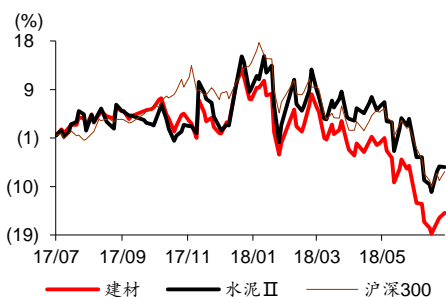
赵蓬 执业证书编号: S0570518040001
研究员 0755-82493836
zhao.peng@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

相关研究

- 1《建材:行业周报(第二十八周)》2018.07
- 2《建材:行业周报(第二十七周)》2018.07
- 3《中材科技(002080,买入):叶片锂膜无需担忧,期待玻纤超预期》2018.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

水泥研究框架暨复盘海螺二十年

建材方法论专题系列报告之一

短期看库存, 中期看地产, 长期看人口

我们在这篇报告里试图构建一个不同时间跨度的水泥分析框架, 围绕竞争优势、定价、周期性三个角度展开讨论, 得出水泥企业的长期竞争优势来自于低成本的领先战略, 定价从无序竞争向有序的寡头垄断过渡, 周期性从 2015 年以来明显减弱, 季节性增强。短期看库存, 供给收紧造成库存阶段性紧张是历史上多轮价格快速拉涨的基础; 中期看地产, 地产在建筑业下游需求中波动最大, 决定水泥整体消费量; 长期看人口, 水泥最终是跟随人口活动, 跨区域人口流动、区域人口自然增长率、城镇化水平决定了水泥长期空间。重点推荐海螺水泥。

行业 α 的来源是低成本的竞争优势

水泥是同质化程度高的基本建筑结构材料, 用量庞大, 几乎没有同等体量的替代品。水泥企业的竞争优势来源于低成本, 依赖于工厂选址、生产规模、设备技术、物流运输、管理水平等。竞争优势的具体体现是在行业景气上行期获得更多的扩张机会, 行业景气下行期保持较高的产能利用率抢占市场份额。经过精心选址、有物流运输优势的大型的熟料基地建成投产后, 在区域市场具有较强的排他性。

水泥周期性削弱, 季节性强化

水泥周期来源于下游地产周期以及产能扩张周期的共振, 与钢铁煤炭类似, 水泥也是较典型的价格型周期品, 当产能利用率接近设计满产时, 价格具有较大的拉涨空间。从 2015 年以来的一轮周期表现出与以往不同的特点, 由于下游地产需求稳定性提升, 波动减小, 另外严格控制新增产能, 所以我们认为水泥周期性在削弱。但是由于水泥库存设计容量较小, 无法平滑季节性的供求矛盾, 所以季节因素带来的波动在增加。

复盘海螺 20 年, 领跑行业, 兼具成长与价值的典范

海螺快速发展的 20 年, 对大机遇敢于主动出击, 但对超过能力范围的新领域, 每迈进一步都很谨慎。从华东起家, 转战中南、西南、西北, 在新型干法线高速发展期快速投放产能, 形成较强的规模、成本优势, 善于把握国家产业政策, 在新增熟料线禁入后, 转而开始兼并收购, 稳定提升市占率, 另外对产业链上下游的延伸非常谨慎, 在看到骨料明确出现机会后大力扩建产能, 而对混凝土的态度则相对谨慎。

海螺股价未来驱动力: 集中度提升, 过剩产能退出

股价驱动力源于: (1) 业绩类, 销量驱动, 如 2002-2004, 价格驱动, 如 2010-2011 以及 2016-2017 年; (2) 估值类, 如 2005 年股改流动性提升, 2007 年大牛市氛围, 2008 年“四万亿”。展望后市, 我们认为公司的股价的驱动力来源于: (1) 行业自律稳定价格, 市占率提升, 并购带来销量稳定增长; (2) 过剩产能实质退出, 行业估值中枢抬升。

风险提示: 跨省产能置换超预期, 地产调控趋严, 地产投资下滑超预期。

正文目录

导读：一个简明的水泥分析框架	5
当谈论“量”、“价”时，我们实际说的是什么？	6
水泥的二十年，产能产量的快速扩张	6
“α”的来源：竞争优势确立，成本领先的战略	7
探讨供求：周期性钝化，季节性强化	11
短期看库存，中期看地产，长期看人口	15
海螺复盘：进击的水泥，二十年扩张路	20
一、A股上市初，聚焦华东，完善“T型”战略布局	20
二、布局中南，迎接牛市，业绩估值双升	23
三、进军西部，“四万亿”再启水泥牛市	25
四、全国水泥需求见天花板，进入全面过剩时代	29
五、新周期复苏，供给侧改革的牛市	33
股价驱动力以及规律	38
估值探讨	41
相对估值法	41
绝对估值法	41

图表目录

图表 1：1985-2017 中国水泥产量及增速：四个扩张高峰期	6
图表 2：2000-2017 海螺水泥固定资产及增速	6
图表 3：2001-2017 华新水泥固定资产规模及增速	6
图表 4：2017 年中资主要水泥企业海外已建成项目	7
图表 5：2017 年全球水泥产能占比	7
图表 6：2017 全球水泥产能占比（除中国以外）	7
图表 7：水泥上下游产业链示意图	8
图表 8：石灰岩矿山开采年限	8
图表 9：主要水泥公司吨成本对比	9
图表 10：主要水泥公司吨管理成本对比	9
图表 11：2017 年海螺水泥、华润水泥、中国建材成本拆分	9
图表 12：2003-2017 海螺及水泥行业固定资产投资增速	10
图表 13：1999-2017 海螺水泥市占率	10
图表 14：2005、2012、2015 年是水泥行业景气较差的年度	10
图表 15：2010-2017 水泥行业可比公司总资产周转率	10
图表 16：2010-2017 水泥行业可比公司 ROIC	10
图表 17：2002-2017 新型干法熟料新增产能及增速	11
图表 18：全国石灰石资源分布	11
图表 19：2016-2017 年水泥公司熟料外销比例	11
图表 20：2003-2018 水泥、煤炭、钢铁历史涨幅对比	12
图表 21：2017 年煤炭消费结构	12
图表 22：2017 年粗钢消费结构	12
图表 23：2000-2017 年水泥产量增速与其三大需求增速对比	13
图表 24：水泥产量与三大需求相关性分析	13
图表 25：2002-2018 年海螺水泥超额收益以及 M2 增速比较	13
图表 26：2008-2017 新增熟料线及产能情况	14
图表 27：传统水泥周期循环示意图	14
图表 28：2015 年以来的新水泥周期示意图	14
图表 29：2003-2018 水泥淡旺季区间以及价格涨跌幅	15
图表 30：水泥工厂建设各种物料储存期的规定	16
图表 31：2016-2017 全国水泥月度产量	16
图表 32：2012-2018 全国水泥库存水平	16
图表 33：2012-2018 全国熟料库存水平	16
图表 34：2009-2018 水泥产量、地产销售面积、新开工面积、施工面积增速	17
图表 35：1970-2016 日本、韩国水泥产量及国民人均产量	17

图表 36:	1970-2017 中国水泥产量及国民人均产量	17
图表 37:	2011-2017 年全国水泥产量	18
图表 38:	2011-2017 江浙水泥产量	18
图表 39:	2017 年分省水泥产量增速	18
图表 40:	2010-2017 分省水泥产量复合增速	18
图表 41:	2017 年人口净流入及城镇化率分省情况 (人口单位: 万人)	19
图表 42:	海螺水泥 A 股、H 股及沪深 300 行情复盘	20
图表 43:	1997-2001 海螺 A 股上市前销量及复合增速	20
图表 44:	2001-2004 海螺水泥销量及复合增速	20
图表 45:	1997-2005 固定资产投资增速 (实际同比)	21
图表 46:	2000-2005 M2 同比增速	21
图表 47:	2002-2005 年水泥行业相关政策	21
图表 48:	2003.02-2005.04 PO 42.5 水泥及动力煤价格	22
图表 49:	2003.02-2005.04 水泥煤炭价格差	22
图表 50:	1999-2005 海螺水泥吨净利	22
图表 51:	1999-2005 海螺水泥净利润及增速	22
图表 52:	2002.02-2005.04 海螺 A 股、H 股及沪深 300 累计收益	22
图表 53:	2002.02-2005.04 海螺 A 股、H 股估值比较	22
图表 54:	2005-2008 年公司水泥及熟料销量	23
图表 55:	2003-2008 年海螺水泥区域营收占比	23
图表 56:	2005-2008 年固定资产投资与房地产投资增速	23
图表 57:	2005-2007 年 M2 同比增速	23
图表 58:	2006 年发改委发布水泥行业相关政策	24
图表 59:	2005.04-2008.10 PO 42.5 水泥及动力煤价格	24
图表 60:	2005.04-2008.10 水泥煤炭价格差	24
图表 61:	2005-2008 年海螺水泥吨净利	25
图表 62:	2005-2008 年海螺水泥净利润及增速	25
图表 63:	2005.04-2008.10 海螺 A 股、H 股及沪深 300 累计收益	25
图表 64:	2005.04-2008.10 海螺 A 股、H 股估值比较	25
图表 65:	2008-2011 年公司水泥及熟料销量	26
图表 66:	2008-2011 年海螺水泥分区域收入占比	26
图表 67:	2008-2012 年固定资产、房地产、基建投资增速	26
图表 68:	2008-2012 年 M2 同比增速	26
图表 69:	2008-2011 年水泥行业相关政策	27
图表 70:	2003-2011 年海螺水泥新增熟料产能结构	27
图表 71:	2003-2011 年海螺水泥新增水泥产能结构	27
图表 72:	2010-2011 年海螺水泥并购水泥熟料生产线一览	28
图表 73:	2008.10-2012.06 PO 42.5 水泥及动力煤价格	28
图表 74:	2008.10-2012.06 水泥煤炭价格差	28
图表 75:	2008-2011 年海螺水泥吨净利	28
图表 76:	2008-2011 年海螺水泥净利润及增速	28
图表 77:	2008.10-2012.06 海螺 A 股、H 股及沪深 300 累计收益	29
图表 78:	2008.10-2012.06 海螺 A 股、H 股估值比较	29
图表 79:	2011-2015 固定资产投资增速	29
图表 80:	2012-2015 M2 同比增速	29
图表 81:	2012-2015 年房地产开发投资额(建筑工程)及增速	29
图表 82:	2012-2015 年广义基建投资额及增速	29
图表 83:	2012.06-2016.02 PO 42.5 水泥及动力煤价格	30
图表 84:	2012.06-2016.02 水泥煤炭价格差	30
图表 85:	2011-2015 新型干法熟料产能	30
图表 86:	2011-2015 熟料产量	30
图表 87:	2013-2015 年水泥行业相关政策	31
图表 88:	2003-2011 年海螺水泥新增熟料产能结构	32
图表 89:	2012-2015 年海螺水泥新增水泥产能结构	32
图表 90:	2012-2015 年海螺水泥分区域收入	32
图表 91:	2012-2015 年海螺水泥净利润及增速	32
图表 92:	2012.06-2016.02 海螺 A 股、H 股及沪深 300 累计收益	32
图表 93:	2012.06-2016.02 海螺 A 股、H 股估值比较	32
图表 94:	2014-2017 全社会固定资产投资增速	33
图表 95:	2014-2018 5 月 M2 月度同比增速	33
图表 96:	2016-2018.05 房地产开发投资额(建筑工程)及增速	33

图表 97: 2016-2018.05 广义基建投资额及增速.....	33
图表 98: 2016-2018 年 5 月全国单月水泥产量.....	33
图表 99: 2016-2018 年 6 月月度水泥库容比.....	33
图表 100: 2016 年至今 PO 42.5 水泥价格及与 2011 年对比.....	34
图表 101: 2016 年至今水泥煤炭价格差及与 2011 年对比.....	34
图表 102: 2016-2017 年海螺水泥吨净利.....	34
图表 103: 2006-2018Q1 年海螺水泥净利润及增速.....	34
图表 104: 2016 年至今水泥行业相关政策文件.....	35
图表 105: 2017-2018 年与 2016-2017 年全国各省市水泥错峰生产天数.....	35
图表 106: 2017-2018 年全国各地区非采暖期错峰生产政策比较.....	36
图表 107: 2016.02 至今海螺 A 股、H 股及沪深 300 累计收益.....	37
图表 108: 2016.02 至今海螺 A 股、H 股估值比较.....	37
图表 109: 2002 年至今海螺水泥收盘价及归母净利润增速 (单季).....	38
图表 110: 2002 年至今海螺水泥收盘价及与地产调控政策.....	39
图表 111: 2003 年至今房地产调控政策一览.....	39
图表 112: 2003-2017 年公司水泥、熟料产能及增速.....	40
图表 113: 2002-2017 年公司资本开支及增速.....	40
图表 114: 2002 年至今海螺水泥收盘价及 PE(TTM).....	40
图表 115: WACC 和永续增长率对公司合理股价敏感性测试 (元).....	41

导读：一个简明的水泥分析框架

方法论的目的是为了建立对行业的整体认识，搭建框架是为了能把握系统性的机会，不错过历史性机遇，避免严重失误。很多时候一叶障目不见泰山，是犯了统计假设检验中的第一类错误（Type I error）。而另外，水泥，包括其他周期性行业，量、价信息获取容易、更新频率较快，我们有时候又会将短期的波动放大为长期的趋势，就是犯了第二类错误（Type II error）。

我们对水泥行业的研究主要围绕产品定价、竞争优势、周期性三个维度展开，其中价格是研究的核心，成本决定利润释放和剩余价值的留存，周期性决定了利润的持续性。当然还有其他的问题也是很有吸引力的，比如在产业链上下游中话语权的提升，不同地域集中度的提升，但是我们在这个系列的首篇报告里，为了有效的控制篇幅不至于冗余，主要讲我们认识行业的核心要点。

我们简单概括对水泥研究框架的结论就是：短期看库存、中期看地产、长期看人口。

短期看库存是很多周期行业共同之处，但是不同之处在于，钢铁煤炭的库存会放大需求的波动，而水泥库存由于库容量较小，且水泥保质期短，并不能起到放大需求波动的效果，而且无法在较大的程度上平滑供给。在我们研究价格型的周期行业的时候，经常会遇到一个共同的现象，就是当产能利用率接近设计理论上限时，就会给行业提供较大的价格浮动空间，而且越是在新产能投产时间长的行业，价格弹性越大。所以水泥，包括其他周期型的行业最喜闻乐见的是听到“短缺”，哪怕是人为制造的短缺，最害怕的是听到“调控”，包括但不仅限于宏观、产业结构、财政、货币。

中期看地产，尽管短期由于库存有限无法平滑供给跟需求的矛盾，可以通过供给收缩推动达到行业利润较大化的结果，但是整个市场容量是由需求决定的，就全国而言，建筑业的波动主要来源于地产投资，局部水泥的需求结构会存在差异，例如西北更容易受到基建投资增速的变化影响。从2015年以来，水泥表观消费量与先行指标地产销售面积间的滞后性被消灭，房地产业由于自身的结构也在发生很大变化，包括未来潜在出台的长效住房机制，都有助于熨平地产需求周期的波动。这里值得一提的是，我们并不否认水泥的周期性，目前乃至未来较长的一段时间部分区域市场（华北、东北）都在或者继续面临需求衰退的挑战。

长期看人口，水泥最终的需求是跟随人口活动的，而水泥又是具有区域性特点的，所以人口的跨区域流动、区域人口自然增长率、城镇化水平决定了地区未来长期的市场空间。我们认为有两类地区长期水泥需求都不会太差：（1）城市化程度较高（>65%，对外来务工人员有吸引力），人口净增长较多的地区（自然增长率和人口净流入双高），如广东、浙江、江苏；（2）城市化程度较低（<50%），人口自然增长率稳定的地区，如新疆、西藏、甘肃、广西、贵州、云南、四川，主要是西南西北。

除了形而上的部分以外，本篇报告也从二十年的长周期跨度去复盘海螺水泥的发展壮大历史，认识不同阶段资本市场对股票的态度，因为海螺水泥具有足够代表性，也希望能给焦灼的短期走势提供一个不一样的视角。

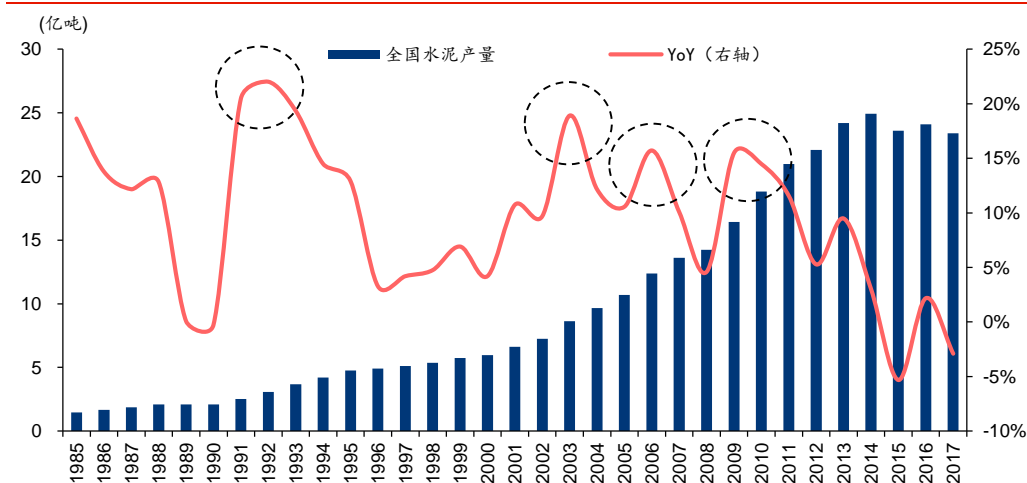
我们始终坚信对优秀公司投入精力不会形成研究的过剩，尽管股价的波动时常有，但是优秀的公司不可多得，公司成功的路径也许不可复制，也许只是偶然，但是也足以使我们借鉴。对研究框架的搭建工作永远不会止步，这篇报告也只是阶段性的成果，未来我们还会继续完善优化相关的研究成果。

当谈论“量”、“价”时，我们实际说的是什么？

水泥的二十年，产能产量的快速扩张

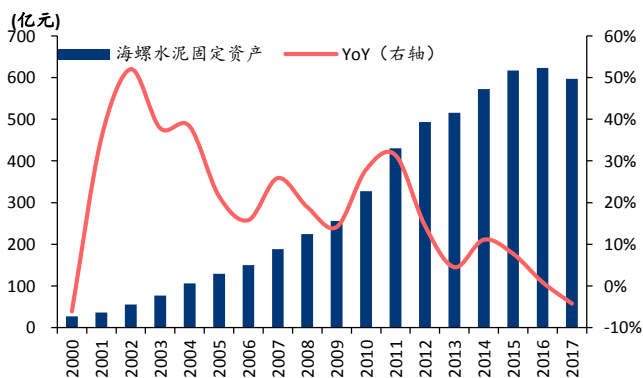
水泥是建筑用的胶黏材料，发源于罗马砂浆，工业革命改良后制成波特兰水泥，大规模应用推动城市化进程。我国从清末开始引进国外水泥技术，经历了立窑、湿法回转窑、2000吨熟料预分解窑新型干法、5000吨熟料预分解窑新型干法四个层次，每个层次的发展基本都是先购买国外成套技术装备，再进行自主研发，实现设备的国产化。设备的技术换代导致的更新周期时间较长。从1985年开始中国水泥产量已经达到全球第一的水平，但是在这之后的30年时间里，仍然经历了1992、2003、2006、2009四个水泥产量增长高峰期，行业中企业的固定资产扩张也经历了快速扩张，在2014年以后进入发展的成熟平台期。

图表1：1985-2017 中国水泥产量及增速：四个扩张高峰期



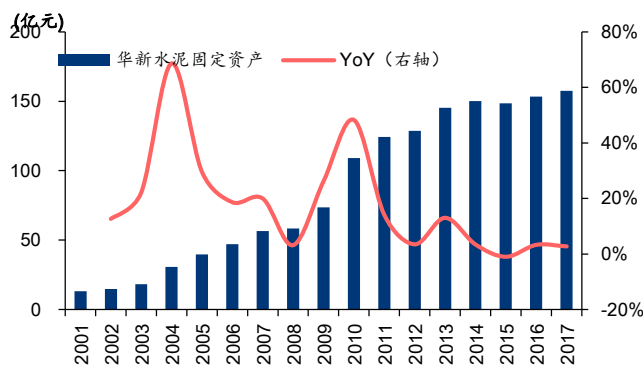
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表2：2000-2017 海螺水泥固定资产及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2001-2017 华新水泥固定资产规模及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

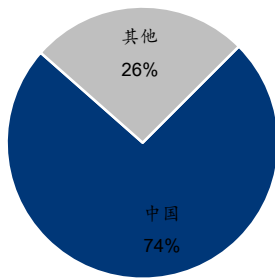
中国既是水泥制造大国也是水泥制造强国，装备技术领先全球水平。目前水泥产能接近全球 3/4，自主研发成套技术装备，低温余热发电、水泥窑协同生活垃圾处理、污染物超低排放、万吨级成套技术装备技术领先全球，并且开始向海外输出产能，水泥上市公司重点布局东南亚、中亚等一带一路国家。

图表4：2017年中资主要水泥企业海外已建成项目

公司名称	隶属企业	设计能力 (T/D)	所在地址
印尼海螺水泥有限公司	海螺水泥	3200	印度尼西亚加里曼省TABALONG县
印尼海螺水泥有限公司	海螺水泥	3200	印度尼西亚加里曼省TABALONG县
安徽海螺水泥股份有限公司	海螺水泥	5000	缅甸曼德勒省皎施县
柬埔寨卓雷丁水泥厂有限公司	华新水泥	3200	柬埔寨贡布省
华新亚湾水泥有限公司	华新水泥	3000	塔吉克斯坦哈特隆州亚湾市
华新噶优尔(索格特)水泥有限公司	华新水泥	3000	塔吉克斯坦索格特州噶夫洛夫区
万象中亚实业有限公司(沙拉湾老挝中亚水泥厂)	中亚建筑	1000	老挝沙拉湾省拉湾县
老挝万荣水泥有限公司(云南永发万荣水泥三厂)	永发水泥	2500	老挝万象市
老挝吉象水泥有限公司	云南电投	2500	老挝甘蒙省昆坎县昆恩村
老挝水泥工业有限责任公司(老挝甘蒙塔克水泥厂)	中国电建	2500	老挝甘蒙省塔克县
蒙欣巴音嘎拉有限责任公司	中联水泥	2500	蒙古中央盟
南非曼巴水泥公司	冀东水泥	2800	莫桑比克
非洲长城水泥制造有限公司	中国电建	1500	莫桑比克马普托

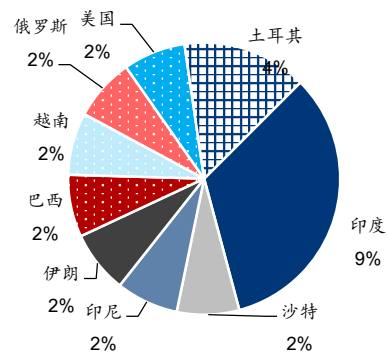
资料来源：中国水泥网，华泰证券研究所

图表5：2017年全球水泥产能占比



资料来源：Global cement、中国水泥研究院，华泰证券研究所

图表6：2017全球水泥产能占比(除中国以外)



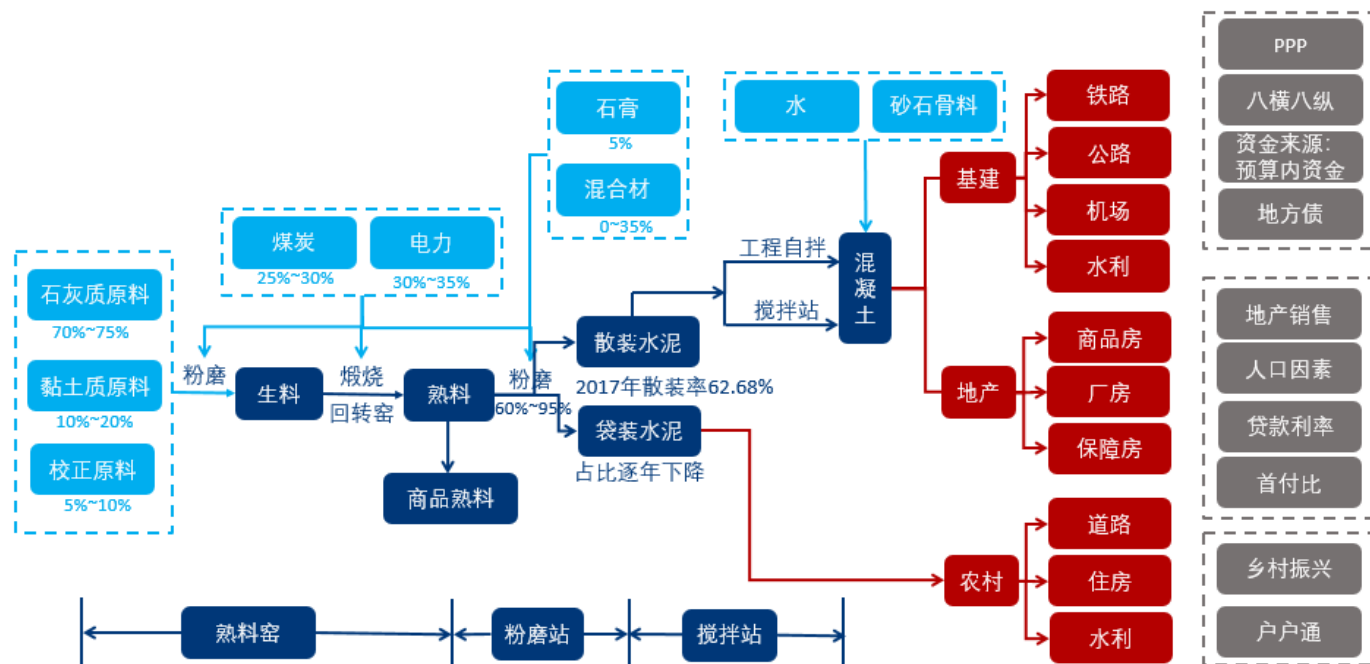
资料来源：Global cement、中国水泥研究院，华泰证券研究所

“α”的来源：竞争优势确立，成本领先的战略

这一节我们探讨水泥公司穿越周期的能力，我们认为水泥企业长期竞争优势就是低成本，构筑行业领先的成本壁垒就是企业“α”的来源。

回归本源，水泥的生产过程被概括为“两磨一烧”，按照一定的比例配合原料，先经粉磨制成生料，在窑内经过高温煅烧制成熟料，再经过二次粉磨制成水泥。根据数字水泥网数据，熟料的原料包括石灰石（主要成分 CaCO_3 ，占生料质量 70%-75%）、粘土（主要成分 SiO_2 ，占生料质量 10%-20%）、校正原料（铁质、铝质，占生料质量 5%-10%）。水泥的原材料包括熟料（质量占比 60%-90%）、石膏（质量占比 5%）、混合材（石灰石、粉煤灰、矿渣、火山灰、煤矸石等占 0%-35%，与水泥品种有关）。

图表7：水泥上下游产业链示意图



资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所，注：1、生料、水泥混合材数据来源数字水泥网；2、熟料成本是我们对上市公司的成本拆解；3、水泥散装率来源于行业协会

作为建筑主材用量庞大，水泥没有同等量体量的替代品。数字水泥网数据，2017年全国熟料产量14亿吨，对应生产23亿吨水泥。常见建筑物结构材料包括：木材、竹材、石材、混凝土、金属、砖瓦、陶瓷、玻璃、复合材料。从统计局公布的大宗商品产量数据看，主要替代品木材、钢铁等都达不到水泥的消耗量级，价格也较水泥昂贵许多倍（水泥价格一般在200-500元/吨）。木材、钢铁除了在建筑结构中使用，还有其他应用如木材在造纸、地板等，钢铁在汽车、船舶、机械、家电等应用，也很难起到建筑胶合剂的作用。

对于上游煤炭、电力、石灰石是价格接受者，向下游有一定议价力。发改委以及各级政府对于水泥上游煤炭、电力、矿山拥有较强的把控，一定程度上掌握定价权，所以水泥向上游是既定价格接受者，没有议价能力。但是面向下游不同的客户议价能力是不同的：（1）直销基建、重点工程，产品定价能力小，供给产品以P.O42.5高标散装水泥为主，长协供货周期在2-3年左右，定价较市价更稳定；（2）直销供给商混，产品议价力较高，占行业一半以上的用量，由水泥企业报价，更新频率以周度计，价格反映供求变化随时调整；（3）经销渠道主要以袋装32.5水泥为主，议价能力最高，用量占比大概在1/3左右。

一个大型的熟料基建建成以后具备排他性，首先是区域市场的容量有限，而水泥是受制于覆盖半径的，客观条件并不允许过剩产能生存；其次，一个经过精心选址，高密度建设的熟料基地拥有较强的成本优势，尤其是海螺、华润这种利用大江大河的运输优势，有更强护城河壁垒；最后，高品位的矿山资源是稀缺以及不可再生的，水泥企业拿下大型矿山后，拥有20年以上的开采权，实现排他性的区域资源垄断。

图表8：石灰岩矿山开采年限

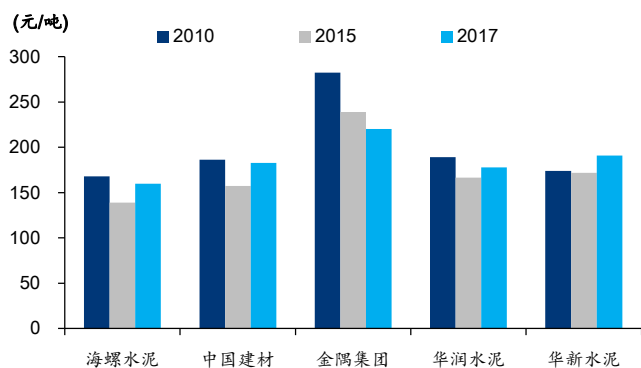
水泥用石灰岩	大型	中型	小型
矿山最低开采规模(万吨/年)	100	50	30
矿山最低服务年限(年)	20	15	10
采矿许可证最长有效年限(年)	30	20	10

资料来源：国土资源部，华泰证券研究所

水泥是同质化产品，竞争优势由成本决定。水泥按照强度高，被分为 32.5/42.5/52.5 标号。按照混合材掺用的比例以及类型，被分为硅酸盐水泥、普通硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥、火山灰质硅酸盐水泥、粉煤灰硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥和石灰石硅酸盐水泥等。水泥是同质化程度较高的基本工业品，水泥企业的规模发展壮大依赖于产能（固定资产）的扩张，竞争实力的强弱则由制造成本高低决定。

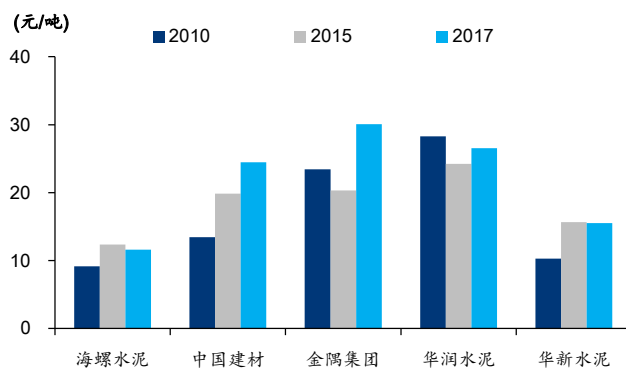
水泥企业的成本依赖于工厂选址、生产规模、物流运输、管理水平等。海螺广为称道的“T型”战略，将粉磨站与熟料基地分隔，依托安徽长江沿岸的石灰石矿山，集中资源建设大吨位先进的预分解干法回转窑生产线、配套低温余热发电设备（日本川崎技术）、规模优势更强的熟料基地，煤耗（最主要可变成本）、电耗领先行业，同时统一集采煤炭，节省采购成本，借助长江水运优势，扩大熟料基地市场覆盖半径，减少运输成本，以较低的价格收购小水泥厂改造成粉磨站，减少渠道成本；甚至在制度设计上，探索了一条国有控股、员工持股的独特混改路径，降低企业管理的代理成本。

图表9：主要水泥公司吨成本对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：主要水泥公司吨管理成本对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

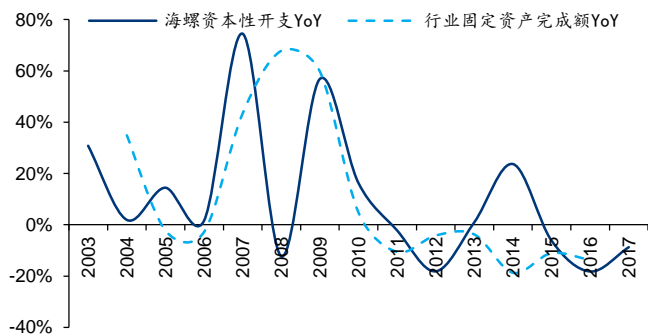
图表11：2017年海螺水泥、华润水泥、中国建材成本拆分

	海螺水泥	华润水泥	中国建材
标准煤耗 (公斤/吨熟料)	100.17	106.90	107.23
熟料综合煤耗 (行业标准) : 103~108kg/t			
电耗 (千瓦时/吨水泥)	79.58	73.10	74.66
水泥综合电耗 (行业标准) : 85~88KWh/t			
余热发电电耗 (千瓦时/吨水泥)	27.65	24.41	7.27
余热发电电耗占比	35%	33%	10%
煤炭吨成本	62.10	69.35	83.66
电力吨成本	36.61	26.87	40.32
煤炭采购价格 (元/吨)	620.00	648.76	649.64
电力平均采购价格 (元/千瓦时)	0.35	0.37	0.50
熟料吨投资成本 (元/吨)	384.61	527.39	437.81

资料来源：公司公告、华泰证券研究所，注：电耗中包括余热发电，余热发电的优势主要是拉低整体电力采购成本

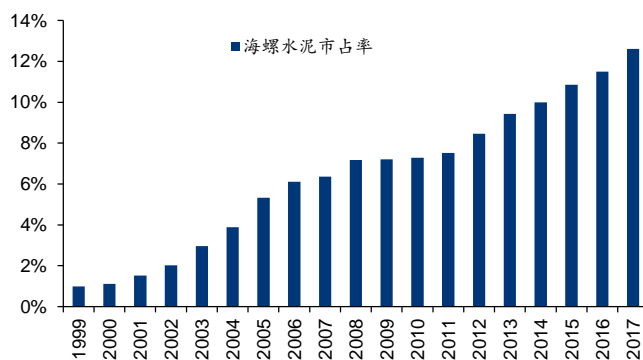
低成本的竞争优势具体体现在，行业景气上行期获得更多的扩张机会，行业景气下行期保持较高的产能利用率抢占市场份额。历史上海螺的资本性开支增速峰值一般比行业峰值提前一年，增幅也更高，保持顺周期扩张；另外在周期向下时稳定资本性支出（自建、收购），保持较高的产能利用率，稳定提升市占率，如 2005、2012、2015 年，反而 2007-2010 年水泥行业景气期市占率提升并不明显。2017 年是一个例外，错峰限产抑制周边省份产能发挥，但是海螺的大本营安徽没有提出错峰生产的明确要求，公司销量逆势增长。

图表12: 2003-2017 海螺及水泥行业固定资产投资增速



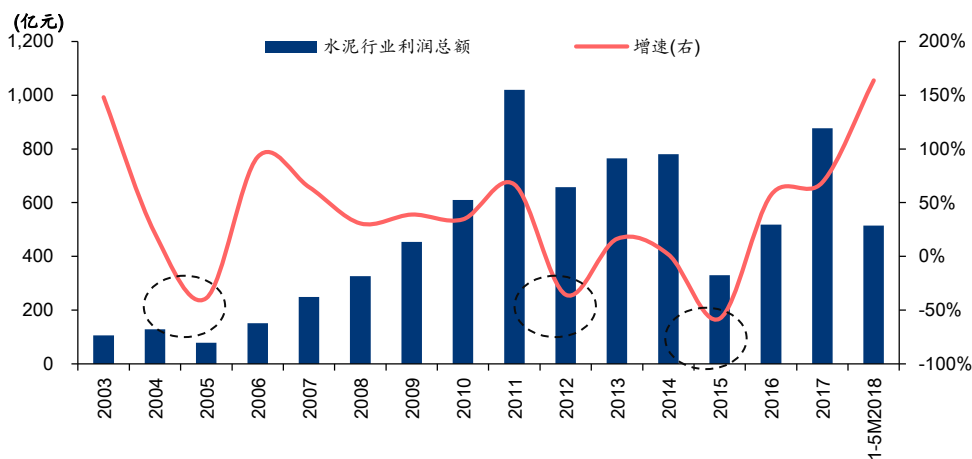
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 1999-2017 海螺水泥市占率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 2005、2012、2015年是水泥行业景气较差的年度

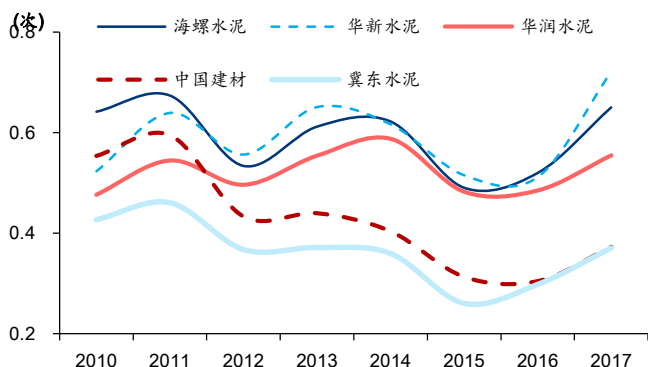


资料来源: 水泥行业协会, 华泰证券研究所

剔除海螺通过资本市场融资获得的便利, 看资产运营质量, 海螺的 ROIC 回报是让人满意的, 即便是在周期下行期, 如 2015 年, 海螺依然能保持稳定高于竞争对手的资本回报水平, 得益于较高的产能利用率 (用总资产周转率替代) 以及较低的成本。

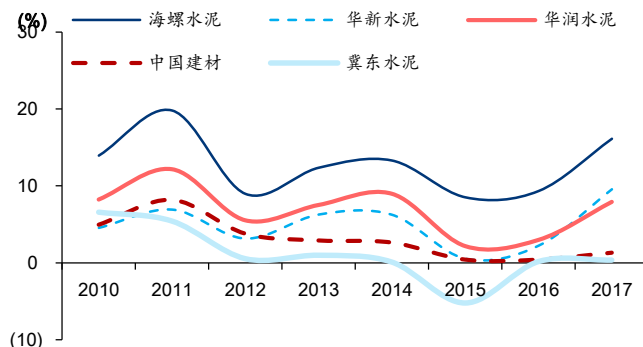
再考虑海螺 A+H 双平台的融资便利, 海螺顺周期扩张拥有更强的加杠杆能力 (债券融资), 在周期下行前补充权益资本储备更多的弹药, 经典的操作包括 1997 年 9 月亚洲金融危机前在 H 股的 IPO、2007 年 6 月 A 股牛市的增发。2010 年以后, 由于资产负债表的持续修复, 内生现金流能满足自身扩张需求, 所以公司也逐渐转变成现金奶牛。

图表15: 2010-2017 水泥行业可比公司总资产周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 2010-2017 水泥行业可比公司 ROIC



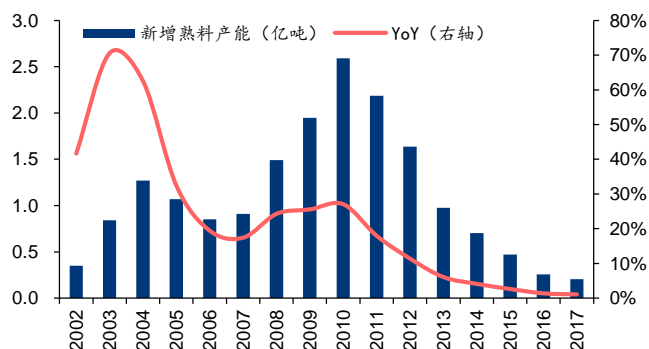
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业内竞争收敛后，水泥企业利用自身的资源、规模、制造优势挤压下游生存空间。2015年以后，在政府严禁新增熟料产线，行业新增产能得到有效控制，水泥企业集体转向价值链的上下游延伸：

(1) 加快建设骨料产能，因为国内大型水泥企业熟料线基本都配备较为完备的矿山资源（目前国内大型石灰石矿山基本被冶金、水泥公司垄断），在多层环保督查整治小矿山的违法采掘行为以后，开采矿山的门槛提升，优质的矿山资源变得更加稀缺；

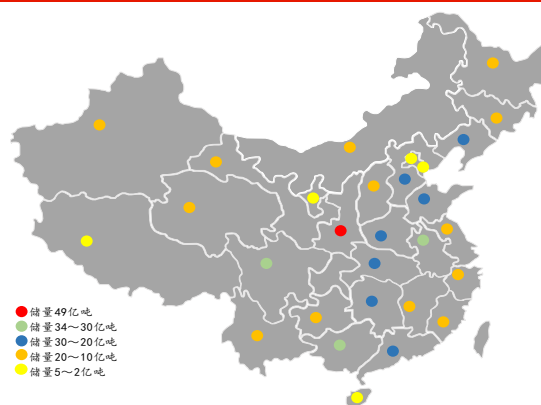
(2) 水泥企业减少熟料的外销比例，增加水泥的供应量，这一点对行业的影响也将会是深远的，自从海螺提出“T型战略”以后，水泥企业偏向于将熟料基地与粉磨站分立，更加注重对熟料基地的建设，充分利用社会独立粉磨站的分销能力，但是在熟料产能扩张基本停滞之后，自建粉磨站既然不存在技术难度，又可以省却中间分利环节，那又何乐不为？所以这也解释了在近年的旺季熟料涨幅往往高于水泥，我们认为实际是水泥企业在产业链中话语权的提升，倒逼社会粉磨站出局的表现。当然熟料涨幅过高也催生另外一个问题，就是如何应对由于熟料价格过高导致越南进口熟料冲击华东沿江、沿海的市场。

图表17： 2002-2017 新型干法熟料新增产能及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18： 全国石灰石资源分布



资料来源：中国水泥网，华泰证券研究所

图表19： 2016-2017 年水泥公司熟料外销比例

熟料企业	2017 熟料外销率 (%)	2016 熟料外销率 (%)
中国建材		
南方水泥	21.44	25.44
西南水泥	3.66	3.59
中联水泥	24.79	30.55
北方水泥	16.22	22.28
中材股份	-	12.52
海螺水泥	15.52	20.09
冀东水泥	21.41	19.42
红狮控股	-	30.10
华润水泥	11.63	7.11
山水水泥	-	27.84
华新水泥	6.52	8.64
亚洲水泥	7.28	5.34
行业平均水泥		20%-30%之间

资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

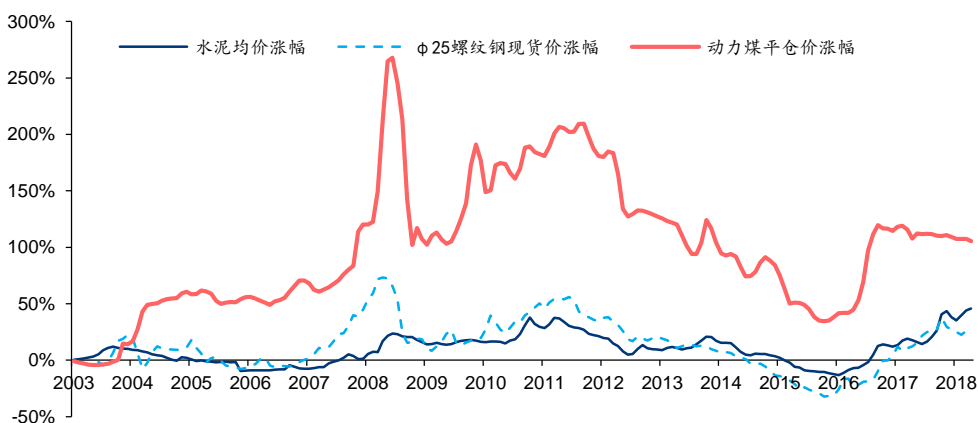
探讨供求：周期性钝化，季节性强化

水泥周期性源于供给与需求扩张/紧缩的不同步，是由于自身供给的产能周期，与下游地产、基建周期叠加共振造成的。与钢铁煤炭一样，水泥也是典型的价格型周期品，由于阶段性的生产刚性，价格变动幅度与销量变动的幅度不成比例。

一轮典型水泥周期过程如下：(1) 下游需求（一般是地产）复苏，水泥产能利用率被推高，水泥价格开始水涨船高；(2) 而由于水泥偏早周期的属性，水泥涨价领先上游能源煤炭，所以水泥价格-成本不对称上涨过程中，行业整体盈利能力大幅改善，刺激新产能加大投放；(3) 新产线建成（熟料线建设周期 1-1.5 年）投产后，需求也往往受到地产限购、宏观（货币、财政）政策收紧影响开始衰减，供需关系恶化，价格回落。

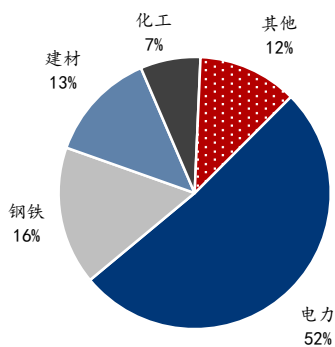
周期强度，在没有政策干预的情况下，水泥一般弱于钢铁、煤炭，与需求结构以及新产能建设周期有关。水泥需求来源于建筑业，较为单一；煤炭、钢铁的下游多个需求相关性较高，在宏观景气周期中下游多个行业需求共振的情况下，新产能建设周期久，行业供给刚性的特点会将价格更大幅度地推涨。当然下行周期中，从景气高点回落至固定成本（长期盈亏线，低于固定成本会有供给退出），煤炭、钢铁的价格调整幅度也更深。

图表20： 2003-2018 水泥、煤炭、钢铁历史涨幅对比



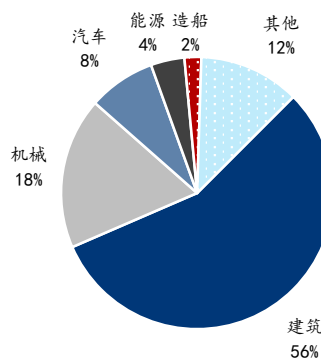
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21： 2017 年煤炭消费结构



资料来源：煤炭工业协会，华泰证券研究所

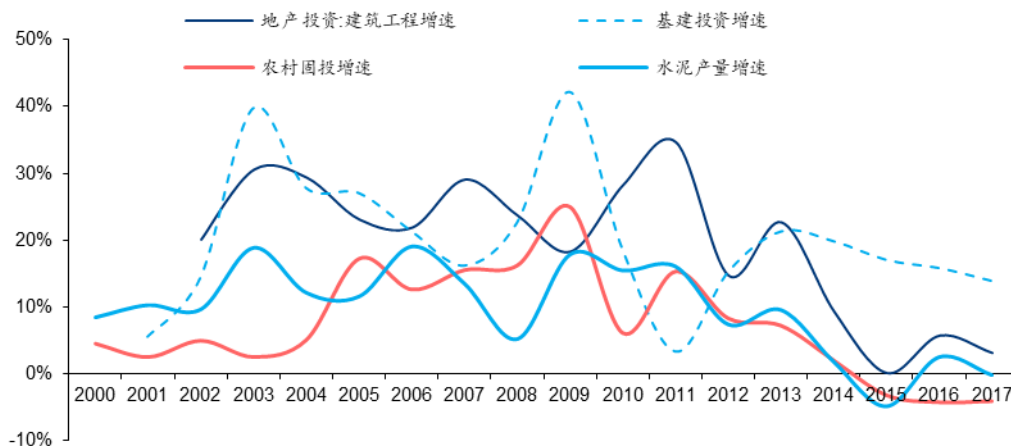
图表22： 2017 粗钢消费结构



资料来源：冶金工业研究院、钢研院，华泰证券研究所

水泥的需求主要来自于建筑业,下游主体分别是地产、基建、农村,需求构成相对较为单一。其中地产需求是顺周期的;基建作为宏观调控的手段之一,有对冲周期的传统;农村需求相对比较稳定,没有地产、基建般大起大落,在个别时段(“四万亿”)也有对冲周期的传统,但在大部分时候都是顺周期的。按照行业普遍接受的认识,地产、基建、农村的需求各占 1/3 左右。在局部区域表现出的需求结构有差异,例如人口稠密、经济发达的东南沿海地区,以地产需求为主导,而人烟稀少,依赖财政转移支付的西北、东北地区以基建需求为主导。总体上,地产在全国整体起到决定水泥行业景气荣枯的作用。

图表23： 2000-2017年水泥产量增速与其三大需求增速对比



资料来源：统计局，华泰证券研究所

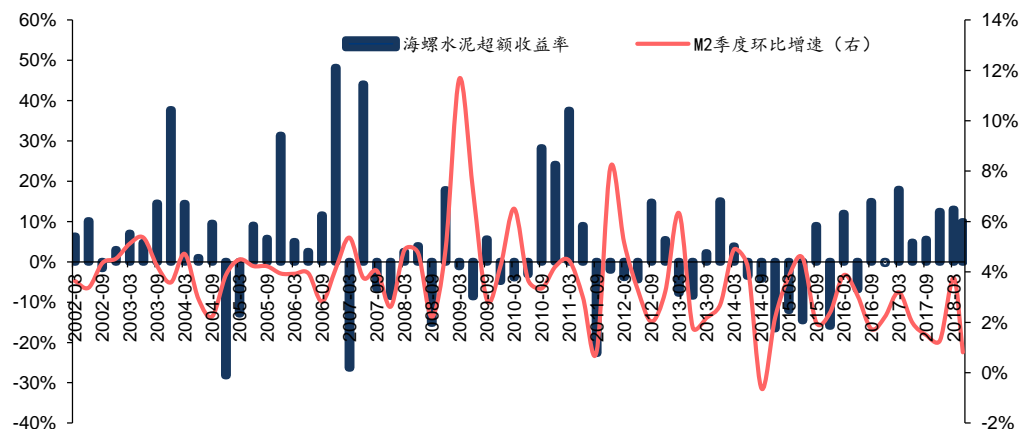
图表24： 水泥产量与三大需求相关性分析

	地产投资增速	基建投资增速	农村固投增速
水泥产量	0.83	0.39	0.64

资料来源：统计局，华泰证券研究所

货币是刺激地产需求的一个因素，历史上多次货币收紧导致水泥股价的下跌，关系传导较为明确，典型的如2004、2011、2014年，而2017年在货币持续收紧的情况下，海螺跑出了连续6个季度的正向超额收益，从历史上只有2007年大牛市的时候可以相媲美，这就不能简单地从货币现象（或者地产需求）去解释了。

图表25： 2002-2018年海螺水泥超额收益以及M2增速比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2015年11月，中央提出供给“三去一降一补”的供给侧改革，对水泥影响体现在地产去库存，以及水泥去产能：

(1) 地产去库存销售返升拉动开工建设，水泥需求好转，2016年水泥产量（用以拟合表观需求量）增速为3.0%，对比2015年的-5.0%，需求明显好转。随后2017年产量增速回落至0%，2018年1-5月产量增速-1.0%，地产去库存对水泥需求的拉动作用在边际减弱；

(2) 与钢铁煤炭相比，水泥去产能仍然没有实质的推进，缺乏政府主导的优势，但是自“国办发〔2016〕34号”之后，刹住了新增产能的车。行业的产能过剩问题在“国办发〔2009〕38号文”即开始得到重视，但是执行情况并不乐观，熟料的新增产能只有在2015年开始才被抑制。而尽管错峰限产常态化引起争议，但实际上是通过“去产量”达到“去产能”的目标效果。

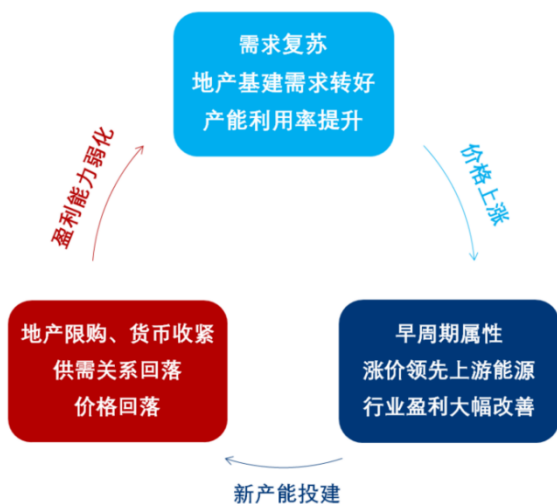
图表26： 2008-2017 新增熟料线及产能情况

年份	新增熟料线 (条)	新增产能 (亿吨)	累计产能 (亿吨)	增速 (%)
2008	120	1.51	7.62	24.33
2009	176	2.20	9.57	25.58
2010	211	2.57	12.16	27.07
2011	166	1.90	14.35	17.99
2012	124	1.65	15.98	11.41
2013	72	0.95	16.96	6.10
2014	56	0.70	17.48	3.09
2015	26	0.35	17.79	1.73
2016	20	0.27	18.05	1.46
2017	13	0.20	18.25	1.13

资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

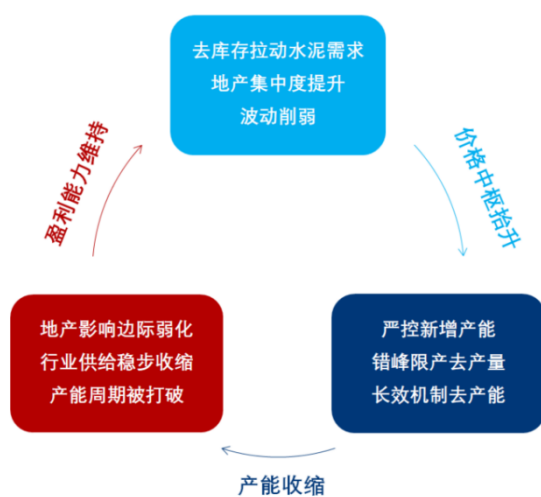
所以我们认为行业盈利稳定性在提升，新周期下水泥的周期传导机制被打破：(1) 地产集中度提升增强了行业抵御风险的能力，在政策收缩地产信用支持的情况下，通过加快销售回款实现高周转开发；另外未来地产长效机制的建立，有助于进一步平抑需求波动周期；(2) 水泥行业的高景气并未招致产能扩建，产能周期传导路径被打破，可见的未来我们能看到产能的退出，退出的主要途径将以环保、能耗、技术、安全等作为突破口；(3) 在没有新产能进入的情况下，大企业主导的行业自律更容易达成，进一步兼并重组稳步提升行业集中度，通过提标（全面取消32.5水泥）提升熟料的产能利用率。

图表27： 传统水泥周期循环示意图



资料来源：华泰证券研究所

图表28： 2015年以来的新水泥周期示意图



资料来源：华泰证券研究所

由于受到下游施工条件影响，水泥有明显的淡旺季区分。第一个淡季开始于春节前的春运民工返乡，结束于元宵节民工返工。第二个淡季没有明确的日期，一般受到高温、雨水天气的影响，开始于6月左右，结束于8月底左右。两次淡季的中间就是水泥的旺季。一般全年的水泥产量分布，上、下半年表现出前低后高的特征，在气候条件更恶劣的西北、东北地区，符合施工条件的旺季更短，一般在暑期，上下半年产量差距更明显。

周期性弱化的同时，水泥的季节性强化。我们从历史数据中，统计出从2003年到2018年以来，全国水泥价格的涨跌幅变动情况，其中2004、2015情况较特殊，因为宏观调控、地产投资疲软等因素，价格从年头跌到年尾，所以我们也没有观察到明确的旺季信号，其他年份里水泥淡旺季价格变动幅度是比较显著的。从2016年的新一轮周期以来，我们明显能看出：（1）旺季涨幅高于历史平均水平，2016年当然是因为从谷底反弹幅度较大，但是2018Q2旺季涨价的幅度仍然可观，排在旺季涨价的历史中位数前；（2）淡季杀跌的动能也较强，在扩张周期当中，2016年以来的淡季价格回调幅度是历史同期当中较大的。我们认为这种季节性强化的原因与错峰限产、进口熟料冲击有关。

图表29：2003-2018 水泥淡旺季区间以及价格涨跌幅

年份	旺季区间	旺季涨幅	淡季区间	淡季涨幅
2003	3月-11月	11.82%	11月-12月	-0.80%
2004	-	-	1月-12月	-9.84%
2005	4月-5月, 9月-10月	0.74%, 0.30%	1月-4月, 5月-9月	-3.29%, -1.57%
2006	1月-4月, 5月-11月	0.61%, 5.12%	4月-5月, 11月-12月	-0.05%, -1.59%
2007	3月-11月	13.93%	1月-3月, 11月-12月	-0.29%, -1.42%
2008	1月-4月, 5月-8月	6.40%, 15.48%	4月-5月, 8月-12月	-0.28%, -2.63%
2009	3月-5月, 7月-12月	1.13%, 3.80%	1月-3月, 5月-7月	-3.37%, -1.58%
2010	3月-4月, 7月-11月	0.44%, 19.80%	1月-3月, 4月-7月	-1.10%, -1.41%
2011	3月-6月	6.72%	1月-3月, 6月-12月	-2.85%, -10.00%
2012	8月-11月	7.92%	1月-8月, 11月-12月	-14.03%, -2.36%
2013	3月-5月, 7月-12月	2.44%, 10.51%	1月-3月, 5月-7月	-0.70%, -2.10%
2014	9月-10月	1.56%	1月-9月, 10月-12月	-13.52%, -0.43%
2015	-	-	1月-12月	-14.19%
2016	3月-12月	31.36%	1月-3月	-1.78%
2017	2月-5月, 8月-12月	6.27%, 23.13%	1月-2月, 5月-8月	-1.06%, -3.93%
2018	3月-6月	7.61%	1月-3月	-5.72%

资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

季节波动加大为研究带来最直观的困难是，有时候很难区分周期下行与季节下行，因为周期下行杀跌的动能会借助季节下行杀跌的力量同步进行，而真正到了在传统旺季价格都无法提涨时，已经是周期的最后阶段了。

短期看库存，中期看地产，长期看人口

前面花了较多的篇幅探讨竞争优势、周期性，这一节提炼一个简洁的分析框架。我们在这里探讨的时间跨度，短期指的是周度至月度，中期在月度到年度之间，长期在一年以上。

库存衡量短期供求压力直观指标，决定短期价格强弱走向

水泥生产基地在设计之初主要针对小库房建设。按照建设部发布的《水泥工厂设计规范》，水泥库房建设标准一般按照工厂规模、物料来源、物料性能、运输方式、储库型式、工厂控制水平、市场因素等确定。其中熟料库要求储存5-20天左右，水泥库满足3-14天的要求。所以无论是为原材料、在产品、产成品储存的水泥库房规模都不大，主要也是考虑到水泥易与空气中的水分发生反应失效，不耐长期存储，存储期超过3个月会被重新检测，甚至降低标号使用。

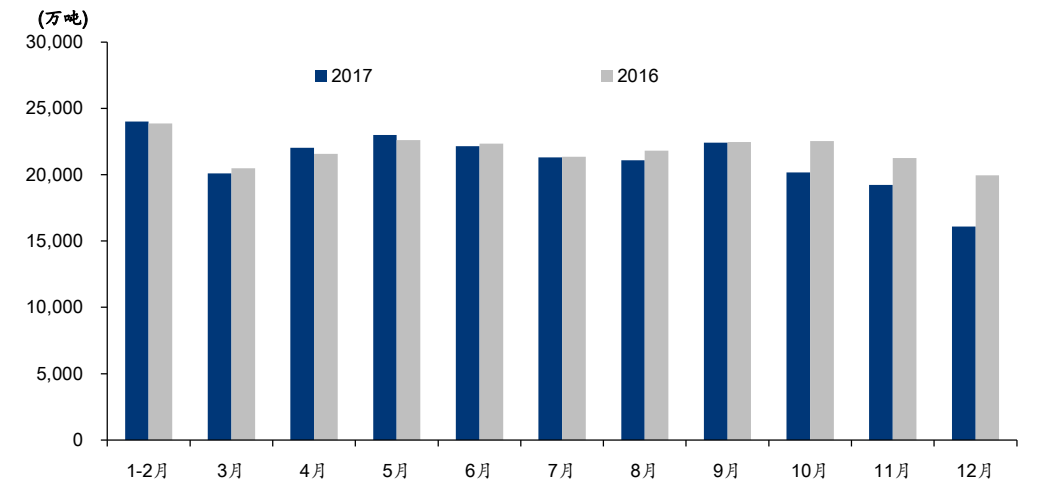
图表30：水泥工厂建设各种物料储存期的规定

物料名称	湿料	干料
石灰质原料	3~7天	
硅铝质原料	5~30天	
铁质原料	10~30天	
煤	7~30天	
生料	-	1~3天
熟料	-	5~20天
石膏	7~30天	-
混合材	7~30天	-
水泥	-	3~14天

资料来源：住建部，华泰证券研究所来源：注：1、物料存储期是按窑日产量为基准作平衡计算；2、熟料外运、粉磨站的熟料存储期可适当放宽；3、水泥存储期应与熟料存储期统一考虑，并结合市场需求、交通运输确定；4、物料存储系指在堆棚、联合储库、预匀化堆场、圆库等各储存方式内存储期的合计

小库房在后续实际运营中难以进一步扩大，使得旺季受到限电、错峰、环保临停等外部冲击导致供给短期无法跟上需求，库存难以发挥缓冲作用，库容比短期快速下降，造成了水泥行业在旺季掌握价格的主动权。由于水泥库存总体储量较小，国内进口量有限，所以我们在大部分时候将水泥产量视为表观需求量。而2017Q4产量的下降则并不是因为需求的下滑，结合库存快速下降、价格上涨，我们认为是因为错峰限产造成的供给主动收缩。

图表31：2016-2017全国水泥月度产量



资料来源：统计局，华泰证券研究所，

从历史数据来看，大部分时间，水泥、熟料的库容比运行 60%-70%的区间，当淡季库容超过 70%价格存在调整的压力，旺季低于 60%则掌握涨价主动权。

图表32：2012-2018全国水泥库存水平



资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

图表33：2012-2018全国熟料库存水平

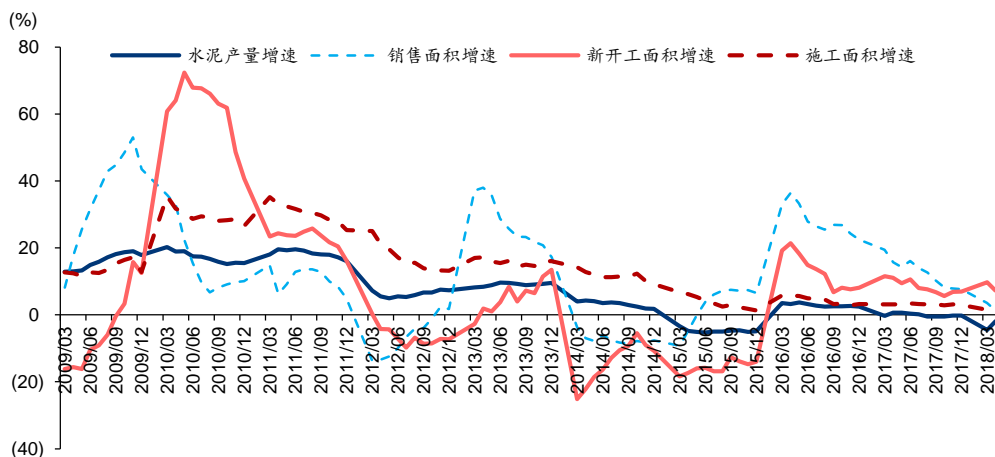


资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

中期看地产需求，其中地产销售是先行指标，新开工有一定的提前量，传导到施工面积是同步指标。

按照传统的认识，地产销售向新开工传导有滞后性，但是在2015年以后，这种销售向新开工传导的时延明显在缩短，以往在6-9个月左右的传导时延，在本轮周期表现出并不显著的特性，销售、新开工、水泥产量之间几乎是同步进行的，我们认为与新周期以来的高周转、强韧性以及政策疏导特征有关。新开工增速在2016年4月见顶以来，表现出较强的韧性，支撑了水泥这两年以来的高景气。

图表34： 2009-2018 水泥产量、地产销售面积、新开工面积、施工面积增速

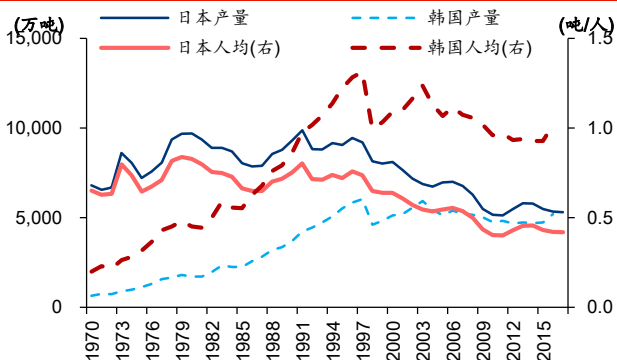


资料来源：统计局，华泰证券研究所

长期看人口，关注区域人口自然增长率、区域间人口流动、城市化率水平。

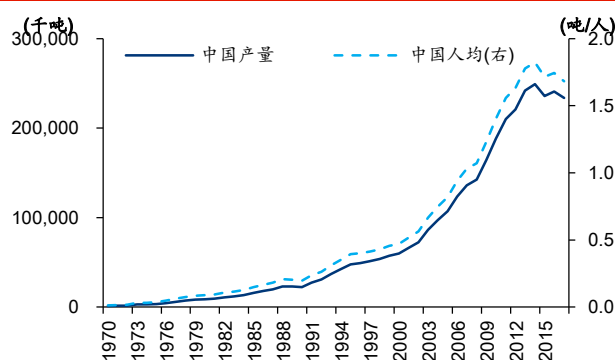
由于水泥的需求最终是由于人口活动产生的（住房、交通、水利等），所以是人口活动决定了水泥的长期走向。在传统的研究中，我们也经常见到将中国人均水泥消费量与国外对比的研究，最常见的是用日、韩等后发追赶型国家的城市化数据以及人均消费量与国内数据对比，这里我们提示注意的几点：(1) 总量、人均消费量的绝对量对比并不科学，因为每个国家的人口分布、资源禀赋、经济结构、地理区位差异较大，很难有一个客观的标准参照物；(2) 对比消费量的变动趋势有一定参考意义，但也不绝对，一个反例就是城市化水平较高，经济活动发达的江浙地区，省内水泥产量见顶是与全国产量见顶同步发生在2014年的，换句话说，城市化水平的绝对量高低并不能唯一决定水泥需求量的见顶。

图表35： 1970-2016 日本、韩国水泥产量及国民人均产量



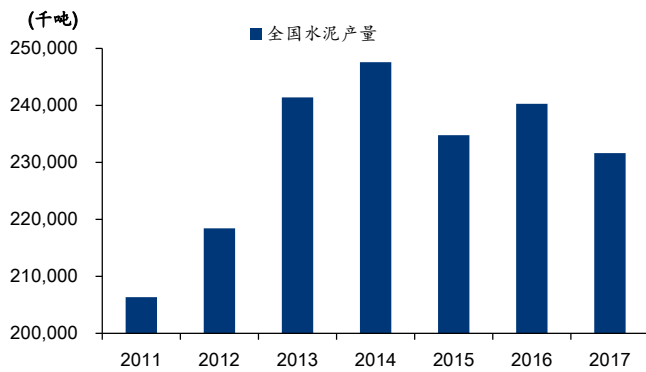
资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

图表36： 1970-2017 中国水泥产量及国民人均产量



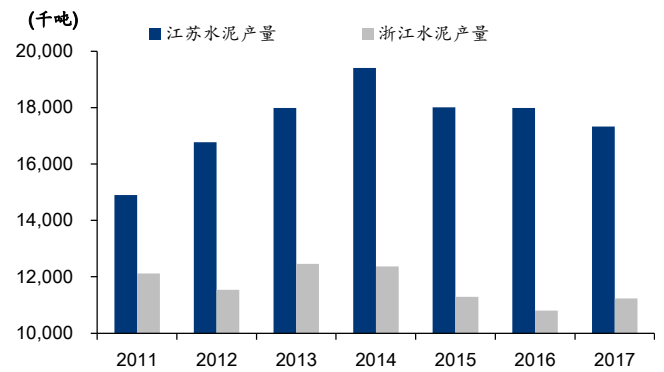
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37： 2011-2017年全国水泥产量



资料来源：统计局，华泰证券研究所

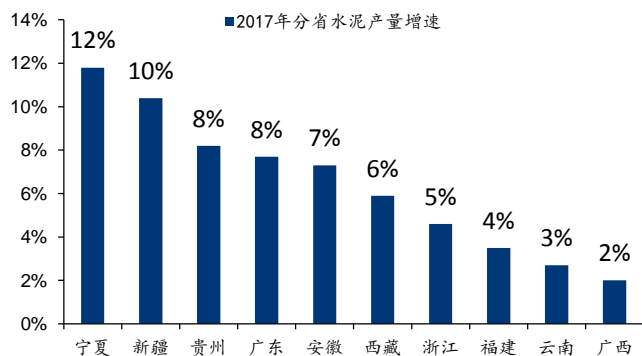
图表38： 2011-2017江浙水泥产量



资料来源：统计局，华泰证券研究所，注：浙江水泥产量实际在2013年见顶

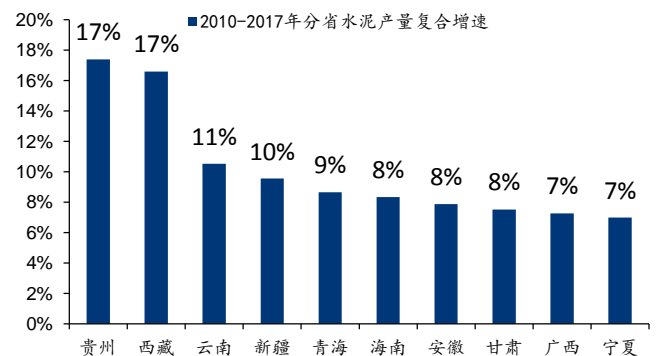
近两年水泥表现出南强北弱局面，我们认为这种区域分化会在中长期存续，源于区域经济发展不平衡。我国由于有较大的战略发展纵深，区域间发展不均衡，目前国内水泥生产总量仍然维持在高位平台期，行业内对未来水泥消费总量下滑也有一定的共识，在行业不再新增产能之后，需求的持续性是决定区域市场长期走向的关键。尤其是在地理隔阂，交通不便的地区，需求无法扩散到邻省市场，本地市场会维持较长时间的景气。

图表39： 2017年分省水泥产量增速



资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表40： 2010-2017分省水泥产量复合增速



资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表41： 2017年人口净流入及城镇化率分省情况（人口单位：万人）

排名	省份	净增加人口	自然增长	人口流入	城镇化率
1	广东	170	102	68	69.9%
2	浙江	67	36	31	68.0%
3	山东	59	101	-42	60.6%
4	安徽	59	51	8	53.5%
5	四川	58	35	23	50.8%
6	河北	49	49	0	55.0%
7	广西	47	50	-3	49.2%
8	新疆	47	26	21	48.3%
9	湖南	39	42	-3	54.6%
10	福建	37	34	3	64.8%
11	江苏	31	21	10	67.7%
12	云南	30	31	-1	45.0%
13	重庆	27	12	15	64.1%
14	河南	27	65	-38	50.2%
15	江西	27	33	-6	53.1%
16	贵州	25	23	2	44.2%
17	陕西	23	19	4	56.8%
18	山西	21	21	0	56.2%
19	湖北	17	33	-16	59.3%
20	甘肃	16	16	0	46.4%
21	内蒙古	9	9	0	62.0%
22	海南	9	8	1	58.0%
23	宁夏	7	6	1	58.0%
24	西藏	7	3	4	29.6%
25	青海	5	5	0	53.1%
26	上海	-1	7	-8	87.9%
27	北京	-2	8	-10	86.5%
28	天津	-5	8	-13	82.9%
29	辽宁	-9	-2	-11	67.5%
30	黑龙江	-12	0	-12	59.2%
31	吉林	-16	1	-17	56.7%

资料来源：统计局，华泰证券研究所

我们认为两类市场长期值得重点关注：（1）城市化程度较高（>65%，对外来务工人员有吸引力），人口净增长较多的地区（自然增长率和人口净流入双高），如广东、浙江、江苏；（2）城市化程度较低（<50%），人口自然增长率稳定的地区，如新疆、西藏、甘肃、广西、贵州、云南、四川，主要是西南西北。城市化率 65%以上和 50%以下省份（包括四川、河南略超 50%）均为 7 个，是一个较为平均的“橄榄形”分布。橄榄的上部几省拥有制度、就业、教育、医疗优势，对外来人口有较高的吸引力，但是距离城市化率超过 80% 的几个直辖市仍然有进一步城市化的空间；橄榄的下部省尽管经济发展水平落后，但是受益财政转移支付，属于战略振兴区域，拥有较好的自然增长人口红利，城市化水平落后全国，有较大的发展空间。

海螺复盘：进击的水泥，二十年扩张路

海螺自A股上市以来，按照复权价（截止2018年7月12日）上涨24倍，利润增长60倍，IPO及公开再融资122.6亿元，合计分红227亿元，是不折不扣的成长股、价值股。按照海螺水泥A股股价涨跌表现，我们将海螺上市以来的16年时间分为五个主要阶段，并对其进行复盘研究。主要参考的历史资料包括公司年报、行业协会年度报告等。阶段划分标准如下图所示：

图表42：海螺水泥A股、H股及沪深300行情复盘

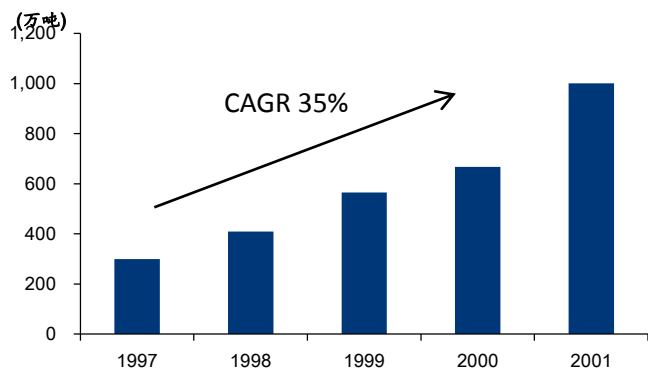


资料来源：Wind（截止2018年7月12日）、华泰证券研究所，注：已对涨幅取对数处理

一、A股上市初，聚焦华东，完善“T型”战略布局

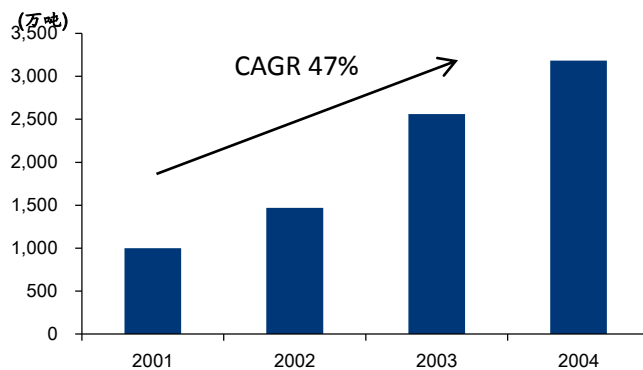
2002年2月7日，海螺水泥在A股上市，募资7.9亿元。海螺A股上市前就已经初具规模，1995年开始水泥销量蝉联全国冠军，1997年在香港上市以后开启集团化运作模式。世纪之初借助熟料线技术更新换代，新型干法技术成熟成本快速下降的历史性机遇，大力建设大规模新型干法生产线，枞阳、铜陵、池州千万吨级的大型熟料基地初具雏形，上市后加速对沿江“T型”战略布局。

图表43：1997-2001 海螺A股上市前销量及复合增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表44：2001-2004 海螺水泥销量及复合增速

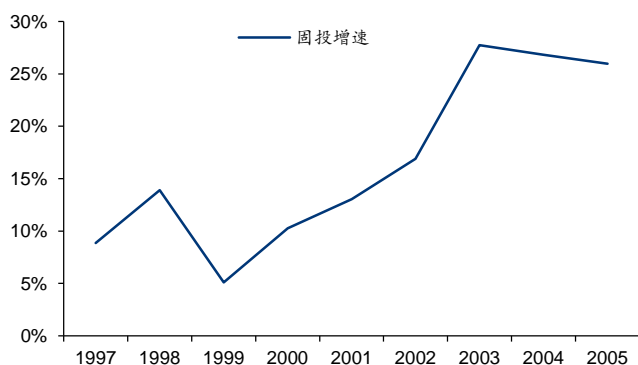


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2003年海螺顺利完成集团改制，奠定了现有的股权结构。2003年，海螺水泥控股股东海螺集团由原来的国有独资公司变更为国有控股的有限责任公司，安徽省投资集团持有海螺集团股权比例从89%降低至51%股权，转让了部分国有资产筹集资金，补充社会养老保险金和解决复退军人安置资金，用解除劳动关系的经济补偿金和与工效挂钩的工资结余，通过集团和所属企业工会和8名自然人设立了海创公司，由海创公司持有集团49%的股份。

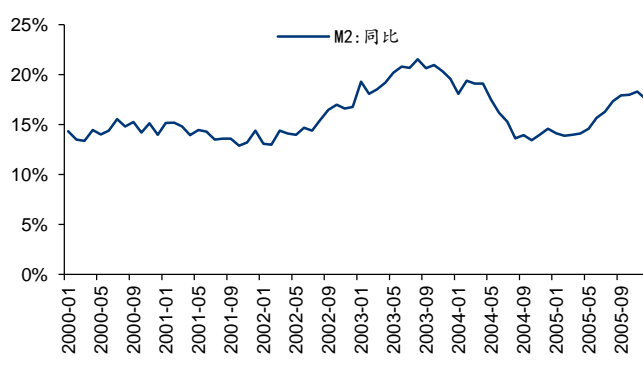
2000-2003，整体宏观环境较为有利，2004出现一次宏观调结构插曲，但并不妨碍水泥大企业的扩张势头。2002年我国加入WTO，出口与投资双重拉动经济快速增长，2003非典疫情过后，经济出现过热，夏季局部停电，Q4华东水泥供不应求，导致水泥价格出现大幅度上涨。2004投资出现过热现象，煤、电、运紧张，中央出台宏观结构调控政策，通过货币、产业、土地政策调控上游钢铁、电解铝、水泥投资。2004年政府工作报告中，总理将GDP目标调整为7%，而2003年即便是非典之后GDP增速仍然保持9.1%。加强项目审批，叫停手续不全跟风投资项目，海螺等大型集团手续完备重视建设条件，受宏观调控影响较小。

图表45：1997-2005 固定资产投资增速（实际同比）



资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表46：2000-2005 M2 同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

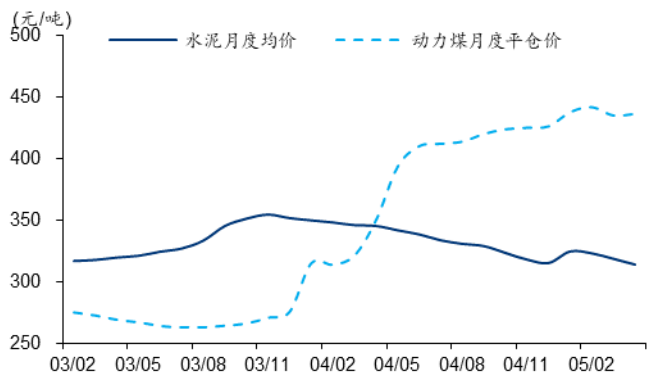
图表47：2002-2005 年水泥行业相关政策

时间	部门	文件	内容简介
2002.4.18	财政部	《散装水泥专项资金征收和使用管理办法》	(1) 对水泥生产企业销售袋装水泥，按最高不超过每吨1元标准征收散装水泥专项资金；对使用袋装水泥的单位按不超过每吨3元征收散装水泥专项资金； (2) 散装水泥专项资金使用范围包括：新建、改建和扩建散装水泥、预拌混凝土、预拌砂浆专用设施；购置和维修散装水泥、预拌混凝土、预拌砂浆设备等；
2003.11.21	发改委等	《关于防止水泥行业盲目投资加快结构调整的若干意见》	(1) 支持加快发展新型干法水泥，重点支持在有资源的地方建设日产4000吨及以上规模新型干法熟料基地项目，鼓励地方和企业以淘汰落后生产能力的方式，发展新型干法水泥。 (2) 科学规划布局，各地区要有针对性地采取措施，切实制止低水平重复建设； (3) 严格市场准入，各级国土资源行政主管部门要严格新建、扩建水泥项目建设用地管理，限制制止不符合标准的水泥进入重点建设工程和建筑物结构工程； (4) 强化环境监督，对现有水泥生产企业要严格执行污染物排放许可证制度，没有排污许可证的一律不准排污； (5) 强石灰石矿产资源管理，在保护生态环境的前提下，确保石灰石及配料采矿权布局合理，合理开发利用石灰石资源。

资料来源：发改委、财政部、华泰证券研究所

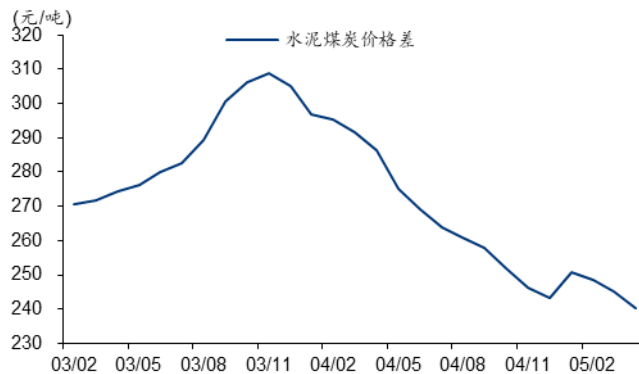
受到固投增速回落、M2 增速放缓、宏观调结构影响，水泥价格在 2004 年全年回落，但于此同时煤、电、运紧张局面没有得到缓解，水泥行业的盈利能力在 2004 年全年持续回落。海螺利润的反应滞后于此，2004 年尽管公司的利润增速有所放缓，但是吨净利润仍然维持在历史较高水平，2005 年公司的盈利水平大幅下滑。

图表48: 2003.02-2005.04 PO 42.5 水泥及动力煤价格



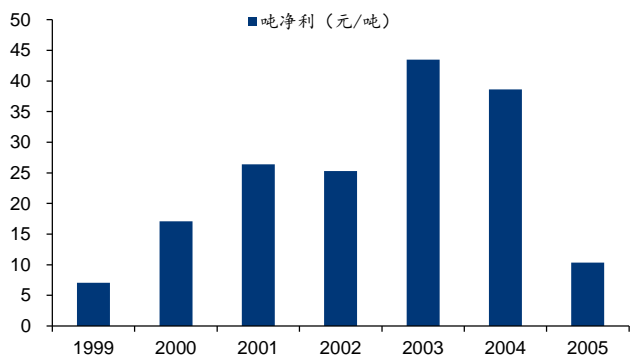
资料来源: 数字水泥网、Wind、华泰证券研究所

图表49: 2003.02-2005.04 水泥煤炭价格差



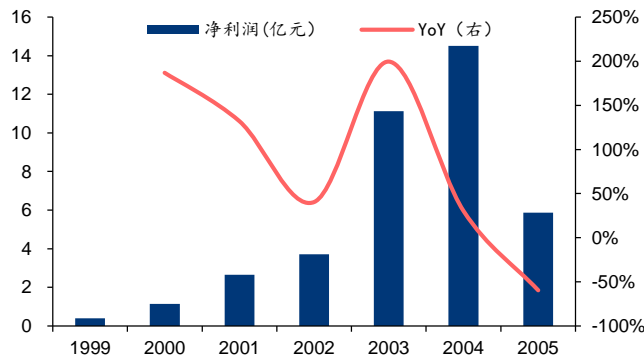
资料来源: 数字水泥网、Wind、华泰证券研究所

图表50: 1999-2005 海螺水泥吨净利



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

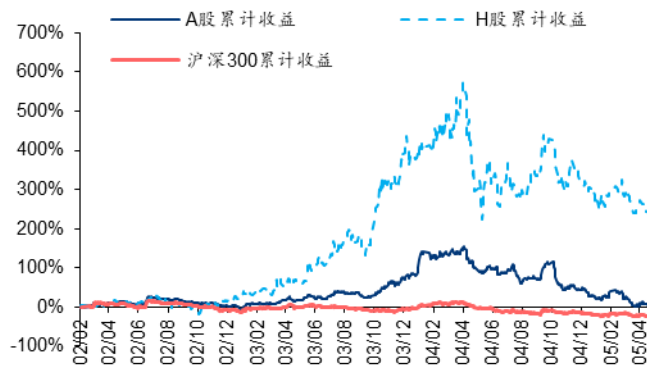
图表51: 1999-2005 海螺水泥净利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

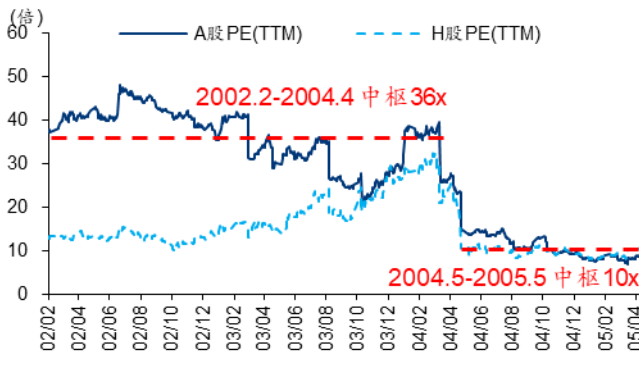
股票市场有提前预期, 在宏观调控的信号出现后开始抛弃水泥股。股票市场上, 海螺的见顶出现在 2004 年 4 月, 4 月中央以“铁本”事件作为契机展开全面宏观调控, 当月海螺 A 股下跌了 14%, 结束了 2002 年以来的 2 年牛市。2002.02-2004.04, 海螺 A 股上涨 155%, 而 H 股表现更加亮眼, 主要也是与 H 股估值起点较低有关。牛转熊以后, 公司 A 股 PE (ttm) 估值中枢也从上市初的 36x, 回落到 2005 年的 10x 左右。

图表52: 2002.02-2005.04 海螺 A 股、H 股及沪深 300 累计收益



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表53: 2002.02-2005.04 海螺 A 股、H 股估值比较

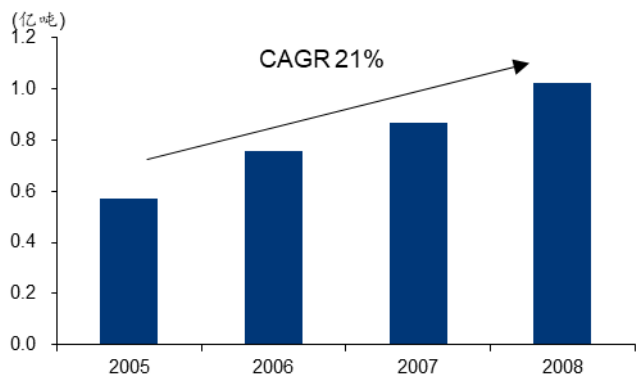


资料来源: Wind、华泰证券研究所

二、布局中南，迎接牛市，业绩估值双升

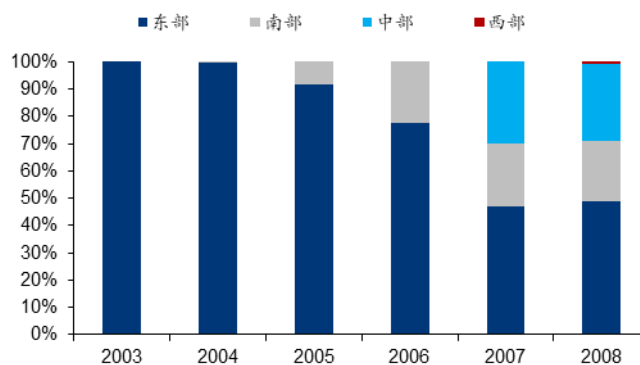
2005年起，公司除了保证华东地区稳步扩张外，还积极推进华南项目的工程建设，把握中部省份基建建设、新农村建设机遇，拓展中部市场。

图表54：2005-2008年公司水泥及熟料销量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表55：2003-2008年海螺水泥区域营收占比

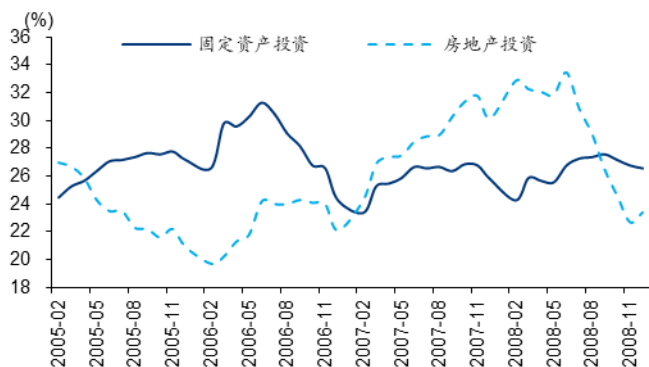


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2007年5月29日，海螺水泥发行股份募资41.3亿购买海螺集团旗下宁昌公司、芜湖塑料、海螺国贸（三家公司与海螺水泥持续关联交易额较大）及海创公司拥有的荻港、枞阳、池州、铜陵海螺（海螺水泥设备最为先进、区位条件最为有利的控股子公司）少数股东权益。

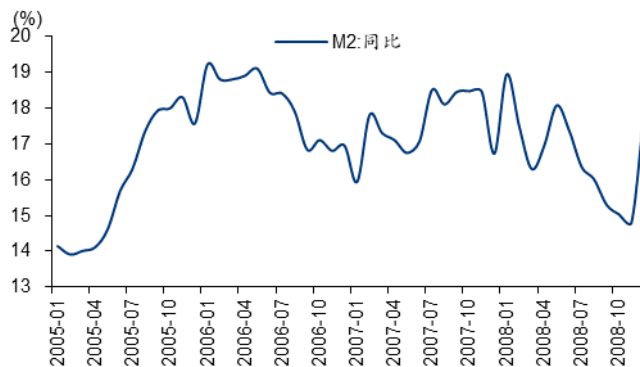
2005-2007年市场流动性宽松，固投驱动经济高速增长为水泥营造宽松、快速扩张的需求外部环境。经历了2004年的宏观调控之后，2005年下半年流动性又开始放松，M2增速提速并保持高位震荡，2005-2007年GDP保持11%以上的高增速，固定资产投资与地产投资同样保持20%以上的快速增长，是拉动水泥需求的主要因素。除此之外，新农村建设也有效拉动了农村水泥的需求。到了这个阶段的尾声，为了抑制经济过热和通货膨胀，央行在2007年六次加息、十次上调存款准备金率。

图表56：2005-2008年固定资产投资与房地产投资增速



资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表57：2005-2007年M2同比增速



资料来源：Wind 券研究所

国家产业政策明确扶持大型企业集团，淘汰落后立窑产能。2006年，多部门联合发文《关于加快水泥工业结构调整的若干意见》，确定了以海螺水泥为首的12家全国性大型水泥企业为国家重点支持水泥工业结构调整的企业，在项目核准、土地审批、信贷投放等方面给予优先支持，鼓励这些企业收购、重组、联合，以提高生产集中度和优化资源配置。2007年2月国家发改委发布《关于做好淘汰落后水泥生产能力有关工作的通知》，下发了2007至2010年全国分省淘汰落后水泥生产能力计划表。

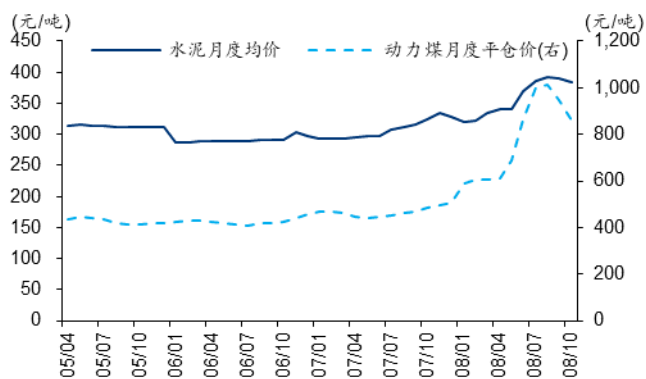
图表58： 2006年发改委发布水泥行业相关政策

时间	部门	文件	内容简介
2006.4.13	发改委等	《关于加快水泥工业结构调整的若干意见》	(1) 加强总量控制，实施分类指导； (2) 制定和完善政策，严格市场准入； (3) 建立落后产能退出机制，加大结构调整力度； (4) 支持大企业集团发展，加快提高产业集中度； (5) 鼓励水泥企业“走出去”，参与国际市场竞争； (6) 加强水泥矿山资源管理，大力发展循环经济； (7) 发挥行业协会作用，加强行业自律等。
2006.10.17	发改委	《水泥工业产业政策》	(1) 提出推动水泥企业跨部门、跨区域的重组联合，向集团化方向发展，逐步实现集约化经营和资源的合理配置， 提高水泥企业的生产集中度和竞争能力 ； (2) 对水泥工业中长期的发展目标提出了具体要求 ，涉及新干比重、能耗、企业数量及规模等，同时对淘汰落后生产力、加快技术进步均提出了目标要求； (3) 对产业政策；产业组织政策；投资管理政策；发展保障政策 等分别进行了明确的界定。
2006.10.17	发改委	《水泥工业发展专项规划》	提出了水泥工业发展的基本原则，近期和中长期的发展目标，对各地市的布局 and 规划提出了指导性的意见。
2007.2.18	发改委	《关于做好淘汰落后水泥生产能力有关工作的通知》	(1) 到2010年末，全国完成 淘汰小水泥产能2.5亿吨 ； (2) 2008年底前各地要淘汰各种规格的干法中空窑、湿法窑等落后工艺技术装备，进一步消减立窑生产能力，有条件的地区要 淘汰全部立窑 ； (3) 地方各级人民政府要依法关停并转年产能 小于20万吨和环保或水泥质量不达标企业 的生产能力。

资料来源：发改委，华泰证券研究所

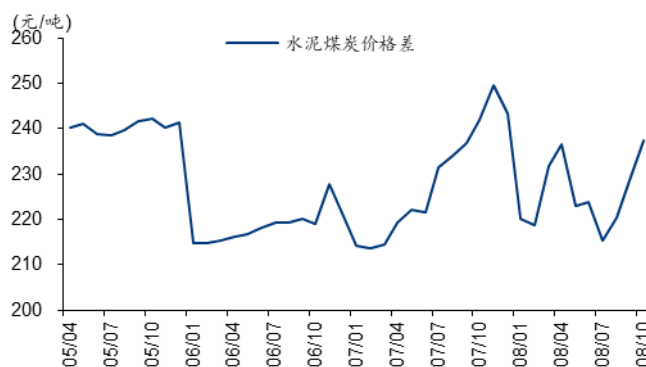
2005-2008期间，由于整体的宏观经济发展速度较快，上游能源、电力处于涨价通道，尤其是到了2008年初，由于南方冰雪灾害导致开春后煤炭需求大幅上涨，供给紧张，运力不足，煤价大幅拉涨。为了应对成本上涨压力，海螺开始建立起与大型煤炭集团直采，拓宽采购渠道等机制，同时实施节能降耗的技改，加大自营出口码头建设，减少中转费用。

图表59： 2005.04-2008.10 PO 42.5 水泥及动力煤价格



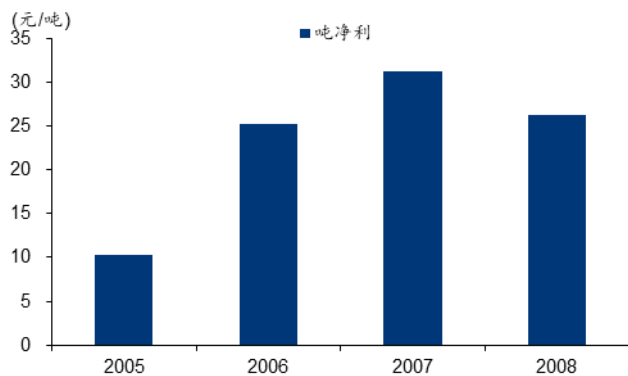
资料来源：数字水泥网，Wind，华泰证券研究所

图表60： 2005.04-2008.10 水泥煤炭价格差



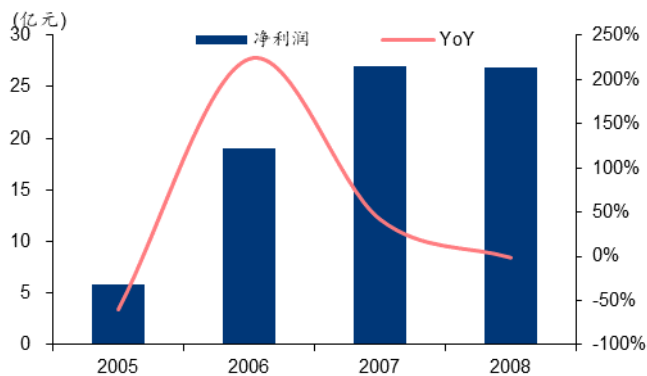
资料来源：数字水泥网，Wind，华泰证券研究所

图表61: 2005-2008年海螺水泥吨净利



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

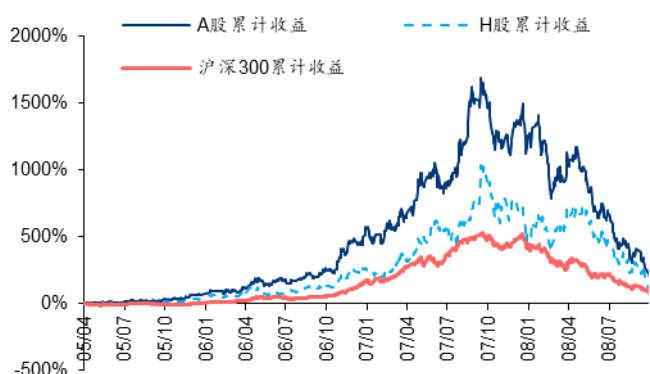
图表62: 2005-2008年海螺水泥净利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

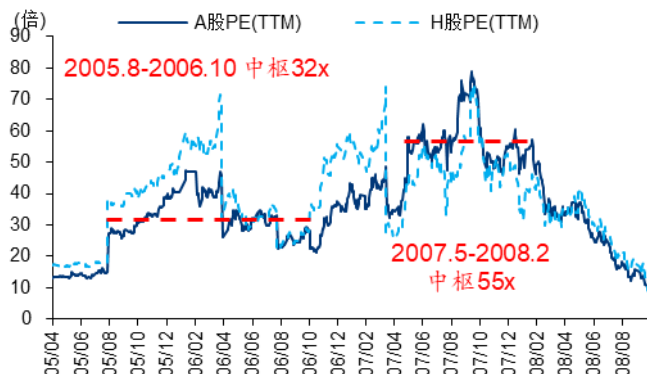
2005-2007年的大牛市,是海螺历史上涨幅最高的一次,海螺A股最高涨幅达到1690%,H股最高涨幅1033%,跑赢沪深300期间534%的涨幅,是一次典型的戴维斯双击。我们认为A股涨幅高于H股主要是由于在2005年牛市起步时有一定的估值优势,另外更重要的是,股权分置改革解决法人股流通性问题增强市场流动性,在大牛市背景下,A股的估值提升幅度更加可观。

图表63: 2005.04-2008.10海螺A股、H股及沪深300累计收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表64: 2005.04-2008.10海螺A股、H股估值比较



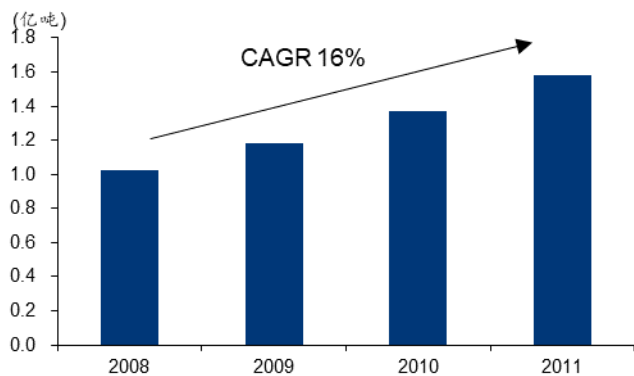
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

三、进军西部,“四万亿”再启水泥牛市

大牛市余威助力海螺百亿公开增发,增强主场竞争优势。2007年6月26日,海螺水泥公告公开增发预案,拟增发2亿股。在2008年5月16日完成此次增发,最终募资114.8亿,创出了公司历史上再融资金额记录。增发募资主要用于华东、华南新增产能的建设及相应余热发电项目的建设,进一步强化主场竞争优势。此时公司在华东市场已经深耕十余年,除涉足华南以外,向全国其他地区进一步扩张变得顺理成章。

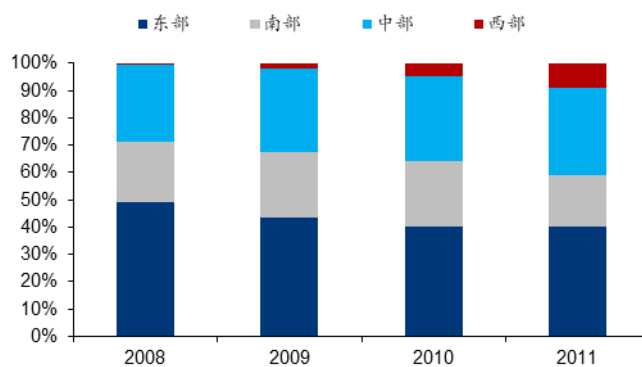
汶川地震灾后重建为海螺创造了较好进入西部市场契机。西南地区缺乏水道运输优势,区域多山,交通运输不便,本地水泥市场更加封闭,区域市场集中度较低。根据水泥协会报告,2008年底,成都有44条立窑生产线被强迫关闭,近1000万吨落后产能被淘汰,加上灾后重建的因素,造成供需关系紧张,为海螺创造了进入区域市场的契机。2009年2010年,海螺规划内的达州海螺、重庆海螺等14条5000t/d熟料线及37台水泥磨建成投产。

图表65: 2008-2011年公司水泥及熟料销量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

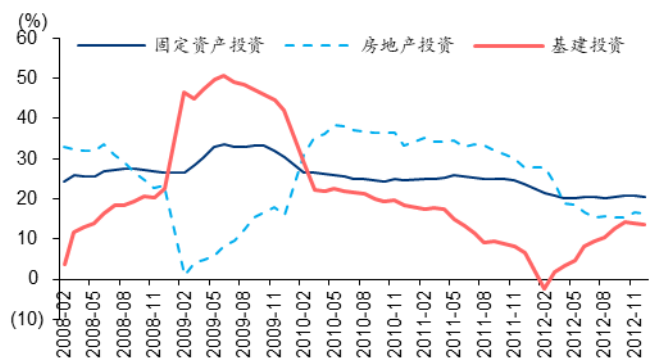
图表66: 2008-2011年海螺水泥分区域收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

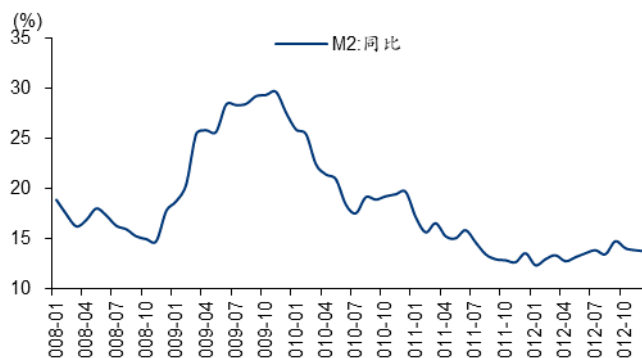
2008年底启动“四万亿”计划，对冲全球金融危机造成的需求疲软。四万亿直接拉动了基础设施建设需求，加快了铁路、公路和机场建设，包括保障性安居工程、农村建设也做作为重点建设内容。2008年，中共中央启动保障性安居工程，并将国有林区（场）棚户区（危旧房）、国有垦区危房、中央下放地方煤矿棚户区改造作为重要内容。2010年中央“一号文件”提出，抓住农村建房快速增长和建材供给充裕的时机，把支持农民建房作为扩大内需的重大举措，采取有效措施推动“建材下乡”，鼓励农民建设自用住房。

图表67: 2008-2012年固定资产、房地产、基建投资增速



资料来源: 统计局, 华泰证券研究所

图表68: 2008-2012年M2同比增速



资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

为了预防过剩调整产业结构，2009年38号文出台，旨在淘汰落后产能、控制新增产能。“四万亿”计划是在较为仓促的历史背景下出台，除了中央政府以外，实际上地方政府投资计划更加庞大，水泥产能的过剩问题也开始逐渐浮现。数字水泥网数据，截止2008年底，水泥产能18.7亿吨，在建产能8.3亿吨，而当时市场需求仅16亿吨。2009年10月27日，国家发改委出台《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》(国发[2009]38号)，要求加大对水泥等行业落后产能的淘汰力度，2012年淘汰所有落后产能，控制行业产能过快增长。2009年以后每年均有接近1亿吨的落后立窑产能淘汰，但是对新增产能的控制方面收效有限。政策口径的把控上，以“等量置换”为目标，为后面新增产能留下较大的运作空间。

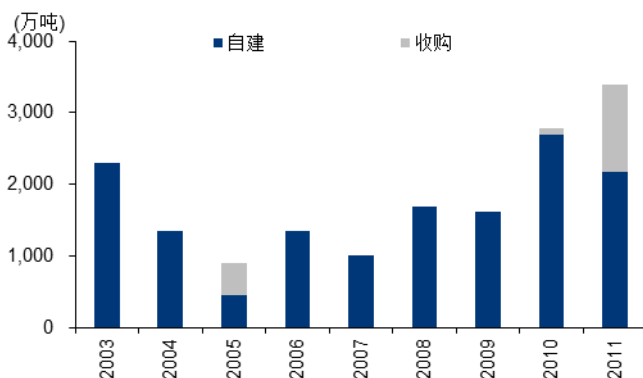
图表69： 2008-2011年水泥行业相关政策

时间	部门	文件	内容
2008.11.5	国务院	“四万亿”计划	加快建设保障性安居工程；加快农村基础设施建设；加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设；加快医疗卫生、文化教育事业的发展；加强生态环境建设；加快自主创新和结构调整；加快地震灾区灾后重建各项工作；提高城乡居民收入；在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造；加大金融对经济增长的支持力度。
2009.9.26	发改委等	《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》	(1) 严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则； (2) 各省（区、市）尽快制定三年内彻底淘汰落后产能时间表； (3) 制定和完善政策，严格市场准入； (4) 推进开展区域产业规划的环境影响评价，强化环境监管； (5) 加强对各类建设项目用地监管，依法依规供地用地。
2009.11.26	工信部	《关于抑制产能过剩和重复建设引导水泥产业健康发展的意见》	(1) 坚决抑制产能过剩和重复建设，严格市场准入，提高准入门槛； (2) 继续加大淘汰落后工作力度； (3) 以省为单位做好地区水泥产能总量平衡； (4) 推动优势企业兼并重组，“十一五”前 CR10 达到 30%； (5) 支持企业开展技术改造，建立信息发布制度，加强组织领导等。
2010.4.6	国务院	《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》	(1) 2012 年底前，淘汰窑径 3.0 米以下水泥机械化立窑生产线、窑径 2.5 米以下水泥干法中空窑、水泥湿法窑生产线、直径 3.0 米以下的水泥磨机以及水泥土（蛋）窑、普通立窑等落后水泥产能； (2) 分解落实目标责任；强化政策约束机制；完善政策激励机制；健全监督检查机制；切实加强组织领导。
2010.11.25	工信部	《关于水泥工业节能减排的指导意见》	(1) 加强监督管理，严控水泥企业盲目扩张； (2) 建立完善节能减排新机制和优惠政策； (3) 完善节能减排标准体系； (4) 积极鼓励水泥行业技术创新； (5) 明确节能减排主体，加强企业能力建设； (6) 加强组织领导。
2011.8.24	工信部	《水泥行业准入公告管理暂行办法》	申请准入公告的水泥生产线所属企业应当具备以下基本条件：具有独立法人资格；布局符合国家有关法律法规、土地利用总体规划和产业发展规划；具有符合国家产业政策和标准规范的生产线，以及污染物治理和资源综合利用设施；以及按规定淘汰落后产能等。
2011.11.9	工信部	《水泥工业“十二五”发展规划》	(1) 到 2015 年，规模以上企业工业增加值年均增长 10% 以上； (2) 淘汰落后水泥产能 2.5 亿吨； (3) 主要污染物实现达标排放，协同处置取得明显进展，协同处置比例达到 10%； (4) 综合利用废弃物总量提高 20%； (5) 42.5 级及以上产品消费比例力争达到 50% 以上； (6) 前 10 家企业生产集中度达到 35% 以上。

资料来源：各部门网站，华泰证券研究所

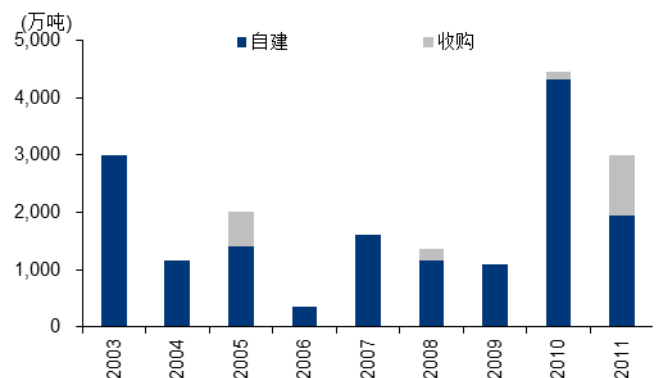
2011年海螺新增产能中，收购比例明显增加，尤其是针对西部空白市场。2010年之前，海螺水泥新增产能主要以自建为主。2009年底38号文严控新增产能，鼓励大企业集团并购重组，海螺水泥并购产能比重显著提升，2011年并购熟料、水泥产能占新增产能36%、35%。

图表70： 2003-2011年海螺水泥新增熟料产能结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表71： 2003-2011年海螺水泥新增水泥产能结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

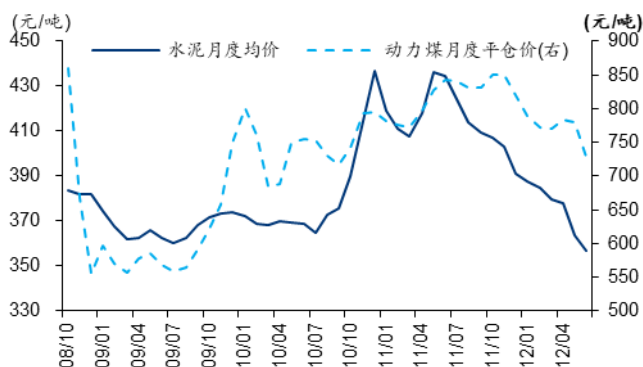
图表72： 2010-2011年海螺水泥并购水泥熟料生产线一览

时间	项目	地区	熟料产能(t/d)	水泥产能(万吨)
2010	龙陵汇合	云南	2500	120
2011	云南壮乡	云南	2000	
	广西四合	广西	4000	163
	宝鸡海螺	陕西	5500	240
	宝鸡众喜	陕西	4500	220
	宝鸡众喜凤凰山	陕西	4500	220
	乾县海螺	陕西	4500	220
	贵州六矿	贵州	7000	
	黔西南发展	贵州	2000	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2010-2011年，拉闸限电促水泥价格创阶段性高点，海螺业绩弹性显著。2010年9月，为完成“十一五”节能减排任务，针对高耗能行业开启“拉闸限电”，水泥市场出现“一边需求猛增，一边因限电无法生产”的情况，水泥价格迅速拉涨。进入2011年，一场由节能减排掀起的被动“拉闸限电”演变成主动的“限电停窑”，上半年水泥价格创出阶段性高点。直至7月之后，随着高铁项目缓建与房地产深入调控，这一轮涨价行情才逐渐消退。2008-2011年，海螺水泥利润增速逐年提速，净利润 CAGR (2008-2011) 64%，而销量 CAGR 只有 16%。

图表73： 2008.10-2012.06 PO 42.5 水泥及动力煤价格



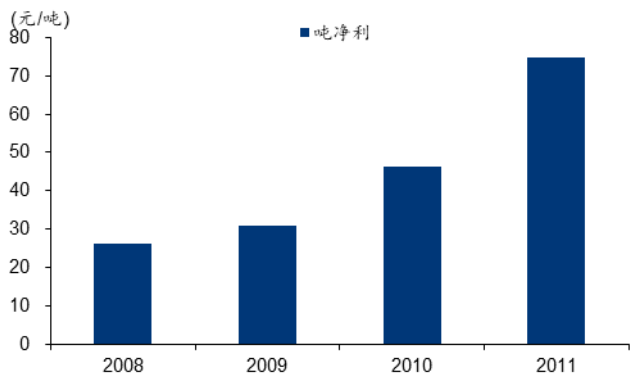
资料来源：数字水泥网，Wind，华泰证券研究所

图表74： 2008.10-2012.06 水泥煤炭价格差



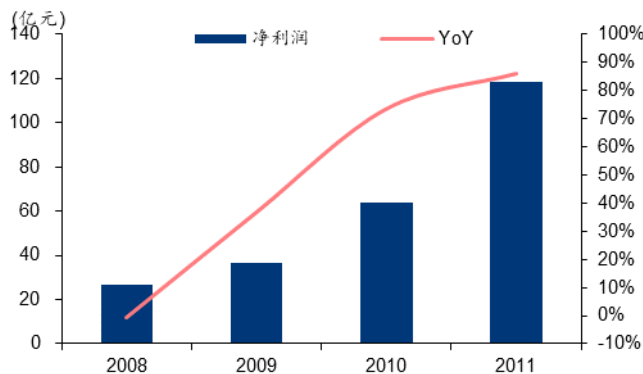
资料来源：数字水泥网，Wind，华泰证券研究所

图表75： 2008-2011年海螺水泥吨净利



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表76： 2008-2011年海螺水泥净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

在第三阶段中，又可以进一步细分成两个阶段：(1) 2008.10-2009.08，海螺 A 股、H 股分别获得累计收益 255%、300%，这一阶段收益主要来自于四万亿之后的预期驱动估值提升，A 股、H 股 (PE(TTM)) 分别提升 308%、333%；(2) 2010.06-2011.07，海螺 A

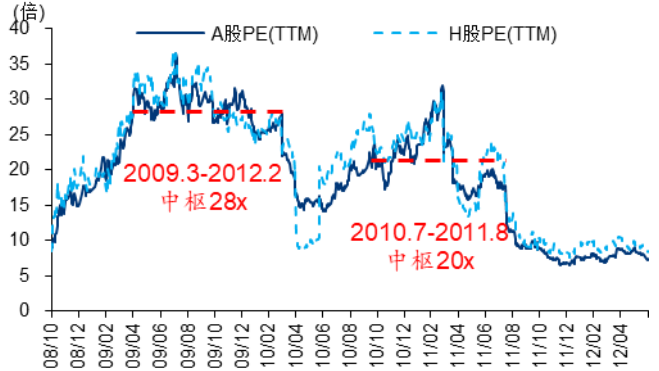
股、H股分别获得累计收益 176%、153%，收益主要来源于业绩增长，估值中枢反而较前两年有非常明显的回落，这一阶段海螺 A 股 PE 中枢约 19x。

图表77： 2008.10-2012.06 海螺 A 股、H 股及沪深 300 累计收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表78： 2008.10-2012.06 海螺 A 股、H 股估值比较

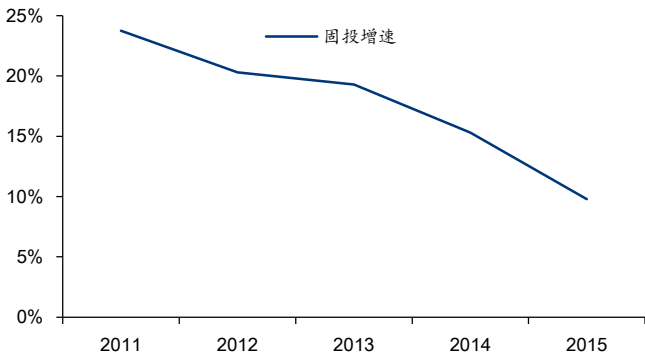


资料来源：Wind，华泰证券研究所

四、全国水泥需求见天花板，进入全面过剩时代

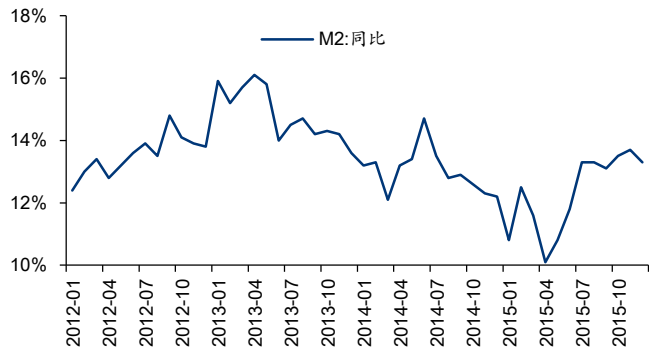
2012-2015 年，固投增速从“四万亿”高峰阶段持续回落，期间 2013 年由于固投企稳，地产投资增速回升，水泥价格有一个年度级别反弹，行业盈利能力改善，但从 2014 年开始行业急转直下，尽管 2014 年产量较 2013 年增加了 2%，但是下游地产投资增速回落需求支持乏力以及新产线扩张造成供给压力增加，造成价格在 2014、2015 年持续回落。

图表79： 2011-2015 固定资产投资增速



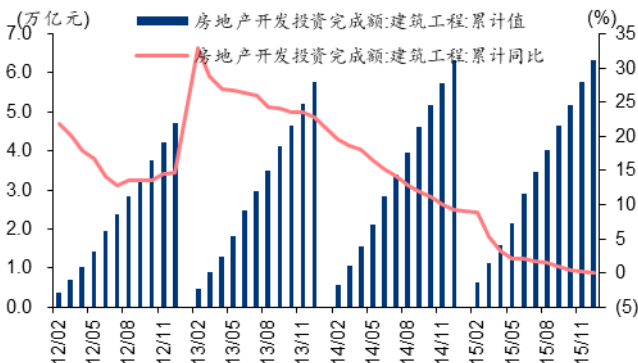
资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表80： 2012-2015 M2 同比增速



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表81： 2012-2015 年房地产开发投资额(建筑工程)及增速



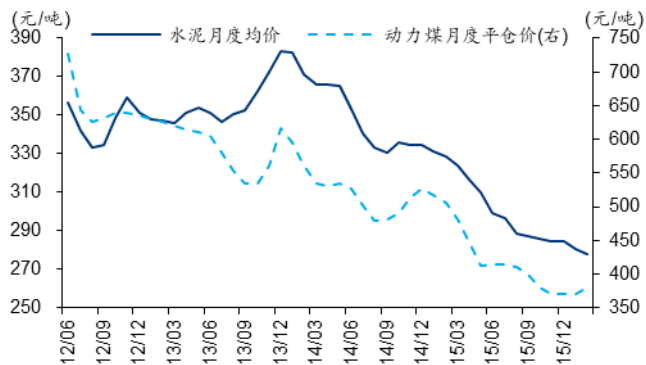
资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表82： 2012-2015 年广义基建投资额及增速



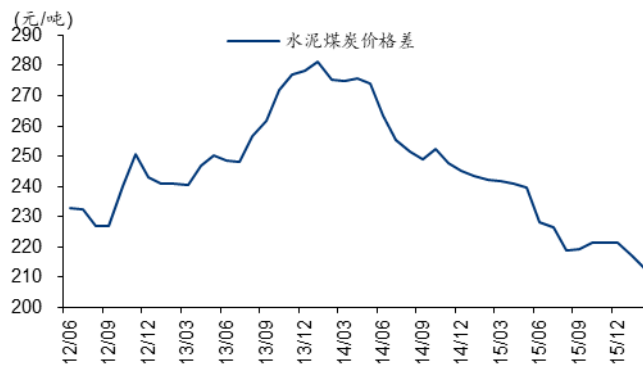
资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表83: 2012.06-2016.02 PO 42.5 水泥及动力煤价格



资料来源: 数字水泥网, Wind, 华泰证券研究所

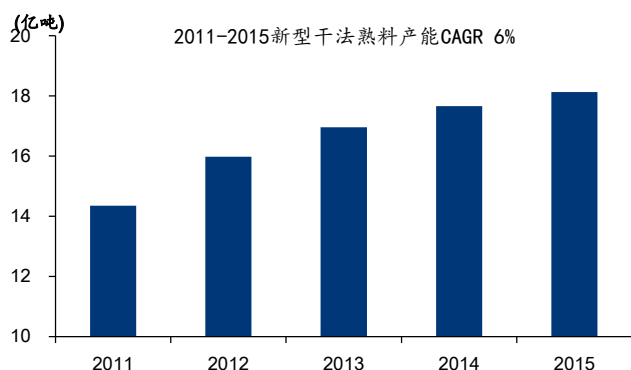
图表84: 2012.06-2016.02 水泥煤炭价格差



资料来源: 数字水泥网, Wind, 华泰证券研究所

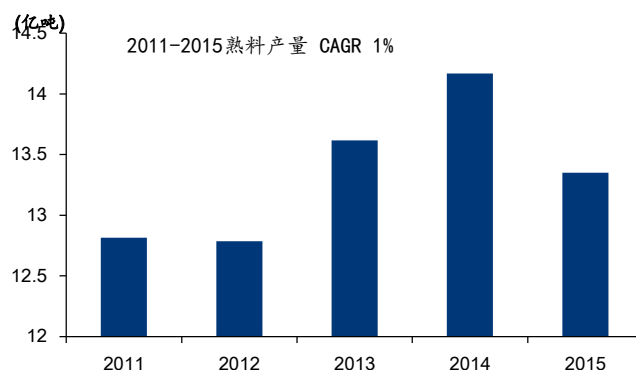
水泥整体产量见顶, 产能进入全面过剩时代。在这一阶段, 值得注意的是, 水泥产量在2014年创出历史最高的记录, 再往后即便是2016年以后行业迎来复苏, 也没有打破这个记录, 整体产量见顶已成定局。新型干法线产能仍然保持每年稳定释放的节奏, 一方面是对立窑等落后产能淘汰的替代, 但是另一方面新产能的投放也在冲击着既有的市场竞争格局, 所以行业真正进入了连先进的新型干法熟料产能也开始过剩时代。

图表85: 2011-2015 新型干法熟料产能



资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

图表86: 2011-2015 熟料产量



资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

根据阶段行业环境以及产业政策导向, 海螺对战略进行了调整。(1) 从2011年开始走向海外, 主要面向东南亚国家, 投资印尼、缅甸、柬埔寨等国新建水泥产线;(2) 向产业链的上下游延伸, 2011年开始建设骨料产线, 后面逐年扩大, 对骨料业务的投入相对乐观, 而对混凝土业务相对较为保守, 一直到2017年才有探索型项目落地, 对未来混凝土业务仍保持较为谨慎态度。目前骨料市场在政府整治矿山, 严控上游资源品的严监管下, 整体供不应求, 而混凝土整体过剩局面未有明显缓解, 也体现出海螺在战略上的远见意识;(3) 完善能耗、环保排放的技术改造要求, 海螺从2004年开始就已经大力投入余热发电项目, 但是针对从2013年开始的污染物排放标准收紧, 开始了新一轮的对脱硫脱硝项目的改造。

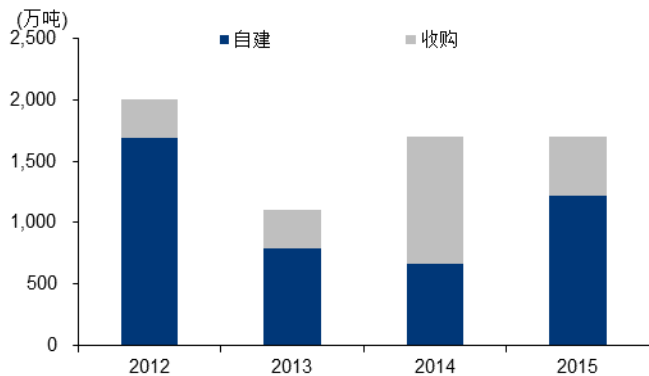
图表87： 2013-2015年水泥行业相关政策

时间	部门	文件	内容简介
2013.1.22	工信部等	《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》	(1) 到2015年,前10家水泥企业产业集中度达到35%,形成3—4家熟料产能1亿吨以上,产业链完整,核心竞争力和国际影响力强的建材企业集团; (2) 重点支持优势骨干水泥企业开展跨地区、跨所有制兼并重组; (3) 鼓励水泥企业延伸产业链,在做强做大主业的基础上兼并重组上下游关联企业,优化物流配送,整合发展预拌砂浆、商品混凝土及建筑预制构件产业; (4) 鼓励将企业兼并重组与改组、改制、技术改造、加强管理相结合。
2013.5.10	发改委等	《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》	(1) 严禁核准水泥等过剩产业新增项目,不得为其办理土地供应、环评审批,不能为其提供金融授信; (2) 坚决停建产能严重过剩行业违规在建项目; (3) 加强领导严格监督检查。
2013.10.6	国务院	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	(1) 提出了总体要求、基本原则、主要目标; (2) 坚决遏制产能盲目扩张,调整优化产业结构; (3) 清理整顿建成违规产能,淘汰和退出落后产能; (4) 修订水泥产品标准和设计规范,推广使用高标号水泥; (5) 支持利用现有水泥窑无害化协同处置城市生活垃圾和产业废弃物,进一步完善费用结算机制,协同处置生产线数量比重不低于10%。
2013.12.2	国务院	《关于发布政府核准的投资项目目录(2013年本)的通知》	(1) 水泥投资核准下放至省级政府; (2) 对于水泥等产能严重过剩行业的项目,国务院有关部门和地方政府要按照国务院关于化解产能严重过剩矛盾指导意见的要求,严格控制新增产能
2014.5.5	发改委等	《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》	(1) 对淘汰类水泥熟料企业生产用电实行更加严格的差别电价政策,其用电价格在现行目录销售电价基础上每千瓦时加价0.4元。各地可结合实际加大力度; (2) 对其他水泥企业生产用电实行基于能耗标准的阶梯电价政策; (3) 完善差别电价执行程序,明确淘汰类水泥熟料生产线(企业)差别电价甄别认定执行程序; (4) 严格生产许可证管理和行政执法。凡不符合国家产业政策的水泥生产线,一律不予以换(发)生产许可证; (5) 因实施差别电价政策而增加的加价电费,10%留电网企业用于弥补执行差别电价增加的成本,90%归地方政府使用,主要用于支持水泥行业节能技术改造、淘汰落后和转型升级。
2014.9.30	工信部	《关于做好“十三五”期间重点行业淘汰落后和过剩产能目标计划制订工作的通知》	1.按照“十二五”淘汰落后产能任务,制定水泥(熟料及磨机)等15个重点行业2015年目标计划; 2.结合环保、能耗等标准实施及结构调整推进情况,制定重点行业,尤其是化解产能过剩矛盾和大气污染防治涉及水泥等行业“十三五”淘汰目标,以及到2017年阶段性目标。
2015.2.13	工信部	《2015年原材料工业转型发展工作要点》	1.严格控制新增产能,推动存量调整优化; 2.推动水泥等行业建立以能耗、环保为主的落后产能判定标准。
2015.11.13	工信部、环保部	《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	1.错峰生产的范围、时间安排; 2.严格执行污染物排放新标准; 3.加强水泥熟料储存管理。

资料来源:各部门网站,华泰证券研究所

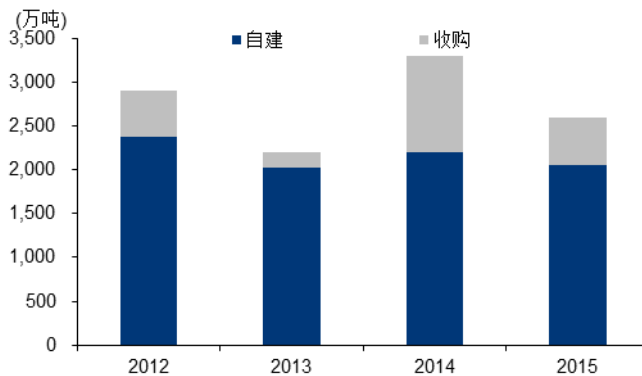
产能稳定增加,从自建向收购倾斜。新建产能仍然保持一定的规模,但是增速明显要放缓,主要是存量项目释放。另外就是响应国家产业政策,增加了兼并收购的力度,按照“资源有保证、工艺装备完整、批文权证齐全、市场有潜力以及有助于提升公司竞争力”的原则收购新产线。

图表88： 2003-2011年海螺水泥新增熟料产能结构



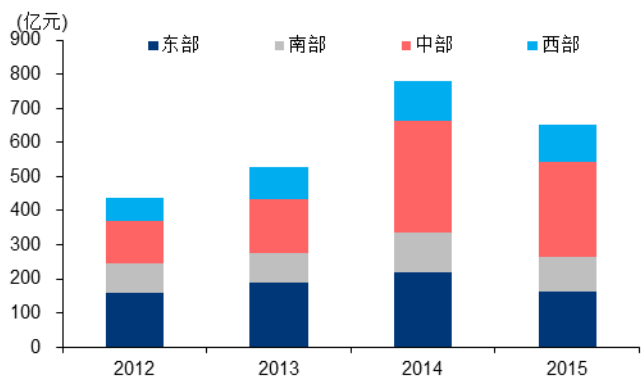
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表89： 2012-2015年海螺水泥新增水泥产能结构



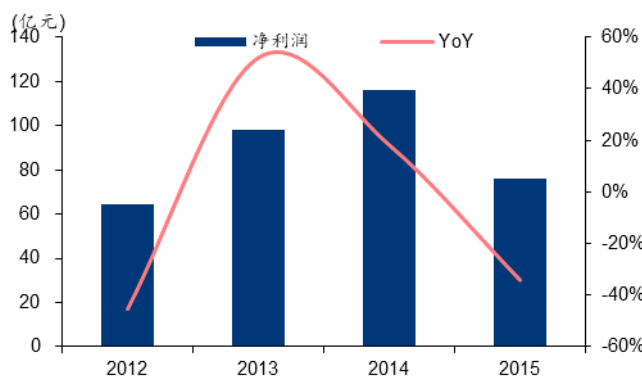
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表90： 2012-2015年海螺水泥分区域收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

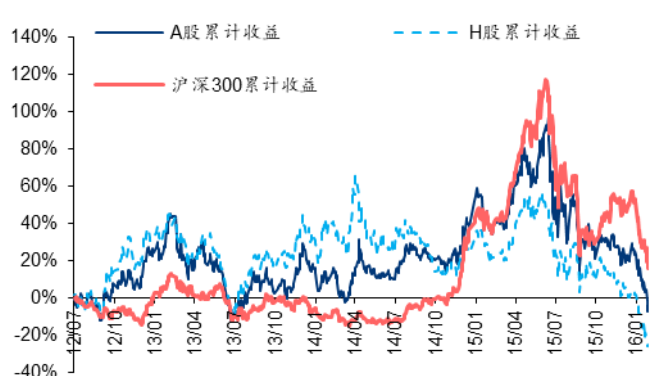
图表91： 2012-2015年海螺水泥净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

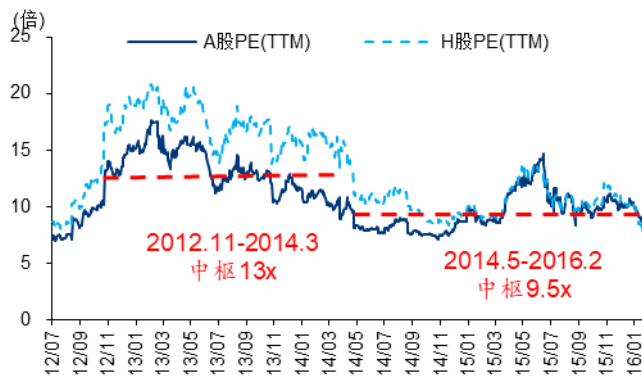
熊市跑赢沪深300，牛市跑输。在该阶段，海螺经历三年盘整，2015年迎来一轮牛市，2015年全年海螺A股、H股区间最高收益分别达99%、55%，牛市期间未跑赢沪深300。2014年11月17日，沪港通开通，海螺A、H股估值差异减小，基本趋于一致。2014-2016年，海螺A股PE (ttm) 中枢回落到9.5x，是历史最低水平，估值水平围绕中枢上下波动，并未再现历史上的多轮牛市中估值大幅抬升，投资信心恢复的情况，我们认为与整体水泥需求见天花板，产能全面过剩有关。

图表92： 2012.06-2016.02 海螺A股、H股及沪深300 累计收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表93： 2012.06-2016.02 海螺A股、H股估值比较

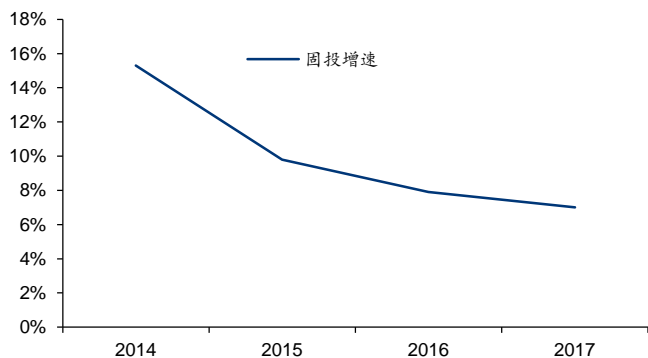


资料来源：Wind，华泰证券研究所

五、新周期复苏，供给侧改革的牛市

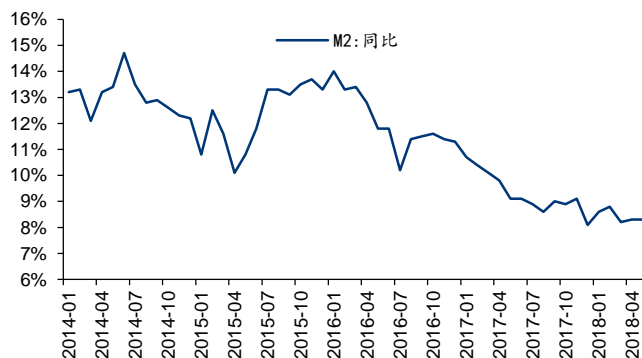
2016年初，在中央供给侧改革的推动下，水泥伴随下游地产回暖迎来一轮复苏。按照以往的传导模式，当固投增速持续回落，尤其是支撑本轮水泥复苏的地产投资增速回落时，水泥的景气也会持续下降。但是这次不一样，水泥不仅没有在2017年走弱，反而在盘整大半年后，在Q4再一次出现价格大幅拉涨行情。

图表94： 2014-2017 全社会固定资产投资增速



资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表95： 2014-2018 5月 M2 月度同比增速



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表96： 2016-2018.05 房地产开发投资额(建筑工程)及增速



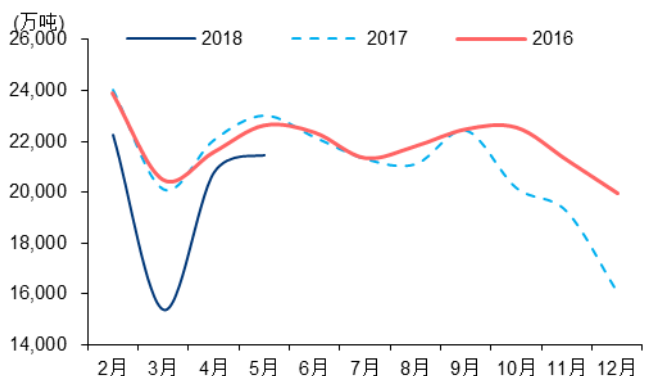
资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表97： 2016-2018.05 广义基建投资额及增速



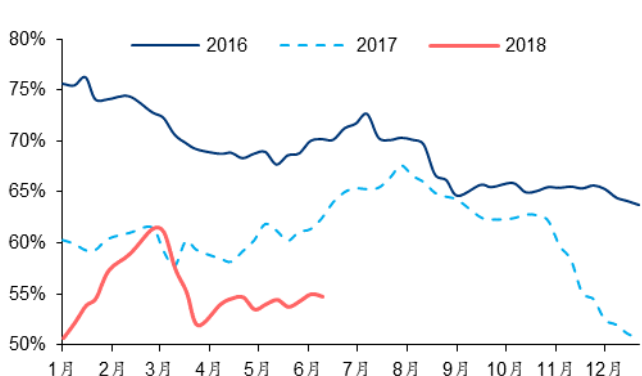
资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表98： 2016-2018 年 5 月全国单月水泥产量



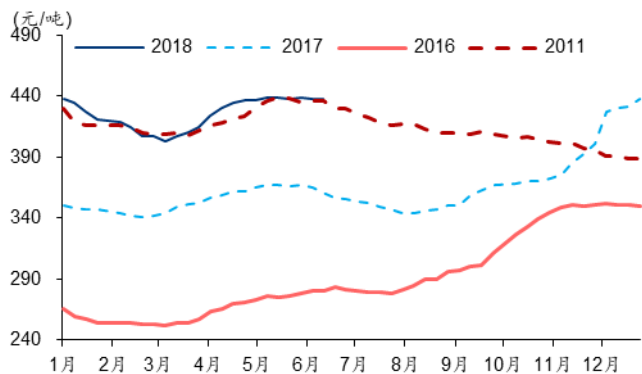
资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表99： 2016-2018 年 6 月月度水泥库容比



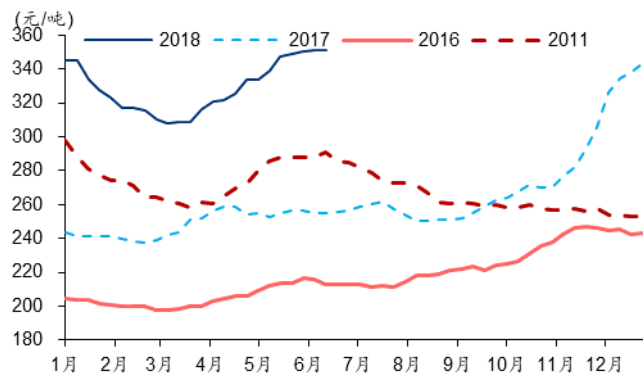
资料来源：数字水泥网，华泰证券研究所

图表100: 2016年至今PO 42.5水泥价格及与2011年对比



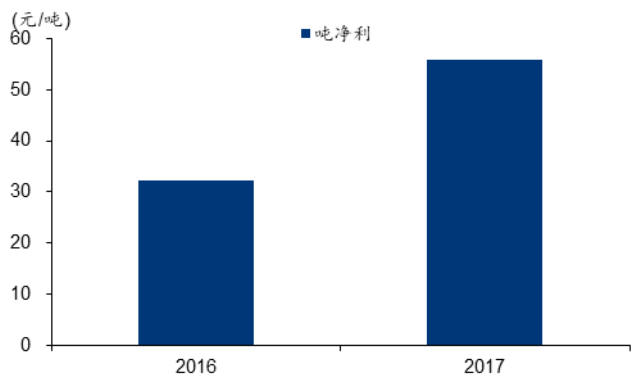
资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

图表101: 2016年至今水泥煤炭价格差及与2011年对比



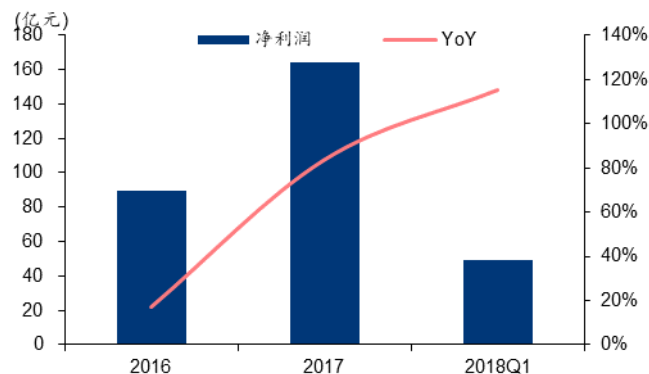
资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

图表102: 2016-2017年海螺水泥吨净利



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表103: 2006-2018Q1年海螺水泥净利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

我们认为 2017Q4 水泥异乎寻常的强势直接推动力是全国大范围的错峰限产, 背后是政府对水泥产业结构调整一以贯之的努力, 结合供给侧改革的背景, 在实际执行中的效果十分显著, 当然与行业内大企业的推动也密切相关;

(1) 存量逻辑转换, 从 2009 年“38 号文”时代开始, 中央对水泥产业产能过剩就已经保持警惕, 2016 年“34 号文”彻底刹住了新增产能的车, 行业从增量博弈的逻辑演化为存量博弈逻辑, 我们预计未来还会向产能退出的减量博弈演化;

(2) 环保、能耗、矿山、产品提标, 主要措施包括粉尘、氮氧化物、二氧化硫排放标准的进一步收严, 加强排污许可证的管理; 实行阶梯电价, 增加高能耗企业用电成本; 取消 32.5 复合水泥, 但在后面执行过程中, 32.5 复合水泥几乎全部转变为 32.5R 水泥, 只有新疆等局部地区全面取消 32.5 等级水泥, 目前行业也在对全国范围取消 32.5 等级水泥展开讨论。

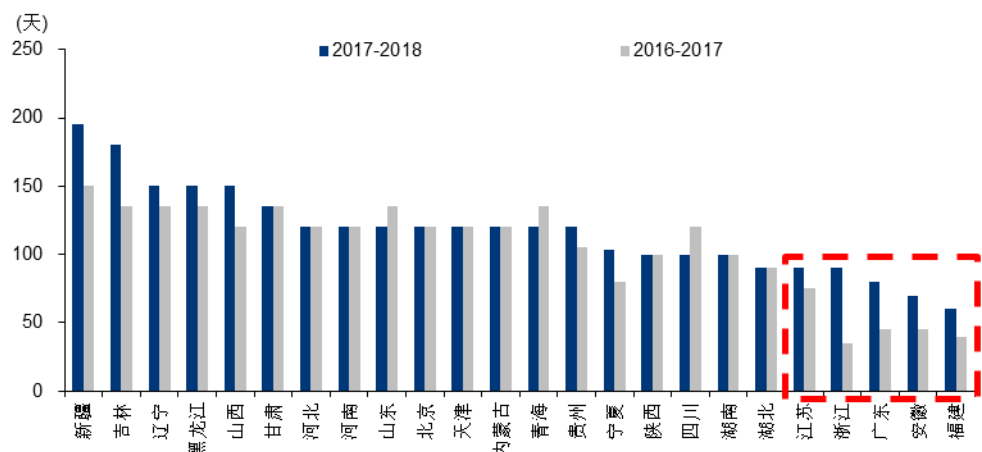
(3) 兼并重组加速, 集中度提升, 2016 年同时发生了三个重量级的重组事件: 金隅和冀东的整合; 中国建材和中国中材的合并; 华新水泥进一步整合拉法基中国水泥资产。大企业在主场上的竞争优势在强化。

图表104： 2016年至今水泥行业相关政策文件

时间	部门	文件	内容
2016.5.5	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	(1) 通过严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组和错峰生产等方式压减过剩产能； (2) 加快转型升级，促进降本增效； (3) 提出总体要求，完善支持政策；
2016.10.28	工信部、环保部	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	(1) 错峰生产范围、时间安排； (2) 加大环保监督检查力度，充分发挥行业协会的作用。
2016.12.20	国务院	《关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知》	(1) 控制重点区域流域排放，实施主要大气污染物重点减排工程； (2) 推进水泥窑协同处置城市生活垃圾； (3) 统筹整合水泥企业的余热余能资源和区域用能需求，实现能源梯级利用； (4) 督促各地严格落实水泥行业阶梯电价政策。
2017.5.3	水利部	《关于严格水资源管理促进供给侧结构性改革的通知》	(1) 严把审批关口，从严控制产能过剩行业项目取水； (2) 严格水资源管理，推动化解过剩产能和淘汰落后产能； (3) 落实以水定产，推动产业布局结构优化调整； (4) 强化部门联动，形成监管合力； (5) 严格执法检查，加强事中事后监管。
2017.5.19	工信部	《工业节能与绿色标准化行动计划(2017-2019年)》	(1) 制定和修订一批工业节能与绿色标准； (2) 加大强制性节能标准贯彻实施力度，开展工业企业能效水平对标达标活动； (3) 开展工业企业能效水平对标达标活动。
2017.8.16	环保部	《关于做好水泥行业排污许可证管理工作的通知》	(1) 水泥工业排污许可证发放范围为水泥(熟料)制造及其配套的水泥原料矿山开采、散装水泥转运等排污单位，水泥窑协同处置固体废物排污单位和独立粉磨站排污单位。其中，独立粉磨站企业实施排污许可简化管理； (2) 对已核发排污许可证的企业，其排污许可证执行情况的监管要集成企业废水、废气排放的环境监督管理要求。
2018.1.8	工信部	《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	(1) 加大减量置换力度，水泥熟料项目，除西藏地区外其他地区全面实施减量置换，其中：位于国家规定的环境敏感区内每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于非环境敏感区内每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能； (2) 对用于置换的产能限定、指标核定更加严格； (3) 依托既有主体装置不新增产能的节能减排技改项目可不制定产能置换方案； (4) 允许产能置换方案中存在“先建后拆”现象，即用于置换的产能公告后、关停拆除前，建设项目可以开工建设。

资料来源：各部门网站，华泰证券研究所

图表105： 2017-2018年与2016-2017年全国各省市水泥错峰生产天数



资料来源：各省市政府部门网站，华泰证券研究所，注：2018年是计划停产的总天数

图表 106: 2017-2018 年全国各地区非采暖期错峰生产政策比较

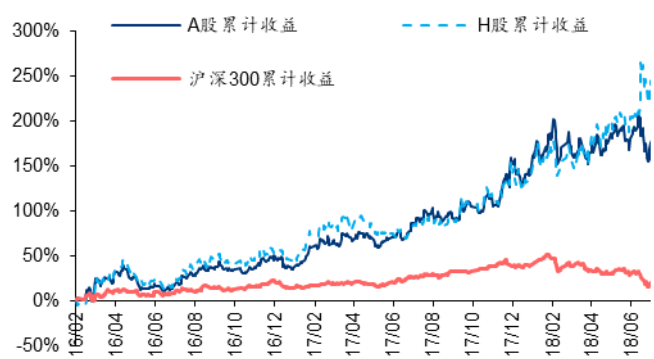
地区	省份	2017 年非采暖季停窑方案	2018 年非采暖季停窑方案
华北	河北	5 月 11-20 河北停窑 10 天; 秦皇岛 7.15-24 日停窑 10 天。	非采暖季, 石家庄、唐山熟料线每月限产 30%, 邢台、邯郸料线每月限产 20%。冀南地区 5.25-6.15 停窑 20 天。
	山西	5 月 11-20 停窑 10 天; 7.26-8.5 停窑 10 天	4.26-5.15 停窑 20 天, 9.21-10.10 停窑 20 天。
	内蒙古	7-8 月份停窑 40 天	5.15-5.30 停窑 15 天, 后续计划每月停 15 天。
	辽宁	7-10 月辽中每条线 15 天, 辽南辽西 10 天	17 年错峰期间有 15 天未执行, 5 月底之前补停; 6.1-6.15 错峰 15 天, 计划 7、8、9 月每月错峰 15 天。
东北	吉林	7-10 月每条线每月停 15 天	暂无
	黑龙江	7-10 月每条线每月停 15 天	暂无
西北	陕西	协会牵头所有企业 5.20-7.20 期间停窑 30 天, 执行不佳	关中地区 6.1-8.31 水泥行业实行限产
	青海	无	7.1-9.30 停窑 30 天
华东	江苏	5 月 17-22 日因为南京发展大会停产 6 天; 6.24-7.30 每条线停 8.1-9.30 停窑 10 天, 10.1-12.31 停窑 10 天。(6 月执行不佳)	
	安徽	11 条线因 5 月环保督查停产一个月; 7 月环巢湖每条线停 10 天	暂无
	浙江	7 月份每条线检修 10 天(7 月执行不佳)	暂无
	福建	6-12-7.11 每条线停 10 天	6-8 月每条熟料线停窑 20 天。
	江西	6.1-8.20 每条线停 10 天	夏季酷暑不少于 10 天, 环境敏感期不少于 10 天。
	山东	全省 75% 生产线 5 月 11-20 停产; 6.26-7.15 期间济南等 5 市 10 天, 其余 20 天	6.1-6.20 停窑 20 天, 8.17-9.5 停窑 20 天
中南	河南	全省 5 月 6-20 停窑 15 天; 7.26-8.10 每条线停产 15 天。(75% 分四个时段实施停产, 即 6.1-6.30、9.1-9.30、12.1-次年 1.31、生产实现 5 月 17-22 停产)	3.1-3.31。
	湖北	8-9 月 20 天	约 80% 的生产线停窑需超过 60 天, 全年停产时间超过 70 天, 非冬季错峰的停产天数达到平均 30 天以上。
	湖南	全年度每条线停窑 100 天, 二季度 20 天	全年不少于 85 天, 其中一季度不少于 35 天, 四季度不少于 20 天。5-6 月停窑 15 天
	广东	6-8 月每条线检修 10 天	停窑 40 天。2.1-4.30 停窑 20 天, 5.1-9.30 停窑 20 天。
	广西	6-8 月每条线检修 10 天	停窑 50 天。2.1-4.30 停窑 20 天; 5.1-9.30 停窑 30 天。
西南	重庆	7-9 月份核心区域停 45 天, 渝东北渝东南 35 天	5 月 15 日起一刀切式停窑 10 天 (在 1 季度停产期未停够的企业 5 月补停三分之一), 6 月份再停窑 10 天。
	四川	6 月 7 天; 7-8 月 15 天	18 年全年停窑 110 天
	贵州	三季度每条线停 20-30 天	停窑 80-120 天, 其中黔中 (贵阳、安顺) 停窑 120 天, 其余地区停窑 80 天。

资料来源: 卓创资讯, 数字水泥网, 华泰证券研究所, 注: 2018 年为计划停产天数

2017 年中央工作会议指出未来三年打好三大攻坚战, 巩固现有格局。环保督查常态化, 政府施政理念转化, 有望巩固 2017 年的成果, 水泥周期性削弱, 未来南强北弱的局面将有望在中长期持续。

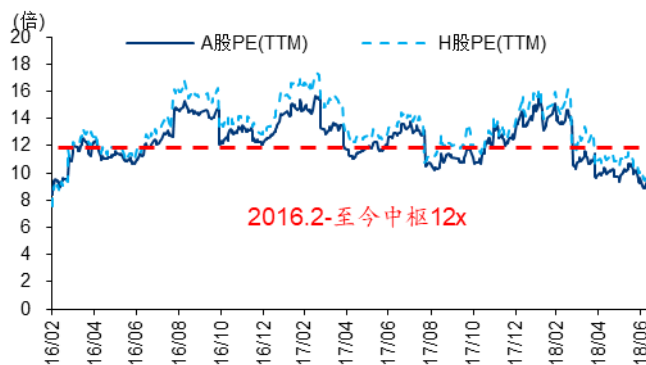
投资信心平稳, 股价由业绩驱动。2016.02-2018.06, 海螺 A 股、H 股区间最高收益分别达 204%、214%, 均高于沪深 300 最高涨幅 (51%)。2016 年初至今, 海螺 A、H 股涨幅基本一致, H 股涨幅略高, 主要在于 A 股相较 H 股存在一定估值折价, 这是在历史上很少见的。这一阶段海螺 A 股 PE (ttm) 估值中枢约 12x, 尽管利润涨幅可观, 但是估值的波动逐渐减少, 投资心理趋于理性。

图表107: 2016.02 至今海螺 A 股、H 股及沪深 300 累计收益



资料来源: Wind (截止 2018 年 7 月 12 日), 华泰证券研究所

图表108: 2016.02 至今海螺 A 股、H 股估值比较



资料来源: Wind (截止 2018 年 7 月 12 日), 华泰证券研究所

股价驱动力以及规律

我们在前文海螺的历史研究论证了，海螺股价的驱动力主要来源于两个方面：(1)业绩类，销量驱动，如 2002-2004，价格驱动，如 2010-2011 以及 2016-2017 年；(2)估值类，如 2005 年股改带来的流动性提升，2007 年大牛市的整体氛围，2008 年“四万亿”出台初步阶段。展望后市，我们认为公司的股价的驱动力来源于：(1) 行业自律稳定价格，并购带来销量稳定增长，市占率稳步提高；(2) 行业过剩产能实质退出，行业估值中枢抬升。

规律一：股价领先反映业绩，每一轮业绩扩张带来股价上涨，业绩下滑或者疲软都是一轮下跌。纵观 2002 年海螺水泥上市以来股价变动与归母净利润增速的关系，股价的上涨大部分时候领先业绩增长。以 2016 年至今为例，2016Q3 海螺水泥的单季利润增速出现拐点，由 2016Q2 的-26.47%转为 Q3 的 87.03%，而股价却早于 2016 年 6 月初出现拐点。整体来看，海螺股价涨跌依赖于业绩增长（或者对业绩增长的预期），尤其是在行业进入成熟期以后。

图表109： 2002 年至今海螺水泥收盘价及归母净利润增速（单季）



资料来源：Wind（截止 2018 年 7 月 12 日），华泰证券研究所

规律二：受到宏观政策（如地产调控）影响较大。本文首章提出水泥需求与地产投资（建筑工程）相关性最高，在后文的复盘也得到了充分验证。因此，我们认为宏观政策（尤其是地产政策）通过影响下游需求对水泥价格造成影响，从而传递至公司的效益。通过对海螺股价与地产调控政策结合分析，可以发现每一次地产调控基本都处在海螺股价的拐点处，如 2011 年新国八条、2013 年国五条对地产的调控，都使得海螺股价走弱。

图表110： 2002年至今海螺水泥收盘价及与地产调控政策



资料来源：Wind（截止2018年7月12日），华泰证券研究所

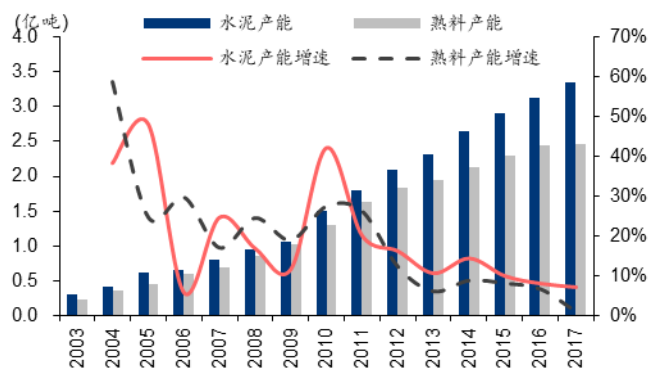
图表111： 2003年至今房地产调控政策一览

日期	调控政策	政策内容
2003年8月12日	18号文	提出“房地产业已经成为国民经济的支柱产业”，还提出“促进房地产市场持续健康发展”。相关部门出台相应政策进行辅助。
2005年3月26日	国八条	国务院出台八点意见稳定房价，高度重视稳定住房价格，将稳定房价提高到政治高度，建立政府负责制；大力调整住房供应结构，调整用地供应结构，增加普通商品房和经济住房的土地供应，并督促建设。
2006年5月24日	国六条	切实调整住房供应结构，进一步发挥税收、信贷、土地政策的调节作用，合理控制城市房屋拆迁规模和进度，减缓被动型住房需求过快增长等。
2008年11月5日	国十条	以加快建设保障性安居工程，加大廉租房支持力度，取消对商业银行信贷规模限制，预计到2010年底投资4万亿。
2009年12月14日	国四条	1、增加普通商品住房的有效供给；2、继续支持居民自主和改善性住房消费，抑制投资投机性购房；3、加强市场监管；4、继续大规模推进保障性安居工程建设。个人转让住房税征免时限由2年恢复到5年。
2010年4月14日	新国四条	对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款比例不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍。同时，购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于30%。
2010年4月17日	新国十条	要求在商品住房价格过高、价格上涨过快、供应紧张的地区，银行可暂停发放三套及以上住房贷款，对不能提供1年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。
2011年1月26日	新国八条	二套房贷首付比例提至60%，贷款利率提至基准利率的1.1倍。加上此前的政策，2011年，首套房商业贷款的首付为30%，第三套及以上住房不发放商业贷款。
2013年2月26日	国五条	完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管。
2014年9月30日	央行出台房贷新政	1、首套房贷享优惠：贷款购买首套房，贷款最低首付款比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍；2、二套房贷大放松：拥有1套住房并已结清房贷的家庭，为改善居住再次申请贷款买房，执行首套房贷款政策；3、限贷令取消：拥有2套及以上住房并已结清房贷的家庭，又申请贷款买房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。
2015年3月30日	央行新政	最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为30%。
2016年9月30日-10月8日	9天21城楼市调控	北京：北京实行限购，首套房首付35%，二套房不少于50%； 广州：“广州八条”重申限购限贷，二套房首付不低于七成； 深圳：“深八条”最严限购-单身限购一套，二套首付七成；
2017年3月17日	“317”调控	北京：购买普通自住房的首付款比例不低于60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于80%；在确定购房套数时，采用认房又认贷的原则；暂停发放贷款期限25年以上的个人住房贷款（含公积金贷款）；企业购买的商品住房再次上市交易，需满3年及以上； 上海：为改善居住条件购买二套普通自住房的家庭，首付比例不得低于50%；对于购买二套非普通自住房的家庭，首付比例不得低于70%。
2017年7月20日		《关于在人口净流入多措并举，加快发展住房租赁市场：1. 培育机构化、规模化住房租赁企业；2. 建设政府住房租的大中城市加快发展租赁交易服务平台；3. 增加租赁住房有效供应；4. 创新住房租赁管理和服务体制住房租赁市场的通知》

资料来源：政府网站，华泰证券研究所

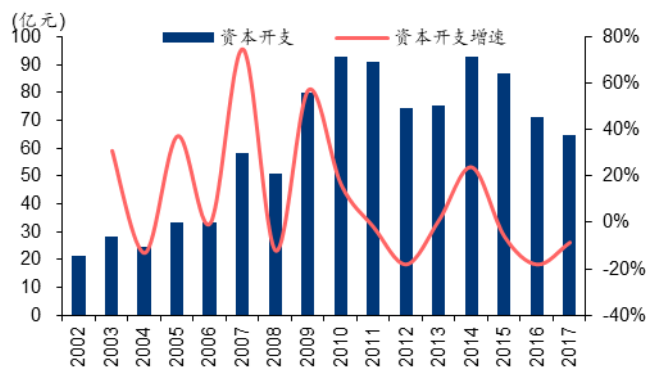
规律三：2012年前大部分时间保持PE (ttm) 20x 以上的估值中枢，2015年后成熟期估值回归 10x 左右。2012年以前是海螺水泥的扩张期，公司水泥及熟料产能建设保持着较高增速，资本开支也保持较快增长。这一阶段，公司估值PE(TTM)绝对值高且波动较大，与股价的波动基本一致，几次股价的大底同样也是估值的底部。在进入成熟期之后，公司保持着平稳的产能扩张，且资本开支逐年递减，估值也回归合理。

图表112： 2003-2017年公司水泥、熟料产能及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表113： 2002-2017年公司资本开支及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表114： 2002年至今海螺水泥收盘价及PE(TTM)



资料来源：Wind (截止2018年7月12日)，华泰证券研究所

估值探讨

本章主要探讨水泥的几种主要估值方法及优劣势。

相对估值法

相对估值法中又可以进一步细分为按照盈利以及按照资产估值分类：(1) 盈利类，PE、企业倍数 (EV/EBIDTA), ; (2) 资产类，PB、吨 EV。

由于水泥行业是典型的周期行业，盈利波动大，经常出现亏损情况，所以对于行业大部分公司常用资产类相对估值指标进行估值，而在海螺的估值过程中，我们通常使用盈利类的估值指标，原因也是因为海螺的历史盈利稳定，成本领先的竞争优势战略保证上市以后从未出现过亏损情况。盈利类指标中，PE 也因为方便直观所以在实际操作中受到较广泛的应用，**但是我们认为使用企业倍数对海螺估值的方式更佳：**

(1) 公司负债结构不同，EV/EBIDTA 相对 PE 最大的不同是对公司负债差异造成估值指标分子分母端的调整进行了加回操作，尽管目前行业内的公司都处于资产负债表持续修复的阶段，海螺的负债水平仍是行业内大部分企业难以达到的理想状态。2018 年海螺一季报数据，公司资产负债率 22.09%，有息负债 130.4 亿（一年内到期非流动负债、长期借款、应付债券）占货币现金 52%左右。根据其他公司 2018 年一季报，中建材资产负债率 75.47%，华润水泥是 42.78%。

(2) 现金流性质不同，这一点主要是区别与其他行业的。由于目前水泥行业资本扩张的需求既不存在，新产能的投建也不再可能，资本性支出只剩下收购产能这一条主要的支出，与扩张高峰期相比资本开支需求大幅减少。EBIDTA 更好的反映公司的现金流水平，以及真实的盈利情况。

绝对估值法

绝对估值法较依赖于对关键假设的设定，尽管理解上更直观的反映企业长期价值，但是计算方式更复杂。在对水泥公司估值过程中，由于水泥、原材料价格变动频繁，未来股息、现金流存在较大的波动可能，所以绝对估值法对水泥公司的估值结果参考意义有限。

我们对海螺永续增长率和 wacc 进行假定，永续增长率(0%~4%)、wacc(7.24%~18.24%) 尽管对永续增长率和 WACC 的假设区间较窄，但是对公司的 FCFF 进行估值后，得到的股价区间却较广，在 30.49-155.13 元，实际应用意义有限。

图表115: WACC 和永续增长率对公司合理股价敏感性测试 (元)

WACC	永续增长率 (g)				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
7.24%	75.22	85.60	99.93	121.02	155.13
8.24%	66.21	73.92	84.10	98.17	118.87
9.24%	59.14	65.08	72.65	82.65	96.46
10.24%	53.46	58.15	63.98	71.41	81.23
11.24%	48.79	52.58	57.18	62.91	70.21
12.24%	44.89	48.00	51.72	56.24	61.86
13.24%	41.58	44.18	47.23	50.88	55.33
14.24%	38.74	40.93	43.48	46.48	50.07
15.24%	36.27	38.14	40.29	42.80	45.75
16.24%	34.10	35.72	37.55	39.67	42.13
17.24%	32.19	33.59	35.18	36.99	39.07
18.24%	30.49	31.72	33.10	34.65	36.43

资料来源：华泰证券研究所

风险提示:

- 1、跨省产能置换超预期，目前跨省的产能置换项目有限，但是未来如果管控力度放松，跨省置换项目获批难度降低，将造成全国市场新一轮的产能转移扩张，对目前形势较好的华南、西南区域造成供给冲击；
- 2、地产调控趋严，地产调控趋严不利于下游地产开工需求，对投资信心也造成冲击，压制板块估值；
- 3、地产投资下滑超预期，地产投资下滑直接影响水泥整体需求，尽管水泥产量见顶已成定局，但快速超预期的需求下滑仍将对行业整体构成挑战。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com