



稳中求进，向大建材集团迈进

上峰水泥 (000672)

► **长三角市场高景气可持续。**我们认为由于长三角基建的加速以及人口净流入趋势下房地产需求预计总体保持稳定，当地水泥需求仍将保持良好，同时长三角地区集中度高 (CR5: 74%)，而主要产地安徽江苏由于距十三五环保、能耗目标仍有一定距离，我们认为当地环保限产仍将严格，从而使得供给端同样保持良好，行业高景气可持续，公司作为产能集中于长三角的企业核心受益。

► **深耕华东，扩张西北恰逢其时。**公司是沿江地区第三大企业，借长江黄金水道东风复制海螺水泥“T型战略”取得成功，区位优势明显。2015/2019年，公司先后通过收购进军新疆、宁夏地区，新疆产能已通过精细化管理扭亏为盈，预计宁夏地区供需格局将持续改善，我们认为公司扩张恰逢其时。

► **产业链拓展打开成长空间。**发布三年规划，欲大幅扩张骨料及水泥窑协同处置业务。由于1) 矿山资源壁垒逐渐显现，2) 危废处置缺口大，而水泥窑协同处置适用面广，且相较于传统无害化处置方法成本低、二次污染少，我们认为骨料、水泥窑协同处置中期内仍将保持高景气，为公司提供新的成长动能。

► **投资建议。**预计公司2019-2021年净利润21.44/22.24/23.95亿元，同比增长45.6%/3.7%/7.7%，给予公司基于可比公司市盈率，EV/EBITDA两种估值方法平均估值的目标价19.08元，目前股息率4%且派息率有提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

房地产调控严于预期，系统性风险。

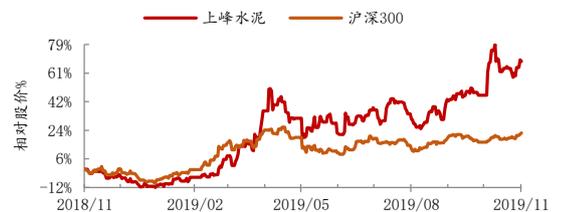
盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4587.53	5304.58	6507.41	6865.32	7285.93
YoY (%)	57.32%	15.63%	22.68%	5.50%	6.13%
归母净利润(百万元)	791.77	1472.36	2144.00	2224.31	2395.13
YoY (%)	445.19%	85.96%	45.62%	3.75%	7.68%
毛利率 (%)	34.69%	46.70%	49.96%	50.20%	50.57%
每股收益 (元)	0.97	1.81	2.64	2.73	2.94
ROE	35.28%	42.62%	41.84%	32.38%	27.38%
市盈率	14.81	7.96	5.47	5.27	4.90

来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	19.08
最新收盘价:	14.41
股票代码:	000672
52周最高价/最低价:	16.38/8.37
总市值(亿)	115.84
自由流通市值(亿)	115.84
自由流通股数(百万)	813.61



分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-83025915

研究助理: 郁晾

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

正文目录

1. 投资逻辑.....	4
2. 长三角水泥供需高景气可持续.....	5
2.1. 基建发展空间广阔，政策发力迎加速拐点.....	5
2.2. 地产投资预计保持平稳.....	8
2.3. 长三角水泥供给端格局有序.....	9
3. 上峰水泥：深耕长三角，有序扩张.....	10
3.1. 复制海螺T型战略，成本优势明显.....	11
3.2. 降负债增效成果显著.....	12
3.3. 稳中求进战略，布局一带一路.....	12
4. 盈利预测及估值.....	17
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1 长三角与其余主要城市群对比.....	5
图 2 长三角高速公路密度低于东京都.....	6
图 3 长三角铁路密度低于发达国家.....	6
图 4 长三角重点城市轨交密度低于国际大都市.....	6
图 5 2018Q4 以来发改委批复重点项目加速.....	7
图 6 长三角基建是 2018H2 以来批复项目的重点.....	7
图 7 长三角地区政府财政自足率较高（自足率=一般公共预算内支出/一般公共预算内收入）.....	8
图 8 长三角重点城市房地产库存处于低位.....	8
图 9 长三角地区地产市场对棚改货币化依赖程度不高.....	9
图 10 长三角地区水泥市场份额.....	9
图 11 江苏省煤炭消耗量及控煤计划.....	10
图 12 安徽沿江地区市场份额.....	12
图 13 主要生产企业成本对比.....	12
图 14 公司有息负债较高峰时明显下降.....	12
图 15 公司资产负债率较高峰时同样明显下降.....	12
图 16 西北地区重点项目批复 2019 显著加速.....	13
图 17 西北地区水泥需求 2019 反转.....	13
图 18 新疆中博收购后迅速扭亏为盈.....	14
图 19 宁夏地区市场集中度较高.....	14
图 20 宁夏水泥需求 2019 年改善.....	15
图 21 陕西水泥需求 2019 年改善.....	15
图 22 内蒙地区水泥需求 2019 年改善.....	15
图 23 海螺水泥骨料业务毛利率近年来位于高位.....	16
图 24 华新水泥骨料业务近年来毛利率处于高位.....	16
图 25 我国上报人均危废产量远低于发达国家.....	16
图 26 危废处置缺口较大.....	16
图 27 水泥窑协同处置成本远低于传统无害化处置.....	17
图 28 水泥窑协同处置至少可以处理我国 54%的危废.....	17

表 1 长三角一体化建设逐渐升级为国家级战略.....	7
表 2 安徽环保改进大，但如需完成十三五目标仍需边际小幅收紧	10
表 3 上峰水泥熟料生产线列表	11
表 4 相较传统无害化处置，水泥窑协同处置燃烧更充分，二次污染更少	17
表 5 盈利预测	18
表 6 可比公司估值	19

1. 投资逻辑

长三角水泥行业中期内高景气可持续：尽管长三角基础设施建设强度在我国处于领先地位，但相较于发达国家、地区仍有较大差距。由于 2018Q4 以来发改委批复长三角重点项目加速，项目储备充足，且长三角地区财政状况良好，我们对项目执行持乐观态度，并认为长三角地区 2019H2 起基建将逐渐加速。此外，我们认为尽管国家收紧调控政策，但房地产需求在目前的低库存及人口净流入趋势下仍将保持平稳。供给端方面，长三角地区集中度高（CR5:74%），而主要产地江苏、安徽由于距十三五环保、能耗目标仍有一定距离，我们认为两地环保限产仍将维持严格，从而使得供需格局保持良好，行业高景气度可持续，公司作为产能集中于长三角的企业核心受益。

公司立足华东，扩张西北恰逢其时：公司是沿江地区第二大企业（仅次于海螺水泥），借长江黄金水道东风，成本优势明显。2015 年，公司通过收购进军新疆市场，目前已实现扭亏为盈。2019 年，公司公告收购明峰萌成 65% 股权，正式进军宁夏地区。宁夏地区集中度高（CR5:89%），但过往易受陕西、蒙西外来水泥流入影响，而由于西北地区及京津冀地区基建复苏带动水泥需求反转，我们认为宁夏地区外来水泥冲击将减小，而内生需求也将改善，公司进军宁夏恰逢其时。

发展骨料及水泥窑协同处置业务，打开中期成长空间：根据公司《稳中求进战略发展规划》，中期内公司将大力发展骨料及水泥窑协同处置业务。公司中期骨料产能规划 1000 万吨（2018 年底：100 万吨左右），而由于矿山资源壁垒逐渐体现，我们认为骨料行业高毛利率可维持，中期内将成为公司成长新的一极。此外，目前我国工业危废实际处置缺口约为 2500 万吨（处置产能低于实际产量 25%），且水泥窑协同处置适用性广，且相较于传统无害化处置具有初始投资低、运营成本低、二次污染少等优点，因此我们认为水泥窑协同处置中期内仍将蓬勃发展，为公司增长添砖加瓦。

预计公司 2019-2021 年净利润 21.44/22.24 /23.95 亿元，同比增长 45.6%/3.7%/7.7%，给予公司基于可比公司市盈率，EV/EBITDA 两种估值方法平均估值的目标价 19.08 元，2019 年股息率接近 4%，且派息率有很大提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

2. 长三角水泥供需高景气可持续

尽管长三角地区基础设施建设在我国处于较高水平，但与发达国家相比仍有广阔发展空间，随着 2018Q4 以来长三角基建项目的集中批复以及 2019 年长三角一体化建设上升至国家战略，我们认为长三角基建将迎加速拐点，而地产需求也将总体保持稳定，从而使得水泥需求中期内稳定增长。而供给侧方面，由于主要产地安徽、江苏距十三五环保、能耗目标仍有一定距离，我们认为中期内环保限产仍将保持严格，而长三角地区的高集中度有利于行业协同，从而使得供需关系维持良好，水泥行业高景气得以延续，而长三角也是中期内我们更加看好的水泥市场。

2.1. 基建发展空间广阔，政策发力迎加速拐点

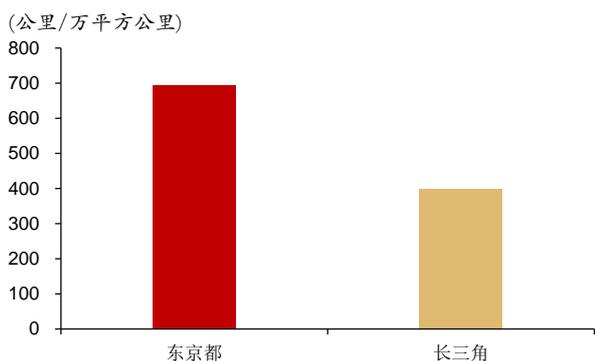
长三角地区包括上海、江苏、浙江、安徽 26 市，是世界六大城市群之一，也是我国城镇化发展及基础设施建设最好的地区之一，但相比发达国家及地区仍有一定差距，发展空间广阔：1) 与发达国家地区相比，长三角在基础设施密度上仍然差距明显，高速公路密度仅为东京都市圈的 60%，铁路密度仅为德国的 30%，核心城市上海轨道交通密度仅为伦敦、纽约等国际都市的 20-40%，未来发展空间较大，2) 目前长三角地区基础设施仍存在发展不平衡现象，苏北多市及苏南众县级市仍未通高铁，中长期而言储备项目仍然充足，3) 就十三五规划而言，长三角的建设强度在所有重点城市群中位于前列。

图 1 长三角与其余主要城市群对比

	长三角	美国东北部	北美五大湖	日本太平洋沿岸	欧洲西北部	英国中南部
面积 (万平方公里)	21.2	13.8	24.5	3.5	14.5	4.5
人口 (万人)	15,033	6,500	5,000	7,000	4,600	3,650
GDP (亿美元)	20,652	40,320	33,600	33,820	21,000	20,186
人均GDP (美元)	13,717	62,030	67,200	48,315	45,652	55,305
地均GDP (万美元/平方公里)	974	2,920	1,370	9,662	1,448	4,485

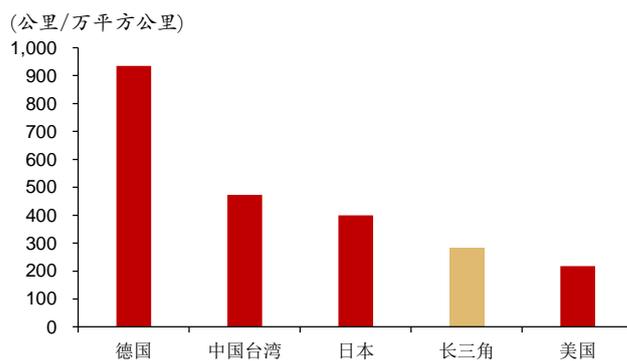
资料来源：Wind，各国统计局，华西证券研究所

图 2 长三角高速公路密度低于东京都



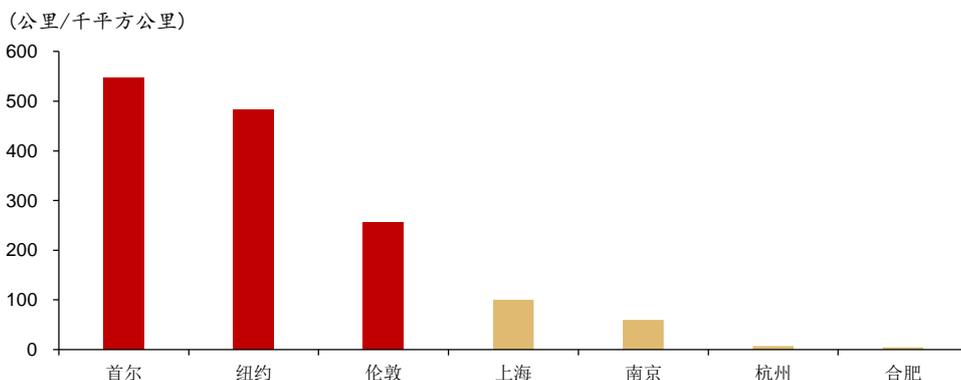
资料来源：日本东京都交通协会，华西证券研究所

图 3 长三角铁路密度低于发达国家



资料来源：GEIC，华西证券研究所

图 4 长三角重点城市轨交密度低于国际大都市



资料来源：Wind，各国统计局，华西证券研究所

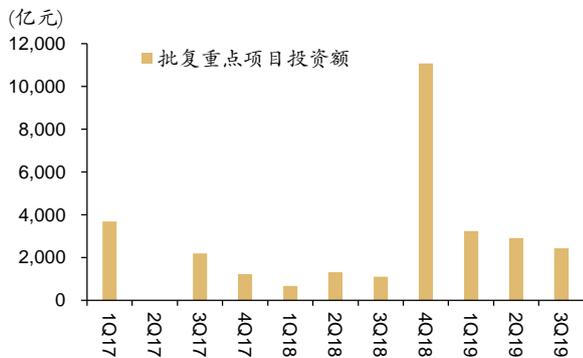
自 2018 年 7 月《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020）年》下发以来，政策逐渐发力，使得长三角建设战略地位上升。2018 年 11 月 5 日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略。而 2019 年以来，三省一市已签订多份备忘录及协议。同时，2018Q4 起，为配合基建补短板政策及长三角建设战略，发改委加速审批长三角项目。根据我们统计，2018Q3-2019Q3，发改委累计批复长三角地区重点项目 7217 亿元，占全部批复项目的 34.8%，体现了长三角地区充足的项目储备及重要的战略地位。而由于长三角地区各省政府财政实力较好，我们认为长三角地区基建将总体执行良好，并于 2019H2 起逐渐加速。

表 1 长江三角洲区域一体化建设逐渐上升为国家战略

时间	事件
2018/07	《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》下发
2018/11	2018 年 11 月 5 日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略
2019/01	三省一市签署《长三角地区市场体系一体化建设合作备忘录》
2019/01	上海国资委公告长三角协同优势产业基金成立
2019/01	上海大都市圈规划正式启动
2019/03	2019 两会政府工作报告再次明确长三角一体化为国家战略，并要求编制规划纲要
2019/07	中共中央政治局会议审议发布《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》
2019/10	国务院原则同意《长三角生态绿色一体化发展示范区总体方案》，并提出具体要求。
2019/11	长三角生态绿色一体化发展示范区 11 月 1 日揭牌。

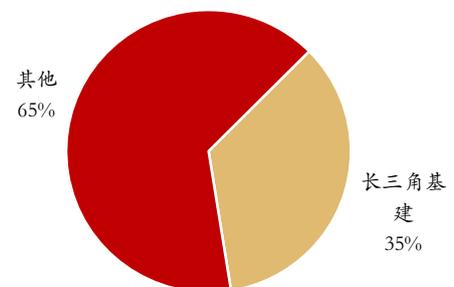
资料来源：政府公告整理，华西证券研究所

图 5 2018Q4 以来发改委批复重点项目加速



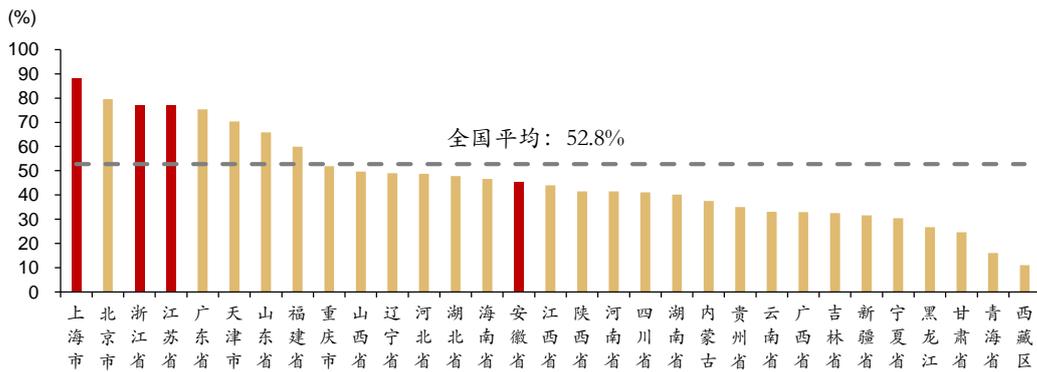
资料来源：发改委，华西证券研究所

图 6 长三角基建是 2018H2 以来批复项目的重点



资料来源：发改委，华西证券研究所

图7 长三角地区政府财政自足率较高（自足率=一般公共预算内支出/一般公共预算内收入）

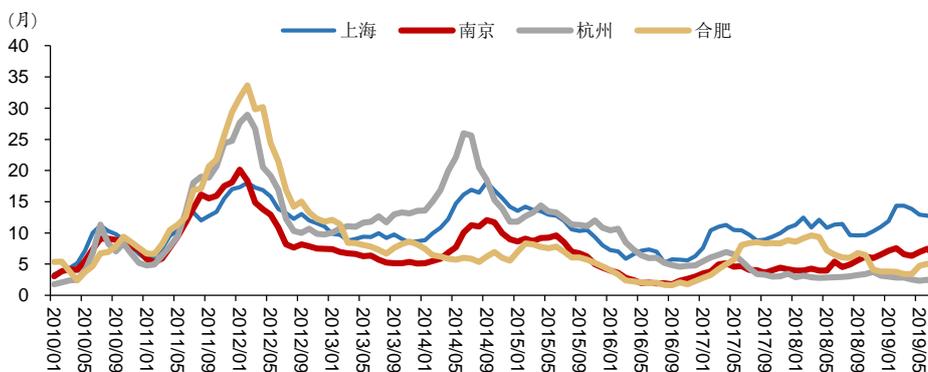


资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 地产投资预计保持平稳

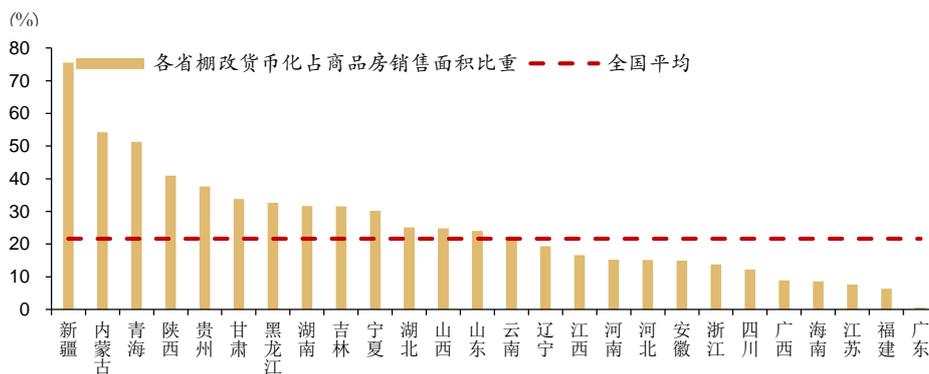
尽管 2019H2 以来，国家逐渐收紧地产调控政策，但我们认为长三角地区的房地产需求仍将总体保持平稳，从而使得水泥需求维持良好：1) 目前长三角地区主要城市地产库存仍然处于低位，2) 长三角地区房地产对于棚改货币化的依赖程度不高，受到此轮调控收紧的影响相对较小，3) 长三角中长期人口流入趋势支撑需求。

图8 长三角重点城市房地产库存处于低位



资料来源：易居，华西证券研究所

图9 长三角地区地产市场对棚改货币化依赖程度不高

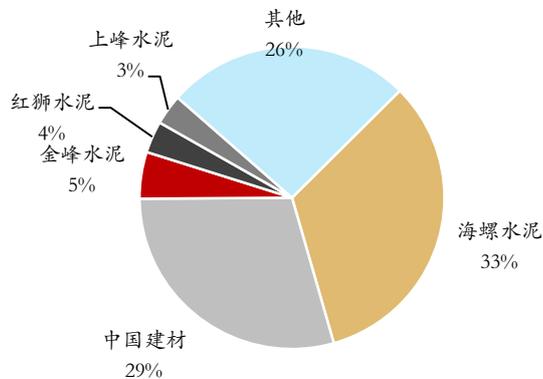


资料来源：易居，华西证券研究所

2.3. 长三角水泥供给端格局有序

我们认为长三角地区的供给端中期内仍将维持良好。首先，长三角地区水泥行业集中度较高，CR5 达 74%，同时两大企业海螺水泥及中国建材协同执行良好，使得当地市场较为有序。而近年来，当地领导企业海螺水泥、中国建材通过创新式的海中模式，减少了当地大企业的熟料外卖，从而进一步深化了当地企业的有序竞争。在长三角需求仍稳定增长的背景下，我们认为当地水泥行业仍将维持高景气。

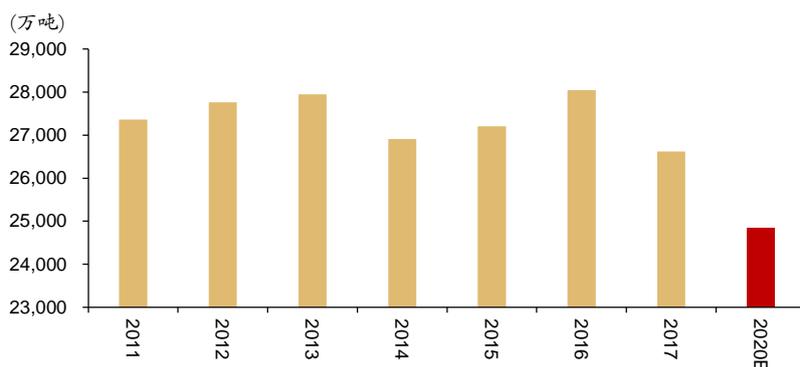
图10 长三角地区水泥市场份额



资料来源：水泥地理，华西证券研究所

其次，我们认为长三角地区中期内环保限产仍将保持严格。江苏地区发布《十三五江苏省节能减排综合方案》，要求截止 2020 年，全省煤炭总消耗量下降至 2.48 亿吨，相比于目前江苏省煤炭消费量仍需下降 7%左右，而由于电力对于经济及民生的优先度高于水泥，我们判断江苏地区控煤将主要通过水泥限产实施。而华东另一水泥主要产地安徽，在经历了 2018 年环保限产大幅收紧后，空气质量仍与十三五目标有一定差距，因此我们认为安徽地区十三五期间环保限产仍有可能小幅收紧，从而使得水泥行业有效供给有所收缩，一并使得华东地区供给端保持良好。

图 11 江苏省煤炭消耗量及控煤计划



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 2 安徽环保改进大, 但如需完成十三五目标仍需边际小幅收紧

	2017	2018	同步改善	2020 目标	所需改善幅度
PM2.5 (ug/立方米)	56.0	49.0	12.5%	48.0	2.0%
空气质量优良天数比例 (%)	67.1%	72.1%	5.1%	82.9%	10.8%

资料来源: 安徽省政府官网及安徽环保厅, 华西证券研究所

最后, 我们认为产能置换对于长三角的威胁不大。根据我们统计, 长三角地区已公示产能置换计划 2.5 万吨/日 (按照新建产能口径统计), 占目前已投产产能的 2.9%, 冲击较小。同时, 长三角目前已公示的项目均为中国建材的减量置换项目, 而由于产能置换集中于头部企业, 我们认为减量置换将较好的执行, 而大企业也能良好的控制有效供给, 维持当地市场的平衡。

3. 上峰水泥: 深耕长三角, 有序扩张

上峰水泥是长三角地区龙头民营水泥企业之一, 最早可以追溯到 1978 年成立的诸暨上峰水泥厂, 2013 年通过重组 ST 铜城实现 A 股上市, 2015 年收购中博水泥进军新疆市场, 2019 年公告拟收购宁夏萌城水泥进军宁夏市场。根据 2018 年年报及水泥地理数据, 截止目前公司熟料产能 1225 万吨共 8 条线, 位列中国熟料产能前 20 名。此外, 公司在吉尔吉斯斯坦, 乌兹别克斯坦拟建两条水泥熟料生产线。

表 3 上峰水泥熟料生产线列表

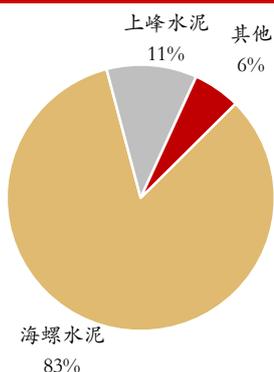
省份	项目名称	建设规模 (t/d)
浙江省	浙江诸暨上峰水泥有限公司	1,500
浙江省	浙江诸暨上峰水泥有限公司	2,500
安徽省	铜陵上峰水泥股份有限公司一期一线	5,000
安徽省	铜陵上峰水泥股份有限公司一期二线	5,000
安徽省	铜陵上峰水泥股份有限公司二期一线	5,000
安徽省	怀宁上峰水泥股份有限公司一线	5,000
安徽省	怀宁上峰水泥股份有限公司二线	5,000
宁夏区	宁夏明峰萌成水泥有限公司二线	2,500
宁夏区	宁夏明峰萌成水泥有限公司三线	4,000
新疆区	博兰中博水泥有限公司	4,000
合计		39,500

资料来源：水泥地理，公司年报，华西证券研究所

3.1. 复制海螺 T 型战略，成本优势明显

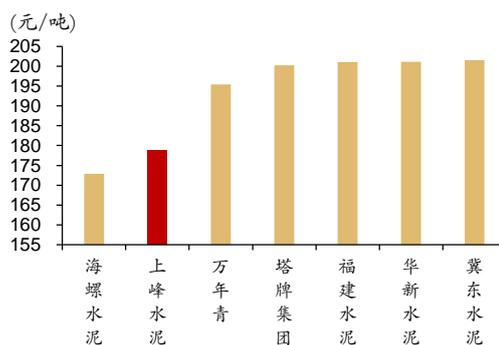
上峰水泥目前熟料生产线平均规模 4280 吨/日左右，在主要上市水泥企业中处于领先地位，同时 70%左右的产能位于安徽沿江地区（铜陵、怀宁地区合计 5 条 5000 吨/日地区），在安徽沿江地区市场份额仅次于海螺水泥，位列第二。得天独厚的石灰石矿山资源以及长江黄金水道使得公司构建了“熟料生产-长江运输-辐射市场”的布局（类似于海螺水泥“T 型战略”），降低了公司的成本。2018 年，公司水泥熟料平均吨生产成本仅 179 元/吨，在华东及全国主要上市公司中仅高于海螺水泥位于第二，成本优势明显。

图 12 安徽沿江地区市场份额



资料来源：水泥地理，华西证券研究所

图 13 主要生产企业成本对比

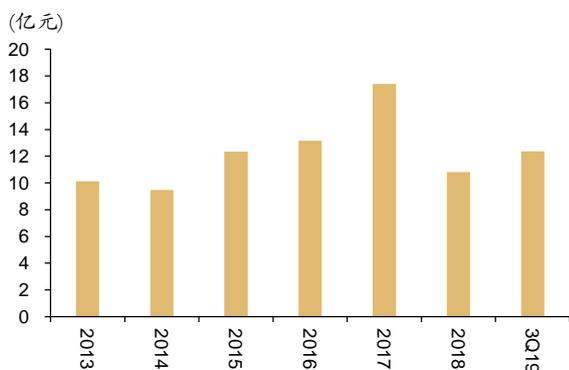


资料来源：各公司年报，华西证券研究所

3.2. 降负债增效成果显著

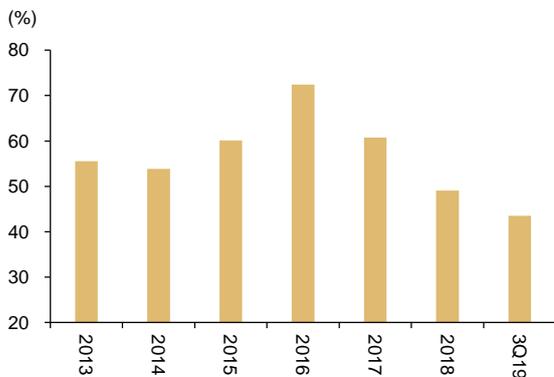
2018H2 以来，公司开始执行降负债策略，效果显著。截止到 2019Q3，公司有息负债由 2017 年底的 17.4 亿元下降至 12.4 亿元，财务费用由 2018 前三季度的 8661 万元下降至 1267 万元，资产负债率由 2017 年底的 60.7%下降 17.2 个百分点至 43.5%，进一步提升了盈利能力。

图 14 公司有息负债较高峰时明显下降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 15 公司资产负债率较高峰时同样明显下降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.3. 稳中求进战略，布局一带一路

2015 年 9 月 25 日公司公告，公司通过收购新疆中博水泥打响进军西北市场第一枪。2019 年 8 月 24 日，公司公告收购宁夏萌成水泥两条生产线，正式进军宁夏市场，加深在一带一路地区的布局。2019 年 10 月，公司公告《稳中求进战略发展规划》，计划：

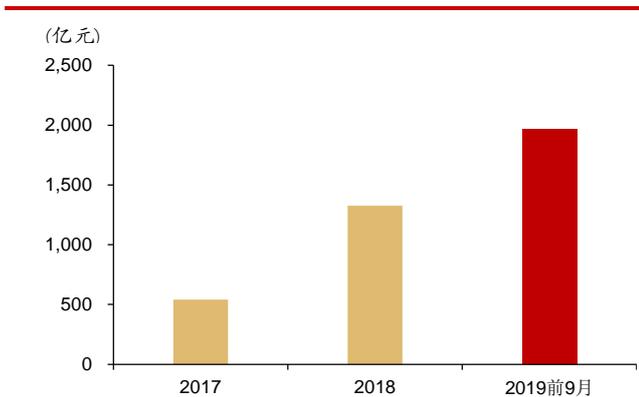
- 1) 在“一带一路”和西部地区重点通过收购和新建，使得水泥熟料规模中期内增加 70%左右；同时通过提升配套粉磨能力，使得水泥产品总产能提升 80%左右；

2) 进行产业链拓展, 使得骨料产能达 1000 万吨/年, 水泥窑协同处置/物流业务收入占公司营业收入比重逐渐增长至 30%/10%以上。

西北地区水泥需求主要依赖基建重点工程, 而 2016-2018 年由于地方政府人员变动及国家去杠杆的执行, 当地水泥需求逐渐下降。而 2019 年以来, 由于地方政府融资监管边际有所放松, 西北地区基建投资反弹, 带动水泥需求反转, 2019 年前 9 月水泥产量同比增长 8.9%。

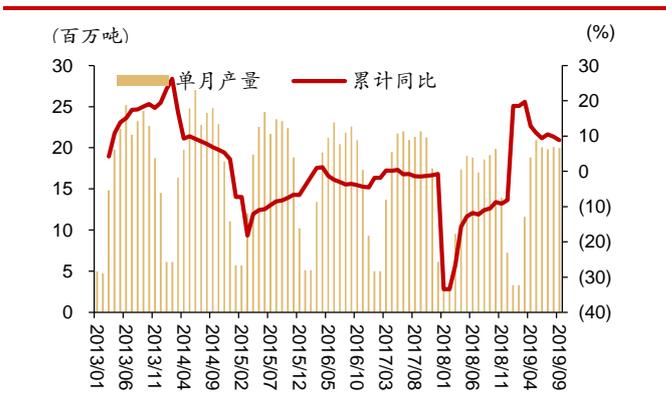
此外, 根据我们统计, 出于西部开发及扶贫需要, 2019 年前三季度发改委已累计批复西北地区重点基建项目(包括铁路、公路、机场、轨交) 1970 亿元, 相比于 2018 年的 1327 亿元及 2017 年的 541 元大幅增加。根据一般基建项目 2-4 年的建设流程, 我们认为西北地区未来 2-3 年的基建及水泥需求仍将保持稳定增长, 公司进军西北恰逢其时。

图 16 西北地区重点项目批复 2019 显著加速



资料来源: 发改委, 华西证券研究所

图 17 西北地区水泥需求 2019 反转

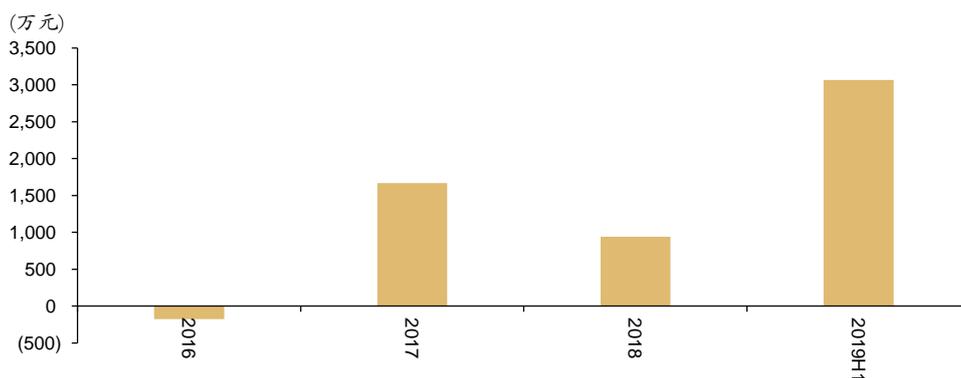


资料来源: 数字水泥, 华西证券研究所

3.3.1. 收购中博布局新疆

2015 年, 公司收购中博水泥正式进军新疆。中博水泥本身拥有较为优质的生产线及矿山资源, 但由于此前经营不善常年处于亏损状态。公司入主后, 通过战略调整及精细化管理, 使得公司生产经营效率显著提高, 同时伴随新疆地区行业景气度改善, 中博水泥利润迅速回升。2017 年, 中博水泥实现扭亏为盈(当年净利润 1666 万元), 而 2019H1, 中博水泥已实现净利润 3065 万元, 盈利能力大幅提升。由于西北地区基建反弹, 我们认为新疆当地的高景气仍将持续。

图 18 新疆中博收购后迅速扭亏为盈

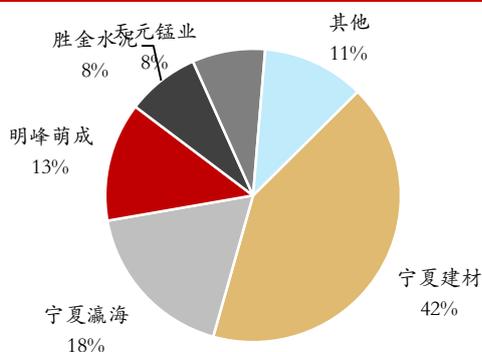


资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.3.2. 收购萌成进军宁夏

2019 年 8 月，公司公告拟投资 1.97 亿元收购明峰萌成 65% 股权，正式进军宁夏市场（收购后公司总产能提高 20.6%），并辐射周边陕甘市场。目前宁夏市场熟料产能 1940 万吨/年左右，CR5 合计 89%，集中度较高，而明峰萌成位于陕甘宁交界的吴忠市（也是宁夏省重要的能源基地），全省市占率 13% 左右，是全省第三大水泥企业。根据公司公告，截止 2018 年年底，明峰萌成收入 2.99 亿元，净利润 403 万元，净资产 -1797 万元，我们认为收购萌成，嫁接公司精细化管理，有望成为一笔划算的投资。

图 19 宁夏地区市场集中度较高



资料来源：水泥地理，华西证券研究所

首先，尽管明峰萌成 2018 年净利润仅 403 万元，但经营净现金流达到 8085 万元，判断计提一次性减值较多。假设公司经营净净利润占经营现金流 70% 左右（略低于该地区上市企业宁夏建材），则公司此次收购对应 5.3x PE 及 1.2x PB，估值较为合理。

其次，我们预计宁夏当地水泥行业格局也将逐渐改善。宁夏地区水泥市场易受陕西、蒙西市场外来流入水泥冲击，而 2019 年起随着京津冀一体化建设及西安城市圈建设加速，我们预计宁夏外来水泥冲击将会减少，同时叠加自身省内需求增长，我们

认为宁夏地区水泥行业景气度未来 2-3 年内将持续改善。同时，公司入主后萌成经营效率有望提升（如同此前的中博水泥），进一步提升萌成盈利能力。

图 20 宁夏水泥需求 2019 年改善



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 21 陕西水泥需求 2019 年改善



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 22 内蒙地区水泥需求 2019 年改善

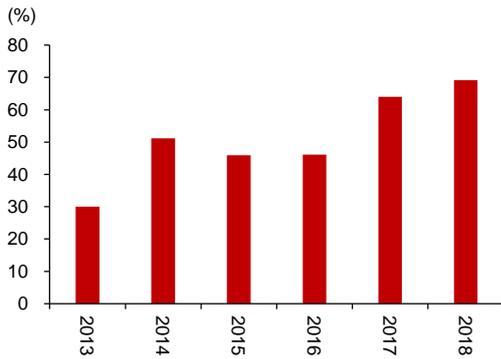


资料来源：数字水泥，华西证券研究所

3.3.3. 骨料及协同处置业务高利润中期内或可维持

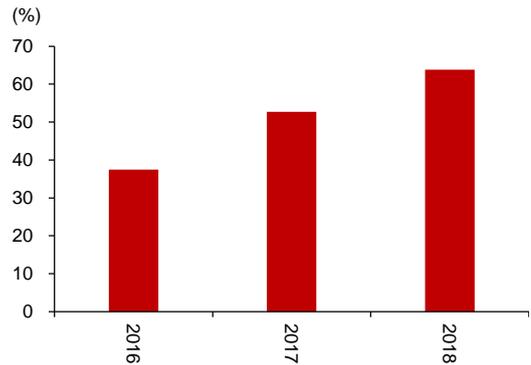
根据公司 2018 年报披露，目前公司骨料产能 100 万吨左右，按照规划，公司将加速安徽、浙江、宁夏等区域的骨料项目建设及扩产，使得中期内骨料业务规划达到 1000 万吨，相较于现在提升 10 倍。由于矿山资源壁垒的收紧，我们认为骨料行业的高毛利在中期内仍可维持，从而在中期内成为公司新的业务增长点。

图 23 海螺水泥骨料业务毛利率近年来位于高位



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 24 华新水泥骨料业务近年来毛利率处于高位

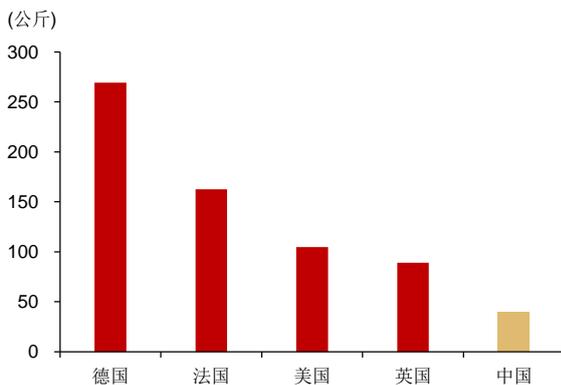


资料来源：数字水泥，华西证券研究所

此外公司公告将大力发展水泥窑协同处置业务。收购萌成后，公司现有 49.8 万吨危废处理及 109 万方危废填埋产能，而公司计划中期内再增添 30 万吨水泥窑协同处置危废产能，使得水泥窑协同处置业务收入逐渐增长到公司总收入 30%以上。与骨料行业类似，我们认为我国水泥窑协同处置危废业务的高利润率在中期仍可维持，同时也将成为公司新的成长动能。

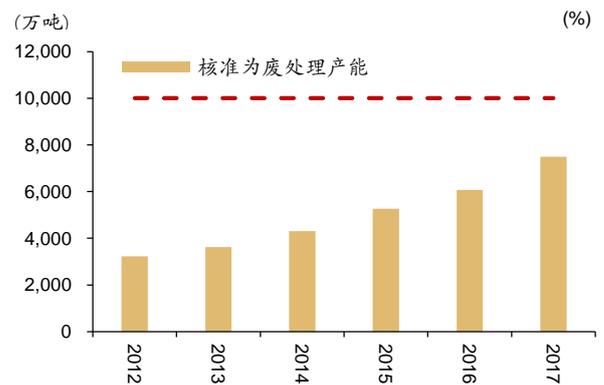
首先，我国工业危废处置存在较大缺口。由于工业危废是企业自主上报，且过往我国环保督查并不严格，因此行业内存在较多瞒报现象，如按照发达国家人均产量保守估算，我国目前工业危废年产量 1 亿吨左右（大约是 2016 年上报数字 5350 万吨的两倍），而目前我国核准危废处置经营规模（不包含单一收集企业）7500 万吨/年左右（其中部分实际上已是无效产能），行业实际缺口至少达 2500 万吨/年左右。

图 25 我国上报人均危废产量远低于发达国家



资料来源：各国环保部，Eurostat，华西证券研究所

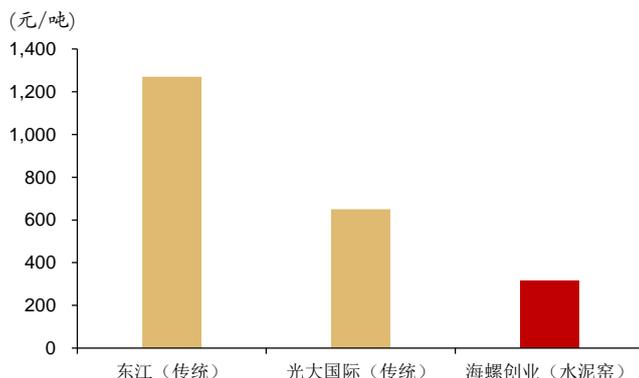
图 26 危废处置缺口较大



资料来源：生态环境部，华西证券研究所

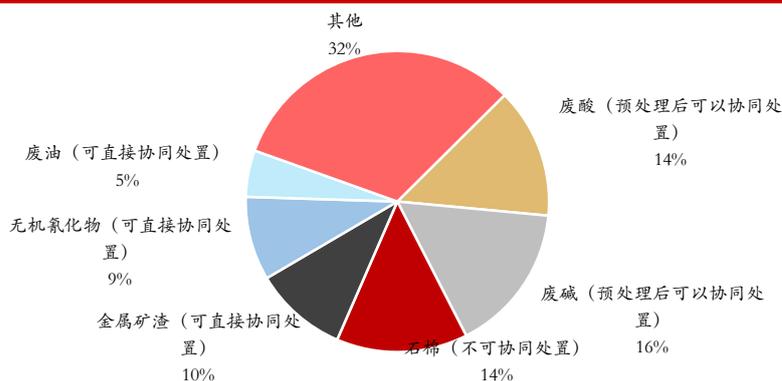
其次，相较于传统的危废无害化处置方法，由于水泥窑本身有燃烧装置，因此水泥窑协同处置具有初始投资低，燃烧更彻底，二次污染更少以及成本更低的优势。此外，根据我们对于重点水泥窑协同处置项目的分析，水泥窑协同处置可以处理 20 余大类工业危废（一共 50 大类），根据我国危废产生品类，我们估算水泥窑协同处置至少可以处理我国 54%左右的危废，适用性较高。

图 27 水泥窑协同处置成本远低于传统无害化处置



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 28 水泥窑协同处置至少可以处理我国 54%的危废



资料来源：生态环境部，华西证券研究所

表 4 相较传统无害化处置，水泥窑协同处置燃烧更充分，二次污染更少

	物料温度(°C)	气体温度(°C)	气体停留时间(秒)	回转窑转数(转/分钟)
水泥回转窑	1450	2200	>6	3.3-3.8
焚烧炉	1100	1450	<3	0.2-2

资料来源：能源研究与管理，华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

我们暂时不考虑收购萌成对公司业绩的影响，我们预计 Q4 价格环比 Q3 提升 15 元/吨左右，吨成本同比 2018Q4 略有下降，从而使得 2019 全年公司平均售价同比提升 8.3%，吨毛利同比提升 17 元/吨左右，同时由于财务成本下降，公司 2019-2021 年吨三费相比 2018 年有所下降。我们预测 2020-2021 年，公司水泥销量同比增长 4%，价格吨毛利基本保持稳定，而骨料业务迅速发展。基于上述假设，预计公司 2019-2021 年净利润 21.44/22.24/23.95 亿元，同比增长 45.6%/3.7%/7.7%，对应 EPS2.64/2.73/2.94 元。

表 5 盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
水泥熟料销量 (万吨)	1,444	1,430	1,616	1,680	1,748
同比增速	16.4%	-1.0%	13.0%	4.0%	4.0%
平均售价 (元/吨)	264	338	366	366	366
吨毛利	98	159	176	176	176
水泥熟料收入 (百万元)	3,816	4,828	5,909	6,145	6,391
其他业务收入 (百万元)	772	476	598	720	895
收入 (百万元)	4,588	5,305	6,507	6,865	7,286
同比增速	57.3%	15.6%	22.7%	5.5%	6.1%
归母净利润 (百万元)	792	1,472	2,144	2,224	2,395
净利率	17.3%	27.8%	32.9%	32.4%	32.9%
同比增速	445.2%	86.0%	45.6%	3.7%	7.7%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

考虑到 1) 水泥行业较强的周期性及 2) 我们预计中期内水泥行业总体仍将处于高盈利周期，我们采用可比公司市盈率、EV/EBITDA 两种方法对公司进行估值。我们选取了华东、华南（两个我们中期内最为看好的地区）三家 A 股上市可比公司作为可比公司，则可比公司平均估值为 6.57x 2020PE 及 4.95x 2020EV/EBITDA，按照上述两种估值方法，则公司估值分别为 17.94/20.21 元，我们取两种方法的平均估值 19.08 元作为我们的最终估值。公司目前股息率 4.0%，未来有提升空间，因此目前安全边际较高。

表 6 可比公司估值

	2020E PE	2020 EVEBITDA
海螺水泥	7.06	5.55
华新水泥	6.07	4.61
塔牌集团	6.57	4.69
平均	6.57	4.95

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

地产调控严于预期：房地产是水泥行业主要下游之一，如果地产调控严于预期，可能导致需求不及我们预期。

系统性风险：宏观经济、贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势和估值。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5304.58	6507.41	6865.32	7285.93	净利润	1487.00	2187.76	2269.70	2444.01
YoY (%)	15.63%	22.68%	5.50%	6.13%	折旧和摊销	298.02	320.96	330.39	351.07
营业成本	2827.15	3256.57	3419.00	3601.55	营运资金变动	-25.75	-119.20	-44.19	-49.72
营业税金及附加	61.49	75.44	79.59	84.46	经营活动现金流	1817.78	2280.11	2528.98	2718.42
销售费用	108.93	110.63	116.71	123.86	资本开支	-184.58	-414.81	-414.81	-414.81
管理费用	266.26	292.83	308.94	327.87	投资	-406.58	0.00	0.00	0.00
财务费用	92.55	18.99	29.30	4.91	投资活动现金流	-561.39	-330.33	-380.33	-380.33
资产减值损失	16.97	16.97	16.97	16.97	股权募资	3.50	-16.25	0.00	0.00
投资收益	34.47	34.47	34.47	34.47	债务募资	-414.08	0.00	0.00	0.00
营业利润	1981.79	2820.45	2929.28	3160.78	筹资活动现金流	-984.90	-517.79	-556.10	-592.98
营业外收支	-6.85	85.19	85.19	85.19	现金净流量	271.48	1431.98	1592.55	1745.10
利润总额	1974.94	2905.64	3014.48	3245.98	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	487.94	717.88	744.77	801.97	成长能力 (%)				
净利润	1487.00	2187.76	2269.70	2444.01	营业收入增长率	15.63%	22.68%	5.50%	6.13%
归属于母公司净利润	1472.36	2144.00	2224.31	2395.13	净利润增长率	85.96%	45.62%	3.75%	7.68%
YoY (%)	85.96%	45.62%	3.75%	7.68%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.81	2.64	2.73	2.94	毛利率	46.70%	49.96%	50.20%	50.57%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	28.03%	33.62%	33.06%	33.54%
货币资金	914.95	2346.93	3939.48	5684.59	总资产收益率 ROA	21.03%	24.00%	20.61%	18.71%
预付款项	95.06	95.06	95.06	95.06	净资产收益率 ROE	42.62%	41.84%	32.38%	27.38%
存货	1145.24	1319.19	1384.99	1458.94	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1349.78	1513.42	1562.12	1619.34	流动比率	1.09	1.54	2.00	2.48
流动资产合计	3505.04	5274.61	6981.65	8857.93	速动比率	0.71	1.13	1.57	2.04
长期股权投资	178.53	178.53	178.53	178.53	现金比率	0.29	0.69	1.13	1.59

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

固定资产	2217.91	1984.28	1975.99	2064.40	资产负债率	49.06%	40.90%	34.51%	29.73%
无形资产	718.10	661.23	604.36	547.49	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3497.40	3659.47	3812.11	3944.07	总资产周转率	0.82	0.82	0.70	0.62
资产合计	7002.43	8934.08	10793.76	12802.00	每股指标 (元)				
短期借款	813.10	813.10	813.10	813.10	每股收益	1.81	2.64	2.73	2.94
应付账款及票据	778.75	835.90	857.52	881.81	每股净资产	4.25	6.30	8.44	10.75
其他流动负债	1615.26	1776.50	1825.18	1882.33	每股经营现金流	2.23	2.80	3.11	3.34
流动负债合计	3207.10	3425.50	3495.80	3577.25	每股股利	1.15	0.58	0.60	0.65
长期借款	131.37	131.37	131.37	131.37	估值分析				
其他长期负债	97.24	97.24	97.24	97.24	PE	7.96	5.47	5.27	4.90
非流动负债合计	228.61	228.61	228.61	228.61	PB	1.99	2.29	1.71	1.34
负债合计	3435.72	3654.11	3724.41	3805.86					
股本	813.62	797.37	797.37	797.37					
少数股东权益	111.84	155.60	200.99	249.87					
股东权益合计	3566.71	5279.97	7069.35	8996.14					
负债和股东权益合计	7002.43	8934.08	10793.76	12802.00					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暄：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。