

海螺水泥(600585.SH)

公司研究/深度报告

海螺水泥核心壁垒是成本领先和优秀的费用控制

深度研究报告/建筑材料行业

2020年06月15日

报告摘要

● 本报告试图探究一个问题：海螺水泥的核心竞争力是什么？

我们认为：海螺的核心竞争力是成本控制，“T”型战略是指海螺在石灰石原矿丰富的安徽设水泥熟料基地，借助长江，将安徽的熟料运输至水泥需求发达但无资源的沿海地区，再在当地收购中小水泥厂改造成粉磨站，就地生产水泥。“T”型战略实施过程中，海螺确立了其在成本端的优势，实现水泥吨成本 179 元/吨，大幅低于行业水平（208 元/吨）。费用端的有效控制是海螺迅速成长的另一制胜法宝，其 6.0% 的费用率远低于平均水平 12.7%。

● 公司逻辑：核心竞争力是生产低成本和低费用率

海螺在华东区域实行“T”型战略，在有着丰富且优质石灰石原矿的安徽设立熟料基地，利用低运输成本的长江物流将熟料运送至下游无资源但水泥需求强劲的长三角地区，同时自建余热发电装置降低电力成本。

矿山资源（排他性）：占有量大，单位成本低。2019 年海螺持有矿山开采权 48 亿元，以 140 亿吨估计，吨成本仅为 0.34 元/吨（华新：0.27 元/吨）。

长江物流：单位运价低：海螺将安徽的熟料通过水路运送至华东水泥需求市场，从武汉到南京的水路运输价格为 22.80 元/吨，铁路运输需要 104.44 元/吨。水路运输成本为铁路的 21.83%。

收购中小水泥厂改造成粉磨站：粉磨厂当地采集当地生产，可以节省原料运输至生产地的费用，降低 10%-50% 的水泥产品运输费。

电力：该项成本从 2014 年的 59.86% 下降到 2019 年的 52.93%。至 2015 年底，公司余热发电总装机容量共 1183MW，年发电量约为 71 亿千瓦时，年创收 43 亿元，2019 年余热发电总装机容量约 1811MW，年创收约 60 亿元。

费用率：费用率为 6.0%，远低于行业的 12.7%。海螺水泥费用率从 2016 年的 13.3% 下降至 2019 年的 6.0%，主要系销售费用率、管理费用率和财务费用率同时下降。

● 行业逻辑：行业去产能，集中度将提升；错峰限产稳定水泥价格；疫情后基建发力带动需求复苏；海外产能拓展迅速

去产能：当前行业熟料产能为 18.2 亿吨，在行业去产能背景下，预计未来 3 年内熟料产能将稳定在 18 亿吨。至 2020 年水泥行业去产能 39270 万吨，其中东北地区占比 10.9%，西北 18.2%，华北 28.3%，西南 18.4%。

推荐

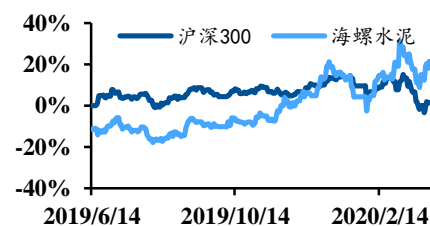
维持评级

当前价格：**56.00**

交易数据 2020-6-12

近 12 个月最高/最低(元)	62.87/43.21
总股本(百万股)	5299.30
流通股本(百万股)	3999.70
流通股比例(%)	75%
总市值(亿元)	2967.61
流通市值(亿元)	2239.83

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

相关研究

1, 《海螺水泥（600585）19 年年报点评报告：国内水泥领军企业受益供给收缩及基建回暖》20200321

错峰限产：2019年42.5级水泥平均价格为448元/吨，32.5级水泥全年均价为430元/吨。目前正处于春夏交际，水泥价格处于下降周期，预计2020年下半年，随着错峰限产和疫情后稳增长的基建以及房地产投资（西部大开发）发力，2020年四季度水泥价格将持续攀升，预计2020全年42.5级水泥价格中枢为470元/吨，32.5级水泥价格中枢为430元/吨。

● **主营业务拆分：水泥毛利占比约九成，是盈利的主要来源**

产品分析：公司水泥收入占总营收比例为69%，其中，42.5级水泥占比50.38%；毛利率为46.71%；32.5级水泥占比13.02%，毛利率为48.53%。此外，42.5级水泥吨售价比32.5级水泥高30元/吨左右，因此伴随着32.5级水泥的退市，预计公司毛利将进一步提升。

价格分析：2020年水泥+熟料销量预计为3.42亿吨，综合售价为350元/吨。2019年海螺的水泥+熟料综合售价为336元，同比增长1.5%（18年331元）。我们预计，2020-2021年水泥+熟料价格为350元/吨、360元/吨，分别增长4%、3%，主要是由于行业去产能+通胀，水泥价格上升。

销量分析：受疫情影响，2020年1-4月房地产投资完成额累计同比为-3.3%（2018年为10.3%；2019年为11.9%）、基建投资（不含电力）累计同比-11.8%，均呈现负增长；但是，随着疫情得到有效管控，企业复工复产基本完成，以及政府财政赤字率提升+抗议国债发行+西部大开发+基建REITS，我们判断下半年基建增速将回归正增长，因此预计2020年海螺水泥+熟料将增长6%，实现水泥+熟料3.42亿吨的销量。2021-2022年水泥+熟料销量增速为6%、6%，主要参考GDP增速。

营收分析：海螺水泥2019年实现营收1570.30亿元，同比增长22.30%；扣非归母净利润335.93亿元，同比增长12.66%。730会议重申“房住不炒”精神，预计未来两年房地产对水泥的需求将会放缓甚至收缩，但因对冲疫情影响+西部大开发+基建REITS，基建提振幅度或较大；因此，我们预计2020年海螺的营收为1768亿元，增速为+12.6%；归母净利润为366亿元，增速为+9.0%。

● **投资建议**

预计2020-2022年公司营收分别为1768亿元、1981亿元、2155亿元，归母净利润分别为366亿元、407亿元、447亿元，对应EPS为6.9元、7.7元、8.4元，PE为8.1、7.3、6.6。当前中信水泥II平均估值为9.8，海螺水泥的PE低于行业水平，给予“推荐”评级。

● **风险提示**

水泥价格下跌风险，下游需求增长下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	157,030	176,829	198,131	215,486
增长率（%）	22.3%	12.6%	12.0%	8.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	33,593	36,599	40,669	44,710
增长率（%）	12.7%	8.9%	11.1%	9.9%
每股收益（元）	6.34	6.91	7.67	8.44
PE（现价）	8.8	8.1	7.3	6.6
PB	2.2	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

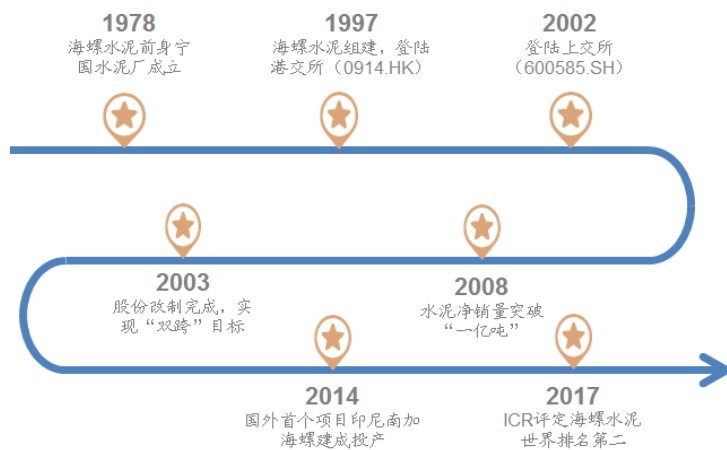
一、海螺水泥熟料销量 2.98 亿吨，世界排名第二.....	4
(一) 海螺水泥：世界最大的单一品牌水泥供应商.....	4
(二) “共有改制+股改”，股权结构稳定.....	4
二、公司逻辑：华东地区“T”型战略成本低：安徽熟料基地+长江物流+长三角收购中小水泥厂改建成粉磨站；费用率 6.0% 低于行业的 12.7%	6
(一) T 型发展战略.....	6
(二) 原材料成本+物流成本+收购中小水泥厂建粉磨站降低市场开发成本+电力成本四低构建低成本护城河.....	7
1、原材料：储量大，单位成本低.....	7
2、长江运输成本约为铁路的四分之一.....	9
3、收购中小水泥厂改建成粉磨站，节省运输成本.....	9
4、增加直供电采购比例及自建余热发电设备节约动力成本.....	10
5、行业公司成本比较：海螺全胜.....	11
三、优秀的费用控制是海螺高速成长的又一大利器.....	14
四、行业逻辑：行业去产能，集中度将提升；错峰限产稳定水泥价格；疫情后基建发力带动需求复苏；海外产能拓展迅速.....	15
(一) 行业去产能政策频出，错峰限产常态化.....	15
1、行业去产能政策稳定水泥供给，推动行业龙头市占率提升.....	15
2、错峰限产常态化推动水泥价格周期上涨.....	16
(二) 需求端：为对冲疫情影响，基建政策持续向好；房地产刹车但有惯性，未来发展承压.....	17
1、为对冲疫情影响，基建政策向好.....	17
2、房地产收缩惯性下滑，明年发展承压.....	18
五、营收净利增速大幅增加，毛利率逐年攀升.....	20
(一) 主营业务拆分：水泥+熟料毛利占比 9 成；产品毛利率保持高位稳定.....	20
1、水泥+熟料毛利占比约九成，是公司的核心利润来源.....	20
2、产品营收毛利增长稳定.....	20
4、32.5 级水泥将退市，营收毛利均预增.....	21
5、公司营收增速大于费用增速，费用率下降趋势明显.....	22
6、东部营收占比 32.57%，是第一大营收区域；南部区域营收占比逐年下降.....	23
7、行业去产能，海螺市占率提升.....	24
8、加码海外布局，2019 年末投产熟料产能 1094.3 万吨.....	24
9、量价分析：2020 年水泥+熟料价格中枢为 350 元/吨 (+4%)，销量中枢为 3.42 亿吨 (+6%).....	25
10、海螺数字化转型第一步——海螺水泥电商平台.....	25
(二) 营收和净利稳定增长，预期稳中有进.....	26
六、敏感性分析.....	27
七、相对估值.....	28
八、风险提示.....	29
插图目录.....	31
表格目录.....	31

一、海螺水泥熟料销量 2.98 亿吨，世界排名第二

(一) 海螺水泥：世界最大的单一品牌水泥供应商

安徽海螺水泥组建于 1997 年 9 月 1 日，源于 1978 年成立的宁国水泥厂，1997 年 10 月 21 日登陆港交所并挂牌交易 (0914.HK)，开创了我国水泥行业境外上市的先河，并于 2002 年 2 月 7 日登陆上交所 (600585.SH)。海螺水泥开辟了我国水泥行业低投资、国产化的道路，先后建成第一条日产 4000 吨新型干法国产化示范线、第一条日产万吨水泥熟料生产线、第一个千万吨级熟料生产基地、第一套纯低温余热发电设备。经过多年发展，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、铜陵及广东阳春兴建了 4 条日产 12000 吨生产线。发展至今，安徽海螺水泥赢得了“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美誉，海螺水泥是目前世界最大的单一品牌供应商，同时也是世界上最大的熟料生产基地之一。

图1: 海螺发展大事记

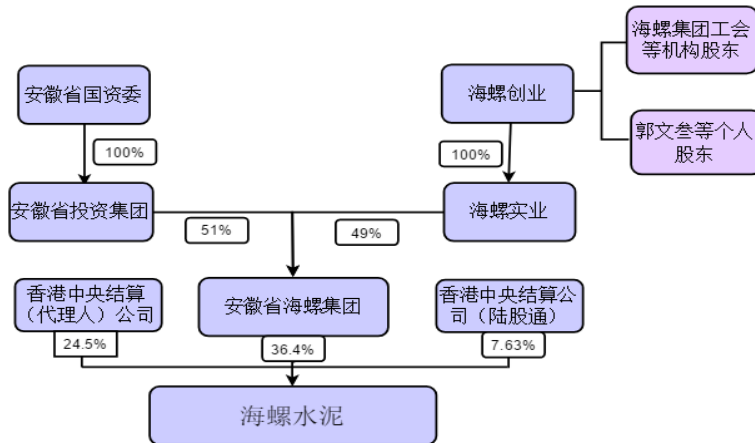


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) “共有改制+股改”，股权结构稳定

“国有改制+股改”打破公司发展掣肘。2002 年海螺集团的股权多元化改制试点，以转让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。改制后以省投集团（安徽省投资集团）拥有 51% 股份；海创公司拥有 49% 的股权。2006 年海螺水泥定向增发，郭文叁等八名自然人（为海螺集团、宁国厂和海螺型材高管）持有海创公司 13.07%（郭文叁 3.2%）股份，管理层实现了公司效益和个人利益的一致，管理层在主持公司经营活动中具有积极性。

图2: 公司高管层间接持有海螺水泥股份



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

二、公司逻辑：华东地区“T”型战略成本低：安徽熟料基地+长江物流+长三角收购中小水泥厂改建成粉磨站；费用率 6.0%低于行业的 12.7%

我们认为，海螺的高速发展在于贯彻“T”型战略，在石灰石原矿丰富的安徽建立熟料基地，通过自建码头及运费低廉的长江物流，将安徽省内生产的熟料运送至水泥需求市场，在无资源但水泥市场发达的地区收购中小水泥厂建立粉磨站降低市场开发成本，同时电力供应上通过自建余热发电装置降低电力成本，通过这四个环节将成本压缩至行业最低水平。2019年实现了海螺水泥在吨售价（336元/吨）与行业（339元/吨）保持一致的情况下，实现了吨成本（海螺：179元/吨；行业：208元/吨）、吨净利（海螺：105元/吨；行业：65元/吨）、费用率（海螺：6.0%；行业：12.7%）对行业水平的全面领先。

（一）T型发展战略

海螺水泥T型战略始于2000年，“T”型发展战略，在长江沿岸石灰石资源丰富的地区兴建、扩建熟料生产基地；在沿海无资源但水泥市场发达的地区低成本收购小水泥厂并改造成水泥粉磨站，就地生产水泥。从而形成沿江沿海“熟料基地+水泥粉磨站”的T型战略布局。

原国家建材局地质中心统计，安徽省是我国石灰石保有储量第二梯队大省。《安徽省矿产资源总体规划（2016-2020）》显示，安徽省有水泥用灰岩矿床30处，大、中型各15处，还有24处未利用，新增资源储量51.43亿吨。海螺水泥设厂于原材料产地，设立大规模的生产基地群，利用长江水路的运输能力，将自身产品运送到长江下游大规模水泥消费城市群。形成了“原材料产地设厂+长江水运+大容量水泥消费城市群”的战略布局。在这一套战略布局中，海螺将成本三个环节的成本控制都发挥到了极致。水泥有运输半径——公路200公里，铁路500公里，水路1500公里，超过运输半径成本就会增加，利用长江水路，将自身水泥产品的市场范围扩大。

图3：海螺T型战略

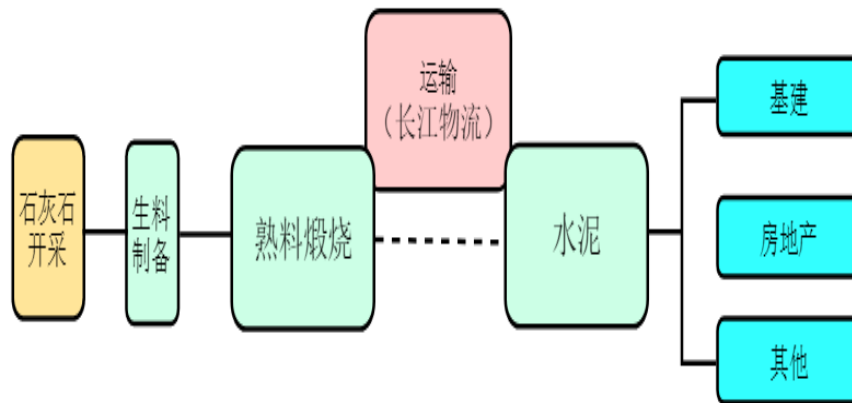


资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要优势在于：一是公司的大型熟料生产基地建在石灰石资源富集地区，在原材料供应上保证了公司的发展；熟料生产的高度集中又可以充分发挥规模优势；同时利用便利的

水运条件拓展公司的销售地域范围；二是熟料在粉磨制成水泥时要添加 10%-50%的辅助材料，如矿渣、火山岩等。这些材料大多销售地就可以获得。相对于直接输水泥而言，公司向销售地输出熟料可以节约 10%-50%的运输费用。三是公司在产品销售地低成本收购当地中小型水泥企业改造成粉磨站，既解决了当地小水泥对公司产品的冲击，又可以用自己的产品替代了当地的产品降低了市场竞争风险。

图4: 海螺水泥产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 原材料成本+物流成本+收购中小水泥厂建粉磨站降低市场开发成本+电力成本四低构建低成本护城河

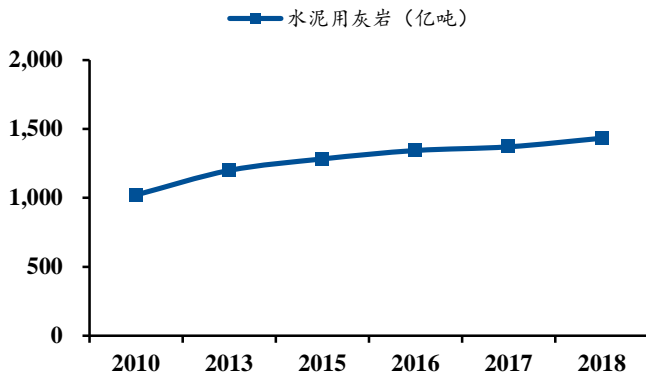
海螺水泥的成本领先由四部分构成“熟料基地+长江运送+粉磨站+电力成本”。熟料基地体现在规模化生产成本，长江体现在物流成本，粉磨站体现在混合材成本，电力体现在动力成本。海螺将四点做到了极致，实现了水泥生产成本的全面领先。

1、原材料：储量大，单位成本低

原材料：海螺水泥在组建之初，其主要生产基地宁国水泥厂、白马山水泥厂、铜陵海螺等地取得了安徽省地质矿产局授予的矿石开采权许可证；在 2008 年收购荻港海螺等四家公司均拥有储量的优质石灰石资源。储备方面：海螺起家于安徽，安徽拥有足量且质量优良的石灰石矿，储量居于陕西之后。省内石灰石矿山基本位于长江沿线 20 公里内，矿石原料的物流运输可充分利用长江的水运优势(通过皮带将熟料从生产基地运送至码头)。

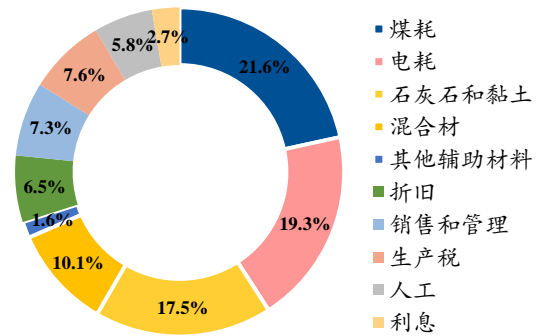
根据《中国矿产资源报告 2019》显示，2018 年已探明水泥用灰岩储量为 1432.37 亿吨。估计石灰石矿山资源利用率 60%来计算（正规开采的石灰石矿山资源利用率大概为 90%，民用矿山资源利用率大概为 40%，且民用开采量大于机械化开采量），我国石灰石矿山资源储量为 859.4 亿吨。当前海螺水泥生产线均配备 30-50 年的开采年限，总体量约 140 亿吨(石灰石储量*海螺水泥市占率)，2019 年年末海螺水泥矿山开采权 48.1 亿元，其石灰石吨获价仅为 0.34 元/吨(华新开采权价值 11.99 亿元，吨获价为 0.27 元/吨)。2019 年海螺的熟料吨成本为 178.56 元/吨，石灰石和黏土约占水泥成本的 17.6%，即为 31.43 元/吨，因此预估海螺水泥石灰石矿山价值为 4400 亿元。

图5: 18年我国已探明水泥用灰岩储量达 1432.37 亿吨



资料来源: 自然资源部, 民生证券研究院

图6: 石灰石和黏土费用占总成本的 17.6%



资料来源: 《工程造价管理》2013 年第 6 期, 民生证券研究院

2017 年, 中央六部委发布《关于加快建设绿色矿山的实施意见》, 计划到 2020 年, 形成符合生态文明建设要求的矿业发展新模式, 基本形成绿色矿山建设新格局。同期各地对矿山资源以“绿色开采、集中开采、规模开采”的新思路进行管理, 同时加强了矿山资源开采的环保力度。对比 2012 年和 2017 年个别石灰石采矿权的价格 (2012 年项目为福泉利森水泥“石灰石矿、页岩矿灯原料矿山项目, 石灰石价格为 4.68 元/吨; 2017 年项目为分宜海螺水泥有限责任公司西坑石灰石矿采矿权, 销售价格为 12.81 元/吨), 2017 年的采矿权价格要比 2012 年的价格要高 8 元/吨, 海螺石灰石矿山储量估计为 140 亿吨, 预计海螺在原料端具有成本优势超过 1100 亿元。未来中小矿山及无证矿山的退出会带来石灰石的边际成本上升, 石灰石矿山潜在价值也会增加, 这也潜在增加了海螺已有石灰石矿山的价值和竞争力。

表1: 中央及省市就矿山的治理文件

文件	建设目标
中央 《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	到 2020 年, 形成符合生态文明建设要求的矿业发展新模式。基本形成绿色矿山建设新格局。新建矿山全部达到绿色矿山建设要求, 生产矿山逐步达到要求。
内蒙古 《内蒙古自治区国土资源厅发展绿色矿业建设绿色矿山工作实施方案》	用 1—3 年完成一批示范试点矿山建设, 到 2020 年, 全区绿色矿山格局基本形成, 大中型矿山全达到自治区级绿色矿山标准并基本达到国家级绿色矿山建设的要求, 小型矿山企业按照绿色矿山条件严格规范管理。
广西 《加快建设绿色矿山工作方案》	2019 年开始, 新建矿山要按照广西绿色矿山标准要求规划、设计、建设和运营管理, 到 2020 年 12 月底前, 30% 大中型矿山完成自治区级绿色矿山建设工作, 20% 小型矿山建设成市级绿色矿山。
山东 《山东省绿色矿山建设方案》	力争到 2020 年基本建成节约高效、环境友好、矿地和谐绿色矿业发展模式
陕西 《陕西省绿色矿山建设方案》	到 2020 年, 要建设 2 个绿色矿业发展示范区, 树立 10 个绿色矿山典范, 建成 100 个绿色示范矿山, 推进提升 1000 个绿色建设水平, 基本建成节约高效、环境友好、矿地和谐绿色矿业发展模式
山西 《山西省煤炭资源综合利用规划》	到 2020 年山西省力争实现 30% 的绿色矿山建设目标
福建 《福建省绿色矿山建设方案》	到 2020 年, 全省树立 30 个以上具示范作用的绿色矿山, 推进 2 个以上绿色矿业发展示范区建设, 实施 1-2 个绿色勘查示范项目

资料来源: 各部门官网, 民生证券研究院

海螺在自有矿山资源附近设厂, 运用皮带运输原材料进行生产加工, 再通过皮带运送至附近码头进行水路运输。目前, 海螺水泥有自建的 30-40 个万吨级专用码头, 大幅减少

了租借码头的巨额成本。随着未来码头审批的严格，海螺水泥在码头上的布局优势将逐渐显现出来。

图7: 海螺水泥产业链



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

2、长江运输成本约为铁路的四分之一

长江物流: 海螺充分利用长江水运的低成本优势，水路运输比公路运输吨成本低。从具体航线来看，水路吨运价最高为铁路吨运价的 23.77%，最低为 10.96%，水运较铁运有着明显的运价优势。海螺水泥在两广地区复制“T”型战略（东部水泥需求约 1 亿吨，两广地区约 4300 万吨，合计销量 1.43 亿吨，占比 39%），年预计节省运费约 100 亿元（水路运费/铁路运费=1/4，铁路运价为 100 元/吨）。

表2: 水路吨运价最高为铁路吨运价 23.77%

运输路线	运输商品	距离 (km)	铁路运输价格	水路运输价格 (元/吨)	水路运价/铁路运价
江阴-重庆	煤炭	约 1600 公里 (公路)	267.19 元/吨 (16031.20 元/车)	63.5	23.77%
南京-武汉	煤炭	约 550 公里 (公路)	104.44 元/吨 (6266.10 元/车)	22.8	21.83%
镇江-马鞍山	煤炭	约 150 公里 (公路)	83.00 元/吨	9.1	10.96

资料来源: 长江航运发展研究中心, 12306, 民生证券研究院

注 1: 铁路运输整车以标重 60 吨的车辆计算;

注 2: 江阴-重庆和南京-武汉铁路运输价格吨运价计算公司为: 整车价/整车标重; 镇江-马鞍山吨运价为市场价

3、收购中小水泥厂改建成粉磨站, 节省运输成本

收购中小水泥厂改建成终端粉磨站: 海螺在沿海无资源但水泥市场发达的地区收购小水泥厂，改造成粉磨站就地生产水泥最终产品。粉磨站在当地研磨，可以节省石膏等材料的长途运输费用，降低 10%-50% 的水泥产品运费。

表3: 海螺水泥收购中小水泥厂改建粉末站

时间	收购标的	省份	区域
1997	宁波海螺	浙江	东部
1998	长丰海螺	安徽	中部
1998	南京海螺	江苏	东部
1998	张家港海螺	江苏	东部
1998	上海海螺	上海	东部

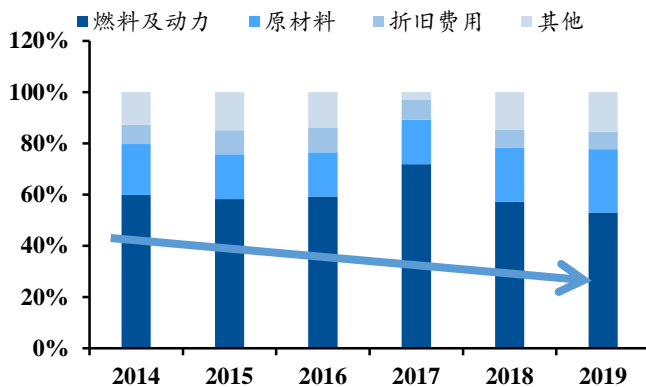
1999	南通海螺	江苏	东部
2000	上海海螺明珠	上海	东部
2001	上虞海螺	浙江	东部
2002	泰州杨湾海螺	江苏	东部
2002	庐山海螺	江西	中部
2004	江苏八菱海螺	江苏	东部
2008	佛山海螺	广东	南部
2012	亳州海螺	安徽	中部
2012	镇江北固海螺	江苏	东部
2013	岚湖第二水泥	江西	中部
2014	邵阳云峰+武冈云峰	湖南	中部
2015	圣塔集团	江西	中部
2016	西部水泥	陕西	西部
2018	清远广英	广东	南部

资料来源：公司年报，民生证券研究院

4、增加直供电采购比例及自建余热发电设备节约动力成本

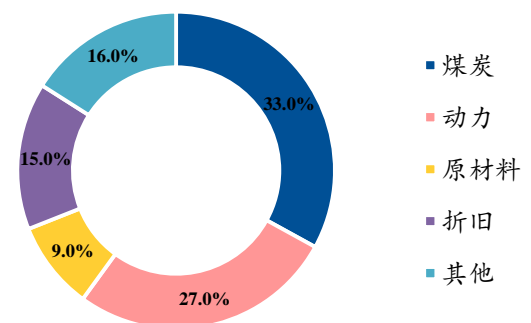
燃料及动力成本逐年降低。燃料和动力成本是公司成本的主要方面，占比约六成。该项成本从2014年的59.86%下降到2019年的52.93%，这归功于两方面：一是煤炭采购成本的下降，公司将现有煤炭供应渠道、跨区域调剂煤炭资源和不同品种搭配使用三种方式来降低公司煤炭采购成本。二是加强与大型能源电力公司的合作，增加直供电的采购比例，同时加快节能技改，进行余热发电项目的工程设计等降低电力成本。

图8：公司燃料与动力成本占比逐年降低



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图9：煤炭和动力分别占成本的33%和27%



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图10：13-17年公司煤炭成本下降受益煤炭价格下降

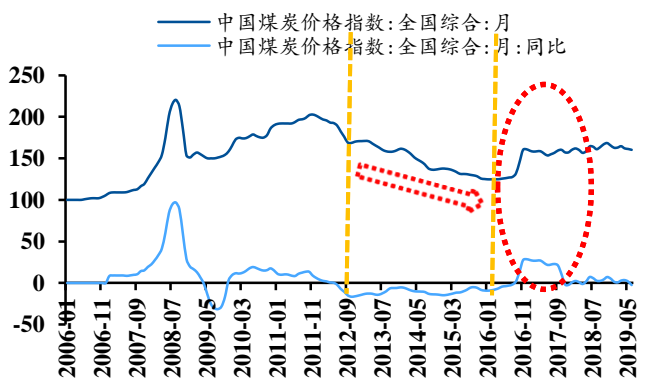
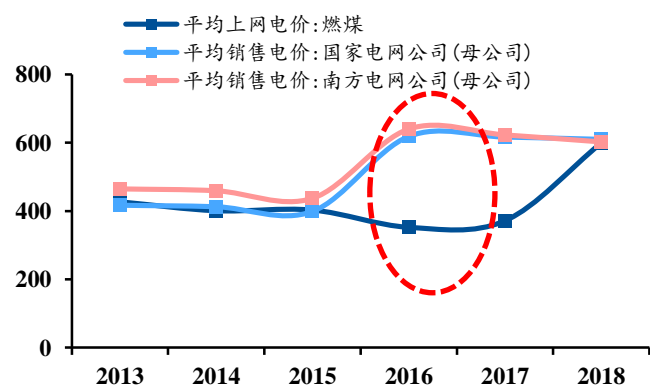


图11：2015年后电价攀升 (元/千千瓦时)

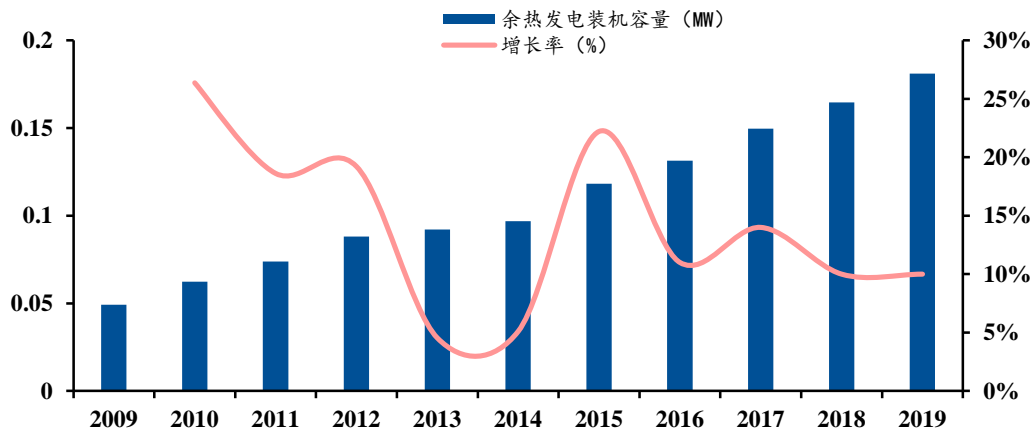


资料来源: Wind, 民生证券研究院

资料来源: Wind, 民生证券研究院

开展余热发电项目, 外购电力成本下降。海螺集团第一条宁国厂余热发电项目建成使用后, 该发电此昂木每年可节约电能消耗 0.7 亿 kw, 节约电力成本 2000 多万元, 减少了项目的外购电力成本。随后公司陆续在生产线上建立余热发电项目。至 2015 年底, 公司余热发电总装机容量共 1183MW, 年发电量约为 71 亿千瓦时, 节省 43 亿元, 大大降低了成本支出。

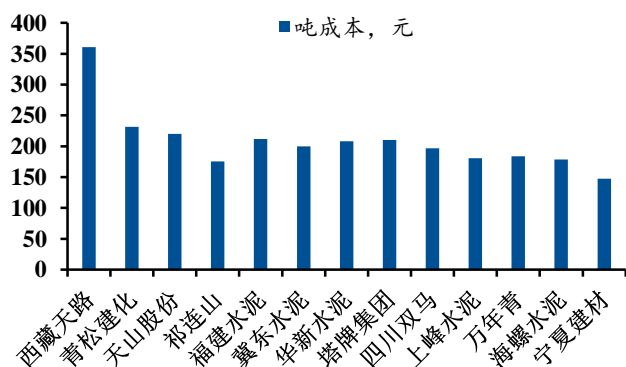
图12: 2019 年海螺水泥余热发电装机容量为 1811MW, 同比增长 10%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

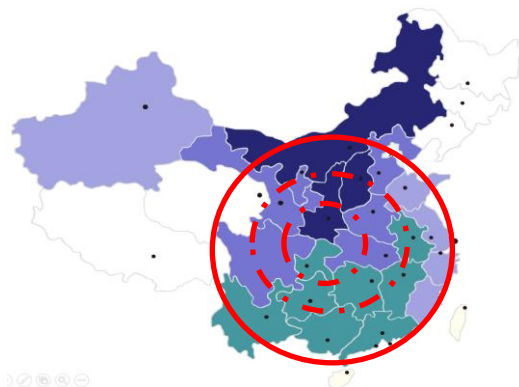
海螺水泥从偏安一隅的小水泥厂成长为世界第二的水泥集团, 通过“T”型发展战略, 建立“市场优势+资源和区位优势+余热发电”的护城河。市场优势指“熟料基地+长江流域+粉磨站”的生产运输销售体系; 资源和区位优势是指丰富的石灰石资源和靠近长江优势, 通过自建码头, 以低原材料生产和运输成本占领市场; 余热发电即利用生产过程的热量进行发电降低动力成本。海螺水泥的吨成本为 179 元, 远低于平均水平 208 元。

图13: 海螺水泥吨成本低于行业平均水平



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图14: 海螺水泥产能基地距离煤炭供应基地较远



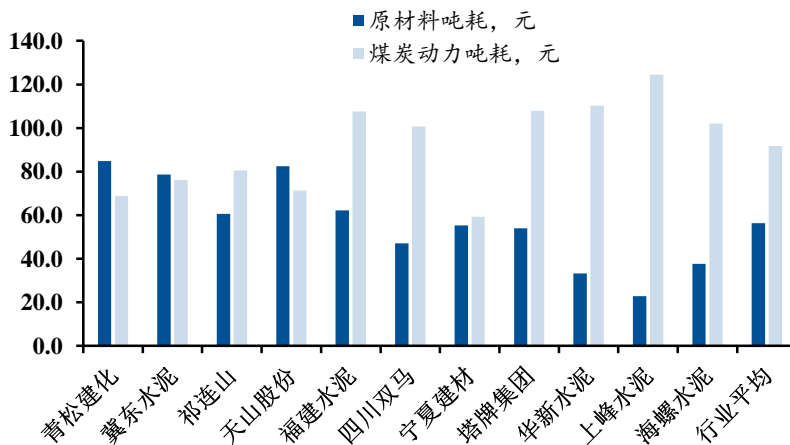
资料来源: 民生证券研究院

5、行业公司成本比较: 海螺全胜

对比行业公司, 海螺实现了在原材料吨耗的行业领先和煤炭动力吨耗的有效控制。据 2019 年报, 对比水泥行业其余 10 家大型水泥集团吨水泥在原材料和煤炭动力的成本, 海螺水泥的原材料吨耗 (37.7 元/吨) 低于平均水平 18.6 元/吨, 煤炭动力吨耗 102.1 元/

吨高于平均水平 10.4 元/吨。其中海螺的原材料吨耗高于上峰水泥 (22.9 元/吨) 和华新水泥 (33.3 元/吨)，上峰水泥原材料吨耗较低主要是由于上峰水泥产能绝大多数在安徽 (775 万吨，占比 68%) 和浙江 (217 万吨，占比 19%) 两省，上峰水泥成立时间较早且安徽拥有大量优质的石灰石原矿，早期采购成本较低，从而原材料成本较低；华新水泥在湖北耕耘已久，且湖北石灰石储量丰富，为全国第二梯队大省 (20-30 亿吨)，早期采矿权采购成本较低，从而原材料吨耗较低。身处石灰石储量丰富的四川双马 (四川，石灰石保有储量 30-40 亿吨)、宁夏建材 (陕西，石灰石保有储量 50 亿吨) 的原材料成本均较低。在煤炭动力能耗方面，海螺 (102.1 元/吨) 处于行业中游水平，高于行业 10.4 元/吨。这主要是因为海螺距离煤炭供应基地陕西、山西和内蒙古距离较远，煤炭吨售价较高，从而煤炭动力成本较高。海螺是全国性的水泥企业，在安徽、广东、湖南、广西、江西、云南、贵州和重庆的熟料产能占其总产能的 84%，这些省份距离煤炭供应基地距离较远从而吨获价较高，从而煤炭及动力成本吨耗较高。身处广东和福建的塔牌集团，其煤炭动力吨耗为 107.9 元/吨，而青松建化 (新疆阿克苏，有煤矿，68.8 元/吨)、冀东水泥 (山西、河北、陕西，76.2 元/吨)、上峰水泥 (安徽、浙江，124.5 元/吨)，我们也能发现海螺水泥在煤炭动力成本的控制要比身处皖浙的上峰水泥要有效的多。

图15: 海螺水泥原材料吨耗 37.7 元低于行业平均水平 18.6 元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

对比华润水泥控股，海螺也实现了成本控制的领先水平。华润水泥在珠江流域复制了海螺的长江“T”型战略，在桂东和粤西地区建设水泥熟料基地，然后通过珠江水运运送至珠三角核心区域。海螺的水泥吨成本为 178.6 元/吨稍低于华润水泥控股的 180.1 元/吨，在煤炭及动力和原材料弱于华润水泥控股的成本控制；而在其他成本项，海螺则实现了成本优势。

图16: 华润水泥控股在珠三角地区的“T”型战略



资料来源: 华润水泥控股 2019 年年报, 民生证券研究院

表4: 海螺水泥 (178.6 元/吨) 成本控制优于华润水泥控股 (180.1 元/吨)

	华润水泥控股		海螺水泥	
	占比	成本 (元/吨)	占比	成本 (元/吨)
煤炭及动力	50.7%	91.3	52.9%	94.5
原材料	23.3%	42.0	24.8%	44.2
其他	26.0%	46.8	22.3%	39.8
合计	100%	180.1	100%	178.5

资料来源: 各公司年报, 民生证券研究院 (华润水泥的计价单位为港元, 已按照 2019 年 1 港元=0.85 人民币计算)

海螺水泥在吨收入低于行业平均水平的情况下, 实现了吨成本、吨毛利和吨净利三项对于行业平均水平的领先。低成本源于海螺水泥的成本领先战略, 在原材料端、物流端及能源端成本的压缩构建产品在成本端的核心竞争力。较低的产品生产成本使得海螺在行业稳定时期有更大的利润空间, 在面对价格战时有更充裕的缓冲空间。

表5: 海螺水泥吨成本、吨净利为行业领先水平海螺水泥 (178.6 元/吨)

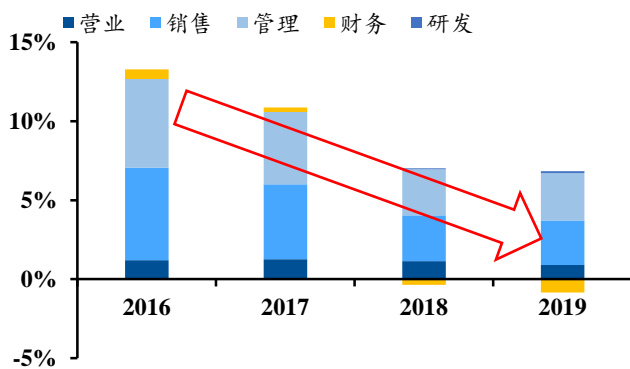
	吨成本	吨毛利	吨净利	吨净利/吨成本
西藏天路	526.48	360.79	165.70	42.43
青松建化	390.27	231.39	158.88	63.94
天山股份	377.40	219.89	157.51	85.02
塔牌集团	340.01	210.18	129.83	77.54
上峰水泥	368.99	180.58	188.41	113.70
华新水泥	354.34	208.12	146.22	80.26
海螺水泥	336.45	178.56	157.89	104.76
祁连山	278.06	175.41	102.65	44.55
福建水泥	306.26	211.53	94.73	40.69
四川双马	297.11	196.85	100.27	57.49
冀东水泥	314.93	199.81	115.12	42.24
万年青	292.71	183.73	108.98	70.30
宁夏建材	229.31	147.30	82.01	25.62
平均	339.41	208.01	131.40	65.27

资料来源: 各公司年报, 民生证券研究院

三、优秀的费用控制是海螺高速成长的又一大利器

海螺水泥费用率逐年下降，为行业最低水平。2016-2019年，海螺水泥的费用率从2016年的13.3%下降至2019年的6.0%，主要系销售成本、管理成本和财务成本三降。2019年财务费用因为存款及应收款项的利息收入较去年大幅增加，覆盖了财务费用的支出。海螺水泥吨净利全行业第一（104.76元/吨），主要归功于海螺水泥较其他水泥企业更为成功的费用管控，实现了在销售费用率、管理费用率和财务费用率领先行业的管理水平，且低于优秀民营企业（塔牌集团）的费用率。海螺的管理费用率低是由于其优秀的机制，主要体现在股权结构上，海螺自2003年股改后，管理层直接持股、员工通过海螺创业间接持有公司股份，实现了管理层、员工利益与企业利益相一致，因而管理费用率较低。

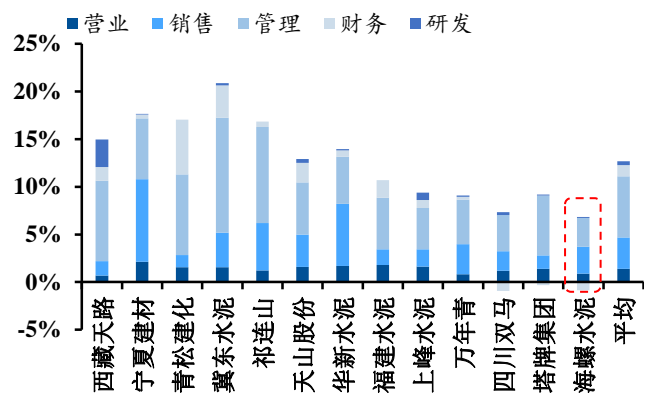
图17: 海螺水泥费用率逐年下降



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

注: 费用率=各项费用/营收

图18: 海螺水泥各项费用率均低于行业平均值



资料来源: 各公司年报, 民生证券研究院

表6: 海螺水泥 (5.99%) 费用率远低于平均水平 (12.66%)

	营业费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	研发费用率	费用合计
西藏天路	0.69%	1.49%	8.45%	1.44%	2.89%	14.97%
宁夏建材	2.14%	8.66%	6.37%	0.41%	0.06%	17.64%
青松建化	1.57%	1.27%	8.47%	5.72%	0.00%	17.03%
冀东水泥	1.55%	3.63%	12.05%	3.42%	0.21%	20.86%
祁连山	1.21%	5.00%	10.05%	0.58%	0.00%	16.84%
天山股份	1.59%	3.38%	5.50%	2.02%	0.42%	12.91%
华新水泥	1.69%	6.52%	4.96%	0.66%	0.12%	13.94%
福建水泥	1.80%	1.64%	5.40%	1.85%	0.00%	10.69%
上峰水泥	1.62%	1.80%	4.36%	0.84%	0.77%	9.40%
万年青	0.82%	3.15%	4.68%	0.29%	0.12%	9.07%
四川双马	1.19%	2.05%	3.80%	-0.91%	0.30%	6.43%
塔牌集团	1.39%	1.41%	6.29%	-0.34%	0.09%	8.85%
海螺水泥	0.89%	2.81%	3.02%	-0.85%	0.12%	5.99%
行业平均	1.40%	3.29%	6.42%	1.16%	0.39%	12.66%

资料来源: 各公司年报, 民生证券研究院

四、行业逻辑：行业去产能，集中度将提升；错峰限产稳定水泥价格；疫情后基建发力带动需求复苏；海外产能拓展迅速

(一) 行业去产能政策频出，错峰限产常态化

1、行业去产能政策稳定水泥供给，推动行业龙头市占率提升

中央下发《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导文件》，提出在今后一段时期化解水泥行业过剩产能，推进供给侧结构性改革外。各省市也陆续出台了建材水泥行业去产能的指导意见。各地区产能政策主要集中集中于：(1) 新增水泥严控；(2) 多渠道化解过剩产能；(3) 按市场自行淘汰落后产能；(4) 主动释放过剩产能；(5) 推动行业兼并重组 (6) 坚持行业错峰生产；(7) 加强新技术的运用。

在行业去产能背景下，预计 2020 年我国熟料总产能将稳定在 18 亿吨。根据规划，至 2020 年要去除行业产能 39274 万吨，其中东北 (4300 万吨)、西北 (7150 万吨)、华北 (11100 万吨) 和西南地区 (7220 万吨)，四个地区合计 29770 万吨。

表7：水泥行业去产能行动计划 (2018~2020)

2018-2020 年各省区熟料去产能目标参考值及节能减排量估算量 (万吨)				
	2018	2019	2020	合计
北京	0	0	0	0
天津	0	0	0	0
河北	1295	1110	1295	3700
山西	1260	1080	1260	3600
内蒙古	1330	1140	1330	3800
辽宁	805	690	805	2300
吉林	315	270	315	900
黑龙江	385	330	385	1100
上海	0	0	0	0
江苏	235	201	235	671
浙江	256	219	256	731
安徽	245	210	245	700
福建	0	0	100	100
江西	105	90	105	300
山东	490	420	490	1400
河南	735	630	735	2100
湖北	300	200	100	600
湖南	350	300	350	1000
广东	445	381	445	1271
广西	221	189	221	631
海南	0	0	0	0
重庆	250	150	220	620
四川	875	750	875	2500
贵州	665	570	665	1900
云南	770	660	770	2200
西藏	0	0	0	0
陕西	630	540	630	1800
甘肃	210	180	210	600
青海	0	0	150	150
宁夏	280	240	280	800
新疆	1330	1140	1330	3800
全国	13782	11690	13802	39274

说明：1、此表为各省区熟料去产能任务目标的分解指标参考值。

2、熟料产能基数以设计产能为准。

3、市场需求按 2016 年实际产量计算。

4、此表暂不考虑错峰生产、停窑限产的影响。

资料来源：《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，民生证券研究院

2、错峰限产常态化推动水泥价格周期上涨

错峰限产政策常态化。2017 年 3 月，国家环保部、发改委、财政部、能源局及北京、天津、河北、山西、山东、河南等六省（市）政府联合发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，加大京津冀及周边地区大气污染治理力度，《方案》要求京津冀及周边 2+26 个城市水泥行业采暖季继续全面实行错峰生产。同年 11 月，工信部和环保部发布《关于“2+26”城市部分工业行业 2017—2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》提出，水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季按照《工业和信息化部环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》（工信部联原〔2016〕351 号）有关规定实施错峰生产。承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的，可不全面实施错峰生产，但应根据承担任务量核定最大允许生产负荷。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。预计错峰限产未来将常态化。

表8：中央错峰限产政策水泥行业

日期	错峰生产政策
2014 年 12 月 1 日	东北三省水泥企业统一开始水泥错峰生产
2015 年 11 月 13 日	国家工信部、环保部《关于在北方采暖地区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，标志着错峰生产工作在政府部门的指导下全面展开
2016 年 5 月 5 日	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》，明确要求将“推进错峰生产”作为压减产能过剩的重要手段加以实施
2016 年 7 月 18 日	山东省水泥企业的夏季错峰生产正式拉开帷幕
2016 年 10 月 25 日	国家工信部、国家环保部《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，对 2016 年至 2020 年期间水泥错峰生产提出具体要求
2017 年 7 月 14 日	浙江省开始错峰生产，水泥错峰生产开始在全国范围内全面实施
2018 年 6 月 27 日	国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，提高错峰限产比例或实施停产

资料来源：各部门官网，民生证券研究院

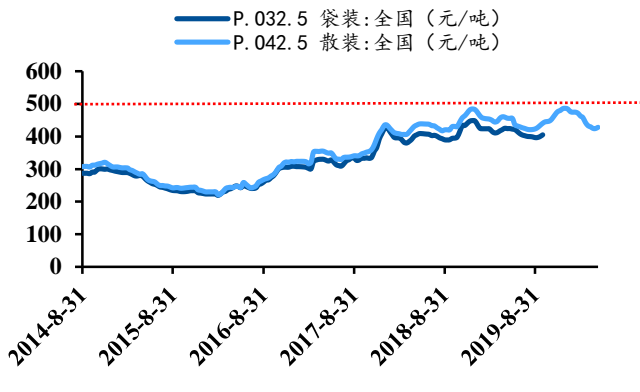
水泥错峰限产将推动水泥价格上涨。预计 2020 年 42.5 级水泥价格中枢为 470 元/吨，32.5 级水泥价格中枢为 430 元/吨。17 年底加入错峰限产阵列的省市自治区有 19 个，产能占比达 66%（不包括台湾）。

水泥价格：

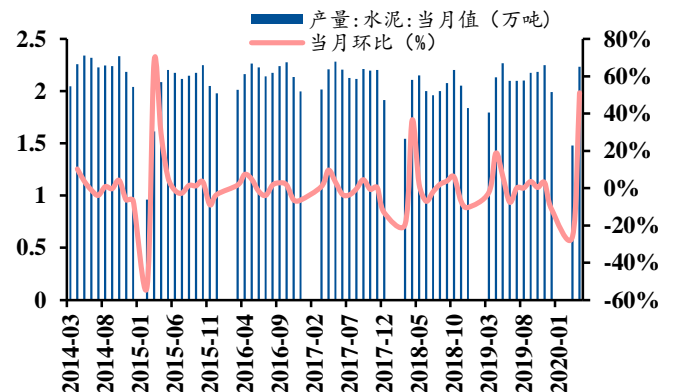
推行冬季错峰限产政策，2017 年 42.5 级水泥价格（459 元/吨）相比于 2017 年 10 月初（343 元/吨）上涨了 34%；2018 年末推行错峰限产政策，企业自发实行错峰限产，导致 2018 年底（493 元/吨）42.5 级水泥价格相比于 2018 年 10 月初（436 元/吨）上涨了 13%。2019 年 42.5 级水泥平均价格为 448 元/吨，32.5 级水泥全年均价为 430 元/吨。目前正处于春夏交际，水泥价格处于下降周期，预计 2020 年下半年，随着错峰限产和疫情后稳增长的基建以及房地产投资（西部大开发）发力，2020 年四季度水泥价格将持续攀升，预计 2020 全年 42.5 级水泥价格中枢为 470 元/吨。截，32.5 级水泥价格中枢为 430 元/吨。

水泥产量：

受错峰限产影响，2017-2019 年水泥年平均产量为 20.8 亿吨，其中 2019 年全年水泥产量达 21.1 亿吨。2020 年初，新冠疫情爆发，房地产和基建施工受到影响，但至 2020 年 3 月起，企业已陆续开始复工复产，虽有疫情冲击的不利影响，但 2020 年 3 月水泥产量仍达 1.5 亿吨，同比-17.7%，影响程度有限。并且，随着复工复产的加速，2020 年 4 月水泥产量已达 2.23 亿吨，同比去年已实现增长，说明疫情对水泥生产的影响已消失，预计 2020 年全国水泥产量将达 22 亿吨左右。

图19: 冬季水泥价格有上涨预期


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图20: 疫情负面影响已消失, 水泥产量同比恢复正增长


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 需求端: 为对冲疫情影响, 基建政策持续向好; 房地产刹车但有惯性, 未来发展承压

1、为对冲疫情影响, 基建政策向好

国务院 723 会议以来, 政策转向, 基建领域利好政策陆续出台。基建领域与政策的力度, 方向密切相关, 因政策决定了基建的投资金额、投资领域等。具体措施包括地方专项债提速, 重点项目推介, 定向降准, 定向降息, 放松建筑企业发债融资, 加快重点基建项目审批落地, 增加储备项目等。

表9: 基建领域政策转向, 利好政策频出台

日期	发文部门	文件名称	内容
2018.7.23	国务院	国务院常务会议	国务院力挺在建项目融资, 加快 1.35 万亿地方专项债发行
2018.7.31	中央政治局	年终政治局会议	中央政治局会议坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2018.8.14	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作意见》	加快专项债发行进度, 提升发行市场优化水平, 优化发行程序, 简化债券信息披露流程, 加快专项债资金划拨使用, 加强信息报送
2018.9.15	财政部	《关于规范对 PPP 工作的实施意见》	明确规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务, 原则上不再开展完全政府付费项目
2018.9.18	国务院	国务院常务会议	聚焦补短板扩大有效投资, 按照既不过度以来投资也不能不要投资, 防止大起大落的要求, 稳投资稳增长
2018.7.23	国务院	国务院常务会议	国务院力挺在建项目融资, 加快 1.35 万亿地方专项债发行
2018.7.31	中央政治局	年终政治局会议	中央政治局会议坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策
2018.8.14	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作意见》	加快专项债发行进度, 提升发行市场优化水平, 优化发行程序, 简化债券信息披露流程, 加快专项债资金划拨使用, 加强信息报送
2018.9.15	财政部	《关于规范对 PPP 工作的实施意见》	明确规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务, 原则上不再开展完全政府付费项目
2018.9.18	国务院	国务院常务会议	聚焦补短板扩大有效投资, 按照既不过度以来投资也不能不要

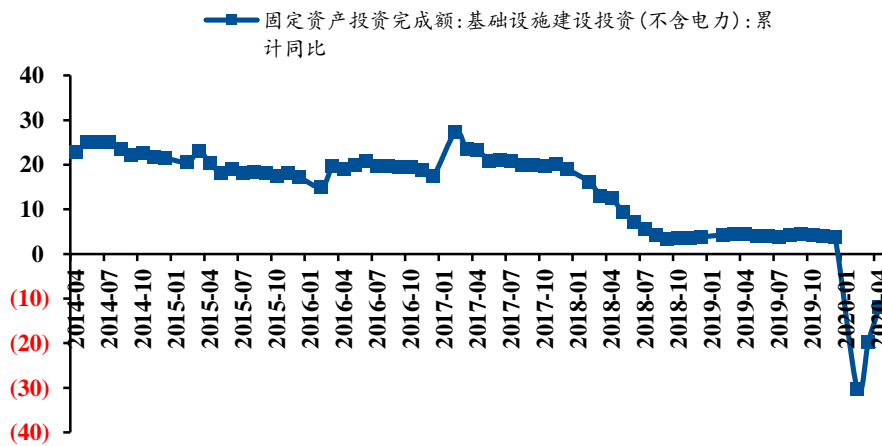
投资, 防止大起大落的要求, 稳投资稳增长

2019.7.31 政治局 中共中央政治局 实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程

资料来源: 各部门官网, 民生证券研究院

受疫情影响, 2020 年上半年基建投资承压, 预期向好。受疫情影响, 2020 年初, 基建投资累计负增长, 增速降幅较大; 但是, 从数据来看, 基建投资已触底反弹, 2020 年 4 月基建投资累计同比为-11.8%, 相比 2、3 月的-30.3%、-19.7%已呈现明显回暖趋势, 我们预计至 2020 年 6 月末, 基建投资累计同比有望由负转正, 恢复至正常水平。

图21: 基建投资(不含电力)累计同比 20 年 3 月已触底反弹, %



资料来源: Wind, 民生证券研究院

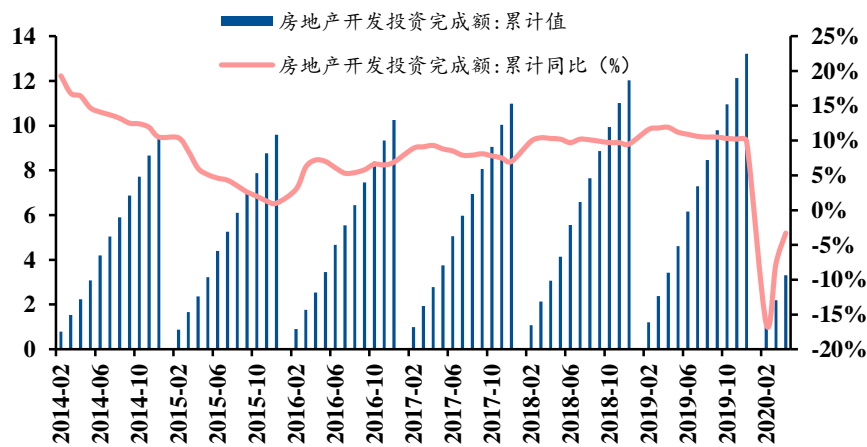
多重政策频出, 发力基建投资, 利好水泥板块。首先, 2020 年政府工作报告中将财政赤字率调整至 3.6%, 比去年增加 1 万亿元, 同时发行 1 万亿元抗疫国债, 用于保民生和稳经济, 基建有望受益; 其次, 2020 年 4 月 30 日, 中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》, 我们认为基建 REITs 试点是政策加码基建的具体措施, 未来随着试点的推进, 基建投资增速将加快。最后, 2020 年 5 月 17 日, 新华社授权发布《中共中央、国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》, 强调到 2035 年, 西部地区基本实现社会主义现代化, 基本公共服务、基础设施通达程度、人民生活水平与东部地区大体相当等, 西部基础设施通达程度与东部看齐, 将带来新一轮基建的高增长。

2、房地产收缩惯性下滑, 明年发展承压

房地产行业将进入低潮期。“730”政治局会议重提“房住不炒”精神, 与此同时, 对海外债、信托等房地产融资渠道进行限制。2019 年全年房开投资完成额累计同比 9.9%, 较 2018 年全年提升 0.4 个百分点。房地产企业目前受限制的是融资的增量资金, 对存量资金并未限制。因此, 2019 年下半年房地产行业比上半年有回落, 是因为从拿地至开发建设存在几个月的周期, 上半年的拿地建设会带动水泥需求。2020 年, 因为房企融资通道全面收缩, 房企拿地速度大幅缩减, 预计房地产行业将会进入低潮。另外, 受疫情影响, 截止至 2020 年 4 月, 房开投资完成额累计同比-3.3%, 比去年同期减少 15.2 个百分点, 影响较大; 但是, 对比 2、3 月数据看, 2020 年房开投资完成额累计同比降幅持续缩减,

有望将于 2020 年上半年转正，但房地产行业仍将会进入低潮期。

图22: 受疫情影响，2020 年 4 月房开投资完成额累计同比-3.3%，同比下滑 15.2 个百分点



资料来源: Wind, 民生证券研究院

五、营收净利增速大幅增加，毛利率逐年攀升

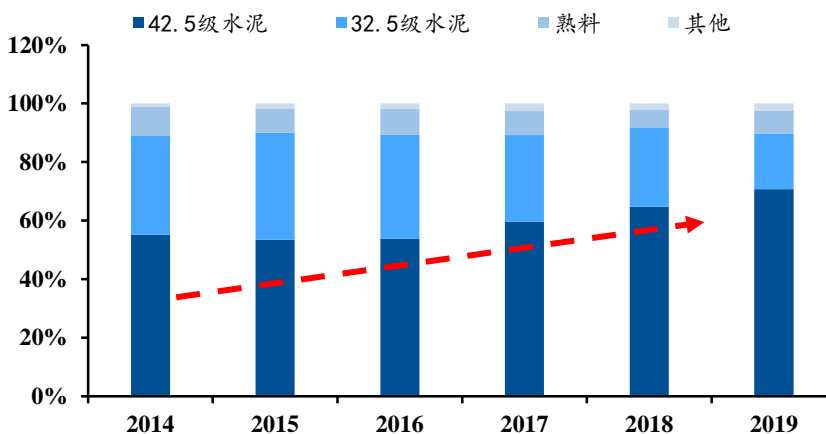
海螺水泥的主营业务为水泥、商品熟料及骨料的生产销售。公司的水泥品种包裹 42.5 级水泥、32.5 级水泥。(级数是划分水泥强度等级的标号,用来判断承受外力破坏的能力。

(一) 主营业务拆分：水泥+熟料毛利占比 9 成；产品毛利率保持高位稳定

1、水泥+熟料毛利占比约九成，是公司的核心利润来源

水泥毛利占比 89.68% (468.74 亿元)，42.5 级水泥是公司的主要盈利来源。从具体业务来看，42.5 级水泥毛利占比从 2014 年的 55.22% (113 亿元) 上升到 2019 年的 70.69% (369.52 亿元)，提升了 15.47 个百分点；32.5 级水泥毛利占比从 2014 年的 33.71% (69 亿元) 下降至 2019 年的 18.98% (99.22 亿元)，下降了 14.73 个百分点。我们预计未来 42.5 级水泥毛利占比会提高，一部分源于 42.5 级水泥单位售价高于 32.5 级水泥 (平均价差 30 元)，有着更大的盈利空间 (成本相近)；另一部分因为 PC32.5 级水泥将退市，42.5 级水泥将迎来巨大的增量市场。

图23: 水泥毛利占比约 90%

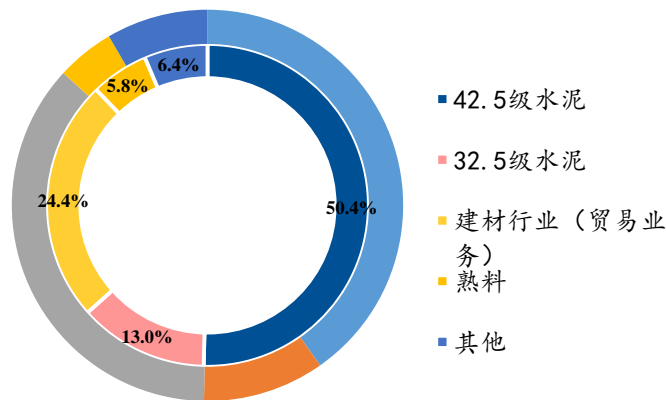


资料来源：公司年报，民生证券研究院

2、产品营收毛利增长稳定

水泥+熟料 (自产品销售) 是公司业务的核心。2019 年，水泥+熟料业务实现营业收入 1086.73 亿元，同比增长 11.19%，占比 69.21%，毛利 509.99 亿元，同比增长 10.35%，占比 97.57%。其中，42.5 级水泥营收 791.07 亿元，同比增长 20.34%，占比 50.38%；32.5 级水泥营收为 204.44 亿元，下降-19.43%，占比 13.02%；熟料营收 91.22 亿元，增长 37.61%，占比 5.81%；建材的贸易业务营收为 383.49 亿元，增长 52.12%，占比 24.42%。同比各项业务的营收/成本，水泥业务单位营收>单位成本，是公司盈利的主力军，建材的贸易业务营收基本上可以覆盖成本 (营收 383.49 亿元，成本 382.86 亿元)，但不具有盈利能力。因为建材与贸易业务是将公司的水泥+熟料出口至国外，海外渠道初始建设成本较高，盈利水平较低。

图24: 2019年水泥业务单位营收>单位成本

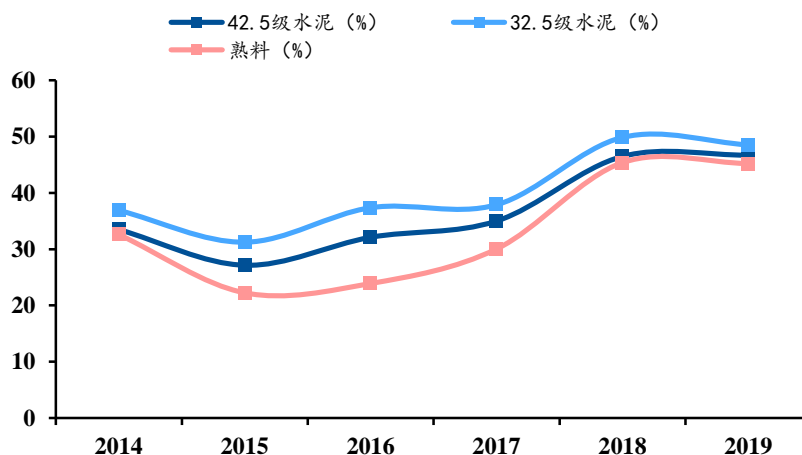


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

3、核心产品毛利率保持高位稳定

公司核心产品毛利率保持高位。2019年, 公司水泥总体毛利率47.09%, 42.5级水泥毛利率为46.71%, 32.5级水泥毛利率为48.53%, 整体毛利率与2018年持平(47.42%); 熟料毛利率较2018年下降0.16%至45.22%。32.5级水泥毛利率较高的原因为包装成本计入销售费用, 未体现在销售成本之中。2017年全国水泥市场震荡上行, 在2017年8月份后市场行情上涨较为显著。2017年水泥价格上涨的原因是因为: 一是因为煤炭价格高位运行; 二是环保加强, 错峰生产。海螺受益于原材料价格上涨、环保停产带来水泥价格上涨的利好, 收入端增幅大于成本端, 从而推动17年毛利率上升。2018年水泥行业环保整治错峰限产、集中停产、优化产能结构和加强产能置换等政策推动水泥价格上涨, 带来了公司在产品销售端的量价齐升; 叠加收入增长大于成本提升, 因而18年公司毛利率上升。2019年公司毛利率上升则受益于地产同比增速上升和基建2018年下半年开始同比增速反转带来的水泥需求回暖的利好。

图25: 42.5级水泥毛利率46.71%, 盈利能力增强



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

4、32.5级水泥将退市, 营收毛利均预增

【国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会批准 GB175-2007《硅酸盐通用水

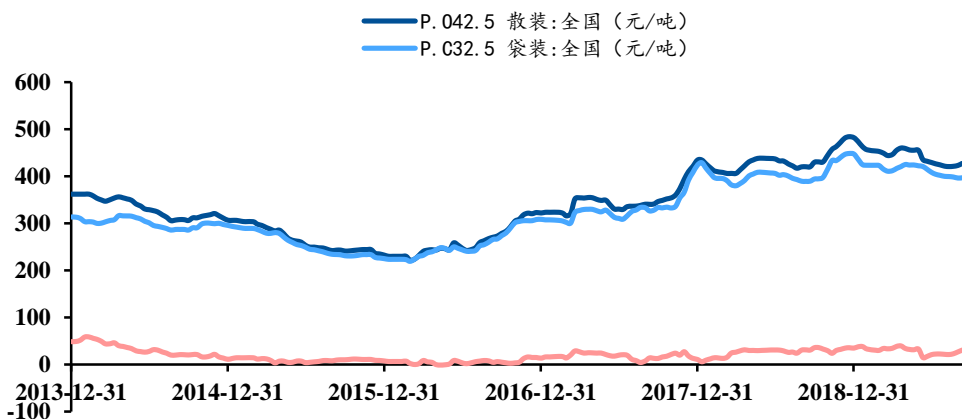
泥》3号修改单，复合硅酸盐水泥 32.5 强度等级 (PC32.5R) 将取消】42.5 级水泥掺入熟料比例约为 80%~90%，石膏（旋窑）掺入比例 4%~5%；32.5 级水泥掺入熟料比例约为 65%~70%，石膏（旋窑）掺入比例 4%~5%；石膏 2019 年价格约为 2500 元/吨，2018 年海螺的熟料吨成本为 174 元/吨，石膏成本约为 112.5 元/吨，计算得 42.5 级水泥吨成本（260 元/吨）约为 32.5 级水泥吨成本（231 元/吨）的 113%（散装；未计算辅助材料费用）。42.5 级水泥毛利率为 46.75%，32.5 级水泥毛利率为 49.39%；同级别水泥袋装一般要比散装水泥贵 20~30 元，且 32.5 级水泥多为袋装，42.5 级水泥多为散装，故两者成本差距基本可以抵消。假设 32.5 级水泥全部替换成 42.5 级水泥，海螺水泥营收预增 30 亿元，毛利预增 6 亿元（ $30 \cdot y$ ，90 位两种水泥的价差； y 为 32.5 级水泥销量吨数 ≈ 1 亿吨）。

毛利增加计算公式： $A \cdot a \cdot (x + y) - (A \cdot a \cdot x + B \cdot b \cdot y)$

营收增加计算公式： $A(x + y) - (Ax + By)$

其中 A：42.5 级水泥价格；B：32.5 级水泥价格；a：42.5 级水泥毛利率；b：32.5 级水泥毛利率；x：42.5 级水泥销量；y：32.5 级水泥销量。

图26： 全国 42.5 级水泥与 32.5 级水泥价差约为 30 元/吨

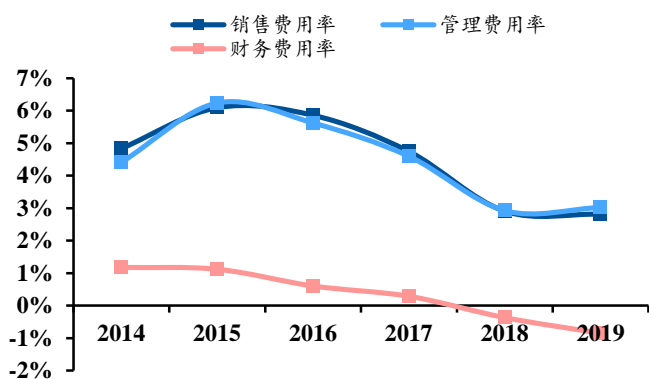


资料来源：Wind，民生证券研究院

5、公司营收增速大于费用增速，费用率下降趋势明显

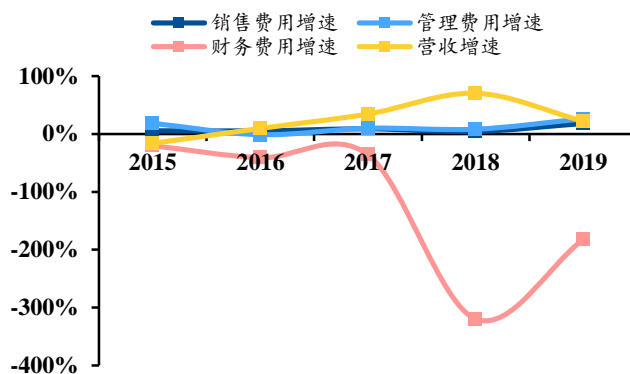
销售费用率和管理费用率在 2015 年到达顶端后逐年下降，一方面受益于公司在二者的有效控制；二是因为营收增速快于费用增速。15 年因为营收大幅下滑，但费用下降程度不及营收，因而 15 年费用率呈现为上升态势。此后台螺营收增速高于费用增速，因而费用率逐年下降。2019 年财务费用为 -13.38 亿元，比 2018 年下降了 8.62 亿元，财务费用负增长是因为海螺贷款利息支出减少以及存款利息收入增加所致。

图27: 三费下降趋势明显



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图28: 营业收入增速大于费用率增速



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

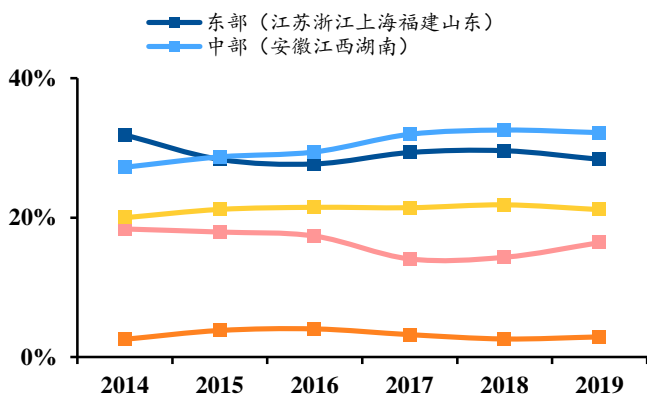
6、东部营收占比 32.57%，是第一大营收区域；南部区域营收占比逐年下降

区域营收: 东部在 2013-2014 年是海螺水泥的第一大营收区域，东部区域供求关系比较稳定。在 2014 年后，随着中部基础设施建设需求增长，公司收购和新建项目产能的投产，海螺水泥的市场控制力和竞争力逐步增强，中部区域逐渐成为海螺水泥最大营收区域。

区域营收成本: 2019 年营业成本占比最高的为中部的 30.5%，同年因隔夜收入占比为 31.9%，实现了区域营收占比高于营收成本，主要得益于低成本石灰石矿山资源及长江的物流资源在成本端的控制。

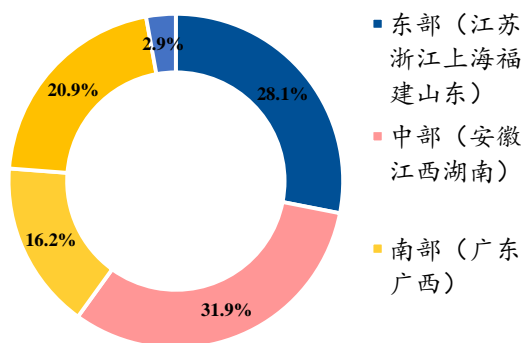
中部区域集中了海螺 53% 的产能，达到 10943 万吨；南部区域产能占比 23%，为 4852 万吨。从产能分布来看营收结构，东部以 3% 的产能实现了 30% 的营收，这因为下游江浙沪三省市在长江沿岸，海螺可以通过长江水路运输至长江下游市场；此外中部地区创造了 33% 的营收，则是因为当地基建及房地产市场的繁荣所致；海螺东部区域在 15 年下降了 3.5%，与此同时，中部区域房地产开发投资额累计同比增速和固定资产投资完成额累计同比增速呈下降趋势，从而导致了中部区域营收的相对下滑。19 年上半年中部和东部地区房地产开发投资完成额和固定资产投资完成额的回升带动了海螺对应区域营收占比的回升。

图29: 中西部区域营收占比逐年上升



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图30: 中部和东部是营业成本前两大区域

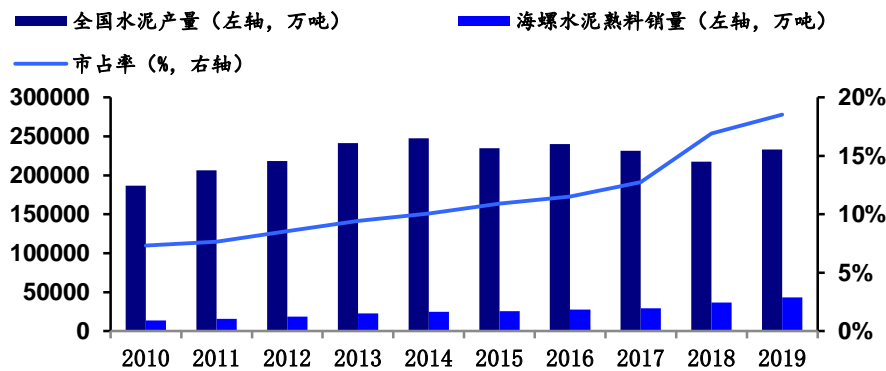


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

7、行业去产能，海螺市占率提升

水泥行业至 2020 年去产能约 4 亿吨，海螺水泥作为行业龙头，市占率有望进一步提升。2017 年 12 月 15 日中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》计划在 2020 年实现 CR10 熟料集中度达到 70%，CR10 水泥集中度达到 60%。因为供给市场因为产能过剩，行业去产能趋势进程加速，海螺作为全国性的水泥生产商，会占据一部分中小水泥厂商退出的存量市场；同时海螺收购了市场上的中小水泥厂，自身的水泥供给能力加强。行业去产能+收购中小厂商带来了海螺水泥市占率的增加。海螺的熟料产能主要在华东和中南地区，两地区产能占比 73%，约 1.5 亿吨。而去产能主要区域主要集中于东北、华北、西北及西南地区。海螺产能主要区域受影响较少。

图31: 19 年海螺水泥市占率为 18.5%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

8、加码海外布局，2019 年末投产熟料产能 1094.3 万吨

截止2019年末，海螺海外熟料投产产能1094.3万吨，其中，2019年新增熟料产能达77.5万吨。目前，海螺已经先后完成了对印尼、缅甸、柬埔寨、老挝等国家的投资考察和布局。其中：印尼南加首条生产线已经投产、第二条生产线正在建设，西巴、南苏、北苏、孔雀港等项目已开工或开展前期工作。广阔的海外市场需求，对于海螺未来的成长，有着丰富的发展前景。

表10: 海螺水泥在外投产+新建熟料产能达 1326.8 万吨

	国别	产能 (万吨)	
投产产能	柬埔寨	155	备注：数据统计截止 2019 年 12 月 31 日已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能
	缅甸	155	
	印尼	706.8	
	老挝	77.5	
合计		1094.3	

资料来源: 中国水泥网, 民生证券研究院

选取一带一路沿线 33 个亚洲国家, 剔除掉伊拉克、伊朗等一些处于混乱状态的国家, 计算这 33 个国家 2018 年的 GDP 总额为 89307 亿美元, 中国在 2013 年的 GDP 为 84609 亿美元, GDP/水泥产量比为 3501。将这 33 个国家的 GDP 总额以每年 4% 的增速计算, 2023 年 GDP 总额为 108656 亿美元, 计算得 2023 年水泥需求规模为 31 亿吨, 海螺水

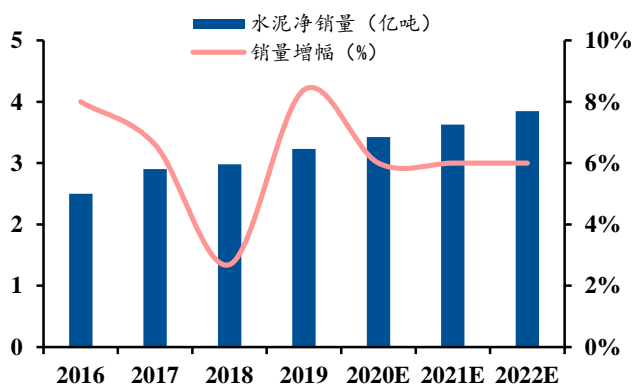
泥以市占率 4% 计算，其 2023 年海外产能约 1.24 亿吨，2018 上半年俄罗斯水泥均价为 4386 卢布/吨，约合人民币 482 元/吨。海外收入可达 558 亿元，净利 161 亿元。（吨售价=450 元，吨净利 130 元）。

9、量价分析：2020 年水泥+熟料价格中枢为 350 元/吨 (+4%)，销量中枢为 3.42 亿吨 (+6%)

海螺水泥的水泥+熟料吨售价逐年上升，从 2016 年的 211 元/吨上涨至 2019 的 336 元/吨，上涨 59.9%。2019 年海螺的水泥+熟料销量 3.23 亿吨，同比增长 8.4%，自产品销售 1086.73 亿元，计算得海螺的水泥+熟料吨售价为 336 元。受疫情影响，2020 年 1-4 月房地产投资完成额累计同比为 -3.3%（2018 年为 10.3%；2019 年为 11.9%）、基建投资（不含电力）累计同比 -11.8%，均为负增长；但是，随着疫情得到有效管控，企业复工复产基本完成，以及政府财政赤字率提升+抗议国债发行+西部大开发+基建 REITS，我们预计下半年基建增速回归正常水平，因此预计 2020 年海螺水泥+熟料将增长 6%，实现水泥+熟料 3.42 亿吨的销量。

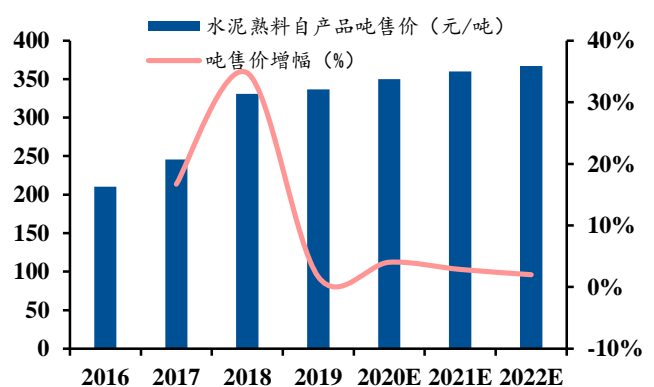
2021-2022 年，西部陆海新通道和粤港澳大湾区等重大项目投资带动水泥需求；房地产在 2016 年底中央“房住不炒”基调下，海螺全年实现 6% 的销量增长；GDP 增速预计 6%，因此 2021-2022 年海螺的水泥+熟料销量预增 6% 和 6%，销量达到 3.63 亿吨和 3.85 亿吨；行业去产能促进产能结构优化，且冬季错峰限产，预计 2021-2022 年水泥+熟料价格将分别上涨 3%、2% 至 360 元/吨、367 元/吨。

图32: 海螺 2020 年销量中枢为 3.42 亿吨



资料来源：公司年报，民生证券研究院（吨售价=营收/水泥+熟料销量）

图33: 海螺 2020 年水泥+熟料价格中枢为 350 元/吨



资料来源：公司年报，民生证券研究院

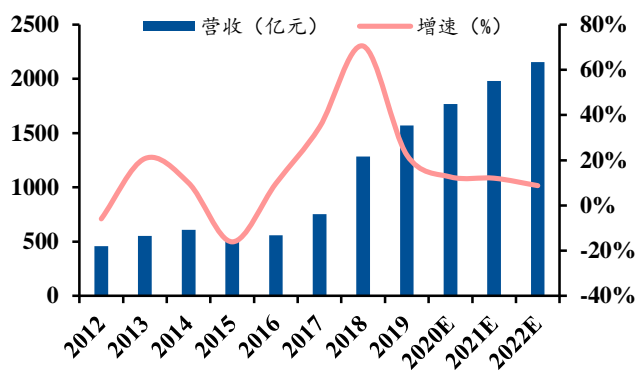
10、海螺数字化转型第一步——海螺水泥电商平台

为强化终端销售市场建设及销售渠道多元化，公司在各区域市场创建了贸易平台——海螺水泥电商平台。2019 年实现水泥熟料贸易业务 1.1 亿吨，同比增长 55.7%；相较于传统的人工下订单，电商平台更快捷，效率更高。电商平台是海螺数字化战略的一部分，在相关信息数据收集整理和统筹调度方面有优势，此外可以降低运营成本。另外电商平台可以起到公司品牌度锚定作用，引导传统人工下订单方式过渡到电商平台下订单，培养“海螺水泥看电商平台”的消费习惯。

(二) 营收和净利稳定增长，预期稳中有进

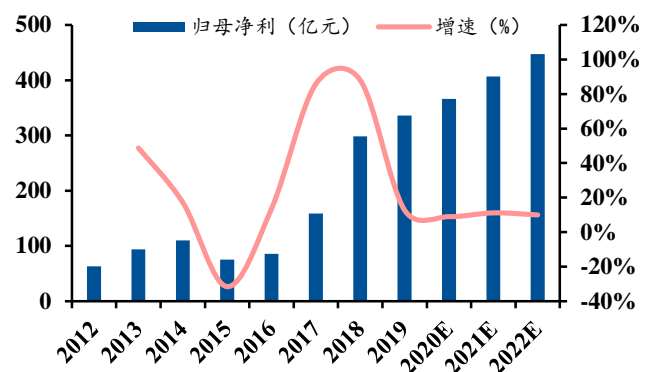
海螺水泥 2019 年营收实现 1570.30 亿元，同比增长 22.30%；扣非归母净利 335.93 亿元，同比增长 12.66%。730 会议精神重申“房住不炒”精神，预计未来两年房地产对水泥的需求将会放缓甚至收缩，但对冲疫情影响，基建提振幅度或较大。我们预计 2020 年海螺的营收为 1768 亿元，增速为+12.6%；归母净利为 366 亿元，增速为+9.0%。2021-2022 年，预计营收为 1981 亿元和 2155 亿元，增速为 12.1%和 8.8%；归母净利为 407 亿元和 447 亿元，增速为 11.1%和 9.9%。

图34: 2020 年海螺水泥营收预计为 1768 亿元



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图35: 2020 年归母净利预计为 366 亿元 (+9%)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

六、敏感性分析

行业集中度提升、基建行业下半年稳中向好以及房地产行业震荡向上预期，预计海螺下半年营收将继续稳步前进。2019年海螺水泥吨收入为336元/吨，吨毛利158元/吨，吨净利105元/吨，就此作乐观、中性和悲观的盈利敏感性分析。中性预测：2020年全年预计房地产需求有所收缩+疫情后基建“稳投资”功能发力，因此预计海螺2020年的水泥+熟料销量中枢为3.42亿吨(+6%)，价格中枢为350元/吨(+4%)，2020年预计水泥+熟料营收为1198亿元，毛利为539亿元（水泥+熟料毛利率为45%）。

预计2020-2022年公司营收分别为1768亿元、1981亿元、2155亿元，归母净利润分别为366亿元、407亿元、447亿元，对应EPS为6.9元，7.7元、8.4元，PE为8.7、7.8、7.1。当前中信水泥II平均估值为9.8，海螺水泥的PE低于行业水平，给予“增持”评级。

表11: 海螺水泥盈利敏感性分析 (亿元)

		水泥销量 (万吨)						
		悲观预测		中性预测		乐观预测		
		27390 (-20%)	30814 (-10%)	33553 (-2%)	34238 (0%)	34923 (+2%)	36977 (+8%)	38347 (+12%)
水泥+熟料 价格 (元/吨)	340	931	1048	1141	1164	1187	1257	1304
	345	945	1063	1158	1181	1205	1276	1323
	350	958	1078	1174	1198	1222	1294	1342
	355	972	1094	1191	1215	1240	1313	1361
	360	986	1109	1208	1233	1257	1331	1380

资料来源：民生证券研究院

七、相对估值

表12: 海螺水泥 PE 低于行业均值

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
		TTM	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E		
行业均值 (整体法)		2.06	2.57	2.82	11.00	7.42	6.67	2.00	2.07
行业中值		1.59	2.15	2.38	9.15	7.35	6.65	1.96	1.75
600585	海螺水泥	6.34	6.69	6.93	9.15	8.37	8.08	2.09	1.98
600801	华新水泥	3.03	3.07	3.35	8.85	7.81	7.17	2.34	1.72
000401	冀东水泥	1.85	2.52	2.86	9.93	6.95	6.13	1.96	0.72
000672	上峰水泥	2.93	3.33	3.78	8.19	6.99	6.15	3.28	2.58
002233	塔牌集团	1.46	1.74	1.87	8.76	6.89	6.40	1.42	2.20
600720	祁连山	1.59	2.07	2.26	10.60	8.13	7.46	1.92	1.89
600802	福建水泥	1.22	1.89	2.19	8.88	5.80	4.98	3.03	1.44
000935	四川双马	0.95	-	-	14.14	-	-	2.25	5.61
000877	天山股份	1.56	1.76	1.97	9.89	7.71	6.91	1.48	1.54
600449	宁夏建材	1.61	2.23	2.51	7.46	5.66	5.02	1.08	1.28
600425	青松建化	0.16	0.40	0.47	25.13	9.86	8.37	1.20	1.75

资料来源: Wind, 民生证券研究院

八、风险提示

水泥价格下跌风险，下游需求增长下滑。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	157,030	176,829	198,131	215,486
营业成本	104,760	119,152	135,141	147,352
营业税金及附加	1,403	1,580	1,770	1,925
销售费用	4,417	6,167	6,081	6,730
管理费用	4,741	5,339	5,982	6,506
研发费用	187	211	236	257
EBIT	41,522	44,380	48,921	52,715
财务费用	(1,338)	(2,318)	(3,214)	(4,669)
资产减值损失	(1,164)	0	0	0
投资收益	1,209	1,209	1,209	1,209
营业利润	44,057	48,656	54,153	59,413
营业外收支	500	0	0	0
利润总额	44,557	48,872	54,307	59,703
所得税	10,205	11,193	12,438	13,674
净利润	34,352	37,679	41,869	46,030
归属于母公司净利润	33,593	36,599	40,669	44,710
EBITDA	41,862	47,712	51,772	54,895

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	54977	63309	101910	121713
应收账款及票据	9649	19755	18826	19263
预付款项	2692	2703	3349	3594
存货	5572	11612	5829	13031
其他流动资产	463	463	463	463
流动资产合计	97110	129755	158283	190655
长期股权投资	3821	5030	6239	7448
固定资产	58858	57719	57069	55985
无形资产	9979	10442	10989	11701
非流动资产合计	81668	81087	81564	82699
资产合计	178777	210842	239847	273354
短期借款	2942	0	0	0
应付账款及票据	7304	9947	10448	11322
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	27421	33559	34115	36346
长期借款	3871	3871	3871	3871
其他长期负债	4671	4671	4671	4671
非流动负债合计	9036	9001	9001	9001
负债合计	36457	42559	43116	45347
股本	5299	5299	5299	5299
少数股东权益	4959	6039	7239	8559
股东权益合计	142320	168283	196731	228007
负债和股东权益合计	178777	210842	239847	273354

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	22.3%	12.6%	12.0%	8.8%
EBIT 增长率	8.8%	6.9%	10.2%	7.8%
净利润增长率	12.7%	8.9%	11.1%	9.9%
盈利能力				
毛利率	33.3%	32.6%	31.8%	31.6%
净利率	21.4%	20.7%	20.5%	20.7%
总资产收益率 ROA	18.8%	17.4%	17.0%	16.4%
净资产收益率 ROE	24.5%	22.6%	21.5%	20.4%
偿债能力				
流动比率	3.5	3.9	4.6	5.2
速动比率	3.3	3.5	4.5	4.9
现金比率	2.6	2.4	3.5	3.8
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	2.9	3.4	3.2	3.1
存货周转天数	19.9	25.9	23.2	23.0
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	6.3	6.9	7.7	8.4
每股净资产	25.9	30.6	35.8	41.4
每股经营现金流	7.7	4.6	10.2	6.9
每股股利	2.0	2.3	2.5	2.8
估值分析				
PE	8.8	8.1	7.3	6.6
PB	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.0	5.1	3.9	3.3
股息收益率	3.6%	4.1%	4.5%	5.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	34,352	37,679	41,869	46,030
折旧和摊销	333	3,332	2,852	2,179
营运资金变动	8,414	(15,234)	10,630	(10,338)
经营活动现金流	40,732	24,632	54,201	36,585
资本开支	8,651	1,000	1,965	1,815
投资	(13,606)	0	0	0
投资活动现金流	(20,689)	(1,000)	(1,965)	(1,815)
股权募资	758	0	0	0
债务募资	1,032	0	0	0
筹资活动现金流	(7,912)	(15,301)	(13,634)	(14,968)
现金净流量	12,131	8,332	38,601	19,803

插图目录

图 1:	海螺发展大事记	4
图 2:	公司高管层间接持有海螺水泥股份	5
图 3:	海螺 T 型战略	6
图 4:	海螺水泥产业链	7
图 5:	18 年我国已探明水泥用灰岩储量达 1432.37 亿吨	8
图 6:	石灰石和黏土费用占总成本的 17.6%	8
图 7:	海螺水泥产业链	9
图 8:	公司燃料与动力成本占比逐年降低	10
图 9:	煤炭和动力分别占成本的 33% 和 27%	10
图 10:	13-17 年公司煤炭成本下降受益煤炭价格下降	10
图 11:	2015 年后电价攀升 (元/千千瓦时)	10
图 12:	2019 年海螺水泥余热发电装机容量为 1811MW, 同比增长 10%	11
图 13:	海螺水泥吨成本低于行业平均水平	11
图 14:	海螺水泥产能基地距离煤炭供应基地较远	11
图 15:	海螺水泥原材料吨耗 37.7 元低于行业平均水平 18.6 元	12
图 16:	华润水泥控股在珠三角地区的“T”型战略	13
图 17:	海螺水泥费用率逐年下降	14
图 18:	海螺水泥各项费用率均低于行业平均值	14
图 19:	冬季水泥价格有上涨预期	17
图 20:	疫情负面影响已消失, 水泥产量同比恢复正增长	17
图 21:	基建投资 (不含电力) 累计同比 20 年 3 月已触底反弹, %	18
图 22:	受疫情影响, 2020 年 4 月房开投资完成额累计同比-3.3%, 同比下滑 15.2 个百分点	19
图 23:	水泥毛利占比约 90%	20
图 24:	2019 年水泥业务单位营收>单位成本	21
图 25:	42.5 级水泥毛利率 46.71%, 盈利能力增强	21
图 26:	全国 42.5 级水泥与 32.5 级水泥价差约为 30 元/吨	22
图 27:	三费下降趋势明显	23
图 28:	营业收入增速大于费用率增速	23
图 29:	中西部区域营收占比逐年上升	23
图 30:	中部和东部是营业成本前两大区域	23
图 31:	19 年海螺水泥市占率为 18.5%	24
图 32:	海螺 2020 年销量中枢为 3.42 亿吨	25
图 33:	海螺 2020 年水泥+熟料价格中枢为 350 元/吨	25
图 34:	2020 年海螺水泥营收预计为 1768 亿元	26
图 35:	2020 年归母净利预计为 366 亿元 (+9%)	26

表格目录

表 1:	中央及省市就矿山的治理文件	8
表 2:	水路吨运价最高为铁路吨运价 23.77%	9
表 3:	海螺水泥收购中小水泥厂改建粉末站	9
表 4:	海螺水泥 (178.6 元/吨) 成本控制优于华润水泥控股 (180.1 元/吨)	13
表 5:	海螺水泥吨成本、吨净利为行业领先水平海螺水泥 (178.6 元/吨)	13
表 6:	海螺水泥 (5.99%) 费用率远低于平均水平 (12.66%)	14
表 7:	水泥行业去产能行动计划 (2018~2020)	15
表 8:	中央错峰限产政策水泥行业	16
表 9:	基建领域政策转向, 利好政策频出台	17
表 10:	海螺水泥在外投产+新建熟料产能达 1326.8 万吨	24
表 11:	海螺水泥盈利敏感性分析 (亿元)	27
表 12:	海螺水泥 PE 低于行业均值	28

分析师简介

杨 侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。