

水泥龙头，价值投资首选

——首次覆盖报告

核心观点

- 行业景气延续，公司核心布局区域水泥需求长期有支撑。预计 20 年净增点火熟料产能 2045 万吨，YoY+1.12%。在产能置换政策收紧下，长期产能冲击有限。受益基建加码和地产韧性，预计 2020 年水泥需求 24.0 亿吨，YoY+2.2%，行业景气度有望保持高位。我们认为未来 2-3 年水泥需求有望维持平稳，但长期需求有下滑压力。公司核心区域华东/华南处于人口净流入状态，水泥长期需求仍有支撑，我们认为长期下滑幅度将小于行业。
- 公司在区位/资源/规模/管理上较同业均存在优势，19 年较行业平均水平分别高 5/4/10/21 元/吨。公司借助 T 型战略重点布局华东/中南市场，享受区域水泥高价红利，吨收入和行业差距从 16 年-6 元提升至 19 年+5 元，不排除进一步拉大。公司坐拥优质低价矿山资源，吨原材料成本低于同业，但优势从 16 年 12 元缩小至 19 年 4 元，在矿山政策趋严下公司原材料优势有望维持。公司规模优势明显，能源采购成本低于同业；此外，公司平均单线规模更高，能耗更低，吨燃料及动力成本从 16 年与同业持平到 19 年低于同业 10 元，未来有望维持。公司管理层/员工持股，完善的激励制度和更低的资产负债率，使其 16-19 年吨三费低于同业 16-21 元，优势稳定并有望维持。
- 拓展上游骨料业务，积极布局海外。骨料市场空间近万亿，和熟料共享运输渠道与下游客户，公司加快骨料业务布局，规划 20 年骨料产能达 1 亿吨，YoY+80.8%，25 年目标达到 2-3 亿吨。公司具有大型绿色矿山管理经验和资源综合利用能力，矿山政策趋严下公司收购矿山更具优势。公司加快国际化步伐，规划 25 年海外产能达 7000 万吨，收入占比达 15%-20%。海外业务协同性逐步提升，有望复制国内发展路径，盈利水平有望进一步提高。

财务预测与投资建议

- 预测 20-22 年 EPS 为 6.62/6.74/6.83 元。参考公司 2014 年至今平均 10XPE，公司水泥行业龙头，核心布局区域长期需求有支撑，公司竞争优势明显，积极拓展骨料业务及国际化布局，打开盈利增长空间。我们认可给予公司 20 年 10XPE，对应目标价 66.20 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：地产投资不及预期；原材料成本大幅上升；海外业务拓展不及预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	128,403	157,030	161,003	162,793	163,415
同比增长(%)	70.5%	22.3%	2.5%	1.1%	0.4%
营业利润(百万元)	39,882	44,057	46,021	46,826	47,500
同比增长(%)	91.5%	10.5%	4.5%	1.7%	1.4%
归属母公司净利润(百万元)	29,814	33,593	35,081	35,691	36,204
同比增长(%)	88.0%	12.7%	4.4%	1.7%	1.4%
每股收益(元)	5.63	6.34	6.62	6.74	6.83
毛利率(%)	36.7%	33.3%	33.7%	33.5%	33.4%
净利率(%)	23.2%	21.4%	21.8%	21.9%	22.2%
净资产收益率(%)	29.5%	26.9%	23.4%	20.4%	18.1%
市盈率	9.7	8.6	8.3	8.1	8.0
市净率	2.6	2.1	1.8	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2020年06月17日)	56.05 元
目标价格	66.20 元
52周最高价/最低价	61.95/37.81 元
总股本/流通A股(万股)	529,930/399,970
A股市值(百万元)	297,026
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2020年06月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.06	-4.76	9.90	36.71
相对表现	-2.51	-7.44	1.60	26.78
沪深300	-0.55	2.68	8.30	9.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn
联系人 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、20 年行业供给冲击有限，需求平稳增长.....	5
1.1 供给冲击有限，产能置换政策收紧.....	5
1.2 基建加码+地产韧性，20 年需求平稳增长	6
1.3 水泥长期需求有下滑压力，华东/华南有支撑.....	8
二、多因素构建护城河，竞争优势明显	11
2.1T 型战略布局，占据运输/市场优势.....	11
2.2 矿山资源/规模优势构建成本优势	13
2.3 吨三费低于同业，吨盈利行业领先.....	15
三、产业链上游延伸，积极拓展海外业务.....	17
3.1 拓展骨料业务，发掘盈利新增长点	17
3.2 积极布局海外，开启国际化步伐	21
四、经营稳健，投资价值凸现	23
盈利预测与投资建议	25
盈利预测	25
投资建议	26
风险提示.....	26

图表目录

图 1: 2007-2020E 新点火熟料设计产能 (万吨)	5
图 2: 2014-2020E 净新增熟料设计产能 (万吨)	5
图 3: 2020 年分区域新增产能 (万吨, %)	5
图 4: 2020 年预计各区域新增产能冲击率	5
图 5: 2007.01-2020.04 水泥产量/地产固投/基建固投累计同比 (%)	7
图 6: 2012-2019 年固定资产投资价格指数	8
图 7: 2004-2019 年水泥和地产/基建投资增速 (%)	8
图 8: 1998-2019 年全国水泥产量 (亿吨)	8
图 9: 1998-2019 年华东/华南水泥产量 (亿吨)	9
图 10: 1998-2019 年各地区水泥产量占比 (%)	9
图 11: 2014-2018 年各地区水泥产量增长幅度 (%)	10
图 12: 公司 T 型战略布局	11
图 13: 传统模式和 T 型战略模式	11
图 14: 2019 年公司熟料产能分布 (%)	12
图 15: 2019 年重点省份公司熟料市占率 (%)	12
图 16: 2019 年公司分区收入结构 (%)	12
图 17: 2015-2020.5 华东/中南与全国水泥价差 (元/吨)	12
图 18: 2014-2019 年华新/冀东熟料销售占比 (%)	13
图 19: 2014-2019 年公司/行业吨收入 (元/吨)	13
图 20: 2013-2019 年公司吨成本构成比例 (%)	13
图 21: 2014-2019 年公司/行业吨成本 (元/吨)	13
图 22: 2013-2019 年公司/行业吨原材料成本 (元/吨)	14
图 23: 2019 年各公司熟料平均单线规模 (t/d)	15
图 24: 2013-2019 年公司/行业吨燃料及动力成本 (元/吨)	15
图 25: 2014-2019 年公司/行业吨三费 (元/吨)	16
图 26: 2014-2019 年各公司资产负债率 (%)	17
图 27: 2014-2019 年各公司单吨净利 (元/吨)	17
图 28: 2018 年海外主要水泥公司业务结构 (%)	18
图 29: 2005-2019 年中国砂石骨料消费量 (亿吨)	18
图 30: 2013-2018 年矿山在册数量 (家)	19
图 31: 2011-2019 年公司矿山开采账面价值 (百万)	19
图 32: 2016-2019 年各公司骨料售价 (元/吨)	20
图 33: 2014-2019 年公司骨料业务毛利率 (%)	20

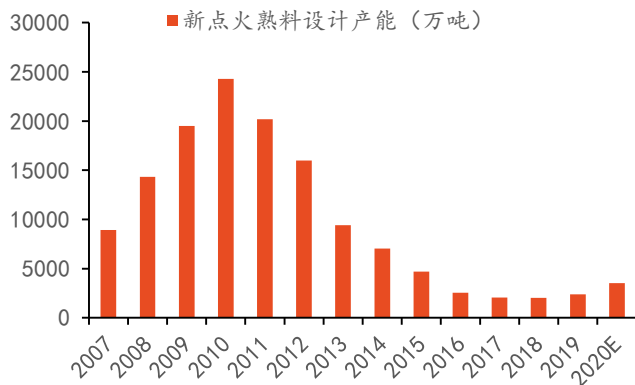
图 34: 2014-2019 年公司骨料产能 (万吨)	21
图 35: 2014-2019 年公司骨料业务收入 (百万)	21
图 36: 2019 年中国企业海外新型干法产能 (万吨)	21
图 37: 2019 年中国企业海外在建新型干法产能 (万吨)	21
图 38: 2019 年公司海外熟料产能分布 (万吨, %)	22
图 39: 2015-2019 年公司海外收入 (百万)	22
图 40: 2017-2019 年公司海外/国内自产品业务毛利率 (%)	23
图 41: 2010-2019 年公司/行业 ROE (摊薄, %)	23
图 42: 2010-2019 年公司经营性现金流净额 (亿)	24
图 43: 2010-2019 年公司货币资金+交易性金融资产 (亿)	24
图 44: 2010-2019 年公司股利支付率 (%)	24
图 45: 2010-2019 年公司股息率 (%)	24
图 46: 公司 2014 年至今 (14/01/02-20/06/17) PE (TTM)	26
表 1: 水泥行业产能置换政策	6
表 2: 2011-2019 年全国水泥需求系数	7
表 3: 2018 年人口净流入情况	9
表 4: 2011 年全国各省区石灰岩资源静态保障年限	14
表 5: 2014-2019 年公司吨三费与同业比较 (元/吨)	16
表 6: 绿色矿山政策	19
表 7: 公司海外项目情况	22

一、20 年行业供给冲击有限，需求平稳增长

1.1 供给冲击有限，产能置换政策收紧

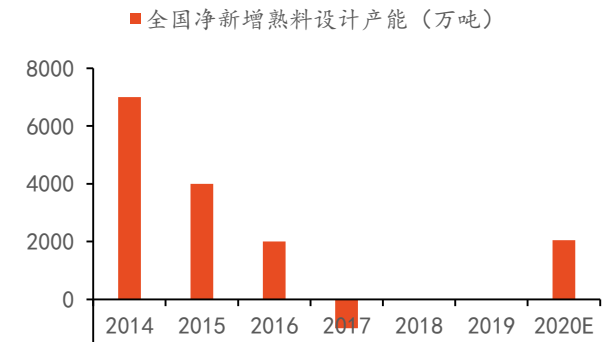
预计 20 年净增点火熟料产能 2045 万吨，产能冲击 1.12%，依然有限。受供给侧改革影响，2016-2019 年新点火熟料设计产能维持在 2000-2500 万吨左右。根据数字水泥网预计，2020 年熟料产能新增点火/净增 3510/2045 万吨，新增点火产能虽较 2019 年有所提升，但是净增产能占 19 年底熟料产能 1.12%，产能冲击有限。

图 1：2007-2020E 新点火熟料设计产能（万吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

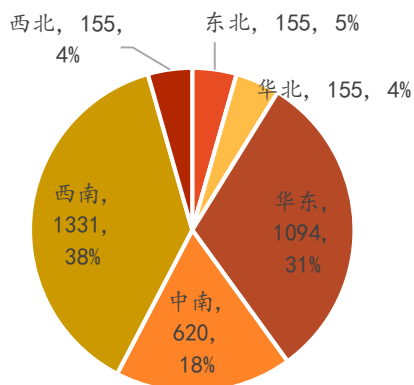
图 2：2014-2020E 净新增熟料设计产能（万吨）



数据来源：Wind，数字水泥网，东方证券研究所

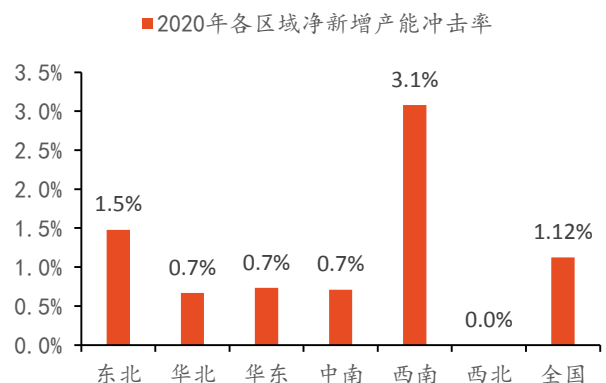
公司核心区域华东/中南净新增产能冲击率较小，西南地区较高。分区域来看，2020 年新点火的熟料生产线西南地区为 1331 万吨，占比最高，达到 38%，其次是华东地区 1094 万吨，占比 31%。由于部分产线是置换产线，因此从净新增角度来看，预计 2020 年净新增 2045 万吨，其中西南占比达到 52.3%，华东降低到 17.3%。但由于各区域水泥熟料总产能不同，净新增产能带来的冲击也各异。从净新增产能冲击率角度来看，西南地区仍为最高，达到 3.1%；其次为东北地区为 1.5%；华北/华东/中南地区为 0.7%；西北最低为 0%。

图 3：2020 年分区域新增产能（万吨，%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

图 4：2020 年预计各区域新增产能冲击率



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

产能置换政策收紧，新增产能仍将受限，水泥进入存量市场。在产能置换政策执行中，存在大量“无效产能”被置换为新建项目，导致去产能进度缓慢。为保障去产能进一步推进，工信部 2020 年 1 月出台《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，要求停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换（自 2021 年 1 月 1 日起实行）。长期看，产能置换政策的收紧对新增产能持续限制。

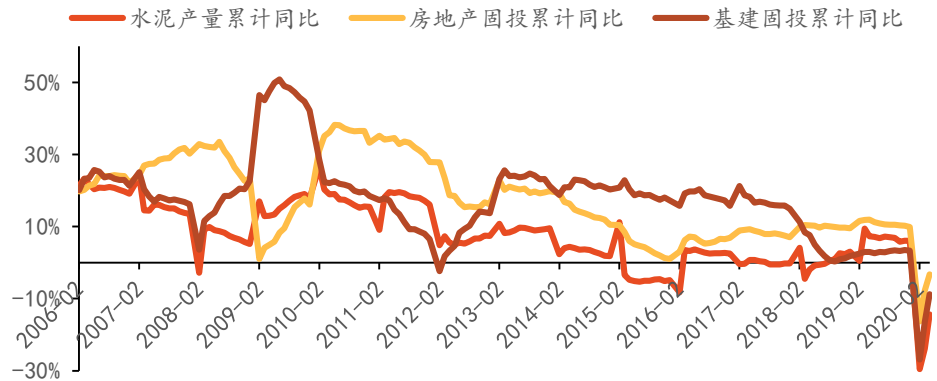
表 1：水泥行业产能置换政策

发布时间	部门	政策	主要内容
2016 年 5 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	水泥行业严禁建设新增产能项目，确有必要建设的新项目，须按照等量或减量的原则制定产能置换方案
2017 年 12 月	《中国水泥协会》	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	至 2020 年水泥产能压减约 4 亿吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%
2018 年 1 月	工信部	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》	除西藏地区继续执行等量置换外，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的建设项目，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的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能
2018 年 8 月	工信部	《关于严肃产能置换，严禁水泥、平板玻璃行业新增产能的通知》	要求各地主管部门严肃产能置换，坚决禁止水泥、平板玻璃行业新增产能，严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案，确保产能置换方案执行到位
2020 年 1 月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换(自 2021 年 1 月 1 日起实行)

数据来源：数字水泥网，政府官网，东方证券研究所

1.2 基建加码+地产韧性，20 年需求平稳增长

基建加码+地产韧性，拉动 20 年水泥需求平稳增长。根据数字水泥网，水泥需求主要来自于基建/房地产/农村市场，整体占比接近 1:1:1。其中农村市场需求相对比较稳定，因此水泥需求主要受基建和地产拉动。受疫情影响，水泥产量/地产开发投资额/基建投资额短期受到扰动。全年来看，基建加码，以及地产韧性，预计拉动 20 年水泥需求平稳增长。

图 5：2007.01-2020.04 水泥产量/地产固投/基建固投累计同比 (%)


数据来源：Wind，东方证券研究所

我们测算 2019 年水泥需求系数 0.748 万吨/亿元，近两年相对稳定。水泥不能长时间保存，在长时间维度内，水泥产量基本反应需求量，因此我们用水泥产量作为水泥需求量进行分析。由于水泥需求主要受基建/地产/农村拉动，而农村需求缺乏数据，因此我们用水泥需求量和（基建+地产）固定资产投资额来测算水泥需求系数。2019 年全国水泥需求系数为 0.748 万吨/亿元，即每 1 亿元（基建+地产）固定资产投资能带动 0.748 万吨水泥需求。全国水泥需求系数从 2011 年 1.631 下降到 2019 年 0.748 万吨/亿元，我们认为一是受通货膨胀影响，二是由于固定资产投资中，拿地成本/其他材料/人工的上升导致水泥需求系数下降。我们观察到 2018/2019 年水泥需求系数相对稳定，2019 年略有提升。

表 2：2011-2019 年全国水泥需求系数

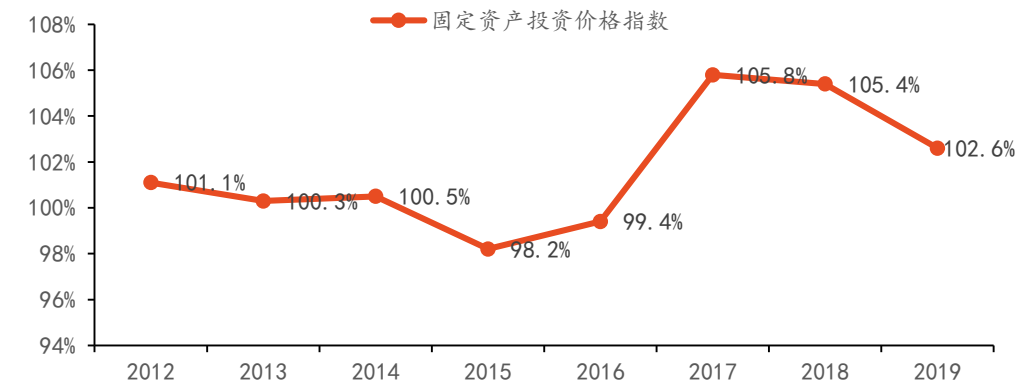
	水泥需求 量(亿吨)	房地产开发投资 完成额(万亿)	地产投 资增速	基建固投 (万亿)	基建投资 增速	基建+地产固 投(万亿)	基建+地产 投资增速	水泥需求系数 (万吨/亿元)
2011	21.0	6.2		6.7		12.9		1.631
2012	22.1	7.2	16.2%	7.7	15.3%	14.9	15.7%	1.483
2013	24.2	8.6	19.8%	9.4	21.3%	18.0	20.6%	1.347
2014	24.9	9.5	10.5%	11.2	19.8%	20.7	15.4%	1.203
2015	23.6	9.6	1.0%	13.1	17.0%	22.7	9.7%	1.038
2016	24.1	10.3	6.9%	15.2	15.8%	25.5	12.0%	0.947
2017	23.3	11.0	7.0%	17.3	13.9%	28.3	11.1%	0.824
2018	22.1	12.0	9.5%	17.6	1.8%	29.6	4.8%	0.745
2019	23.5	13.2	9.9%	18.2	3.3%	31.4	6.0%	0.748

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计 2020 年水泥需求 24.0 亿吨，YoY+2.2%。根据东方证券宏观团队预计，20 年基建增速 5%，基建投资额达到 19.1（19.1=18.2*105%）万亿。根据东方证券地产团队预计，20 年地产投资额增速 4.7%，地产投资额达到 13.8（13.8=13.2*104.7%）万亿。我们预计 20 年基建+地产投资额合计达到 32.9（32.9=19.1+13.8）万亿。受通胀影响，水泥需求系数长期处于下降趋势，我们

用固定资产投资价格指数剔除通胀影响，假设 2020 年固定资产投资价格指数维持 19 年 102.6% 水平，我们测算 20 年水泥需求系数下降到 0.729 ($0.729=0.748/102.6%$) 万吨/亿元。在此情况下，我们测算 20 年水泥需求为 24.0 ($24.0=32.9*0.729$) 亿吨，YoY+2.2%。

图 6：2012-2019 年固定资产投资价格指数

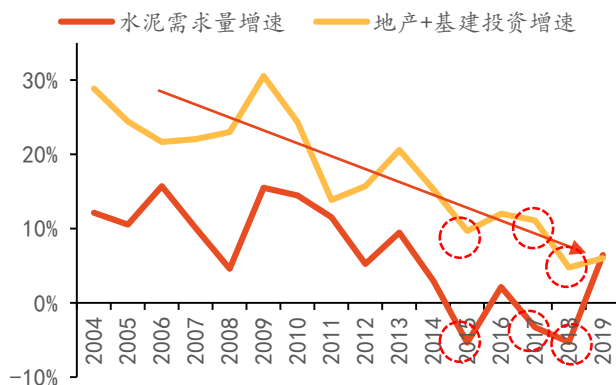


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3 水泥长期需求有下滑压力，华东/华南有支撑

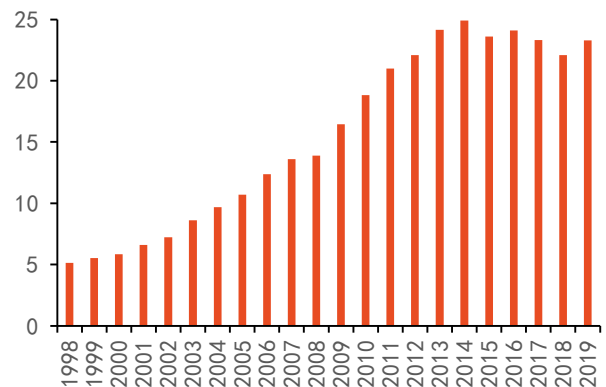
地产投资/基建投资增速放缓，水泥中期需求平稳，长期需求面临下滑压力。2004-2019 年，随着地产+基建投资增速放缓，水泥需求量增速随之放缓。其中在 15/17/18 年，随着地产+基建投资增速的进一步放缓，水泥需求量开始出现负增长。从 2-3 年中期维度看，基建托底经济增长，地产仍存在韧性，我们认为水泥需求仍将处于平台期。从长期来看，地产+基建投资增速仍处于放缓趋势，水泥长期需求仍有下滑压力。

图 7：2004-2019 年水泥和地产/基建投资增速 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

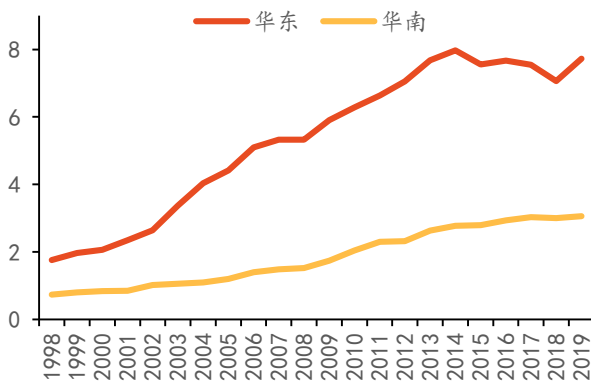
图 8：1998-2019 年全国水泥产量 (亿吨)



数据来源：Wind，东方证券研究所

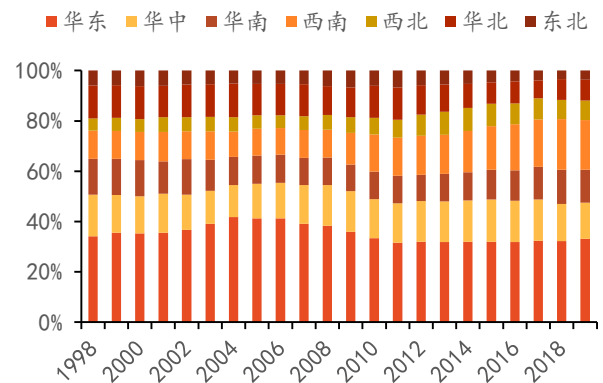
在全国水泥下滑趋势中，受益人口流入，华东/华南水泥产量占全国比例略有提升。根据数字水泥网，2019 年华东/华南水泥产量 7.7/3.1 亿吨，YoY+9.4%/1.9%，占全国水泥产量分别为 33.2%/13.1%。在 2014-2019 年，全国水泥趋势性下滑过程中，华东水泥产量虽出现下滑，但水泥产量占全国产量比重从 2014 年 32.0% 略微提升至 33.2%；华南地区需求表现相对较强，在 2014-2019 年水泥需求量仍呈现稳步增加，水泥产量占全国比重从 2014 年 11.1% 提升至 2019 年 13.1%。

图 9：1998-2019 年华东/华南水泥产量（亿吨）



数据来源：Wind，数字水泥网，东方证券研究所

图 10：1998-2019 年各地区水泥产量占比（%）



数据来源：Wind，数字水泥网，东方证券研究所

华东/华南地区人口处于净流入趋势，水泥长期需求有支撑。从长期来看，水泥需求和人口流动相关。当人口增加时，需要配套更多的住房和更完善的基础设施，而住房和基础设施直接拉动了水泥需求。根据国家发改委《2019 年新型城镇化建设重点任务》，确定京津冀、长三角、粤港澳三大都市圈处于优先建设地位，我们认为从长期角度来看，人口有望继续向三大都市圈流入。根据国家统计局数据，2018 年各省净增加人口主要集中在广东/浙江/安徽/河南等地区，从人口流入数据来看，广东/浙江/安徽仍为前三，从人口增速来看，广东/浙江/安徽排名仍然靠前。因此以广东/浙江/安徽为代表的华南/华东地区，人口处于净流入趋势，支撑水泥长期需求。

表 3：2018 年人口净流入情况

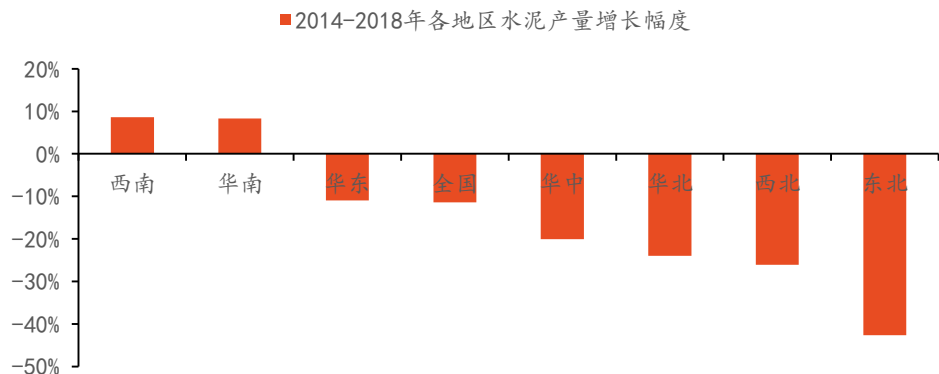
地区	净增加人口（万）	自然增长（万）	人口流入（万）	人口增幅
广东省	177	93	84	1.6%
浙江省	80	31	49	1.4%
安徽省	69	41	28	1.1%
河南省	46	47	-1	0.5%
新疆维吾尔自治区	42	15	27	1.7%
广西壮族自治区	41	40	1	0.8%
山东省	41	61	-20	0.4%
四川省	39	35	4	0.6%
湖南省	39	34	5	0.5%

河北省	36	37	-1	0.5%
福建省	30	27	3	0.8%
陕西省	29	17	12	0.8%
云南省	29	33	-4	0.6%
重庆市	27	11	16	0.9%
江西省	26	34	-8	0.6%
江苏省	22	18	4	0.3%
贵州省	20	25	-5	0.6%
山西省	16	16	0	0.4%
湖北省	15	27	-12	0.3%
甘肃省	11	12	-1	0.4%
海南省	8	8	0	0.9%
西藏自治区	7	4	3	2.1%
上海市	6	5	1	0.9%
宁夏回族自治区	6	4	2	0.2%
青海省	5	5	0	0.8%
内蒙古自治区	5	6	-1	0.2%
天津市	3	2	1	0.2%
辽宁省	-10	-4	-6	-0.2%
吉林省	-13	1	-14	-0.5%
黑龙江省	-16	-3	-13	-0.4%
北京市	-17	6	-23	-0.8%

数据来源：统计局，东方证券研究所

2014-2018 年华东水泥需求下滑 10.9%，华南增长 8.3%，好于全国下滑 11.4%，体现长期水泥需求韧性。我们从 2014-2018 年水泥需求下滑幅度，来观测华东/华南地区长期水泥需求韧性。全国水泥需求在 2014 年见顶回落，趋势性下滑至 2018 年。2018 年全国水泥需求 22.1 亿吨，相较 2014 年 24.9 亿吨下滑 11.4%，而同期华南水泥需求增长 8.3%，华东水泥需求下滑 10.9%，均好于全国水平。从长期来看，全国水泥需求未来仍有下滑压力，我们认为华东/华南地区受益人口流入，长期存在水泥需求韧性，下滑幅度仍会好于全国水平。

图 11：2014-2018 年各地区水泥产量增长幅度（%）



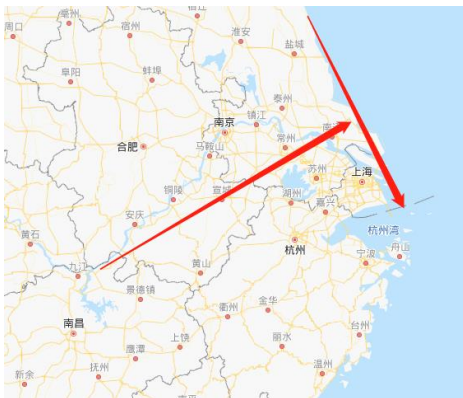
数据来源：wind，东方证券研究所

二、多因素构建护城河，竞争优势明显

2.1T 型战略布局，占据运输/市场优势

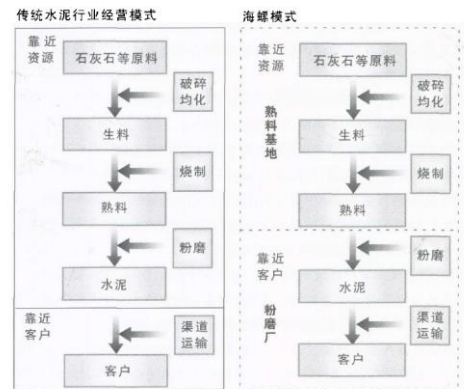
T 型战略享受水运便利，占据码头资源，降低运输成本，扩大销售半径。公司 T 型战略中“T”的一横指的是沿海；一竖指的是沿江，主要包括江西/安徽/江苏/浙江/上海等地区。T 型战略是指在长江沿岸石灰石资源丰富的地区建立熟料生产基地，在沿海缺乏资源但水泥需求较大的地区，以低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站，在当地生产水泥并直接销售到目标市场。水泥陆运成本通常为 0.5 元/km，而水运成本约 0.05 元/km，公司借助 T 型战略享受长江水运便利，降低运输费用。此外，根据公开资料，公司在长江沿岸拥有 30-40 个万吨级专用码头，运输更为便利，且码头资源具有排他性，运输优势明显。同时借助水运，公司可以扩大销售半径，全面覆盖华东/中南市场。

图 12: 公司 T 型战略布局



数据来源: 百度地图, 东方证券研究所

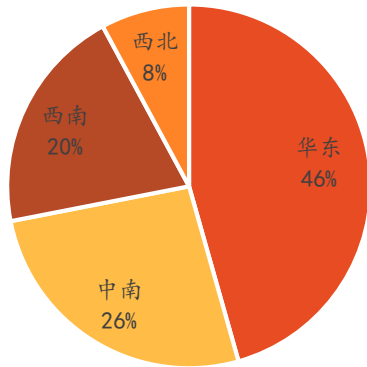
图 13: 传统模式和 T 型战略模式



数据来源: 《海螺水泥:T 型战略的价值链创新》, 东方证券研究所

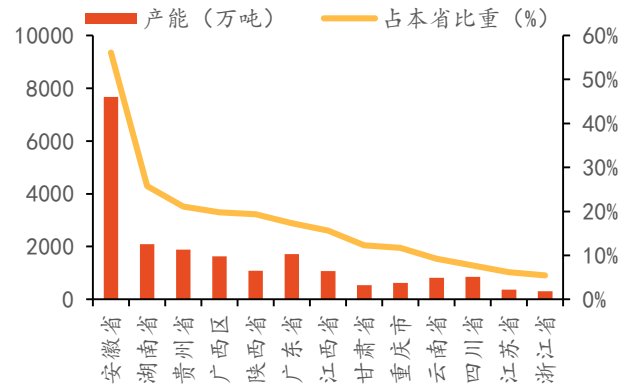
通过 T 型战略重点布局华东/中南市场，局部地区市占率高，拥有较高话语权。根据公司年报，截至 2019 年末，公司熟料产能 2.53 亿吨，水泥产能 3.59 亿吨。公司重点布局华东/南方市场，根据数字水泥网统计，2019 年公司国内熟料产能分布中，华东/中南/西南/西北地区产能分别占比 46%/26%/20%/8%。在局部区域公司市占率较高，根据数字水泥网数据，2019 年公司熟料产能在安徽/湖南/贵州分别达到 56.1%/25.7%/21.1%，拥有较高话语权。此外，公司搭建贸易平台，推进核心城市区域销售市场一体化，进一步加强对该区域的控制力。

图 14：2019 年公司熟料产能分布（%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

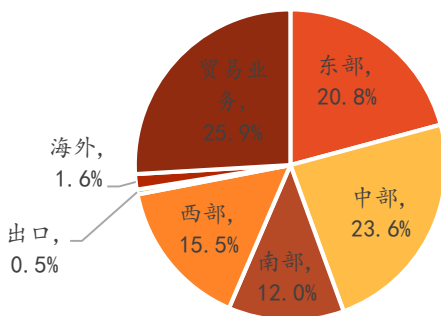
图 15：2019 年重点省份公司熟料市占率（%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

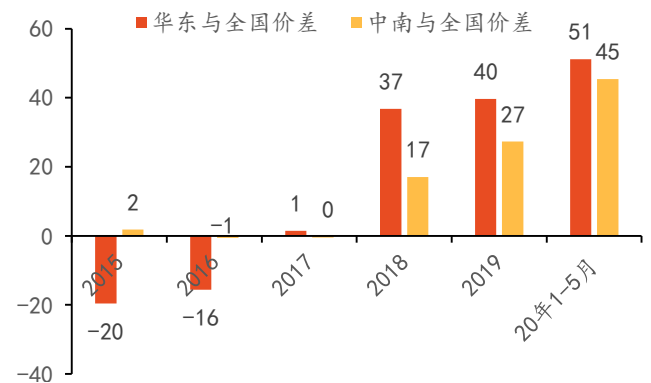
华东/中南水泥需求长期有支撑，公司享受水泥高价红利。根据公司年报，2019 年公司东部/中部/南部收入占比分别为 20.8%/23.6%/12.0%，合计达到 56.4%。而华东/中南地区受益于人口流入以及厂商间的协同，水泥均价从 2018 年开始逐渐高于全国均价，趋势有望延续。20 年 1-5 月，华东/中南地区与全国水泥价差达到 51/45 元/吨，公司可坐享高价格红利。

图 16：2019 年公司分区收入结构（%）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 17：2015-2020.5 华东/中南与全国水泥价差（元/吨）

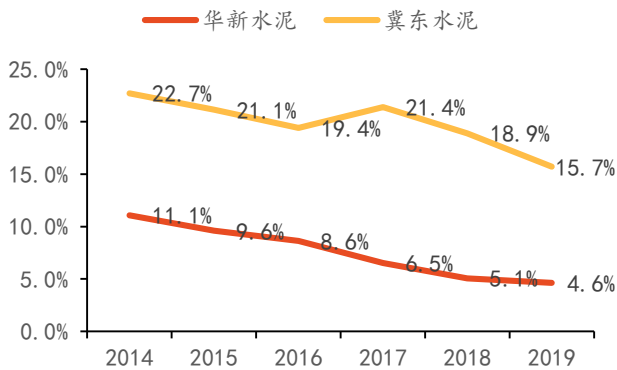


数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

公司单吨收入从 16 年低于同业 6 元到 19 年高于同业约 5 元，未来差距仍有望维持，不排除进一步拉大。我们选取华中地区龙头华新水泥，华北地区龙头冀东水泥，西北水泥龙头祁连山，华东地区上峰水泥，南方地区塔牌集团作为行业样本与公司进行比较。我们用单吨指标进行分析，但考虑各公司水泥熟料销售量结构有所差异，比如 2019 年冀东水泥/华新水泥销售量中熟料销售占比 15.7%/4.6%，而熟料价格/成本低于水泥价格，因此吨指标存在一定的误差。考虑到样本取值后，误差会相对减弱，因此吨指标仍能反映公司与行业间的差距。14-17 年，公司单吨收入略低于行业均值。18 年后公司开始享受华东/中南水泥高价格红利，18/19 年公司单吨收入高于同业平均值。

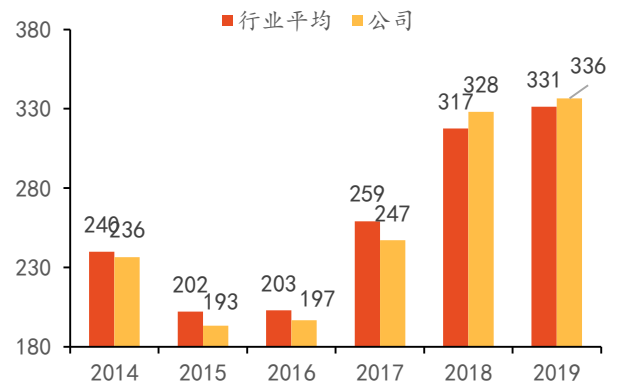
11/5 元。在华东/中南地区水泥价格维持高于全国均价的状态下，我们认为公司吨收入仍有望继续高于同业，不排除进一步拉大。

图 18: 2014-2019 年华新/冀东熟料销售占比 (%)



数据来源: 各公司年报, 东方证券研究所

图 19: 2014-2019 年公司/行业吨收入 (元/吨)

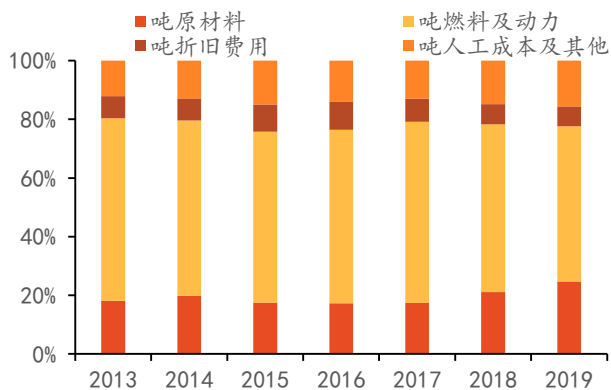


数据来源: 各公司年报, 东方证券研究所

2.2 矿山资源/规模优势构建成本优势

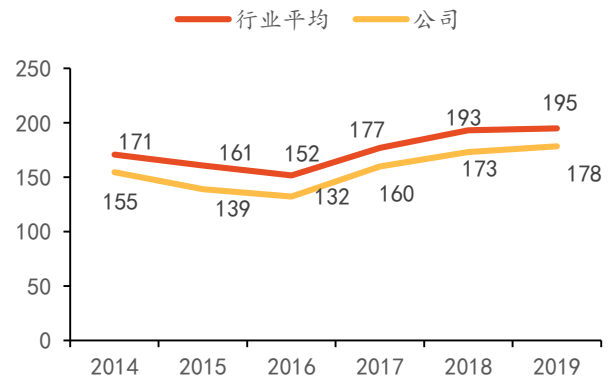
16-19 年公司吨成本较同业低 16-20 元，相对较为稳定。原材料/燃料及动力是成本构成的主要部分，根据公司年报，2019 年公司成本构成中原材料/燃料及动力合计占比达到 78.1%。其中原材料主要是石灰石，燃料及动力主要是煤炭和电力。根据各公司年报，2016-2019 年公司单吨成本均低于同业 16-20 元，相对较为稳定。我们认为公司吨成本较同业低，一方面由于公司拥有矿山资源，保障低价原材料供应；另一方面公司拥有规模优势，其吨能耗低于同业。

图 20: 2013-2019 年公司吨成本构成比例 (%)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

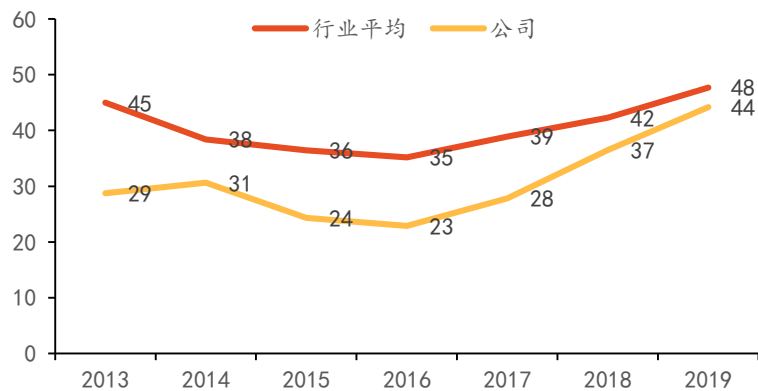
图 21: 2014-2019 年公司/行业吨成本 (元/吨)



数据来源: 各公司年报, 东方证券研究所

公司吨原材料成本从 16 年低于同业 12 元逐渐缩小到 19 年低于同业 4 元。随着矿山整治，行业吨原材料成本从 2016 年 35 元上涨到 2019 年 48 元。而公司早期收购大量廉价石灰石资源，形成公司竞争优势，一方面保证了公司经营的持续性，另一方面低价的石灰石资源带来公司成本优势，但成本优势近年来有所缩小。

图 22：2013-2019 年公司/行业吨原材料成本（元/吨）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

石灰石资源化，公司原材料成本未来仍有望维持。石灰石资源分布不均，其中安徽石灰岩资源较为充沛，根据公开资料，2011 年安徽省探明石灰岩储量达到 124 亿吨，为国内各省储量第一，静态保障年限达 103.6 年。而华东其他地区如江苏/浙江，2011 年探明石灰岩储量仅有 31.1/31.6 亿吨，静态保障年限为 16.1/20.1 年，石灰岩资源面临枯竭。在石灰岩资源分布不均以及部分地区面临枯竭的情况下，石灰石资源化，水泥业务接近特许经营。而公司借助 T 型战略沿江收购石灰石资源，根据公开资料，截至 2019 年底公司约有 150 亿吨石灰石资源储备，若按公司 2019 年 3.23 亿吨水泥熟料销量，每 1 吨水泥需要消耗 1.3 吨石灰石计算，则公司静态保障年限约 35.7 年。随着矿山整治的延续，石灰石价格仍将高位运行，公司充足的资源储备有望继续维持原材料成本优势。

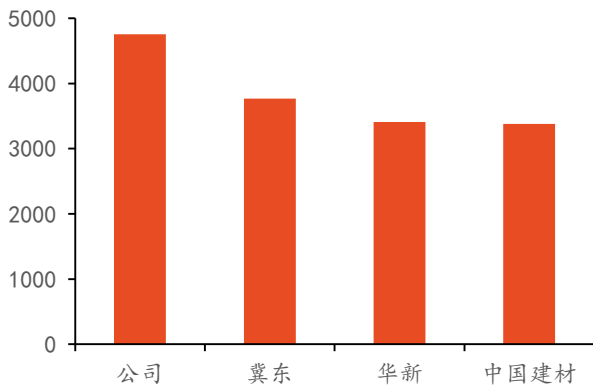
表 4：2011 年全国各省区石灰岩资源静态保障年限

省市	探明石灰岩储量 (亿吨)	保障年限	省市	探明石灰岩储量 (亿吨)	保障年限	省市	探明石灰岩储量 (亿吨)	保障年限
全国	1098.3	42.0	北京市	5.5	46.8	四川省	60.4	32.0
青海省	15.0	110.4	吉林省	24.3	44.2	广东省	52.2	31.9
安徽省	124.0	103.6	广西省	48.9	43.6	云南省	26.6	31.7
陕西省	72.5	86.7	新疆	16.9	43.4	湖北省	38.4	31.6
重庆市	47.4	73.9	河南省	72.9	41.0	福建省	26.6	31.1
甘肃省	23.7	66.4	江西省	35.1	39.8	贵州省	18.3	28.2
内蒙古	53.4	64.2	辽宁省	29.2	39.4	天津市	2.1	20.9
宁夏	11.4	60.4	湖南省	45.5	37.9	浙江省	31.6	20.1
海南省	10.8	55.0	山西省	18.2	35.5	西藏	0.6	18.5
山东省	95.2	48.7	河北省	60.6	33.3	江苏省	31.3	16.1

数据来源：《我国水泥用石灰岩资源格局与利用潜力》，东方证券研究所

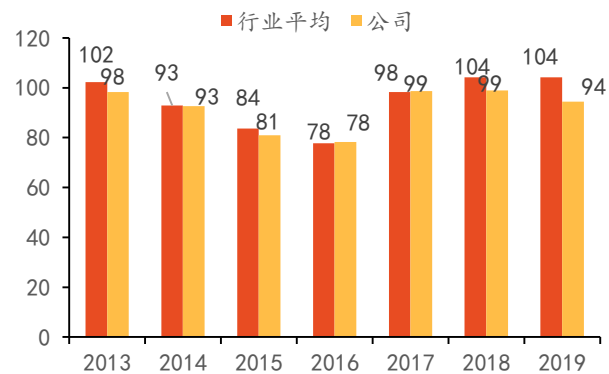
公司吨能耗从 16 年与同业几乎持平，到 19 年低于同业约 10 元，优势逐渐拉大。公司具有规模优势，使其吨能耗长期低于同业。一方面公司熟料总产能较大，作为国内第二大水泥熟料厂商，可对下游形成一定的议价能力，在能源采购上低于同业，同时公司与下游大型煤炭企业签订长协价，控制价格波动。另一方面公司单线产能规模高于同业，根据卓创资讯，2019 年公司单线熟料产能规模约 4700t/d，高出同业约 1000-1500t/d，而更大的产线规模在能源使用效率上更高。受供给侧改革影响，动力煤价格从 2016 年开始逐渐走高，公司更低的采购单价以及更低的能耗，使其规模优势从 2016 年开始再次显现，吨能耗优势较同业逐渐拉大。

图 23：2019 年各公司熟料平均单线规模 (t/d)



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

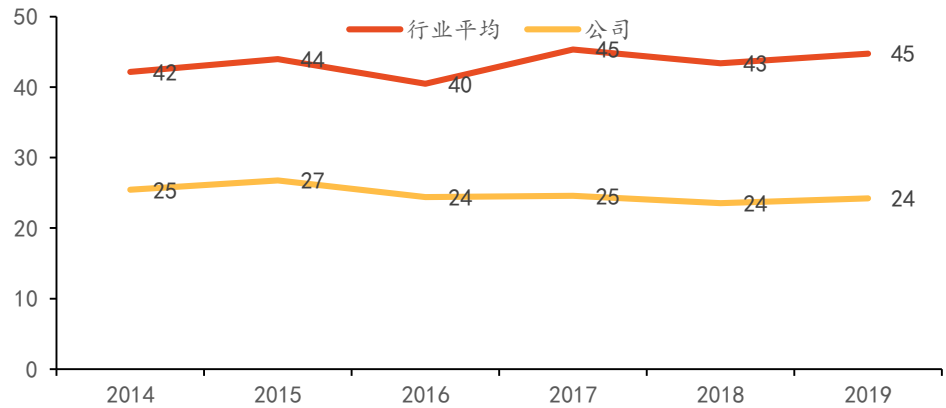
图 24：2013-2019 年公司/行业吨燃料及动力成本 (元/吨)



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

2.3 吨三费低于同业，吨盈利行业领先

16-19 年公司吨三费低于行业 16-21 元，优势相对稳定。公司吨三费长期保持行业领先，根据各公司年报，2016-2019 年公司吨三费低于行业 16-21 元，相对较为稳定。公司三费较低，一方面由于公司在管理效率/人员成本控制上优势明显，另一方面得益于公司较低的资产负债率，使其单吨财务费用低于同业。

图 25：2014-2019 年公司/行业吨三费（元/吨）


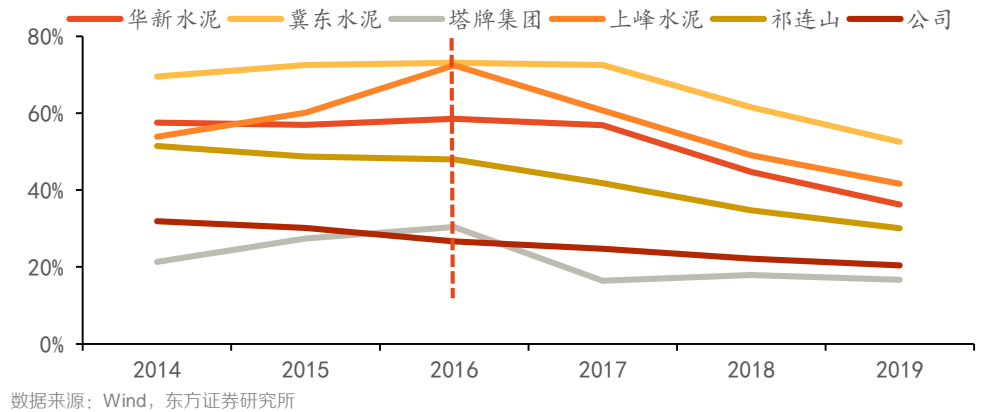
数据来源：各公司年报，东方证券研究所

16-19 年公司平均吨管理费/财务费用低于同业 11.6/7.9 元，相对较为稳定。从三费来看，公司在吨管理费/吨财务费优势明显，在吨销售费用上无明显优势。公司吨管理费低于同业，且较为稳定，主要由于公司管理层/员工参与持股，完善的激励机制提升了整体的经营效率。公司吨财务费用低于同业，主要由于公司资产负债率低于同业。纵向对比来看，行业和公司财务费用从 2016 年开始逐渐走低，公司在 18/19 年甚至为吨财务净收入，主要由于水泥行业从 2016 年开始进入景气上行期，且新增供给受限，行业无较大资本开支，厂商开始偿还负债导致资产负债率下降，财务费用随之走低。

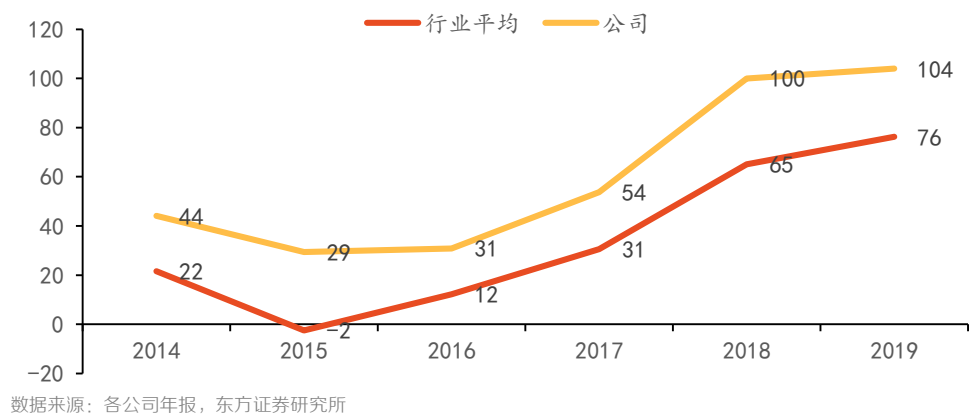
表 5：2014-2019 年公司吨三费与同业比较（元/吨）

		2014	2015	2016	2017	2018	2019
吨管理费用	行业平均	20.1	21.6	20.1	24.9	24.5	27.3
	公司	10.8	12.4	11.3	11.7	12.6	14.7
	行业平均-公司	9.3	9.2	8.8	13.1	11.9	12.6
吨销售费用	行业平均	11.6	11.7	11.3	11.8	12.9	13.6
	公司	11.8	12.1	11.8	12.1	12.5	13.7
	行业平均-公司	-0.2	-0.4	-0.6	-0.4	0.4	-0.1
吨财务费用	行业平均	10.5	10.6	9.1	8.7	6.0	3.9
	公司	2.9	2.2	1.2	0.7	-1.6	-4.1
	行业平均-公司	7.6	8.4	7.9	8.0	7.6	8.0

数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 26：2014-2019 年各公司资产负债率（%）


公司吨盈利从 16 年高于行业 19 元，到 19 年高于行业约 28 元/吨，差距有所拉大，未来差距有望维持。公司重点布局华东/中南，享受区域水泥高价红利，单吨收入从 16 年低于同业 6 元到 19 年高于同业约 5 元，未来差距有望维持，不排除进一步拉大；公司拥有矿山资源和熟料产能规模优势，16-19 年公司吨成本较同业低 16-20 元，优势较为稳定，未来有望维持；公司完善的激励制度和较低的资产负债率，保持了更低的吨管理费用和吨财务费用，16-19 年公司吨三费低于行业 16-21 元，优势较为稳定。整体来看，公司吨盈利高于行业 28 元的优势有望继续维持。

图 27：2014-2019 年各公司单吨净利（元/吨）


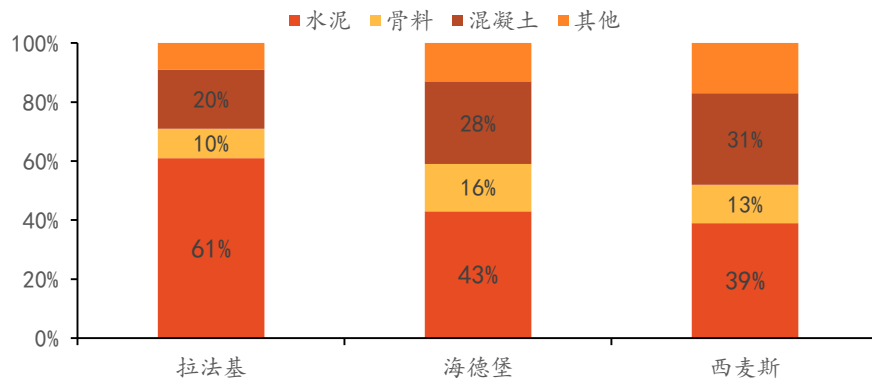
三、产业链上游延伸，积极拓展海外业务

3.1 拓展骨料业务，发掘盈利新增长点

拓展骨料业务具有天然优势，海外龙头公司业务更多元。国内水泥行业需求端逐渐平稳，供给端受限，产业链拓展成为必然趋势。同时从水泥向上游骨料拓展，具有天然优势，一方面多数企业拥有

自己的矿山，品质较高的矿可用于生产熟料，品质较差的矿可用于生产骨料，实现资源充分利用；另一方面骨料/水泥熟料可共享管理/运输/终端市场，实现产业协同。2018 年海外主要水泥公司业务结构占比中，骨料业务占比达到 10%以上，业务更多元。

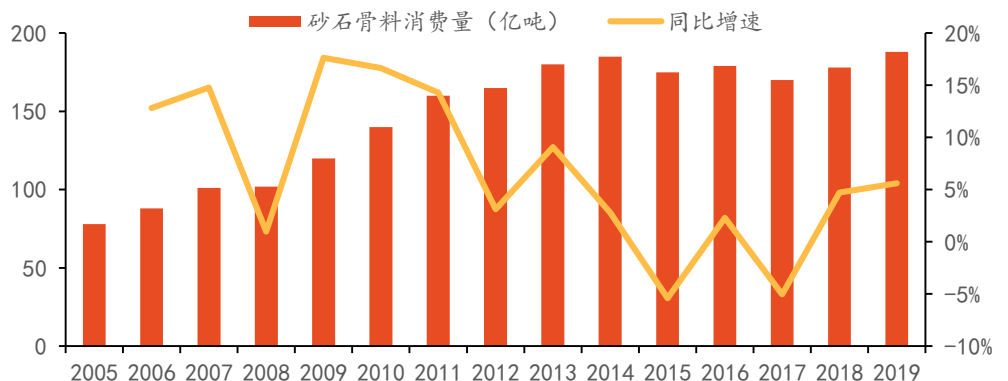
图 28：2018 年海外主要水泥公司业务结构（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

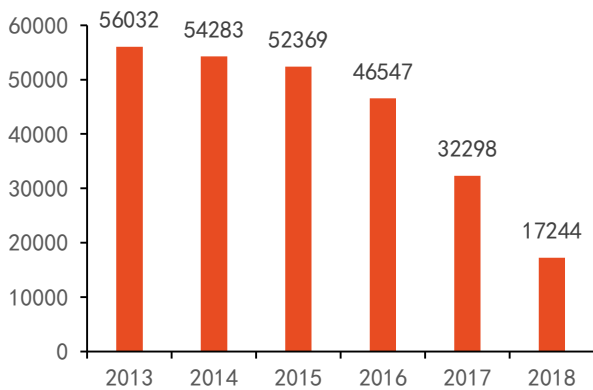
国内砂石骨料平稳增长，市场空间接近万亿。砂石骨料是混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料，粒径大于 5mm 的骨料称为粗骨料，即我们常说的石子，粒径小于 5mm 的骨料称为细骨料，又称为砂。砂石料是水利工程中混凝土和堆砌石等构筑物的主要建筑材料，其中约 70%-80%用于混凝土，约 20-30%用于路面。根据中国砂石骨料网，2019 年中国砂石骨料消费量达到 188 亿吨，YoY+5.6%。骨料价格在不同地区差异较大，售价在 30-100 元不等，若保守按照 50 元/吨计算，2019 年中国砂石骨料市场空间达到 9400 亿元。

图 29：2005-2019 年中国砂石骨料消费量（亿吨）

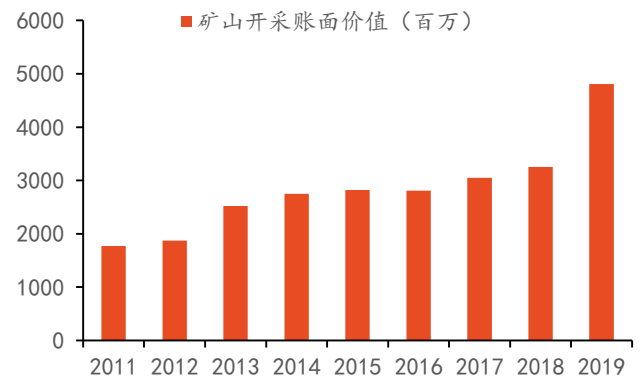


数据来源：中国砂石骨料网，东方证券研究所

矿山政策趋严，加速小产能退出，矿山资源逐渐向龙头企业集中。2017年5月，国土资源部等6部委联合印发《关于加快建设绿色矿山的实施意见》，明确新建矿山全部达到绿色矿山建设要求，生产矿山加快改造升级，随后各地相继出台了绿色矿山相关文件。根据砂石骨料网，目前国内小微型矿山较多，数量占比达到84%。小微型矿山常面临着开采权不规范、开采不合理以及环境污染问题，而随着矿山政策的趋严，小微型矿山加速退出，矿山资源逐渐向龙头企业集中。根据中国砂石协会，2018年底全国在册砂石矿山17244家，YoY-46.6%。公司具有大型绿色矿山管理经验，且具有资源综合利用能力，收购矿山更具优势。根据公司年报，2017-2019年，公司矿山开采账面价值呈现加速提升的趋势，截至2019年公司矿山开采账面价值达到48.1亿。

图 30：2013-2018 年矿山在册数量（家）


数据来源：中国砂石协会，东方证券研究所

图 31：2011-2019 年公司矿山开采账面价值（百万）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 6：绿色矿山政策

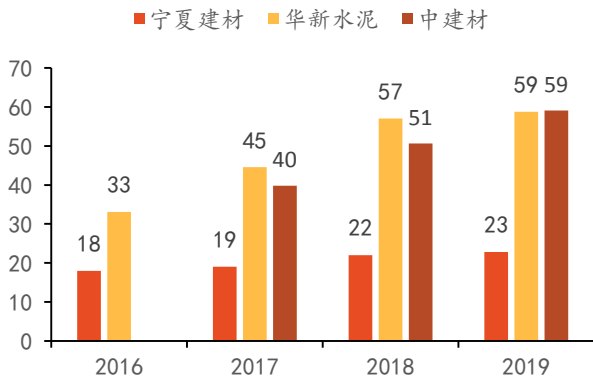
时间	部门	文件	具体内容
2017.5	国土资源部等6部委	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	新建矿山全部达到绿色矿山建设要求，建设50个以上绿色矿业发展示范区，生产矿山加快改造升级
2018.2	河南省国土资源厅、环保厅、安监局	《关于进一步加强露天矿山开发与综合整治工作的通知》	严格控制建材类露天矿山总量，严格规模和安全准入，限制小型矿山开发
2018.5	山东省国土资源厅	《山东省矿山地质环境保护与治理规划（2018-2025年）》	全面推行绿色矿业政策，到2020年生产矿山治理率达到60%
2018.7	广西国土资源厅	《关于加强广西矿山地质恢复治理通知》	严格采矿权控制，不得超指标设置采矿权，到2020年完成所有存在地质问题的采石场整治
2018.8	贵州省国土资源厅、发改委	《贵州全面推进绿色矿山建设的实施意见》	对新设采矿权、技改扩能矿山执行绿色矿山标准建设，2020年底完成800个以上绿色矿山建设
2018.9	河南省国土资源厅	《河南省露天矿山综合整治三年行动计划（2018—2020年）实施方案》	到2020年底露天矿山全面达到绿色矿山建设标准
2018.10	自然资源部	《非金属矿行业绿色矿山建设规范》	对矿区环境及绿化、开发方式和资源利用提出规范
2019.6	湖北省自然资源厅	《关于加快推进全省绿色矿山建设的通知》	建立绿色矿山遴选长效机制，新建矿山未履行采矿权出让合同中绿色矿山建设任务的，追究相关违约责任
2020.4	湖南省自然资源厅	《湖南省绿色矿山建设三年行动方案》	到2022年，全省生产矿山全部达到湖南省绿色矿山标准

源厅 (2020—2022 年))

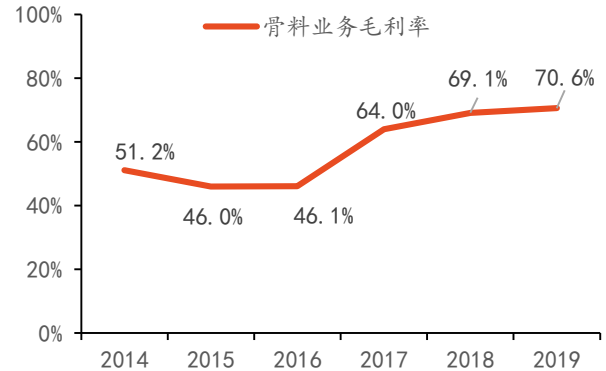
准，并推荐一批省级示范矿山入选国家级绿色矿山。

数据来源：个政府官网，东方证券研究所

砂石骨料价格稳步提升，公司骨料毛利率提升。随着环保推进，矿山整治力度持续加强，矿山逐渐资源化，供给端的影响导致砂石骨料价格稳步提升。根据各公司年报数据，宁夏建材/华新水泥/中建材骨料售价从 2017 年 19/45/40 稳步提升至 2019 年 23/59/59 元。随着骨料价格的提升，公司骨料业务毛利率也随之提升。根据公司年报，2017-2019 年公司骨料业务平均毛利率达到 67.9%，远高于 2014-2016 年平均毛利率 47.7%。

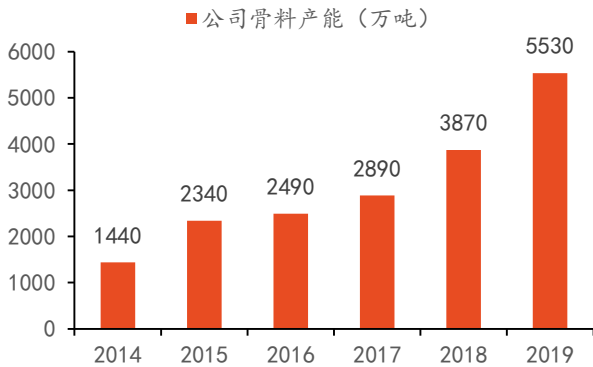
图 32：2016-2019 年各公司骨料售价（元/吨）


数据来源：各公司年报，东方证券研究所

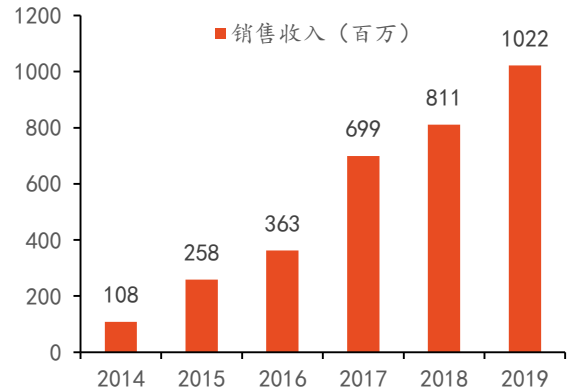
图 33：2014-2019 年公司骨料业务毛利率（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

骨料业务加速布局，提供盈利新增长点。公司坐享矿山资源以及 T 型战略带来的运输渠道便利，骨料和熟料业务共享运输渠道与销售渠道，加速骨料业务布局。根据公司年报，2019 年公司骨料业务实现营业收入 10.22 亿，YoY+26.1%。根据公司年报，截止 2019 年末，公司拥有骨料产能 5530 万吨，根据公开信息，公司规划在 20 年实现 1 亿吨骨料产能，在“十四五”期间实现 2-3 亿吨骨料产能，预计公司骨料业务仍保持较快发展。

图 34：2014-2019 年公司骨料产能（万吨）


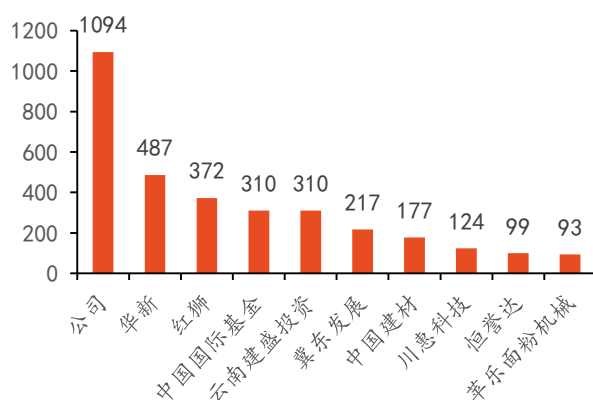
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 35：2014-2019 年公司骨料业务收入（百万）


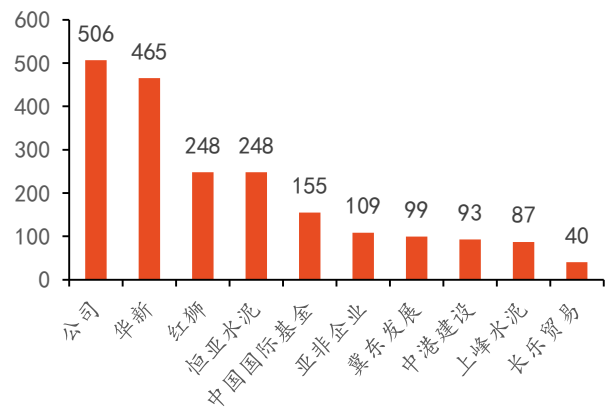
数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 积极布局海外，开启国际化步伐

稳步推动国际化战略，海外熟料产能达 1094.3 万吨。公司积极响应“一带一路”倡议，继续加大海外投资力度，根据中国水泥网，2019 年公司海外新型干法熟料投产产能增长 77.5 万吨，继续高居榜首。根据中国水泥网，截至 2019 年末，公司海外已建成新型干法熟料生产线产能 1094.3 万吨，海外在建新型干法熟料生产线产能达 506.4 万吨，均位列国内第一。在国内水泥市场增速平稳的状态下，积极拓展海外市场，打开增长空间。

图 36：2019 年中国企业海外新型干法产能（万吨）


数据来源：中国水泥网，东方证券研究所

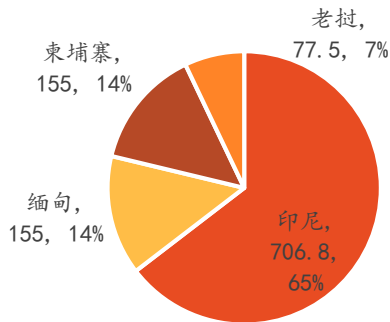
图 37：2019 年中国企业海外在建新型干法产能（万吨）


数据来源：中国水泥网，东方证券研究所

项目逐步推进，海外收入保持高增长。公司在 2011 年确立“国际化发展”战略，逐渐在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝进行项目投资，截至 2019 年末，公司已启动 15 个海外项目，较 18 年底新增柬埔寨金边海螺项目以及老挝万象海螺项目。从海外新型干法熟料产能分布来看，印尼 706.8 万吨占比最高，达到 65%，其余缅甸/柬埔寨/老挝产能占比分别为 14%/14%/7%。随着海外项目相继建成

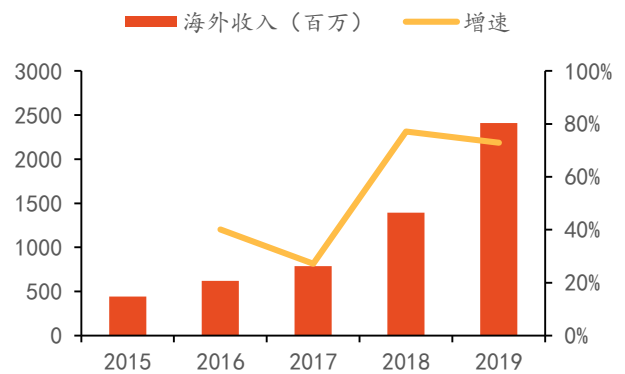
投产，以及销售市场网络的不断完善，2019 年公司海外项目销售金额达到 24.1 亿，YoY+74.6%。根据公开资料，公司规划在“十四五”期间海外产能达到 7000 多万吨，收入占比达 15-20%。

图 38：2019 年公司海外熟料产能分布（万吨，%）



数据来源：中国水泥网，东方证券研究所

图 39：2015-2019 年公司海外收入（百万）



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 7：公司海外项目情况

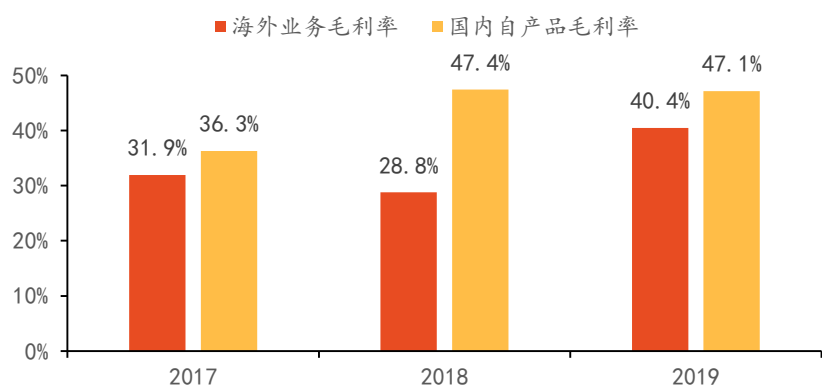
成立时间	公司名称	国家	公司名称	持股比例
2011	印尼海螺水泥	印尼	印尼海螺水泥	75%
2011	南加海螺	印尼	南加海螺	71%
2012	国投印尼巴布亚	印尼	国投印尼巴布亚	49%
2014	巴鲁海螺水泥	印尼	巴鲁海螺水泥	100%
2014	缅甸海螺	缅甸	缅甸海螺	45%
2015	北苏拉威西海螺	印尼	北苏拉威西海螺	100%
2015	仰光海螺	缅甸	仰光海螺	50%
2016	伏尔加海螺	俄国	伏尔加海螺	75%
2017	南苏拉威西诺斯海螺矿山	印尼	南苏拉威西诺斯海螺矿山	68%
2017	马德望海螺	柬埔寨	马德望海螺	60%
2018	琅勃拉邦海螺	老挝	琅勃拉邦海螺	70%
2018	曼德勒海螺	缅甸	曼德勒海螺	55%
2018	卡尔希海螺	乌兹别克斯坦	卡尔希海螺	75%
2019	金边海螺	柬埔寨	金边海螺	55%
2019	万象海螺	老挝	万象海螺	75%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

参照国内发展路径，海外市场盈利能力有望进一步提升。参照公司在国内发展路径，先布局华东，接着进军华南，随后逐渐覆盖西部地区，形成强大的市场控制力，最终导致较高的盈利水平。公司海外市场布局亦采取国内“由点及面”的方式，例如在印尼/柬埔寨/缅甸，公司先在经济较为发达的地区建立工厂，随后向其他地区延伸，工厂之间逐渐形成协同效应。当全国布局完成后，可形成较为稳定的市场份额以及较强的市场控制力，盈利能力逐渐提升。根据公开资料，2019 年公司柬埔寨

寨水泥吨毛利好于国内，缅甸地区吨毛利已与国内相当，印尼地区吨毛利低于国内。根据公司年报，截至 2019 年末，公司海外业务综合毛利率为 40.4%，同比提升 11.6pct，有明显提升，但相比国内自产品 47.1% 的毛利率仍有差距。公司拥有更先进的技术以及更成熟的管理经验，随着海外布局的进一步推进，有望复制国内发展路径，海外盈利水平有望进一步提升。

图 40：2017-2019 年公司海外/国内自产品业务毛利率（%）

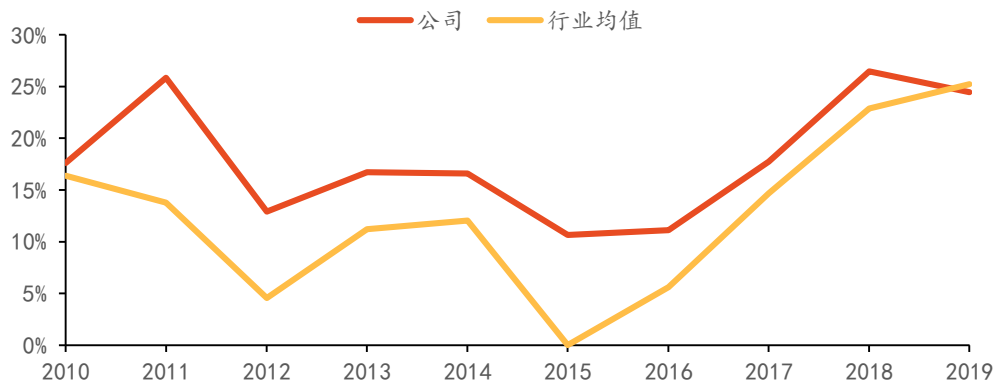


数据来源：公司年报，东方证券研究所

四、经营稳健，投资价值凸现

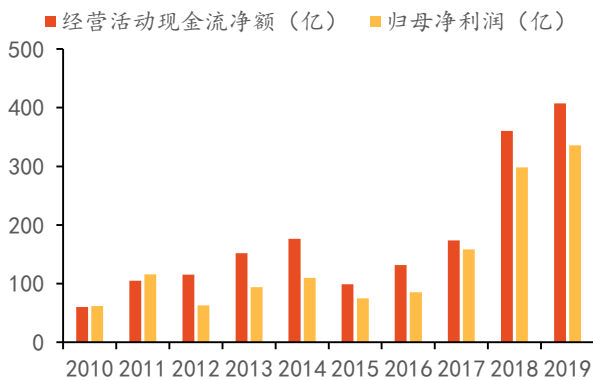
公司经营稳健，ROE（摊薄）高于行业均值。公司竞争优势明显，相对行业具有稳定的超额收益，净资产收益率在近 10 年虽有周期性波动，但整体高于行业平均水平。在行业周期底部，公司稳健性凸显，例如在 2015 年，行业 ROE 均值接近为 0，而公司仍有 10.7% 的净资产收益率。2019 年公司净资产收益率 24.5%，略低于行业 25.2%，主要由于近几年行业景气向上，公司在手现金增加，对净资产收益率有一定摊薄。

图 41：2010-2019 年公司/行业 ROE（摊薄，%）

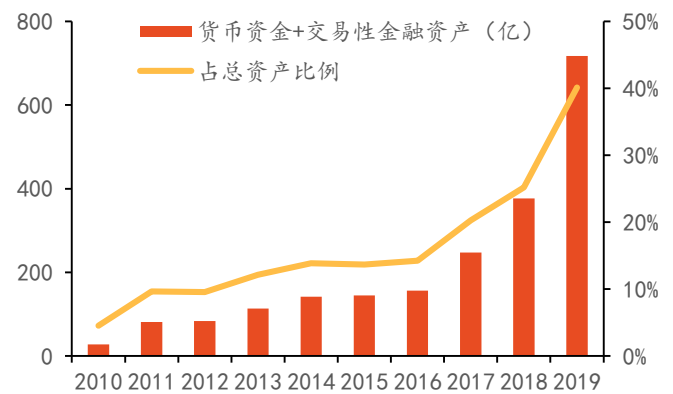


数据来源：Wind，东方证券研究所

现金流向好，在手现金充沛，抵御风险能力较强。公司经营稳健，近 10 年经营性现金流净额与归母净利润变动几乎一致。且除 10/11 年外，近 10 年公司经营性现金流净额始终高于归母净利润。16 年开始行业景气向上，公司现金流持续向好，在手现金不断增加，截至 2019 年，公司货币资金+交易性金融资产（理财）达 717.6 亿。公司货币资金+交易性金融资产占总资产比例亦不断提升，从 2010 年 4.5% 提升至 2019 年 40.1%。公司较好的现金流及较深的资金蓄水池增强了公司应对风险能力，若水泥行业再次进入周期下行期，公司凭借较好的现金流及充沛的在手现金，一方面可平稳度过行业下行期，另一方面不排除公司对其他厂商进行收购，提升市占率。

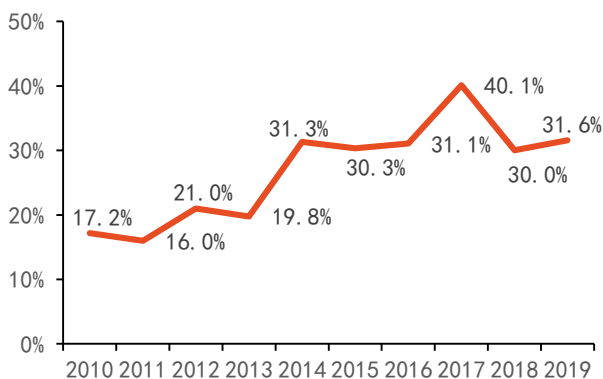
图 42：2010-2019 年公司经营性现金流净额（亿）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 43：2010-2019 年公司货币资金+交易性金融资产（亿）


数据来源：Wind，东方证券研究所

分红政策相对稳定，股息率不断提升。公司近几年股利支付率相对稳定，除 2017 年达到 40.1% 外，近 6 年基本维持在 30% 左右。公司股息率亦不断提升，从 2010 年 1% 左右提升至 2019 年 4% 左右，投资价值凸现。

图 44：2010-2019 年公司股利支付率（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：2010-2019 年公司股息率（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 主营业务收入方面，预计水泥熟料业务 20-22 年收入 1120.2/1131.4/1131.4 亿，YoY+3.1%/1.0%/0%。预计 20-22 年水泥及熟料销量 3.29/3.33/3.33 亿吨，YoY+2.0%/1.0%/0%。20 年销量增长，主要由于全年基建加码以及房地产韧性带来需求增长，考虑 20Q1 疫情影响带来销量下滑，预计全年销量增长 2%。预计 20-22 年水泥熟料吨收入为 340/340/340 元，20 年吨收入有所上涨，主要由于行业供给冲击有限，需求平稳，价格维持景气高位。
- 2) 主营业务成本方面，预计水泥熟料业务 20-22 年吨成本为 180/182/183 元。20 年吨成本略微上涨，一方面考虑到矿山政策趋严导致原材料石灰石价格有所上涨，以及人工成本提升；另一方面考虑到受疫情影响，煤炭价格有所下跌，带来能源成本的下降。
- 3) 其他业务方面，预计骨料 20-22 年收入 14.7/19.6/23.9 亿，YoY+43.9%/33.0%/22.2%。收入增速较快一是由于公司加快矿山资源收购，扩大矿山产能，二是由于矿山政策收紧，骨料价格有望继续提升。预计贸易业务 20-22 年维持 19 年规模。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
水泥及熟料					
销售收入（百万元）	97,737.0	108,672.6	112,016.4	113,136.6	113,136.6
增长率		11.2%	3.1%	1.0%	0.0%
毛利率	47.3%	46.9%	47.1%	46.5%	46.2%
骨料					
销售收入（百万元）	810.8	1,022.4	1,471.7	1,957.9	2,392.9
增长率		26.1%	43.9%	33.0%	22.2%
毛利率	69.1%	70.6%	70.6%	70.6%	70.6%
贸易业务					
销售收入（百万元）	25,209.6	38,348.5	38,348.5	38,348.5	38,348.5
增长率		52.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
其他业务					
销售收入（百万元）	4,645.2	8,986.8	9,166.6	9,349.9	9,536.9
增长率		93.5%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	3.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.8%
合计					
销售收入	128,402.6	157,030.3	161,003.1	162,792.8	163,414.9
增长率		22.3%	2.5%	1.1%	0.4%
综合毛利率	36.7%	33.3%	33.7%	33.5%	33.4%

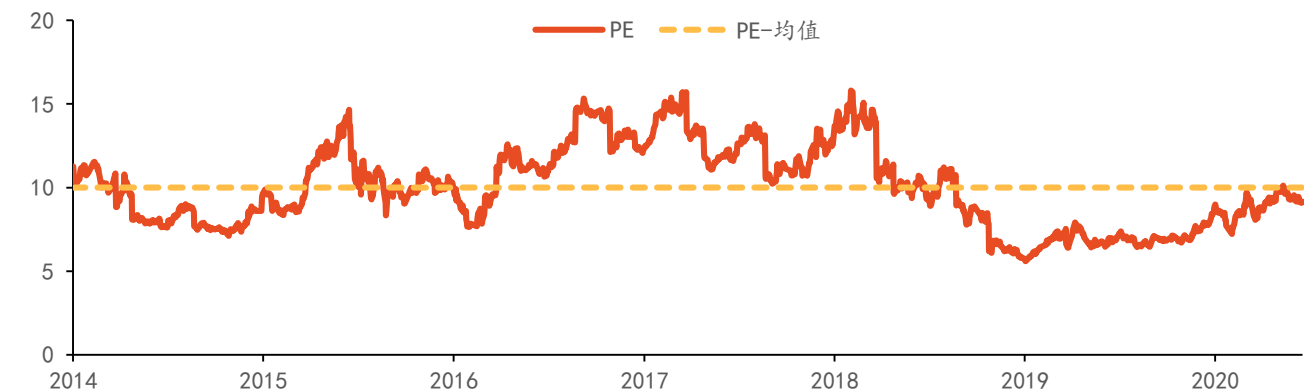
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们选用历史估值法。水泥行业受供给侧结构性改革影响，16-20年新增供给有限，而需求相对平稳，行业从16年开始进入周期上行期，水泥及熟料价格不断提升，行业盈利逐年向好。而水泥行业是典型的周期行业，目前处于行业景气高点，虽然供给端新增产能受限，但不排除未来需求端下滑导致行业进入下行周期，因此采用绝对估值法会产生较大误差。而公司重点布局华东/华南市场，在人口持续流入华东/华南的趋势下，长期来看公司需求有支撑，此外公司竞争优势明显，且拥有相对充沛的货币资金，其估值水平相对可比公司偏高。考虑到公司主业并无大幅变动，历史上经历过多轮周期，因此我们选用历史估值法。

公司2014年至今平均PE(TTM)为10X。我们选取2014年至今(2014/1/2-2020/6/17)PE(TTM)进行估值，一方面考虑到水泥行业2014年之后产量与需求均出现下滑，需求进入平台期，在此期间的估值水平有更好的指导意义；另一方面，水泥行业受地产周期的影响在历史上呈现3-4年的周期波动，在2014-2020年中至少包含一个完整的周期。

图 46: 公司 2014 年至今 (14/01/02-20/06/17) PE (TTM)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 6.62/6.74/6.83 元，CAGR+2.5%。公司水泥行业龙头，熟料产能位列国内第二，重点布局华东/华南市场，长期需求有支撑。公司竞争优势明显，单吨盈利高出同业约 28 元。此外公司积极拓展骨料业务和国际化布局，打开盈利增长空间。同时考虑到公司资产负债率较低且拥有较为充沛的在手现金，我们认可给予公司 20 年 10XPE，对应目标价 66.20 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

地产投资增速不及预期。购房需要较大的现金支出，而受新冠疫情影响，人们短期消费意愿下降，可能影响购房力度，导致地产投资增速不及预期从而导致水泥行业需求不及预期，对公司水泥业务销量及价格产生负面影响。

原材料成本大幅上升风险。受环保影响，矿山政策趋严，小厂加速退出，可能导致原材料石灰石价格大幅上涨，对公司原材料成本产生负面影响。

海外业务拓展不及预期风险。公司海外市场拓展可能面临获取资源困难，以及当地竞争对手竞争加剧，导致项目拓展不及预期以及盈利不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	37,619	54,977	71,649	89,892	108,992	营业收入	128,403	157,030	161,003	162,793	163,415
应收票据及应收账款	14,367	9,649	10,143	10,256	10,295	营业成本	81,230	104,760	106,691	108,266	108,903
预付账款	2,109	2,692	2,737	2,767	2,778	营业税金及附加	1,458	1,403	1,764	1,695	1,651
存货	6,023	5,572	5,868	5,955	5,990	营业费用	3,733	4,417	4,528	4,507	4,474
其他	11,935	24,220	29,701	32,846	35,969	管理费用及研发费用	3,823	4,928	5,041	5,124	5,124
流动资产合计	72,053	97,110	120,098	141,716	164,024	财务费用	(474)	(1,338)	(1,044)	(1,598)	(2,187)
长期股权投资	3,182	3,821	4,300	4,800	5,200	资产、信用减值损失	209	1,170	200	219	247
固定资产	60,320	58,858	61,870	64,364	66,330	公允价值变动收益	23	258	50	60	70
在建工程	1,909	4,037	4,050	4,060	4,069	投资净收益	658	1,209	1,221	1,233	1,246
无形资产	8,372	9,979	10,454	11,102	11,915	其他	778	901	927	954	981
其他	3,711	4,972	3,195	3,210	3,225	营业利润	39,882	44,057	46,021	46,826	47,500
非流动资产合计	77,494	81,668	83,869	87,536	90,739	营业外收入	591	648	655	661	668
资产总计	149,547	178,777	203,968	229,253	254,763	营业外支出	844	149	150	152	153
短期借款	1,377	2,942	2,500	2,000	1,500	利润总额	39,629	44,557	46,526	47,335	48,015
应付票据及应付账款	6,396	7,304	7,468	7,579	7,623	所得税	8,993	10,205	10,656	10,841	10,997
其他	18,379	17,176	17,300	17,505	17,660	净利润	30,636	34,352	35,870	36,494	37,018
流动负债合计	26,152	27,421	27,268	27,084	26,783	少数股东损益	822	759	789	803	814
长期借款	2,607	3,871	3,371	2,871	2,371	归属于母公司净利润	29,814	33,593	35,081	35,691	36,204
应付债券	3,499	3,498	3,498	3,498	3,498	每股收益(元)	5.63	6.34	6.62	6.74	6.83
其他	872	1,666	1,708	1,708	1,708						
非流动负债合计	6,978	9,036	8,577	8,077	7,577						
负债合计	33,129	36,457	35,846	35,161	34,361						
少数股东权益	3,729	4,959	5,748	6,551	7,365						
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299						
资本公积	10,585	10,587	10,587	10,587	10,587						
留存收益	96,695	121,332	146,344	171,511	197,007						
其他	110	144	144	144	144						
股东权益合计	116,418	142,320	168,122	194,092	220,402						
负债和股东权益总计	149,547	178,777	203,968	229,253	254,763						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	30,636	34,352	35,870	36,494	37,018
折旧摊销	4,568	4,476	4,615	5,143	5,677
财务费用	(474)	(1,338)	(1,044)	(1,598)	(2,187)
投资损失	(658)	(1,209)	(1,221)	(1,233)	(1,246)
营运资金变动	(6,228)	13,739	(686)	81	134
其它	8,216	(9,281)	1,942	159	177
经营活动现金流	36,059	40,738	39,475	39,047	39,573
资本支出	(5,269)	(8,225)	(8,312)	(8,511)	(8,709)
长期投资	42	(659)	(494)	(515)	(415)
其他	(20,442)	(11,805)	(4,038)	(1,807)	(1,784)
投资活动现金流	(25,670)	(20,689)	(12,844)	(10,832)	(10,908)
债权融资	(4,519)	411	(493)	(545)	(545)
股权融资	8	3	0	0	0
其他	(6,469)	(8,325)	(9,466)	(9,427)	(9,020)
筹资活动现金流	(10,980)	(7,912)	(9,959)	(9,972)	(9,565)
汇率变动影响	19	19	-0	-0	-0
现金净增加额	(571)	12,156	16,672	18,243	19,100

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	70.5%	22.3%	2.5%	1.1%	0.4%
营业利润	91.5%	10.5%	4.5%	1.7%	1.4%
归属于母公司净利润	88.0%	12.7%	4.4%	1.7%	1.4%
获利能力					
毛利率	36.7%	33.3%	33.7%	33.5%	33.4%
净利率	23.2%	21.4%	21.8%	21.9%	22.2%
ROE	29.5%	26.9%	23.4%	20.4%	18.1%
ROIC	26.2%	23.5%	20.8%	18.2%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	20.4%	17.6%	15.3%	13.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.76	3.54	4.40	5.23	6.12
速动比率	2.52	3.34	4.19	5.01	5.90
营运能力					
应收账款周转率	112.0	125.3	125.7	125.7	125.2
存货周转率	15.1	18.0	18.6	18.3	18.2
总资产周转率	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
每股指标(元)					
每股收益	5.63	6.34	6.62	6.74	6.83
每股经营现金流	6.80	7.69	7.45	7.37	7.47
每股净资产	21.26	25.92	30.64	35.39	40.20
估值比率					
市盈率	9.7	8.6	8.3	8.1	8.0
市净率	2.6	2.1	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.2	4.9	4.6	4.6	4.5
EV/EBIT	5.8	5.4	5.1	5.1	5.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

