



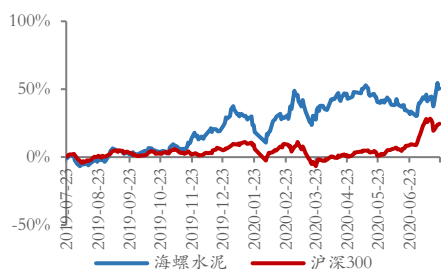
拥有坚实壁垒的周期核心资产

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-07-23

收盘价（元）	60.97
近 12 个月最高/最低（元）	34.93/62.99
总股本（百万股）	5299.30
流通股本（百万股）	3999.70
流通股比例（%）	75.48
总市值（亿元）	3231
流通市值（亿元）	2439

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

- 《2020 年 1-6 月投资数据点评：玻璃景气度持续改善，雨季致水泥需求承压》2020-07-17
- 《2020 年 1-5 月投资数据点评：5 月多项投资数据转正，下游需求加速释放》2020-06-18
- 《建材行业 2020 年中期投资策略：周期与消费共振，把握确定性机会》2020-06-18

主要观点

公司是我国水泥行业龙头，业务立足中国、走向全球

公司发源于安徽，目前已发展为世界领先的水泥企业。2019 年公司熟料产能 2.53 亿吨，位居全球第二，从单一品牌供应量来看是全球最大的水泥企业。除水泥业务外，公司正大力发展骨料和混凝土业务，2019 年末拥有骨料产能 5530 万吨，商品混凝土产能 300 万立方米。

公司实控人是安徽国资委，同时公司核心高管和员工工会通过海螺创业持股的形式，成为了公司的最大股东之一，股权改制成功地将员工利益与公司绑定，充分激发了公司经营活力，也极大提高了管理效率。

行业供需格局稳步向好，需求已进入高位平台期

供给侧改革是水泥行业主旋律，目前错峰生产、产能置换等政策实施力度日趋严格，且未来将走向标准化和常态化。从中长期来看，水泥熟料产能将从总量上得到优化，行业产能利用率有望同步回升，从成本端进一步增厚利润空间。同时，伴随矿山整治，自有矿山将成为稀缺资源，一方面从上游进一步缩减行业供给，另一方面公司拥有的庞大矿山资源将使规模和成本的壁垒愈发稳固。

需求方面，2013 年水泥需求增速达到 10.55% 的阶段高点，并且需求量首次突破 24 亿吨，20 亿吨以上的需求平台期至今已持续 7 年。通过复盘发达国家的水泥市场发展历程，我们认为固定资本形成额绝对值的拐点对判断我国水泥需求拐点至关重要。从人均 GDP 维度看，需求平台期或将继续维持 2-3 年，从城市化率维度看，需求平台期或能持续 5-10 年。

公司通过三大竞争优势构筑坚实壁垒

- 1) 资源优势：从发展水泥产业而言，安徽省的矿产和水路优势得天独厚。公司依托本地资源禀赋，创造性地实施了业内独一无二的“T 型战略”，且该模式具有不可复制性；
- 2) 成本优势：由于水泥是同质化极高的产品，成本是企业盈利的最核心变量之一。与华东区域的竞争对手相比，公司拥有区域内最大的单体产能和最低的吨成本。从生产成本、运输成本、投资成本三方面，公司构筑了全方位的成本优势；
- 3) 规模优势：作为国内产能规模最大的水泥企业之一，公司吨费用指标也显著领先竞争对手。由于公司两任管理层皆执行力强、管理有方，且员工持股比例高，极致的管理效率不仅带来低管理费用率，也是公司一直以来在业内的标签。

从估值水平上，目前行业和公司均被低估

- 1) 从水泥行业来看，其周期性正在逐步弱化。近年来板块稳定的 PE 反

映出行业主要上市公司的盈利水平已经稳定，其背后原因是价格已经进入稳中向上的通道。从区域来看，水泥价格相对经济周期的波动性已经很弱。从水泥的季节性来看，当前供需格局也使得淡旺季切换时的价差在缩小。因此，从行业集中度、议价能力、价格波动趋势等因素考虑，我们认为水泥行业盈利水平的向上弹性明显大于向下弹性，估值水平有提升空间。

2) 从公司来看，水泥企业的 PB 估值较为稳定，且与 ROE 高度相关。目前公司拥有大量在手现金，相对比例在行业中也处于较高水平；水泥行业对于产能扩张的限制使得公司的再投资需求进一步减少，因此公司具备提高分红率的条件。另外，对标相应 ROE 水平的水泥企业，公司 PB 也被低估。因此我们认为公司估值预期在未来将继续提升。

投资建议

公司作为我国水泥行业标杆性企业，行业供给侧改革和矿山资源化趋势将赋予其更大的长期投资价值。同时，公司从业务和区域两个维度进行双向扩张，骨料、混凝土业务和海外市场都拥有巨大的开拓空间，公司规模将远不止于当下，是值得长期配置的周期核心资产。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 353.76/381.28/410.68 亿元，对应 EPS 分别为 6.68/7.19/7.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

基建和地产投资不及预期；疫情持续时间超出预期；公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期；相关政策实施力度不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	157030	166943	178097	189349
收入同比	22.30%	6.31%	6.68%	6.32%
归属母公司净利润	33593	35376	38128	41068
净利润同比	12.67%	5.31%	7.78%	7.71%
毛利率	33.3%	34.4%	34.6%	34.9%
ROE	24.5%	22.1%	20.6%	19.5%
每股收益(元)	6.34	6.68	7.19	7.75
P/E	8.64	9.12	8.47	7.86
P/B	2.11	2.01	1.75	1.53
EV/EBITDA	5.28	4.35	4.17	3.38

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 立足中国、走向全球的水泥龙头	6
2 行业格局稳步向好，需求进入高位平台期	8
2.1 供给侧改革是水泥行业主旋律	8
2.1.1 错峰生产走向标准化、常态化	8
2.1.2 产能置换规定日趋严格	9
2.1.3 自有矿山将逐步成为稀缺资源	10
2.2 水泥需求已进入高位平台期	13
2.2.1 我国水泥需求平台期将在中长期延续	13
2.2.2 基建加码将显著提振需求	15
2.2.3 地产需求在中长期将保持韧性	19
2.3 行业集中度仍有提升空间	21
2.4 业务扩张是水泥龙头的必经之路	24
3 公司拥有坚实壁垒，长期空间依然广阔	26
3.1 天时、地利、人和构筑三大竞争优势	26
3.1.1 资源优势	26
3.1.2 成本优势	28
3.1.3 规模优势	29
3.2 从业务和区域两个维度进行双向扩张	30
3.2.1 公司正大力发展骨料和混凝土业务	30
3.2.2 海外市场将是公司未来战略重心	33
3.3 估值水平探讨：行业和公司均被低估	36
3.3.1 水泥行业周期性正在弱化	36
3.3.2 公司 PB 估值水平有望提升	38
4 盈利预测与投资建议	40
4.1 公司分业务盈利预测	40
4.2 投资建议	41
5 风险提示	41
财务报表与盈利预测	42

图表目录

图表 1 我国水泥熟料产能 10 强企业 (2019 年初)	6
图表 2 2019 年公司业务结构	6
图表 3 公司最新股权结构	7
图表 4 公司上市以来营收增长 51 倍	7
图表 5 公司上市以来归母净利润增长 126 倍	7
图表 6 公司 ROE 水平	8
图表 7 公司毛利率和净利率水平	8
图表 8 关于水泥行业错峰生产的重要政策文件	8
图表 9 目前我国各省熟料产能占比情况	9
图表 10 水泥熟料产能换算表 (产能置换标准)	10
图表 11 近年来各省市关停整治矿山的情况梳理	10
图表 12 关于矿山整治的重要政策文件	11
图表 13 石灰石矿山的综合利用解决方案	12
图表 14 我国水泥龙头的骨料业务仍有较大发展空间	12
图表 15 韩国固定资产投资 1996 年前后出现拐点	13
图表 16 韩国水泥产量 1996 年前后出现拐点	13
图表 17 韩国固定资产投资 1997 年前后出现拐点	14
图表 18 日本水泥产量 1997 年前后出现拐点	14
图表 19 日本: 固定资本投资与人均 GDP	14
图表 20 韩国: 固定资本投资与人均 GDP	14
图表 21 日本: 固定资本投资与城市化率	15
图表 22 韩国: 固定资本投资与城市化率	15
图表 23 各省市 2020 年投资计划力度普遍大于 2019 年	15
图表 24 基建投资累计同比增速	16
图表 25 房地产开发投资累计同比增速	16
图表 26 水泥行业数据 4 月份显著反弹	17
图表 27 2019 年我国专项债投向明细	18
图表 28 2020 年专项债创造的基建增量需求测算	18
图表 29 受益投资计划和国家战略, 水泥需求大幅提升的地区梳理	19
图表 30 2019 年人均可支配收入增速企稳	20
图表 31 首套房利率继续下行	20
图表 32 商品房销售面积触底回升	20
图表 33 地产资金面 2019 年出现改善	20
图表 34 我国城市化率尚有较大提升空间	21
图表 35 新型城镇化建设的 13 个重点城市群	21
图表 36 2015-2016 年我国水泥行业整合的部分案例	22
图表 37 2012-2018 年我国水泥行业集中度提升情况	22
图表 38 1998 年日本水泥行业 CR4 已超过 85%	23
图表 39 2019 年我国各区域水泥市场集中度情况	24
图表 40 拉法基的业务结构	24
图表 41 CEMEX 的业务结构	24

图表 42 拉法基水泥业务的地区分布.....	25
图表 43 CEMEX 的对外扩张历程.....	25
图表 44 我国各省煤炭基础储量分布.....	26
图表 45 我国各省石灰石储量分布.....	26
图表 46 公司目前拥有的码头一览.....	27
图表 47 公司“T 型战略”示意.....	28
图表 48 公司吨成本一直以来低于区域内竞争对手.....	28
图表 49 水泥企业固废危废处理能力对比.....	29
图表 50 公司管理费用率与竞争对手对比.....	30
图表 51 公司骨料及石子业务情况.....	31
图表 52 公司混凝土业务毛利与混凝土上市公司对比.....	31
图表 53 公司混凝土业务营收规模与混凝土上市公司对比.....	32
图表 54 装配式建筑示意图.....	32
图表 55 全椒海螺的智能化工厂.....	33
图表 56 公司海外业务营收情况.....	33
图表 57 公司目前在海外设立的子公司一览.....	34
图表 58 公司已有海外熟料产能的分布情况.....	35
图表 59 我国水泥企业海外产能布局情况.....	35
图表 60 2019 年末公司海外在建项目情况.....	36
图表 61 水泥制造 (申万) PE (TTM) 稳定在 7-10 倍.....	36
图表 62 我国水泥价格处于稳中向上通道.....	37
图表 63 我国水泥价格相比国外仍处于较低水平.....	37
图表 64 我国水泥淡旺季价差变化情况.....	38
图表 65 我国水泥板块 PE (TTM) 与国际龙头对比.....	38
图表 66 2019 年主要水泥上市公司 PB 和 ROE 水平.....	39
图表 67 公司经营净现金流与竞争对手比较.....	39
图表 68 经营净现金流/扣非归母净利润的比较.....	39
图表 69 公司上市以来分红比例情况.....	40
图表 69 公司收入历史、预测拆分.....	40

1 立足中国、走向全球的水泥龙头

公司于1997年9月1日成立于安徽，1997年10月21日在香港挂牌上市，2002年2月7日登陆上交所，目前已发展为世界领先的水泥企业。公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售，依托得天独厚的资源禀赋和公司独有的“T型战略”，创造了业内无与伦比的增长速度和竞争优势，多年来稳居安徽省百强企业第一名。经过多年的快速发展，海螺水泥产品质量卓越，享誉全国，广泛应用于京沪高铁、上海磁悬浮列车等举世瞩目的标志性工程；并且远销海外，产品出口美国、欧洲、非洲、亚洲等20多个国家和地区，成就了“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美誉。

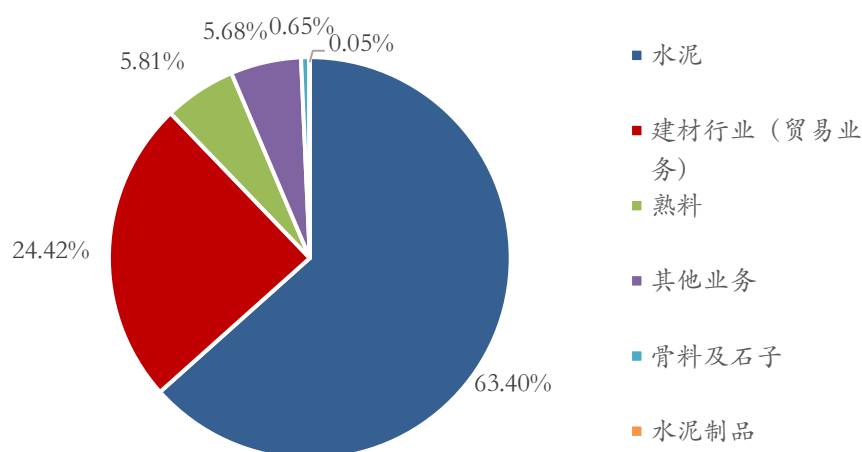
图表1 我国水泥熟料产能10强企业（2019年初）

企业名称	熟料产能（万吨/年）
中国建材	39020
海螺水泥	21077
金隅冀东	10481
华润水泥	6495
华新水泥	6231
山水水泥	5342
红狮水泥	4852
台湾水泥	4067
天瑞水泥	3395
亚洲水泥	2062

资料来源：中商情报网，华安证券研究所

除水泥和熟料主业外，公司业务范围还包括骨料、混凝土和建材贸易。其中骨料和混凝土业务依托公司庞大的熟料产能和矿山资源，正处于高速发展期，未来有望成为公司新的业绩增长极。

图表2 2019年公司业务结构

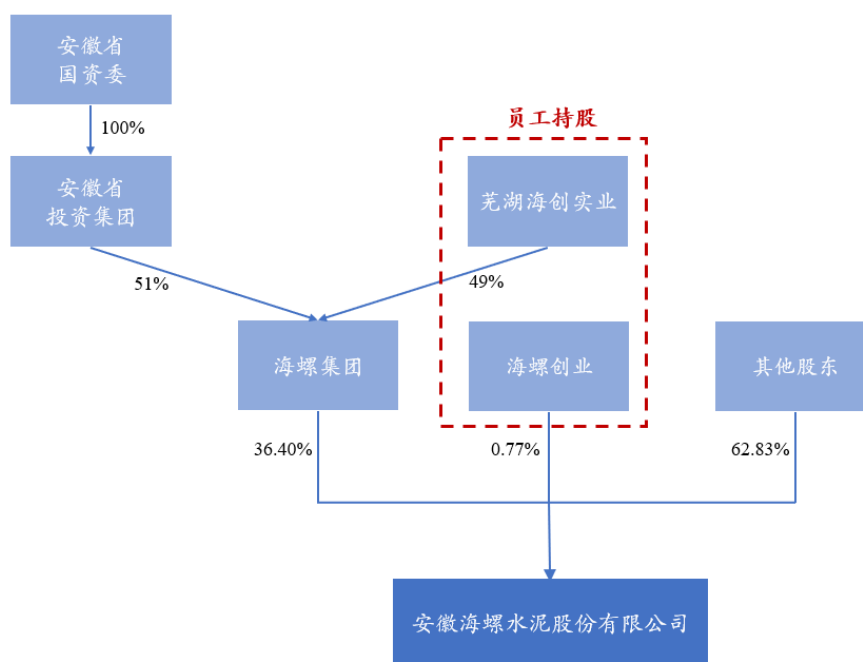


资料来源：wind，华安证券研究所

公司实控人为安徽省国资委，最大股东为海螺集团（股权比例36.40%）。值得注意的是，在公司当前的股权结构中，员工持股是重要的组成部分。早在本世纪初，处于发展起步阶段的海螺集团面临着负债高、融资难等问题，7000多名员工以现金出资

方式，参股建设了荻港海螺、枞阳海螺、池州海螺等沿江熟料基地，受让了安徽省投资集团持有 31.8% 的铜陵海螺股权，构建了企业与员工利益共同体，解决了制约企业扩张的资金和机制问题，海螺集团的股权多元化改制也自此开始。目前，公司核心高管和员工工会通过海螺创业持股的形式，成为了公司的最大股东之一，**股权改制成功地将员工利益与公司绑定，充分激发了公司经营活力，也极大提高了管理效率。**

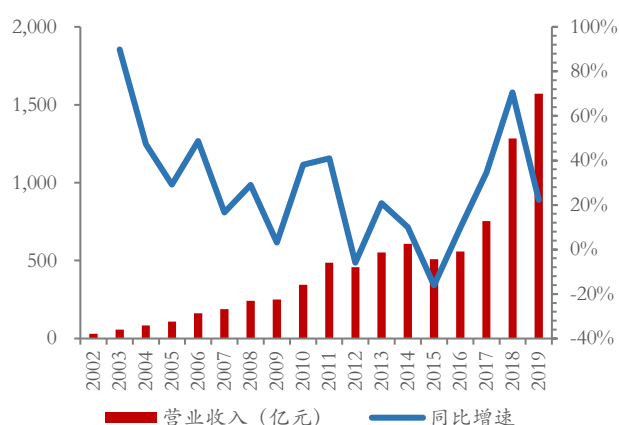
图表 3 公司最新股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

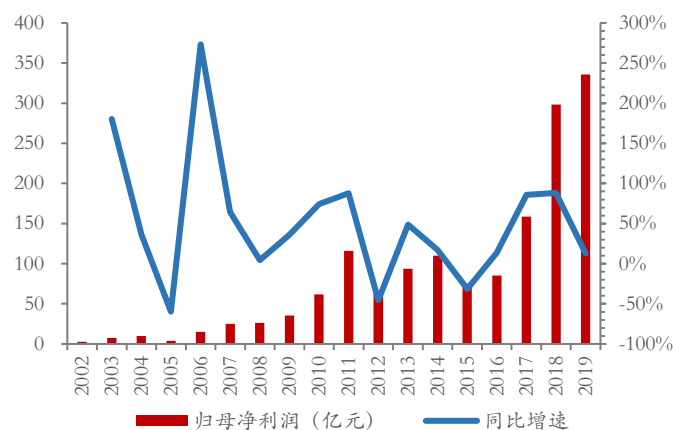
公司自上交所上市以来，营收从 30 亿元增长到 2019 年的 1570 亿元，18 年间增长了 51 倍。与此同时，公司一直保持高于行业水平的 ROE 和毛利率。

图表 4 公司上市以来营收增长 51 倍



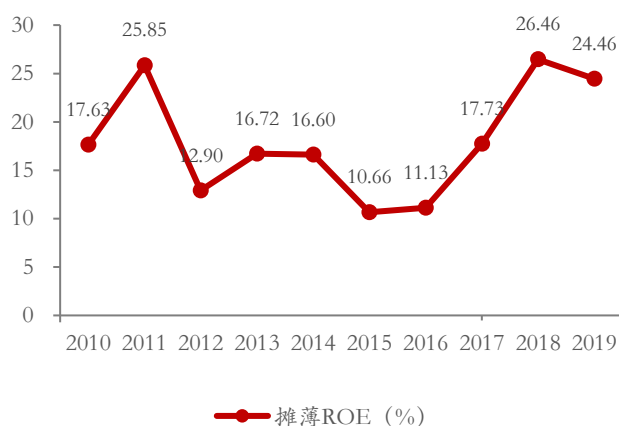
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司上市以来归母净利润增长 126 倍



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司 ROE 水平



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率和净利率水平



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 行业格局稳步向好, 需求进入高位平台期

2.1 供给侧改革是水泥行业主旋律

2.1.1 错峰生产走向标准化、常态化

2014 年的全国两会, 部分委员联名提出了“水泥错峰生产”的提案, 提出为治理雾霾与化解产能过剩, 建议对黑、吉、辽、冀、内蒙古等北方五省区实行在冬季采暖期水泥生产统一停窑、在春季采暖结束后开窑生产的运行机制。当年 12 月 1 日起, 东北三省水泥企业统一开始水泥错峰生产, 也揭开了水泥行业错峰生产的序幕。

此后的 2016 年 5 月 5 日, 国务院办公厅出台的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发 34 号), 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 10 月 25 日, 国家工信部、国家环保部下发《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》(下称《通知》), 就落实国办发 34 号文件精神, 做好 2016 年至 2020 年期间水泥错峰生产提出具体要求, 为今后 5 年错峰生产工作常态化奠定了基础。

图表 8 关于水泥行业错峰生产的重要政策文件

时间	相关政策	主要内容
2015 年 11 月	《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产, 但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外, 包括北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等省(自治区、直辖市)
2016 年 11 月	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 15 个省(自治区、直辖市)所有水泥生产线, 包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。其中, 承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产, 但要适当降低水泥生产负荷。
2018 年 12 月	《重点区域建材工业 2018-2020 年秋季开展错峰生产的通知(征求意见稿)》	北京、天津、陕西、河北、河南、山西、山东执行 2016 年文件中采暖季错峰计划的要求; 南方地区(非采暖区域)水泥窑炉秋冬季执行《水泥工业大气污染物排放标准》, 结合实际情况在春节、酷暑伏天和雨季开展错峰生产; 不搞“一刀切”, 据企业自身条件、所属区域实际情况进行有效调整

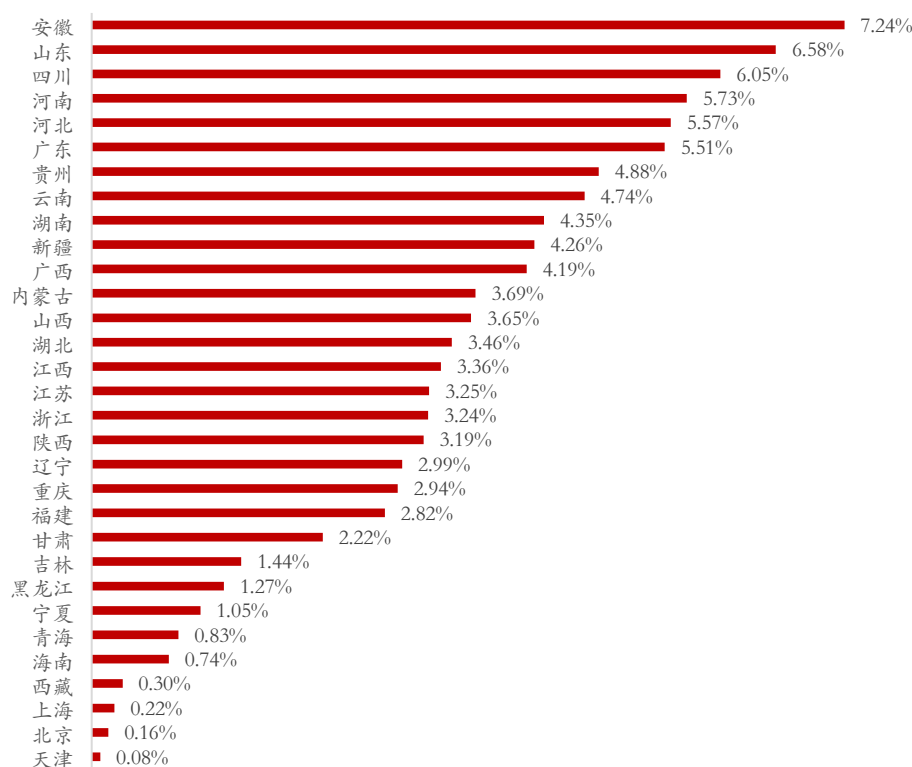
资料来源: 政府官网, 华安证券研究所

错峰生产政策执行至今，在行业内已普遍得到认可。在行业去产能尚未完全实现的阶段，这种通过去产量来实现去产能的方式对于控制供给的效果十分显著，已经成为目前水泥供给端主要的边际影响因素，是十分重要的政策创新。

对于2020年之后的错峰生产实施办法，国家暂时还没有明确规定。但今年初，工信部已经表示，下一步，将会同有关部门继续加强对水泥错峰生产的指导，督促企业认真执行相关法律法规和强制性标准；中国水泥协会执行会长孔祥忠先生也认为，错峰生产必须长期执行下去，即使今后产能利用率回到合理区间，也仍然要坚持错峰生产。因此我们预计，错峰生产将是水泥行业去产能问题出现根本性解决办法之前，将长期持续贯彻的一项行业政策。

另外，目前错峰生产还存在政府监督力度不够、部分企业执行打折扣、部分地区错峰生产开展难度大等问题。因此，从错峰生产政策对收缩供给的实际效果来看，仍有不小的提升空间。在错峰生产向标准化、常态化发展的过程中，其对水泥行业供给端的边际影响也将长期持续。

图表9 目前我国各省熟料产能占比情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2.1.2 产能置换规定日趋严格

水泥是国家划定的几大产能严重过剩行业之一，产能置换办法也由来已久。2017年12月，工信部发布了修订版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，进一步加强产能置换本应起到的对过剩产能的淘汰作用。具体来说，1) 加大了减量置换力度，除西藏地区外其全面实施减量置换，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；2) 对用于置换的产能限定更加严格，比如落后产能、已享受奖补资金和政策支持的退出产能等均不得用于产能置换；3) 对用于置换的产能指标核定

更加严格,主要是为了解决水泥熟料项目建设存在的“批小建大”现象;4)对跨省产能置换,强调应有利于推动产业结构调整和布局优化,产能指标应由转出地和转入地省级主管部门分别核实确认,并在各自门户网站上公告。

图表 10 水泥熟料产能换算表 (产能置换标准)

核心工艺设备	水泥回转窑外径	水泥熟料产能 (吨/天)
新型干法 回转窑	Φ=2.8 米	500
	Φ=3.0 米	800
	Φ=3.2 米	1000
	Φ=3.5 米	1500
	Φ=4.0 米	2500
	Φ=4.3 米	3000
	Φ=4.6 米	4000
	Φ=4.8 米	5000
	Φ=5.2 米	6000
	Φ=5.6 米	8000
	Φ=6.4 米	10000

资料来源:工信部,华安证券研究所

我们认为,产能置换政策存在的价值主要在于推动技术进步、优化结构布局,但当前水泥行业的大方向仍然是去产能,因此不能喧宾夺主。根据业内多家大型水泥企业的观点,目前产能置换在具体实施环节仍存在一些瑕疵,如异地置换、落后产能淘汰力度不足、行业自律性不够等仍然造成产能置换起不到应有的遏制新增产能的效果。目前国内水泥熟料产能基本稳定,每年仍略有增加,仍有较大的产能淘汰空间。因此在短期,产能置换对供给端的边际影响仍小于错峰生产,即产能的影响小于产能利用率的影响。由于错峰生产实施效果较好,水泥行业整体仍能通过维持价格上升来保证利润空间。而从中长期来看,随着产能减量置换以及落后产能淘汰的执行进一步常态化,水泥熟料产能将从总量上得到优化,行业产能利用率有望同步回升,从成本端进一步增厚利润空间。

2.1.3 自有矿山将逐步成为稀缺资源

2019 年 12 月,巢湖市政府对皖维水泥、中材水泥、威力水泥、宏光矿业 4 家公司涉及环巢湖景区矿山停止炸药供应,并要求停止矿山开采、销售骨料。安徽省熟料产能位居全国第一,其中合肥市产量最高,占 1/6 左右,其中一半的产能就位于巢湖。我们认为,该事件标志着水泥上游核心资源石灰石矿山进一步资源化,国家从环保、资源能源节约、土地利用以及生产方式上继续提高水泥行业准入门槛。

图表 11 近年来各省市关停整治矿山的情况梳理

省市	整治情况
辽宁省	辽宁省自然资源厅下达了《2020 年度非煤矿业权核减计划台账》，今年计划再核减矿业权 395 宗。2018 年至 2022 年，全省已核减非煤矿业权 988 宗，占“五矿共治”核减总数的 61.75%。
河北省秦皇岛市	截至 2020 年已关闭退出露天矿山 41 个。
河北省迁安市	2020 年 6 月 30 日，迁安市人民政府作出了《关于关闭取缔首钢矿业公司大石河铁矿大石河采区等 15 家矿山企业的决定》(迁政发〔2020〕27 号)，决定将上述矿山企业关闭取缔。
江西省九江市	2016 年底，全市共有采矿权 581 家，经过 2017 年的努力，全市共关闭注销采矿权 183 家。
云南省昆明市	2017 年云南省昆明市关停了滇池流域范围内的 72 个矿山。
内蒙古鄂托克旗	鄂托克旗人民政府发布公告，对甘草保护区内 13 家石膏矿和西鄂尔多斯国家级自然保护区内 11 家非煤矿山依法予以关闭。其中包含鄂托克旗曙耀石灰石矿和鄂托克旗矿管站千里沟第一石灰石矿。
山东省	2016 年 8 月至 2017 年 6 月露天开采矿山综合专项整治期间，取缔关停露天开采矿山 359 家。
山东省淄博市	2015 年，淄博市国土资源局在淄川、博山、临淄区和沂源县持续开展了露天石灰石矿山关闭治理工作，全市 77 处石灰石矿山中 68 处被依法关闭。
山东省青州市	自 2016 年 10 月份-2017 年 5 月以来，青州市对采矿权到期的 9 家矿山企业进行强制关停整顿。

资料来源：政府官网，华安证券研究所

根据水泥行业协会和原国家建材局地质中心的统计数据，目前全国正在开采的石灰岩矿山有 6000 余处，但大多数矿山是民采民运，有相当多水泥企业没有自营矿山，靠收购民采石灰石进行生产。我们认为，随着之后国家对石灰石矿产资源和建设项目审批方面的监管力度增强，将从上游方面对水泥行业产生几个重要影响：

1) 民采向企业自营转变，矿山资源集中化。民采石灰石一般没有开采设计，滥采滥挖，造成石灰石资源的极大浪费。同时，这种开采方式也容易造成大规模山体 and 植被的破坏，对矿区周边的生态环境形成严重危害。相比之下，企业自营矿山开采规模较大，资源利用率也较高。因此，未来民采石灰石逐步收紧，转变为企业自营模式是大势所趋。这会使大型水泥企业有机会“垄断”更多石灰石矿山资源，进一步提升熟料产能集中度。

2) 受治理力度加大影响，矿山关停将持续。2019 年，国家相继发布《关于做好关闭不具备安全生产条件非煤矿山工作的通知》、《关于加快推进露天矿山综合整治工作实施意见的函》等文件，进一步依法整治不规范矿山。我们认为，诸如景区和城镇化率较高地区的矿山将首先关停，同时全国各地也将陆续关停大量不符合规范的矿山，如《关于做好关闭不具备安全生产条件非煤矿山工作的通知》就重点明确了 5 类非煤矿山的整改政策。因此上游石灰石资源在未来必定面临供给逐步收紧的过程，从原材料总量角度限制水泥总产能的天花板，同时龙头企业的成本优势也会愈发明显。

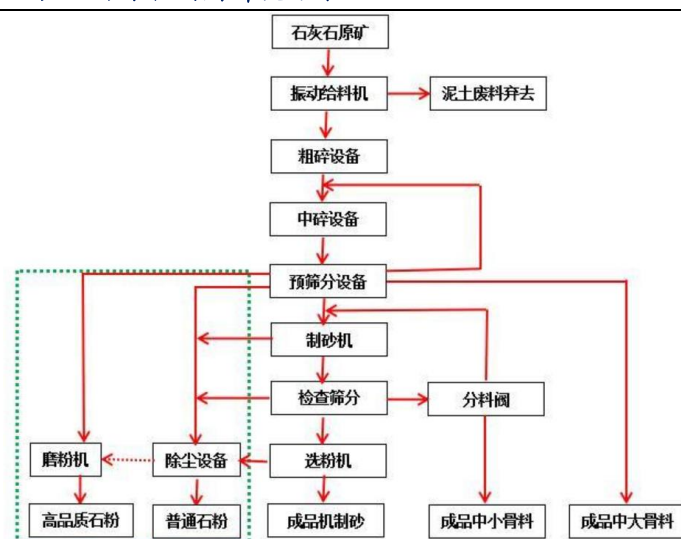
图表 12 关于矿山整治的重要政策文件

时间	相关政策	主要内容
2019 年 4 月	《关于做好关闭不具备安全生产条件非煤矿山工作的通知》	符合下列条件之一的非煤矿山，纳入重点关闭范围：1、存在重大生产安全事故隐患被依法责令停产整改；2、违反建设项目安全设施“三同时”规定；3、与煤共（伴）生金属非金属矿山安全生产条件达不到煤矿国家标准或行业标准要求；4、相邻小型露天采石场开采范围之间最小距离达不到 300 米；5、已运行到设计最终标高或不再进行排尾作业的尾矿库
2019 年 5 月	《关于加快推进露天矿山综合整治工作实施意见的函》	对推进露天矿山综合整治，细化分解为四方面工作：1、全面摸底排查露天矿山情况；2、依法开展露天矿山综合整治；加强露天矿山生态修复；严格控制新建露天矿山建设项目。

资料来源：政府官网，华安证券研究所

3) 矿山资源的综合利用率将进一步提高。石灰石矿的用途多样，通过先进的开采方法和完整的工艺流程，方能实现矿产资源的最大化利用。石灰石原矿通过多种工艺，可生产水泥的原材料石粉以及混凝土的原材料骨料和机制砂。

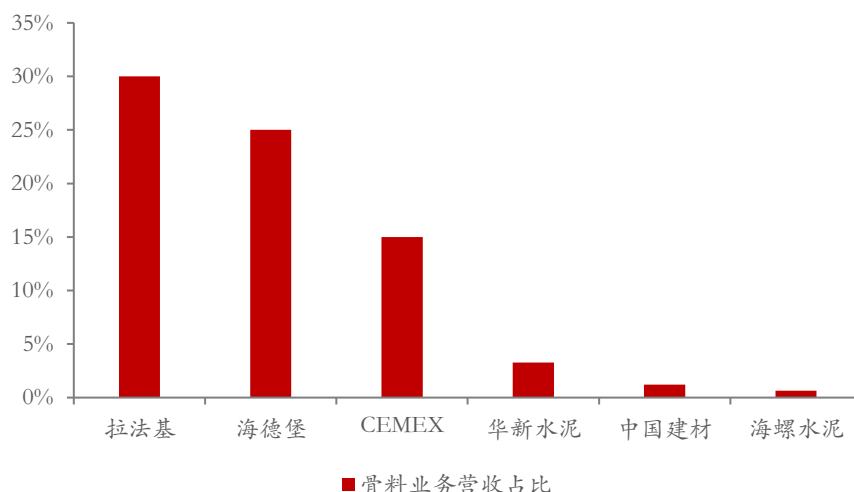
图表 13 石灰石矿山的综合利用解决方案



资料来源：《中国水泥》，华安证券研究所

矿山开采的正规化也将影响砂石骨料的市场格局，使得坐拥矿山资源的水泥企业在砂石骨料市场议价能力增强，利润空间增厚。因此，矿山资源收紧从长期将助推水泥企业砂石骨料业务的成长。对标全球水泥龙头，我国水泥企业的砂石骨料业务占比仍有较大的提升空间。

图表 14 我国水泥龙头的骨料业务仍有较大发展空间



资料来源: wind, 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

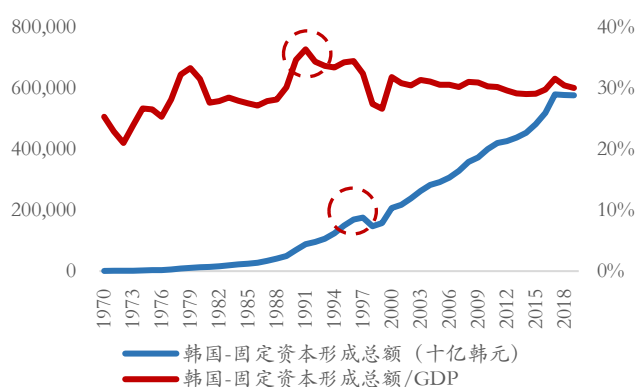
2.2 水泥需求已进入高位平台期

2.2.1 我国水泥需求平台期将在中长期延续

2011 年, 我国水泥需求量 (以产量计) 首次突破 20 亿吨, 并在 2014 年达到 24.76 亿吨的高点。从需求增速来看, 2013 年水泥需求增速达到 10.55% 的阶段性高点, 并且需求量首次突破 24 亿吨。因此, 若将 2013 年作为我国水泥需求高位平台期的起点, 则平台期至今已持续 7 年。我们认为从中长期来看, 乐观预期该需求平台期 (20 亿吨以上) 还将维持 5-10 年, 悲观预期下将维持 2-3 年, 之后从高点下滑, 但整体下滑趋势也将较为缓慢。参考发达国家的水泥需求发展历程, 其高位平台期普遍维持了 15-20 年。

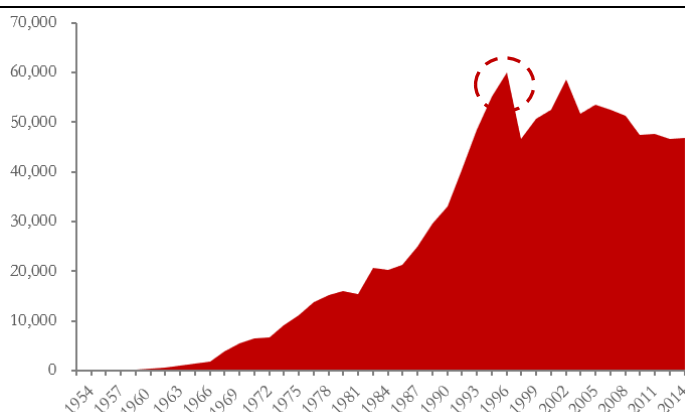
进一步考虑, 我们认为可以以日本和韩国为参考, 探究我国水泥需求平台期的拐点。原因是日韩水泥行业均已进行了较为完善的去产能和集中度提升过程、发展历程中都经历过政府对经济的强力调控, 且基建和地产投资在 GDP 中所占比重也较高。水泥需求与固定资产投资的相关度很高, 经过复盘我们观察到, 日本和韩国的固定资本形成总额、固定资本形成总额/GDP、水泥需求量这三个指标的拐点几乎同时出现。

图表 15 韩国固定资产投资 1996 年前后出现拐点



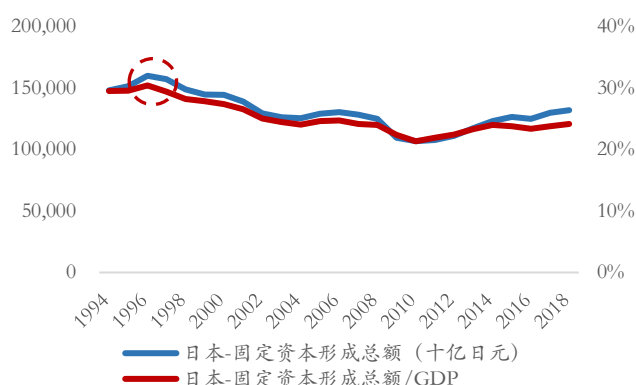
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 韩国水泥产量 1996 年前后出现拐点



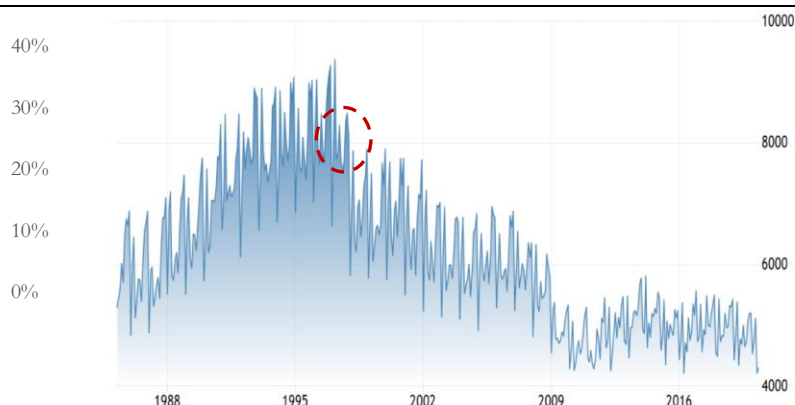
资料来源: Trading Economics, 华安证券研究所

图表 17 韩国固定资产投资 1997 年前后出现拐点



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 日本水泥产量 1997 年前后出现拐点



资料来源: Trading Economics, 华安证券研究所

回到我国的情况, 2013 年我国固定资本形成总额与 GDP 的比值达到 44.52% 的阶段高点, 而水泥需求量于 2014 年达到拐点, 此后年需求量维持在 21-23 亿吨, 印证了上述的逻辑。我们认为, 由于我国的情况较日韩又有一些不同, 因此在水泥需求量拐点出现后, 不会立刻进入下降通道, 而是会维持较长时间的高位平台期, 原因有二:

1) 我国固定资本形成总额与 GDP 的比值虽然已达拐点, 但固定资本形成总额的绝对值仍在逐年上升, 尚未到达拐点, 因此总量上仍将有力支撑需求;

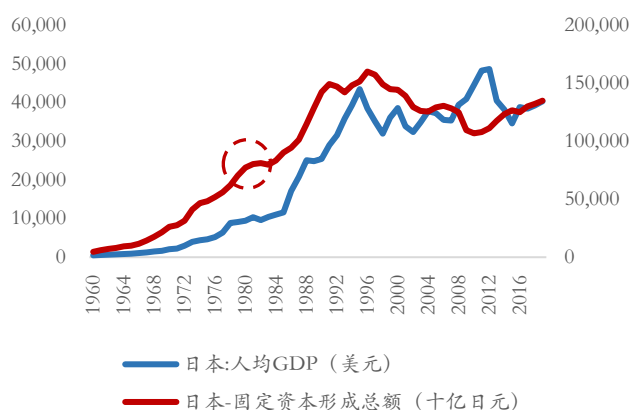
2) 即便已经开始下降, 我国固定资本形成总额/GDP 指标在 2019 年仍高达 42.59%, 显著高于世界绝大多数国家。因此若该比值下降至日韩当前的 24-30% 水平, 也还需较长的一段时间, 即便如此, 在我国 GDP 保持较高增速的情况下, 该比例仍可支撑相当规模的水泥需求。

因此我们认为, 固定资本形成总额/GDP 指标达到拐点, 并不意味着我国水泥需求就会立即出现显著下滑。那么需求平台期将持续多久? 余下的一个指标则至关重要, 即固定资本形成总额的绝对值何时到达拐点。针对该问题, 我们认为可以从两个维度来考虑:

1) 人均 GDP

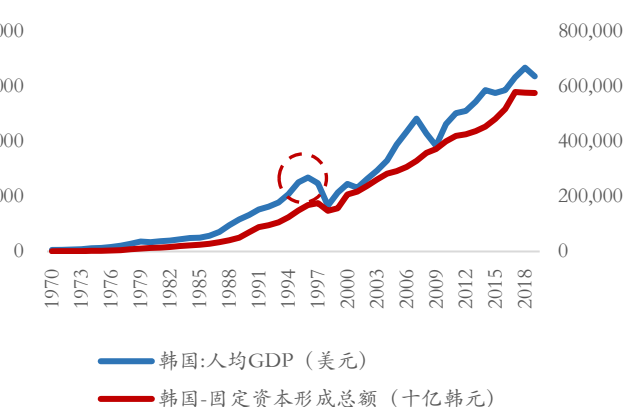
日本固定资本形成总额的第一个拐点出现在 1982 年前后, 此时其人均 GDP 约 10000 美元; 韩国固定资本形成总额的第一个拐点出现在 1997 年, 此时其人均 GDP 约 12000 美元。

图表 19 日本: 固定资本投资与人均 GDP



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 韩国: 固定资本投资与人均 GDP



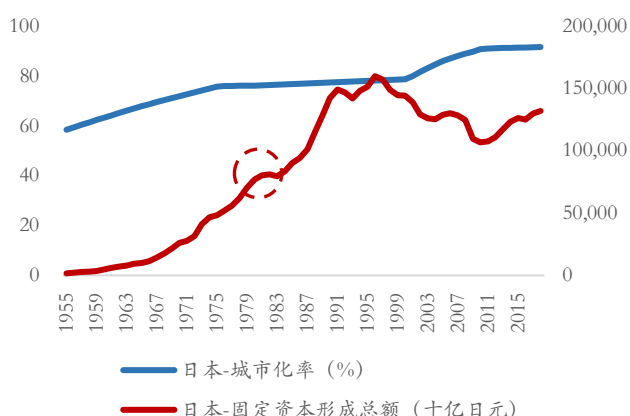
资料来源: wind, 华安证券研究所

因此从人均 GDP 的维度考虑,我国固定资本形成总额有可能在人均 GDP 在 10000-12000 美元区间时达到峰值,同时水泥需求的平台期也会大概率结束。以我国目前的 GDP 增速考虑,则需求平台期还能持续 2-3 年。

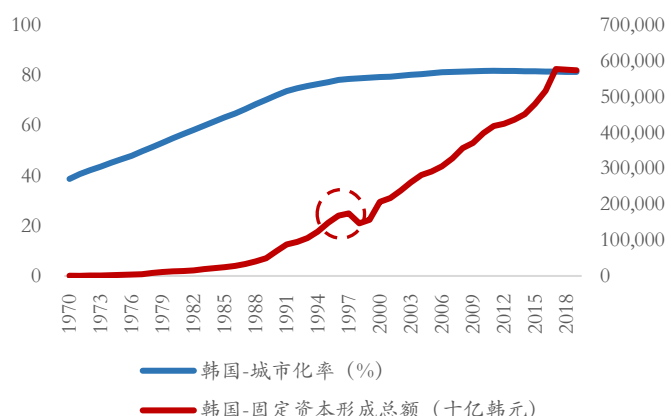
2) 城镇化率

如果从城镇化率的维度考虑,则水泥需求平台期的持续时间将更长。按上述标准来看,日韩在固定资本形成总额达到第一个拐点时,城镇化率位于 76-78% 区间。

图表 21 日本: 固定资本投资与城市化率



图表 22 韩国: 固定资本投资与城市化率



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

我国当前城镇化率约为 60%, 达到 76% 以上需要 5-10 年时间。因此在乐观预期下,在我国城镇化基本完成之前,固定资产投资也即水泥的主要需求均可以得到有力支撑,需求平台期也将持续。

2.2.2 基建加码将显著提振需求

基建方面的需求,我们认为总体趋势是短期超预期,中长期空间大。总量上来看,今年基建创造的总需求将显著增加,且大部分将集中在下半年释放。在 2 月份中共中央政治局会议释放了稳增长的明确信号后,各地开始相继响应,仅一周内就相继推出了超过 16 万亿元的 2020 年重大项目投资计划清单。截止 2020 年 5 月份,各地总计公布的投资计划总额已超过 40 万亿元,超过了 2019 年全年公布的总额。

图表 23 各省市 2020 年投资计划力度普遍大于 2019 年

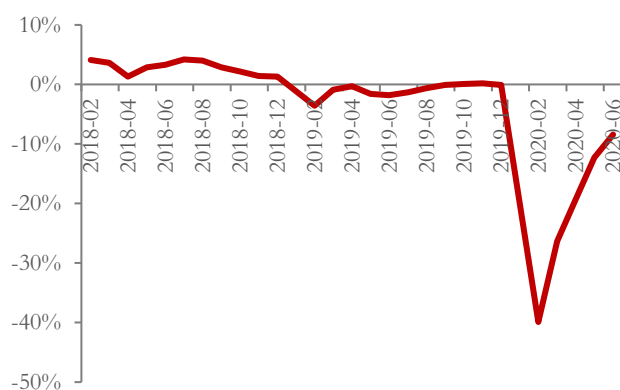
省份	2020 总投资额 (亿元)	2020 计划投资 (亿元)	2019 总投资额 (亿元)	2019 计划投资 (亿元)
北京	13000	2523	13000	2354
上海	4418	1500	1462.3	1362
天津	10025	2105	9163	1563
重庆	27200	3445	22000	3459
内蒙古	3778		3986	589
广西	19619	1675	17977	2422
宁夏	2268	510		1224
新疆	16788	2600		
西藏		1872		1933.68
安徽	13055	4500	11069.7	1333.44
福建	38400	5005	38500	4577
甘肃	9958	1779	7597	1340

广东	59000	7000	59300	6500
贵州		7262	44466	7204
海南	3772	677	5130	915
河南	33000	8372	31000	7939
河北	18833	2402	19524	2109
黑龙江	10000	2000	5428	
湖北	1728.89	339.24	12851	2066
湖南	10000	3050	9759	2573
江苏	10000	5410	5400	5330
江西	1194.53	2390.19	9807	2051
吉林	1290	246	16225	
辽宁	4715	424	28146	4499
青海	2823.6		6481	1151
山西	37879	8151	2309	
山东	2900		6310	6130
陕西	33826	5014	40164	5059
四川	44442.8	6185.4	46000	5700
云南	50000	4400	55000	5126
浙江	30489	4150	26245	3900

资料来源：政府官方网站，华安证券研究所

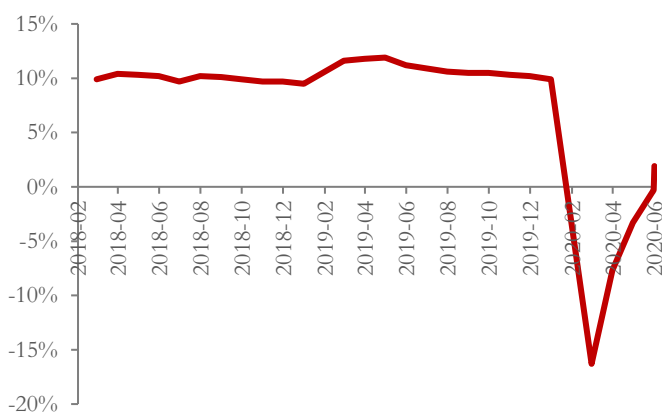
从核心需求指标来看,2020年1-6月全国固定资产投资累计为28.16万亿元,同比下降3.1%,降幅较1-5月收窄3.2%,其中6月单月固定资产投资同比增长1.1%;基建投资1-6月同比下降2.7%,降幅较1-6月收窄3.6%;地产开发投资1-6月累计为62780亿元,上半年实现了1.9%的同比正增长,并且6月单月同比增幅继续扩大,达到8.5%。

图表 24 基建投资累计同比增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

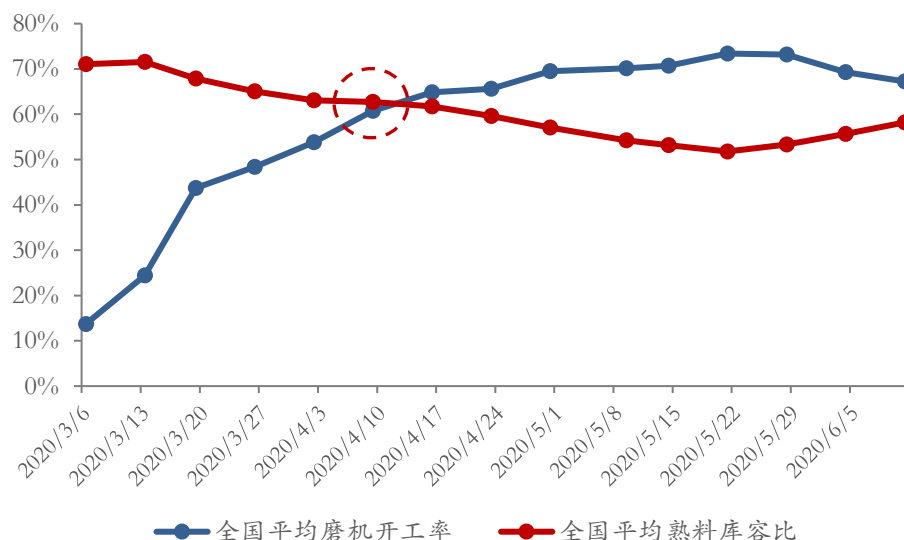
图表 25 房地产开发投资累计同比增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

我们认为,“两会”之后,伴随重点防疫地区北京下调应急相应级别并逐步全面放开,华北地区基建将实现完全复工。因此从时间节点看,2020上半年基建的主旋律仍是复工复产,相关项目以存量为主。而在下半年,新增项目带来的需求将全面释放,并且新老项目大部分都会进入赶工节奏。需求加速释放的趋势从今年4月份已经表现非常明显。

图表 26 水泥行业数据 4 月份显著反弹



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

从 2020 年上半年的情况来看，今年专项债体现出了规模扩大、放量提前和结构变化等特点，对于基建领域构成了显著利好。2020 年政府工作报告指出，今年国家共拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。

从发行节奏来看，今年地方专项债的发行较去年显著提速。2020Q1 全国各地发行新增专项债券的规模已占提前下达额度的 84%，发行规模较去年同期增长 63%，预计约提前 2.5 个月完成既定发行任务。截至 5 月份，第三批新增专项债限额 1 万亿元已经下达，总额度达 2.29 万亿元，超过去年全年。

专项债投向上，2020Q1 各地发行新增专项债券使用在项目上的是 8255 亿元，占发行额的 77%，全部用于铁路、轨道交通等交通基础设施，生态环保，农林水利，市政和产业园区等领域重大基础设施项目建设。今年专项债中基建投资将是当之无愧的核心，并且新增的四大支持领域（应急医疗救治设施、公共卫生设施、城市供热供气等市政设施、城镇老旧小区改造）中三项为基建相关，进一步打开了未来基建的需求空间。因此短期内，基建投资增速或将一改稳步回升态势，2020 年实现较大幅度的反弹。

图表 27 2019 年我国专项债投向明细

行业	金额 (亿元)	占比
基建	5392	25.34%
市政	1956	9.19%
收费公路	1526	7.17%
基础设施	880	4.14%
生态环保	546	2.57%
轨交	217	1.02%
水利	155	0.73%
铁路	85.00%	0.40%
机场	28	0.13%
棚改	7171	33.70%
土地储备	6866	32.27%
其他	1848	8.69%
合计	21277	100.00%

资料来源: wind, 中债网, 华安证券研究所

根据我们的测算, 2020 年随着新增专项债额度增加、专项债可用作项目资本金范围扩大、专项债投向基建项目比例大幅提高, **专项债撬动的基建投资规模相比 2019 年将大幅提升 4-6 万亿元。**

测算假设如下:

- 1) 根据已公布数据, 为方便测算, 2019 年专项债投向基建比例为 25%, 且项目资金来源中专项债占比按 50% 计算;
- 2) 根据 2020 年已发专项债的情况来看, 投向基建的比例按 55% 计算;
- 3) 2019 年 9 月国常会明确专项债可用作项目资本金范围扩大为 10 个领域项目; 且专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例从 20% 提升至 25%。以此为根据, 在乐观、中性、谨慎情形下, 我们预计专项债用作资本金的项目占比在全部基建项目中占比为 50%、45%、40%。

图表 28 2020 年专项债创造的基建增量需求测算

2019 年								
新增专项债 额度（万亿）	投向基建 项目比例	资金来源中 专项债占比	对应基建投资规模（万亿）					
21500	25%	50%	10750					
2020 年								
新增专项债 额度（万亿）	投向基建 项目比例	资金来源中 专项债占比	用作普通资金 的项目占比	对应基建 投资规模	用作资本金 的项目占比	资金来源中 资本金占比	对应基建 投资规模	总计对应基建投 资规模（万亿）
37500	55%	50%	50%	20625	50%	20%	51562.5	72187.5
			55%	22687.5	45%	25%	37125	59812.5
			60%	24750	40%	30%	27500	52250

资料来源: wind, 中债网, 华安证券研究所

而从中长期来看, 政策利好已经打开巨大的成长空间, 基建增速或将进入位置较高的平台期。从相关政策来说, 一方面在供给端盘活了土地和资金的供应, 另一方面在需求端通过国家战略为基建需求提供了确定性。

图表 29 受益投资计划和国家战略，水泥需求大幅提升的地区梳理

利好因素	受益地区	备注
基建投资额提升	上海	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 2956 亿元, 当年投资额较 2019 年提升 138 亿元
	重庆	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 5200 亿元
	安徽	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 1985 亿元, 当年投资额较 2019 年提升 3167 亿元
	甘肃	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 2361 亿元, 当年投资额较 2019 年提升 439 亿元
	江苏	2020 年重大项目计划投资总额较 2019 年提升 4600 亿元
2020 年“西部大开发”	重庆	加快建设省会成为国际门户枢纽城市
	四川	
	陕西	
	云南	
	广西	提高省会面向毗邻国家的次区域合作支撑能力
	新疆	
	甘肃	
	内蒙古	
	贵州	
雄安新区建设	北京	新增需求来源：交通基建、智能城市、新基建
	河北	
	天津	
粤港澳大湾区建设	广东	新增需求来源：高端制造、重大基建项目、地产、新基建
海南自贸港建设	海南	新增需求来源：交通基建、地产、新基建

资料来源：政府官方网站，华安证券研究所

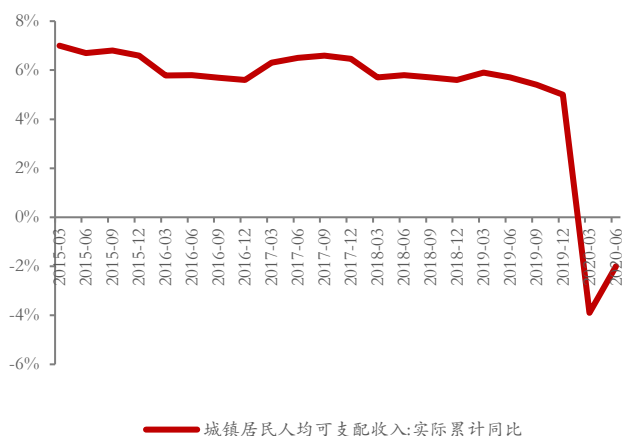
2.2.3 地产需求在中长期将保持韧性

2020 年 1-6 月，房屋新开工面积累计为 9.75 亿平米，同比下降 7.6%，降幅较 1-5 月收窄 5.2%，其中 6 月单月同比大幅增长 8.9%。二季度新开工数据印证我们此前观点，进入下半年后开工端投资节奏或将快于往年。今年 1-6 月房屋竣工面积累计为 2.90 亿平米，同比下降 10.5%，降幅较 1-5 月收窄 0.8%；商品房销售面积累计为 6.94 亿平米，同比下降 8.4%，降幅较 1-5 月收窄 3.9%。新开工面积、竣工面积、商品房销售面积 6 月单月同比增速分别为 8.9%/-6.6%/2.1%。

由于疫情影响，地产商 2020 年上半年资金压力加大，在复工复产全面推进的过程中，或将加大推盘力度，使得下半年开工端投资节奏加快。因此，我们预计短期地产方面的需求仍然具有较强韧性。

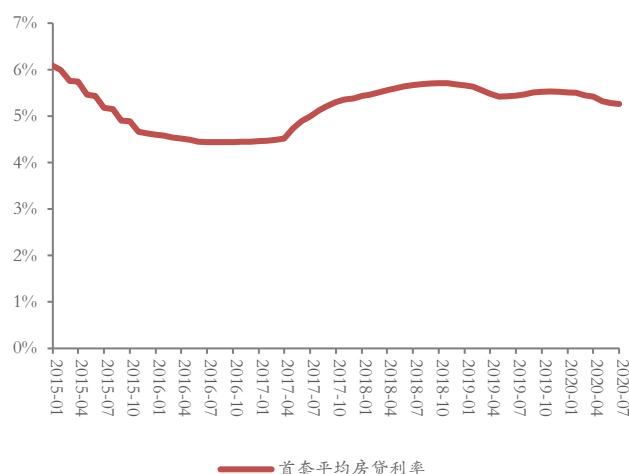
从中长期来看，地产开工端需求受到**销售端回暖**和**城镇化建设**的共同驱动，仍有望保持较长周期的稳定增速。从销售端来说，我国城镇居民人均可支配收入的稳定增长与房贷利率下行将共同支撑销售逐步回暖，预期无须过分悲观。

图表 30 2019 年人均可支配收入增速企稳



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 首套房利率继续下行



资料来源: wind, 华安证券研究所

销售端的改善将缓解房企资金压力, 也能对后续开工需求产生支撑。

图表 32 商品房销售面积触底回升



资料来源: wind, 华安证券研究所

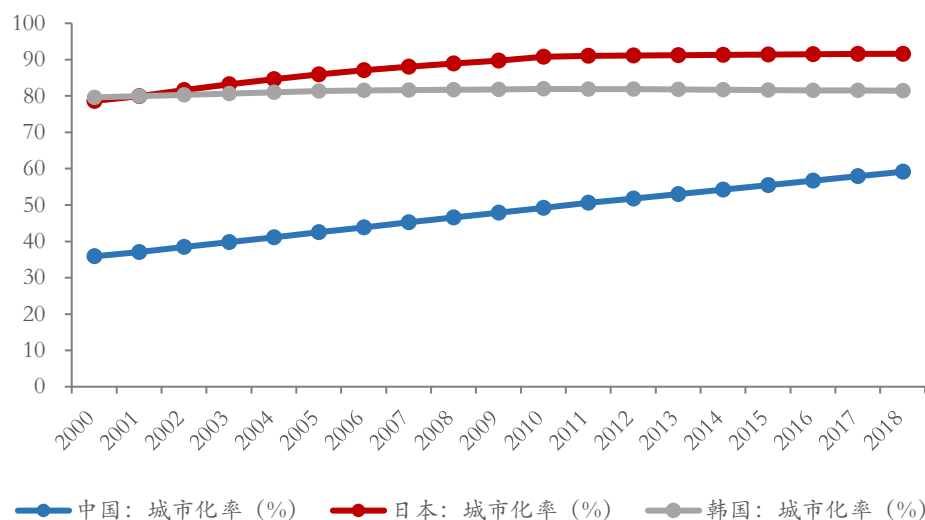
图表 33 地产资金面 2019 年出现改善



资料来源: wind, 华安证券研究所

从城镇化率来看, 若按当前 60%的城镇化率计算, 我国房屋新开工面积还有一定的发展空间。以目前的城市化进程来看, 预计 5-10 年内我国城市化率才会到达 75%以上的相对高点。

图表 34 我国城市化率尚有较大提升空间



资料来源：wind，华安证券研究所

根据 2019 年发布的《2019 年新型城镇化建设重点任务》，国家要求深入推进城市群发展，京津冀、长三角和粤港澳大湾区成为国家战略性发展的重点地区，并且有另外 10 大城市群被同时提及。

图表 35 新型城镇化建设的 13 个重点城市群



资料来源：国家发改委，华安证券研究所

我们认为，中心城市群建设将从中长期带动全国各地区的基建和地产投资。伴随着城镇化率的进一步提升，下一阶段地产开发投资将从总量上由国家战略托底，同时面临比以往更好的政策和资金环境。因此长周期下，对地产拉动的水泥需求仍可以保持乐观预期。

2.3 行业集中度仍有提升空间

2014 年以前中国建材已经通过整合大量中小水泥企业，一跃成为华东和西南地区水泥龙头。2013 年工信部发布了《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指

导意见》，重点支持优势骨干水泥企业开展跨地区、跨所有制兼并重组。在此之后，国内水泥行业整合加速，尤其是 2014-2016 年出现了一波兼并重组的高潮。

图表 36 2015-2016 年我国水泥行业整合的部分案例

收购主体	地区	被收购企业	收购股权	收购熟料产能 (万吨)
天瑞集团	山东	山水水泥	28.16%	5460
	河南	永安水泥	100%	155
	河南	同力水泥	15.03%	1225
海螺水泥	江西	圣塔水泥	55%	471
	陕西	西部水泥	51.57%	1907
	安徽	巢东股份	水泥资产	589
华润水泥	云南	昆钢水泥	50%	约 600
上峰水泥	新疆	中博水泥	70%	150

资料来源：中国产业信息网，公司公告，华安证券研究所

从 2012 年至 2018 年，我国水泥行业 CR4 从 36% 提升至 43%，CR10 从 51% 提升至 57%。

图表 37 2012-2018 年我国水泥行业集中度提升情况

企业名称	2012 年熟料产能 (万吨/年)	企业名称	2018 年熟料产能 (万吨/年)
中国建材	27974	中国建材	39020
海螺水泥	15863	海螺水泥	21077
中材集团	7200	金隅冀东	10481
冀东水泥	6997	华润水泥	6495
CR4	36%	CR4	43%
华润水泥	5423	华新水泥	6231
华新水泥	4211	山水水泥	5342
山水集团	4106	红狮水泥	4852
台湾水泥	3581	台湾水泥	4067
金隅集团	3216	天瑞水泥	3395
天瑞水泥	3023	亚洲水泥	2062
CR10	51%	CR10	57%

资料来源：中商情报网，华安证券研究所

根据中国水泥协会印发的《水泥行业去产能行动计划(2017-2020)》，到 2020 年末，力争前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70% 以上，水泥产能集中度达到 60% 以上，10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65% 以上。

对比发达国家的水泥行业发展历程，从阶段来看，我国已经历过一次行业大规模整合，但未来仍会有至少一次的集中度提升过程，大概率会是由去产能带来；而从集中度来看，目前我国水泥熟料产能 CR10 为 59% 左右，仍低于美国，远低于日本和欧洲。但我们认为，由于国土面积原因，我国水泥行业总体集中度对标美国更有参考价值，而区域集中度对标日本和欧洲更有参考价值。

以日本为例，日本的水泥行业去产能主要分三个阶段，

1) 第一阶段是 1984~1990 年，1984 年日本出台了《日本水泥改革的基本方案》，规定了 1985 年底以前淘汰生产能力为 3100 万吨的水泥窑（占当时总产能的 1/4 左右），并通过设立五家共同事业公司进行联合销售、联合采购的方式“垄断”

全国水泥市场。1987 年日本政府又制定了产业构造改革办法，在 1989 年之前淘汰 1000 万吨产能。最终，熟料产能从 1985 年的 9800 万吨，再次下降至 1990 年的 8720 万吨。

2) 第二阶段是 1994~1998 年，主要驱动力是兼并重组。在这段时期，日本水泥行业进行了第二次较大的整合，小野田水泥、秩父水泥、住友水泥、大阪水泥、宇部兴产等主要水泥企业先后进行合并，最终龙头太平洋水泥市场份额达到约 37%，CR4 超过 85%。日本水泥产量从 1990-1995 年整体延续稳定增长局面，并在 1996 年达到历史峰值 9960 万吨。

图表 38 1998 年日本水泥行业 CR4 已超过 85%

企业名称	熟料产能占比	拥有水泥工厂数量
Taiheiyo	36.70%	13
Ube Mitsubishi	25.25%	9
Sumitomo Osaka	17.72%	7
Tokuyama	6.18%	1
Aso	2.93%	2
Denka	2.69%	1
Mitsui	2.36%	1
Tosoh	1.90%	1
Shinnittetsu	1.22%	1
Nittetsu	1.15%	1
Hitachi	1.00%	1
Ryukyu	0.88%	1

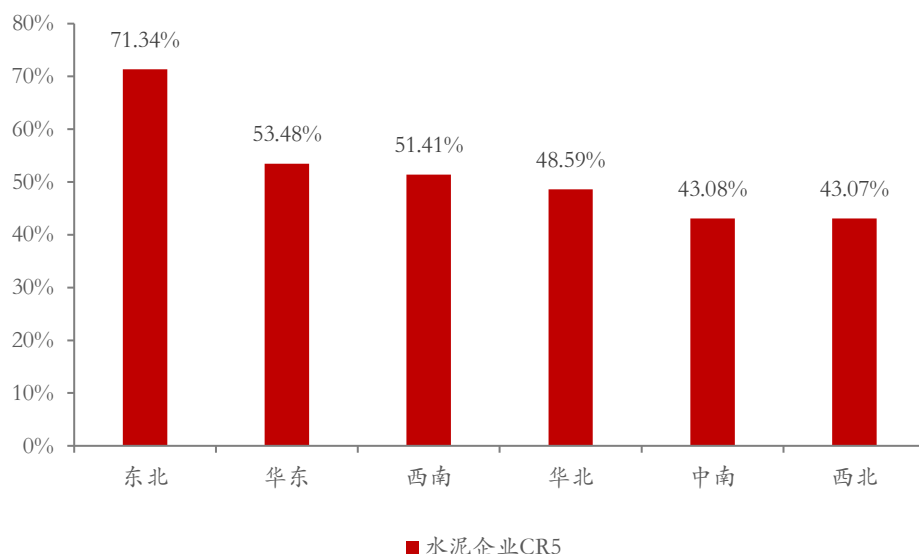
资料来源：《水泥技术》，华安证券研究所

3) 第三阶段是 1998 年至今，大企业选择主动去产能，基本与需求下滑幅度相匹配。2017 年日本水泥产量仅 5300 万吨左右，较峰值下滑近一半。但得益于过剩产能的淘汰，行业产能利用率维持在 80-90% 的较好水平，并未有显著下跌。

值得注意的是，1992 年前后，日本地产泡沫破裂，并陷入长期的经济低迷，因此需求端出现了崩盘式的下滑。但在此情况下，市场依然未出现严重的产能过剩情况，并且产能利用率维持高位，我们认为这得益于第二阶段时行业完成了充分的兼并重组，因此后续在龙头企业的主导下，大幅度去产能得以顺利实施。从这个角度来说，日本水泥行业经历的去产能-兼并重组-再去产能的过程对我国水泥行业十分具有借鉴意义，同时也说明了，集中度提升与去产能是分不开的。

根据 2017 年发布的《水泥行业去产能行动计划(2017-2020)》，至 2020 年要力争压减熟料产能 39270 万吨，约占当年我国水泥熟料总产能的 22%，这与日本第一阶段去产能的比例相当。因此若该目标完成，我国水泥行业或将再次出现集中度的大幅度提升。由于日本国土面积与我国一省相当，随着未来各地水泥企业的大规模兼并重组，区域集中度或可对标日本的 80%CR3 水平。最终，通过龙头企业对市场的控制，水泥行业将实现第二轮全面去产能的目标。

图表 39 2019 年我国各区域水泥市场集中度情况



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

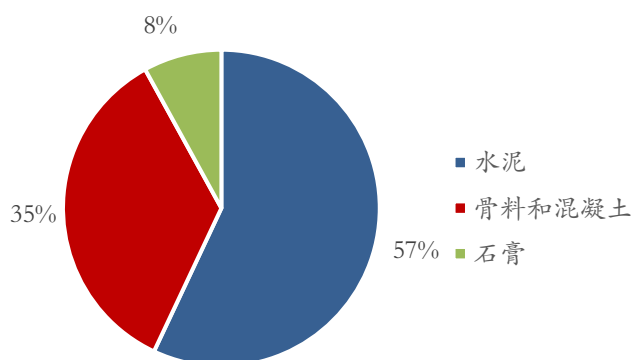
从美国的情况来看，1998 年水泥行业 CR5 达到 44.2%，CR10 达到 64.8%，此后集中度未再次出现明显的提升。当前我国水泥行业整体 CR5 约为 46%，CR10 约为 57%，与美国上世纪 90 年代的水平相当，全国集中度仍有一定提升空间，我们认为主要有赖于龙头企业进一步的并购。

2.4 业务扩张是水泥龙头的必经之路

复盘世界主要水泥龙头企业的发展历程，我们可以发现，当水泥业务成长到一定规模后，企业利用自身优势进行**业务和区域的双向扩张**是行业大势所趋。

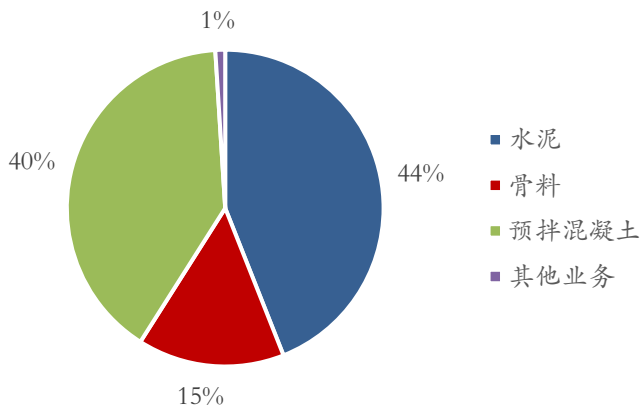
全球三家主要的水泥龙头拉法基、海德堡和 Cemex 无一例外都是以水泥起家，发展至今业务同时涵盖了骨料和混凝土。

图表 40 拉法基的业务结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 Cemex 的业务结构



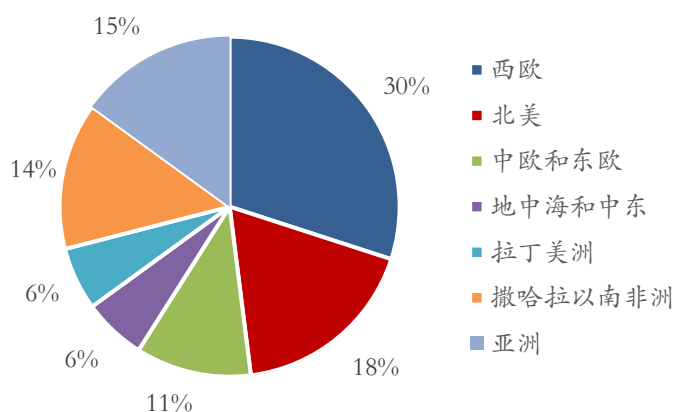
资料来源：公司公告，华安证券研究所

由于石灰石是水泥的主要原材料，因此大型水泥企业都拥有矿山储备。而在骨料方面，未来将逐步取代天然砂的机制砂也是出自矿山，因此水泥企业利用自有矿山进行骨料生产是对资源的最大化利用。而在拥有了水泥和砂石骨料这两项混凝土的主要原材料后，进行混凝土生产也可谓顺理成章。在我国矿山资源监管逐步收紧的背景下，拥有大量矿山储备的水泥企业得以在骨料和混凝土的业务扩

张上具备先发优势。

从经营角度看，立足本地、走向全球也是龙头企业发展的必经之路。拉法基源于法国，于1989年开始进行国际化扩张，通过并购成为了西班牙和奥地利的第一大水泥供应商，并在后续的几年先后进入东欧和非洲，在1994年进入中国。与此同时，拉法基通过并购，也成为了北美地区市占率最高的水泥企业之一。

图表 42 拉法基水泥业务的地区分布



资料来源：公司官网，华安证券研究所

无独有偶，Cemex 从墨西哥的一家小企业成为世界建材领域的领导者，也是通过以并购的方式进军海外市场实现的。目前 CEMEX 的业务分布在全球超过 50 个国家，覆盖了全球主要地区。

图表 43 Cemex 的对外扩张历程

阶段	时间	主要事件
国内 扩张	1966 年	兼并 Cementos Maya's Plant
	1967 年	成立 Torreon 水泥进军墨西哥东北部
	1973 年	兼并墨西哥中部水泥企业
	1976 年	兼并 Cementos Guadalajara，成为墨西哥最大水泥企业
	1989 年	兼并墨西哥第二大水泥企业，成为全球十大水泥企业
国际 扩张	1992 年	兼并西班牙最大的两家水泥企业
	1994 年	兼并委内瑞拉、巴拿马、美国的水泥企业，全面进入美洲
	1995 年	兼并多米尼加最大水泥企业，进入加勒比海地区
	1996 年	兼并哥伦比亚两家水泥企业，成为全球第三大水泥企业
	1997 年	兼并菲律宾 Rizal 工厂，进入亚洲
	2000 年	成为北美最大的水泥企业
	2005 年	兼并 RMC，增加欧洲 20% 市场份额
	2007 年	收购和整合澳大利亚的 Rinker 公司

资料来源：《世界六强水泥企业发展历程及现状解析》，华安证券研究所

我国作为世界最大水泥生产国，水泥龙头企业近几年也在积极地进行海外布局，通过兼并重组和国外市场寻求新的增长点，并已经取得实质性进展。我们认为，小到国内的跨省市布局、大到海外的全球化扩张，“走出去”是中国水泥龙头真正成长为全球龙头的必要条件。

3 公司拥有坚实壁垒，长期空间依然广阔

3.1 天时、地利、人和构筑三大竞争优势

3.1.1 资源优势

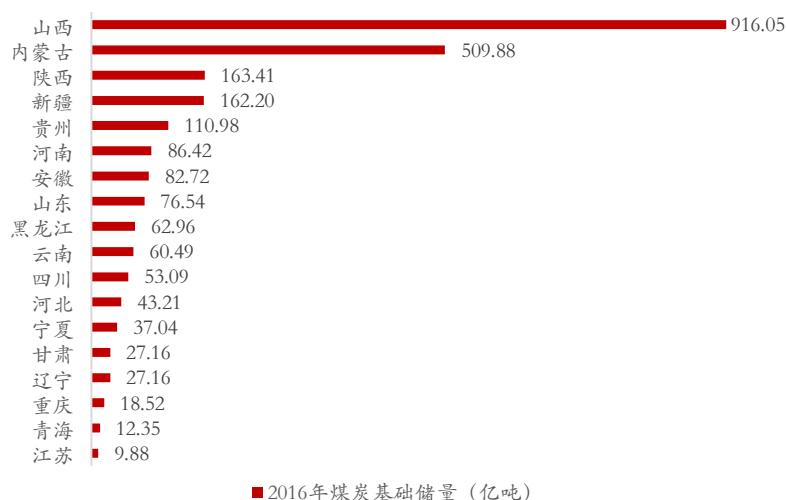
海螺水泥发源于安徽，可谓是在我国最适宜发展水泥产业的省份。安徽省得天独厚的资源优势对水泥产业的加持体现在两方面：

1) 矿产资源

安徽省资源条件优越，矿产资源等自然资源丰富。现已探明煤炭储量 250 亿吨，是中国南方最大的煤炭生产基地，年产原煤已突破 1 亿吨。

此外，安徽境内的石灰石资源储量大、品位好，目前已探明储量达 30 多亿吨。尤其是沿江流域蕴藏着上百亿吨的水泥用优质石灰石资源，这为安徽省大力发展新型干法水泥提供了优越的物质条件。

图表 44 我国各省煤炭基础储量分布



资料来源：全球新能源网，华安证券研究所

图表 45 我国各省石灰石储量分布

省份	各保有石灰石储量 (亿吨)
陕西	49
安徽、广西、四川、重庆	30-34
山东、河北、河南、广东、辽宁、湖南、湖北	20-30
黑龙江、浙江、江苏、贵州、江西、云南、福建、山西、新疆、吉林、内蒙古、青海、甘肃	10-20
北京、宁夏、海南、西藏、天津	2-5

资料来源：矿权资源网，华安证券研究所

2) 水路资源

安徽水运条件优越，拥有 6000 多千米内河航道，共有一二类口岸 11 个、港口 16 个，其中长江黄金水道 400 多千米，沿岸的铜陵港、芜湖港、马鞍山港都是万吨级天然良港。水泥是典型的“短腿”产品，常规运输半径只有 300 公里左右，但通过水运可将运输半径扩大至 1000 公里以上，且成本较为低廉。在率先占据了良好的沿江岸线和码头之后，海螺水泥通过水路资源拥有了其他水泥企业难以复制的物流能力。

图表 46 公司目前拥有的码头一览

码头	所属子公司	吞吐量 (万吨)
江都海螺水泥码头	扬州海螺水泥有限责任公司	1800
浙江宁波必利盛物流配送码头	宁波海螺水泥有限公司	96
赣江海螺码头	江西赣江海螺水泥有限责任公司	450
芜湖海螺水泥专用码头	芜湖海螺水泥有限责任公司	1840
泰州杨湾海螺水泥码头	泰州杨湾海螺水泥有限责任公司	1000
淮南凤台海螺码头	淮南海螺水泥有限责任公司	500
池州海螺码头	池州海螺水泥有限责任公司	800
台州海螺码头	台州海螺水泥有限责任公司	200
象山海螺码头	象山海螺水泥有限责任公司	440
荻港海螺码头	荻港海螺水泥有限责任公司	810
强蛟海螺水泥厂码头	强蛟海螺水泥有限责任公司	403
乐清海螺水泥物流中心码头	乐清海螺水泥有限责任公司	380
城澳万吨多用途码头	宁德海螺水泥有限责任公司	500
扶绥新宁海螺水泥专用码头	崇左扶绥新宁海螺水泥有限责任公司	700
南通海螺公司码头	南通海螺水泥有限责任公司	682
铜陵海螺码头	铜陵海螺水泥有限责任公司	400
佛山海螺自备码头	佛山海螺水泥有限责任公司	520
海门海螺码头	海门海螺水泥有限责任公司	460
枞阳海螺码头	枞阳海螺水泥有限责任公司	1300
淮安海螺码头	淮安楚州海螺水泥有限责任公司	600
马鞍山海螺水泥专用码头	马鞍山海螺水泥有限公司	305
张家港海螺水泥码头	张家港海螺水泥有限公司	
江门海螺公司专用码头	江门海螺水泥有限公司	165
巢湖海螺码头	巢湖海螺水泥有限责任公司	450

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

公司管理层凭借智慧和眼光，最大化地利用了优良的资源禀赋，创造性地实施了业内独一无二的“T型战略”，进而建立了成本优势和规模优势。所谓“T型战略”，即是在石灰石资源丰富的沿江流域建造熟料产能，之后利用长江的低成本水运物流，与东南沿海等水泥需求旺盛的地区进行对接，在当地建立水泥粉磨站。这样，就一举实现了产品销售的低成本、高价格，同时也不会受到水泥运输半径短的问题困扰。应该说，“T型战略”的实施一举奠定了海螺水泥在业内无与伦比的竞争优势，且该模式具有不可复制性，因此公司的护城河是长期存在的。

图表 47 公司“T 型战略”示意

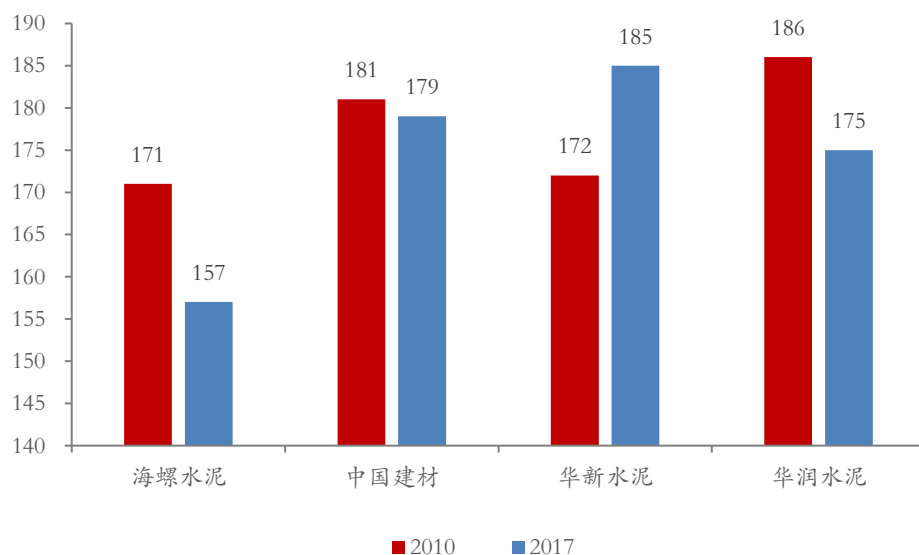


资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.1.2 成本优势

成本是水泥行业最核心变量之一。由于水泥是同质化极高的产品，且区域市场中价格趋同，因此成本决定了水泥企业的盈利水平。成本优势一直以来是公司的核心竞争力，与华东区域的竞争对手相比，公司拥有区域内最大的单体产能和最低的生产成本。

图表 48 公司吨成本一直以来低于区域内竞争对手



资料来源：公司官网，华安证券研究所

我们认为，包括前述的资源优势在内，公司的成本优势来源是全方位的，因此构造的壁垒也是竞争对手难以逾越的：

1) **生产成本上**，公司拥有大量的矿山储备，石灰石自给率接近 100%，相比外购石灰石的水泥企业每吨成本低 20 元以上；由于生产规模大，公司对于煤炭采取集中采购，因此成本在行业内也处于较低水平；用电方面，早在十多年前公司就开始配套建设余热发电系统，通过水泥窑纯低温余热发电技术，推进节能降耗，降低生产成本。以芜湖海螺为例，生产 1 吨熟料的余热回收可发电 30 多度，几乎能

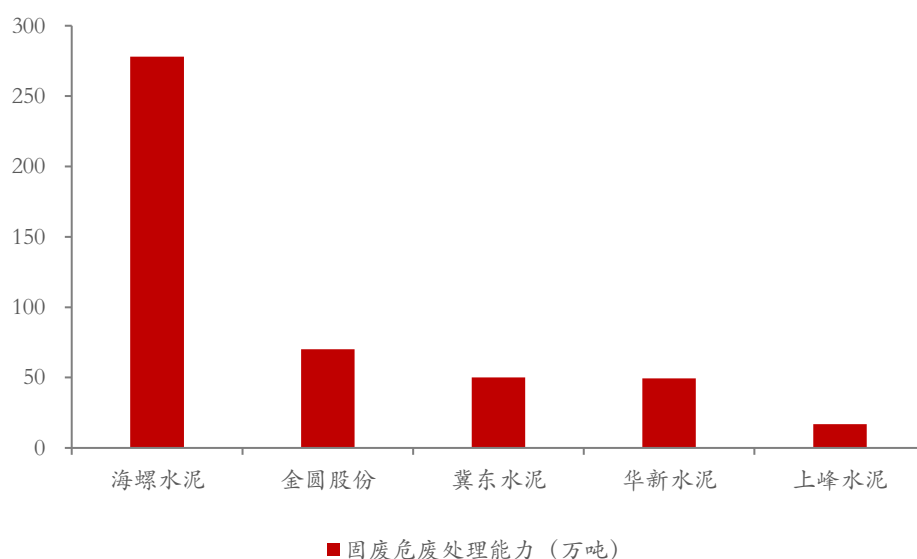
满足公司熟料生产一半的用电量。海螺集团熟料生产线全都配套余热发电系统，一条日产 5000 吨生产线每天可利用余热发电 21-24 万度，每年节约标准煤约 2.5 万吨。因此从石灰石、煤炭、电力三个主要生产成本来看，公司均能够显著低于行业水平。

2) **运输成本上**，公司 T 型战略打造的“熟料基地-长江水运-下游粉磨站”模式运输成本远低于传统的“工厂-公路-工地”模式。根据水泥协会数据测算，每吨水泥的公路运输成本约 0.5 元/公里，而水运成本仅 0.05 元/公里，仅为陆运的十分之一。

3) **投资成本上**，公司产线技术装备业内领先，并且通过多年的经验积累，在吨投资成本和达产效果上也达到行业顶尖水平。早在上世纪 90 年代中期，公司就在宁国水泥厂建成我国首条自主成套设备的日产 2000 吨熟料预分解窑新型干法水泥熟料生产线；2002 年，铜陵海螺、池州海螺率先建成日产 5000 吨国产化示范线，使新型干法水泥吨投资从 1000 元左右下降到 300 元左右，打破国外垄断大型水泥生产线装备供应的局面，设备国产化率 90% 以上。

此外，公司也是业内最早开展水泥窑协同处置固废危废项目的企业之一。固废危废很多都含有大量热值，根据公司测算，每处理 1 吨危废，可减少 3—4 公斤的煤耗；另一方面，在生产淡季进行水泥窑协同处置，相当于提高了产能利用率，进一步摊薄生产成本。

图表 49 水泥企业固废危废处理能力对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

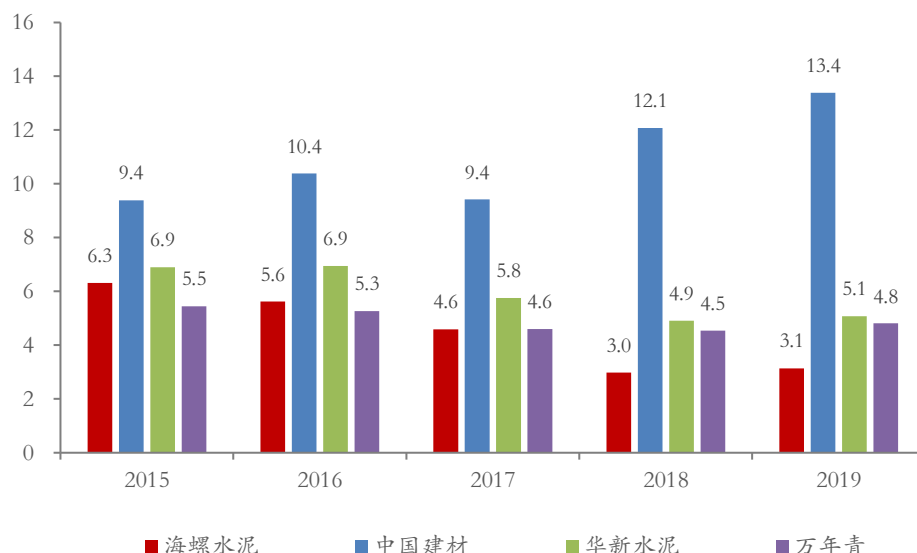
3.1.3 规模优势

作为国内产能规模最大的水泥企业之一，公司具备的规模优势使其能够有效摊薄费用，从吨费用指标来看也显著低于竞争对手。销售费用上，公司在人员薪酬、折旧上占据优势，而 T 型战略带来的更大销售半径和销售规模，也进一步降低了销售费用；财务费用上，公司凭借优秀的资质能够获得更低的融资成本，同时充沛的现金流也降低了公司融资需求。

管理费用率则更是公司综合治理能力的体现。早在宁国水泥厂时期，公司就从强化管理入手，坚持综合治理与全面提高相结合、监测与全员管理相结合，制订了《宁国水泥厂企业环保标准》，这在当时普遍粗放管理的水泥行业中可谓独树一帜。

帜。此外，公司两任管理层皆执行力强、管理有方，而公司高达 23% 以上的员工持股比例更是充分激发了员工积极性，使得公司内部管理效率在业内一直有口皆碑。

图表 50 公司管理费用率与竞争对手对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 从业务和区域两个维度进行双向扩张

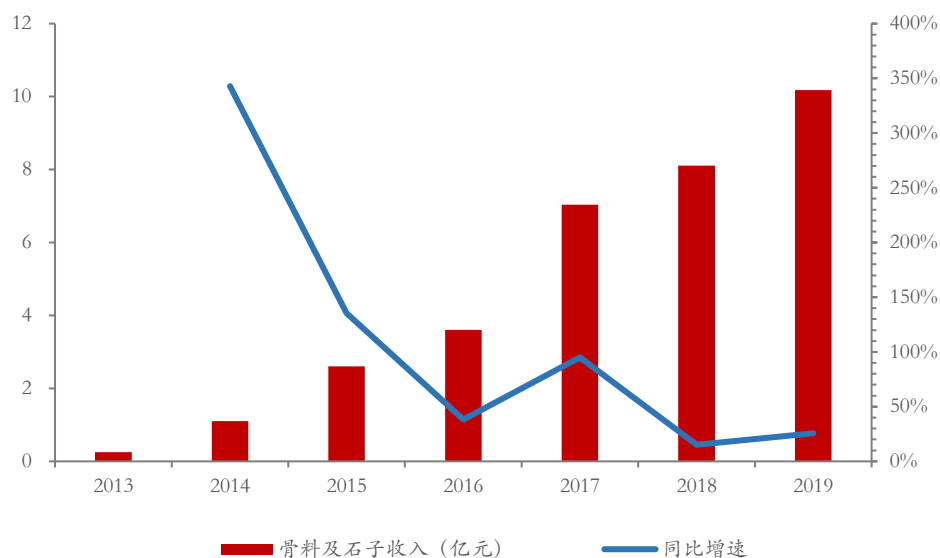
3.2.1 公司正大力发展骨料和混凝土业务

1) 砂石骨料业务

砂石骨料是砂、卵石、碎石、块石、料石等材料的统称，与水泥同为混凝土的主要材料，一般而言混凝土中水泥与砂石骨料的配比为 1:6 左右。参照海外成熟市场的情况，利用机械加工制成的机制砂将替代逐步枯竭的天然砂，成为砂石骨料的发展趋势。而机制砂的原料来源于矿山，且加工方式也在逐步向大规模机械化、自动化生产转变。因此对于拥有矿山资源，且技术和设备较为先进的大型水泥企业来说，发展骨料业务具备显著的先发优势。

公司于 2015 年加速骨料业务的布局，当年新增了弋阳海螺、乾县海螺等 6 个骨料项目，新增骨料产能 900 万吨，总产能达到 2340 万吨；2019 年公司新建成了 10 个砂石骨料项目，新增砂石产能 1690 万吨。截至 2019 年末，公司骨料产能已达 5530 万吨，骨料及石子的营业收入 10.22 亿元，并且砂石骨料已经成为公司毛利最高的业务，2019 年该项业务毛利高达 70.6%。

图表 51 公司骨料及石子业务情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

从行业空间来看，目前我国砂石年产量约 180 亿吨，按单价 30-50 元/吨计算，市场空间可达 5400-9000 亿吨。公司砂石骨料保持高毛利的原因主要有：

首先，行业供需格局持续改善。由于矿山的收紧及天然砂禁采，砂石骨料近年来供给端收缩的力度较大；

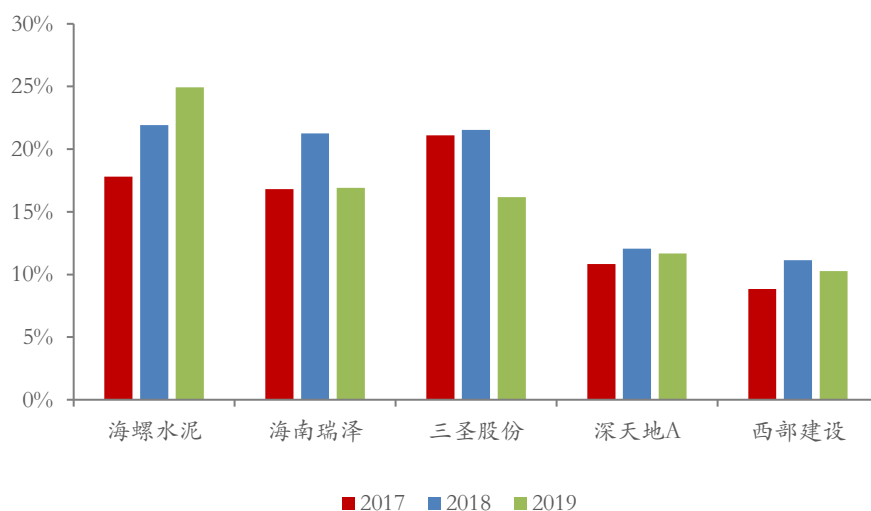
其次，公司矿山开采权很多为早期取得，同时技术成熟，因此摊销和开采成本都较低；

再次，借助长江航道，公司得以实现较低的运输成本。

2) 混凝土业务

在布局骨料业务后，公司于 2017 年明确提出，将进一步拓展混凝土产业。截至 2017 年末公司商品混凝土产能达 60 万立方米；2019 年，公司又新增 3 个商品混凝土项目，截至年末商品混凝土产能达 300 万立方米，并且毛利率高于混凝土专门企业。

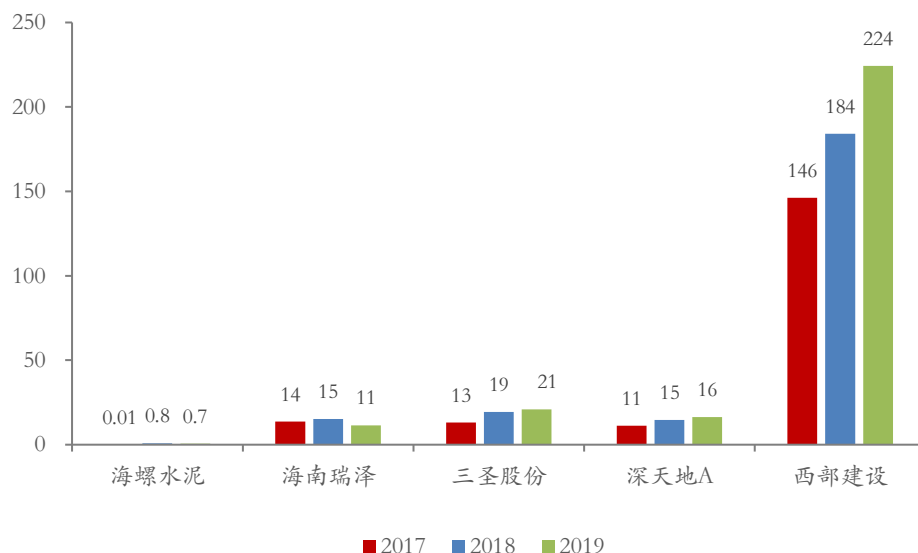
图表 52 公司混凝土业务毛利与混凝土上市公司对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司混凝土业务尚处于起步时期，规模相对较小。由于混凝土运输半径比水泥更短，因此我们预计公司后续将在各水泥生产基地配套混凝土产线，充分利用熟料产能的规模优势。

图表 53 公司混凝土业务营收规模与混凝土上市公司对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

除了这两项业务外，公司还在积极探索装配式建筑以及智能化工厂。从发达国家的经验看，很多住宅都是装配式建筑，不仅建造成本比较低，而且可以实现节能环保。

图表 54 装配式建筑示意图



资料来源：中建钢构搜狐号，华安证券研究所

2019 年，公司在安徽省全椒县建成了全球第一个实现水泥生产全过程智能化的工厂，可以实现矿石在线监测、生产自动配矿以及生产线的智能巡检等。根据公司测算，仅数字化智能矿山系统就可使矿山生产效率提升约 12%，柴油消耗降低约 7%，轮胎消耗降低约 30%。公司在智能化工厂做出了成功探索后，下一步将进行复制推广，有望实现实现“水泥机器装车，矿山无人驾驶”，进一步从边际上提高生产效率、优化各项成本。

图表 55 全椒海螺的智能化工厂

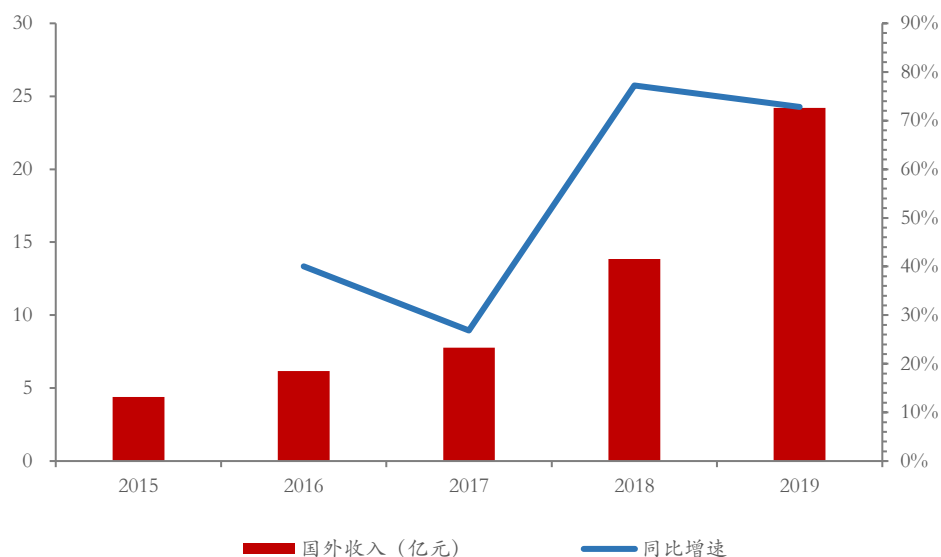


资料来源：安徽新闻联播，华安证券研究所

3.2.2 海外市场将是公司未来战略重心

公司是我国最早也是最积极“走出去”的水泥企业之一。2011 年公司在印尼南加建立了第一个生产基地，随后紧紧围绕“一带一路”规划，继续积极推进国际化战略。2019 年，公司海外业务收入已达 24.1 亿元，继续保持高速增长。

图表 56 公司海外业务营收情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

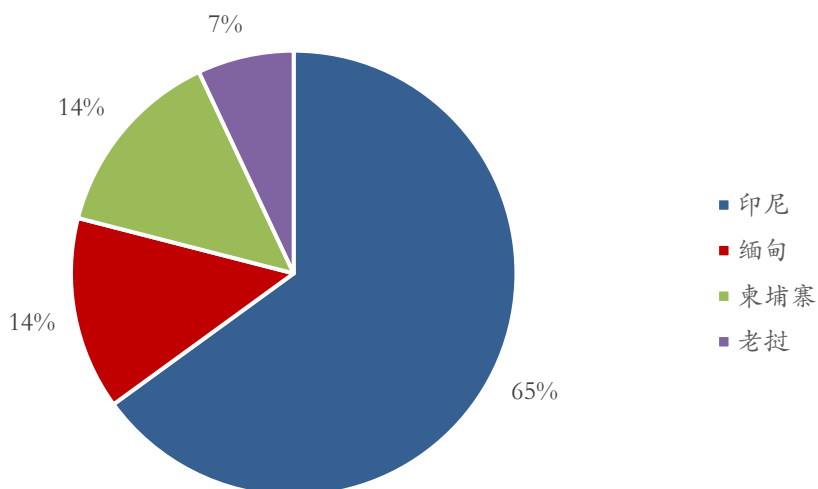
目前，公司海外产能大部分在印尼，此外在柬埔寨、老挝、缅甸、俄罗斯和乌兹别克斯坦也有布局。

图表 57 公司目前在海外设立的子公司一览

子公司全称	主要经营地	注册地	注册资本	持股比例 (%)	取得方式
印尼海螺水泥有限公司	印尼	印尼	51,000,000 美元	75	设立
南加里曼丹海螺水泥有限公司	印尼	印尼	90,000,000 美元	71.25	设立
北苏海螺水泥有限公司	印尼	印尼	50,000,000 美元	100	设立
印尼西加里曼丹海螺水泥贸易有限公司	印尼	印尼	4,000,000 美元	100	设立
印尼海螺国际贸易有限公司	印尼	印尼	30,000,000 美元	90	设立
南苏矿山	印尼	印尼	1,000,000 美元	67.5	设立
马诺斯水泥	印尼	印尼	14,000,000 美元	100	设立
巴鲁海螺水泥有限公司	印尼	印尼	25,000,000 美元	100	设立
海螺国际	中国香港	中国香港	83,150,000 美元	100	设立
马德望海螺	柬埔寨	柬埔寨	50,000,000 美元	60	设立
卡尔希海螺	乌兹别克 斯坦	乌兹别克 斯坦	24,000,000 美元	100	设立
伏尔加海螺	俄罗斯	俄罗斯	132,477,680 卢布	75	设立
琅勃拉邦海螺	老挝	老挝	23,000,000 美元	70	设立
万象海螺	老挝	老挝	10,000,000 美元	75	设立
曼德勒海螺	缅甸	缅甸	45,000,000 美元	55	设立
金边海螺	柬埔寨	柬埔寨	10,000,000 美元	55	设立

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

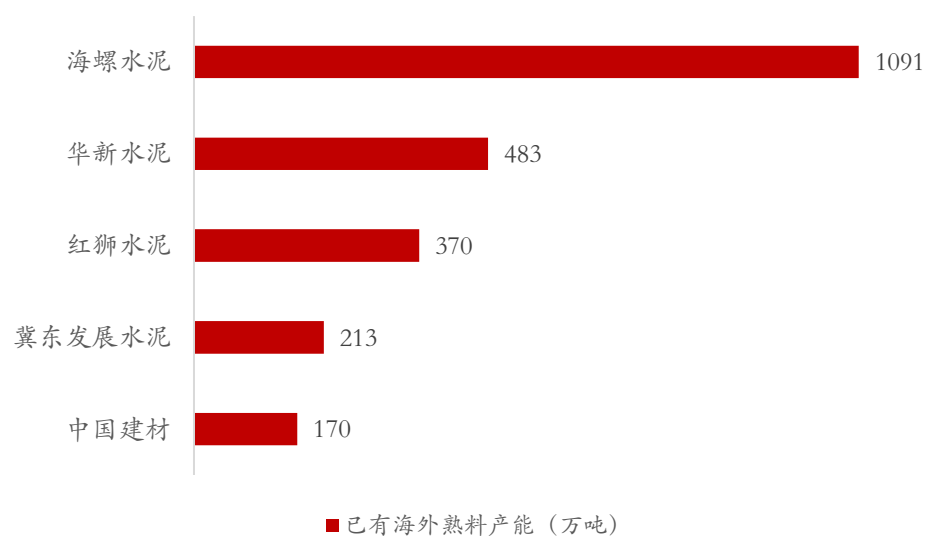
图表 58 公司已有海外熟料产能的分布情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

从海外布局规模看，公司仅在印尼的水泥产能就超过 1000 万吨，而目前的在建和规划产能全部建造完毕后，海外的熟料总产能将达到 3000 万吨，占公司总产能的 12%，也位居国内水泥企业海外产能规模之首。

图表 59 我国水泥企业海外产能布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 60 2019 年末公司海外在建项目情况

项目名称	预算数	本年增加	本年转入 固定资产 /无形资产	工程累计 投入占预 算比例
老挝琅勃拉邦海螺一期 2500t/d 熟料线及配套 140 万 t/a 粉磨站、4.5MW 余热发 电	8.52 亿元	2.23 亿元	-2.77 亿元	54%
缅甸海螺（曼德勒）水泥有 限公司新建一台 5000TPD 熟 料线及燃煤电站	16.91 亿元	7.30 亿元	-	46%

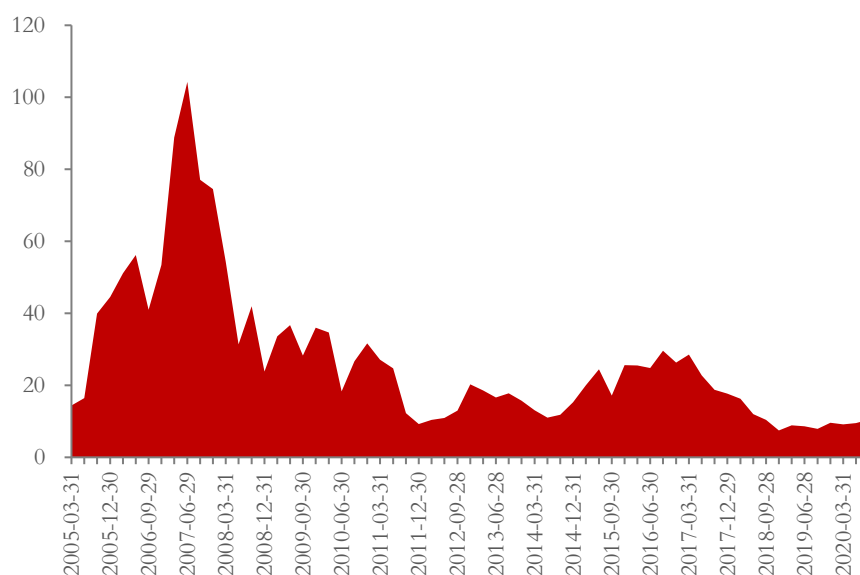
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 估值水平探讨：行业和公司均被低估

3.3.1 水泥行业周期性正在弱化

水泥板块的 PE 估值水平曾经历过剧烈波动的时期,2005-2007 年时 PE(TTM) 波动范围在 15-150。2008 年后, PE 逐步稳定, 并在 2017 年之后显著下降。2018 年之后, 水泥行业的 PE 水平基本稳定在 7-10 倍, 且公司之前的 PE 没有显著差别。

图表 61 水泥制造（申万）PE（TTM）稳定在 7-10 倍



资料来源：wind，华安证券研究所

我们认为, 水泥板块 PE 估值剧烈波动本质是由于盈利的波动, 而近年来稳定的 PE 也反映出行业主要上市公司的盈利水平已经稳定。价格是影响水泥企业盈利的主要因素, 我国水泥行业在完成第一轮大规模兼并重组之后, 部分区域集中度已经较高, 且行业整体供需格局有显著改善, 区域内价格从长周期看已经进入稳中向上的通道。

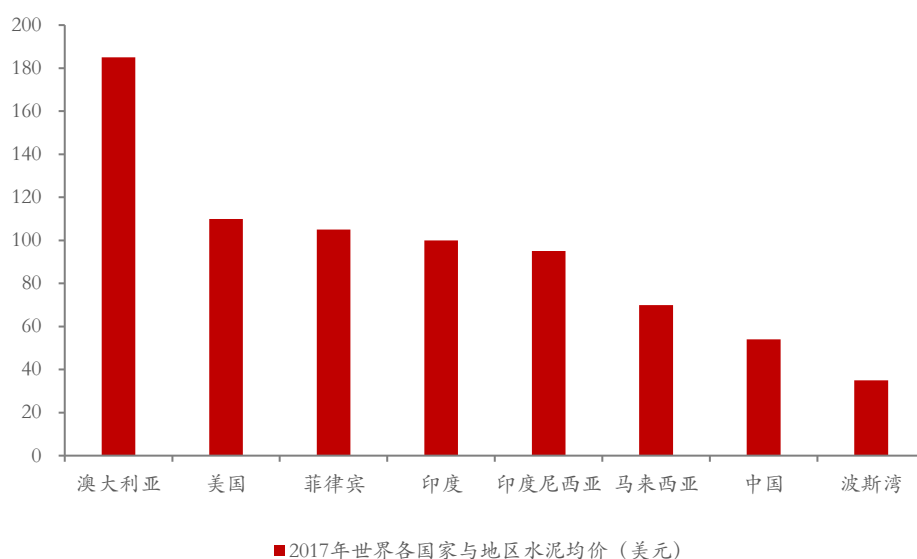
图表 62 我国水泥价格处于稳中向上通道



资料来源：水泥人网，华安证券研究所

换言之，如果分区域来看，水泥的价格相对经济周期的波动性已经很弱，并且对标国外成熟市场的价格，仍有一定上涨空间。因此从价格的角度来看，水泥行业的周期性已经显著减弱。

图表 63 我国水泥价格相比国外仍处于较低水平



资料来源：水泥人网，华安证券研究所

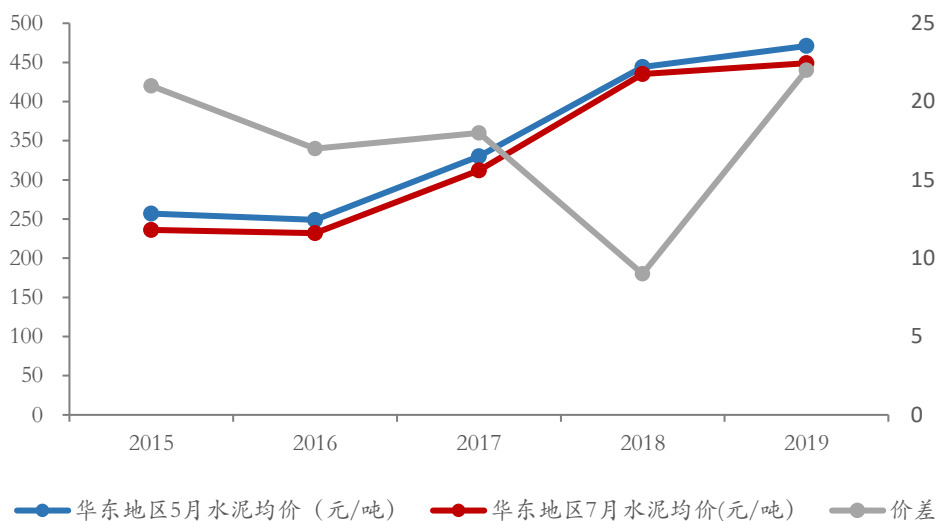
另外，水泥行业区域性极强，且下游客户较为分散，因此在区域市场达到足够高的市场份额后，寡头企业就可以拥有极大的议价权甚至定价权，价格的波动性进一步减弱。

从水泥的季节性来看，当前供需格局也使得淡旺季切换时的价差在缩小。从总量来看，行业产能在持续收缩；从边际变化来看，由于错峰限产等措施，需求不旺时供给端可以及时调整匹配，旺季来临时产能利用率又有较大幅度的释放空间。因此，水泥价格以季节为单位的小周期波动也在减弱。

对比华东地区历年5月和7月的水泥价差，可以看到有明显缩小。2019年受

雨季和进口冲击，价差扩大，但从趋势看并不具有持续性。

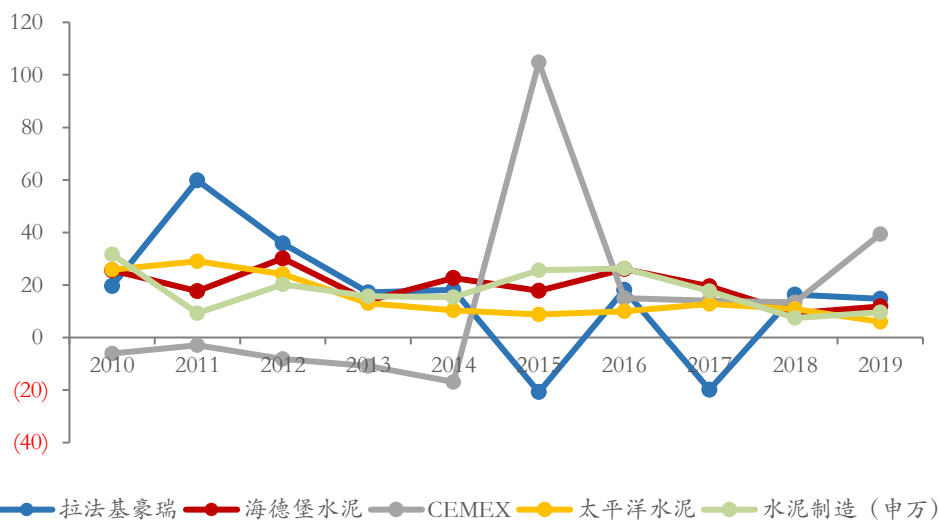
图表 64 我国水泥淡旺季价差变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

综上，从行业集中度、议价能力、价格波动趋势等因素考虑，我们认为水泥行业盈利水平的向上弹性明显大于向下弹性，将其视为纯周期行业来估值难以反映真实情况。参考海外市场水泥行业的 PE 估值水平，我们认为当前板块整体的估值有向上空间。

图表 65 我国水泥板块 PE (TTM) 与国际龙头对比



资料来源：wind，华安证券研究所

3.3.2 公司 PB 估值水平有望提升

相比 PE 估值来说，水泥板块的 PB 估值水平更为稳定。对比行业主要上市公司，可以发现 PB 估值水平与 ROE 是高度匹配的。

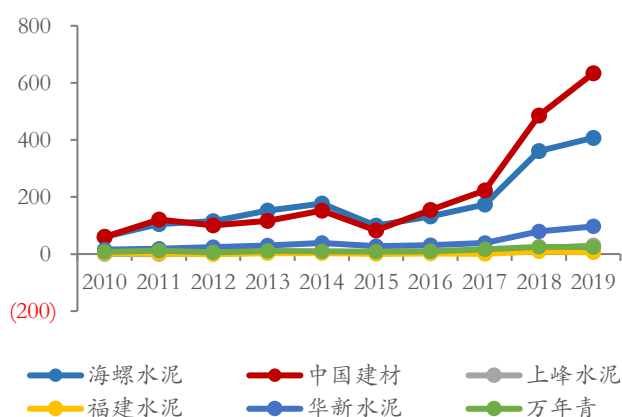
图表 66 2019 年主要水泥上市公司 PB 和 ROE 水平

公司名称	PB(MRQ)	ROE(摊薄)	扣非后 ROE(摊薄)
四川双马	2.99	17.31%	16.11%
上峰水泥	2.74	42.94%	40.06%
博闻科技	2.73	1.08%	-0.38%
华新水泥	2.6	29.76%	29.00%
福建水泥	2.42	33.46%	28.16%
海螺水泥	2.11	24.46%	23.82%
万年青	1.92	27.03%	26.80%
金圆股份	1.74	12.11%	10.30%
西藏天路	1.74	11.91%	11.75%
塔牌集团	1.54	17.72%	15.24%
冀东水泥	1.49	17.59%	17.03%
祁连山	1.43	18.14%	15.89%
尖峰集团	1.43	19.13%	16.43%
天山股份	1.29	16.96%	14.94%
青松建化	1.17	4.74%	9.21%
宁夏建材	0.96	13.77%	11.67%
亚泰集团	0.72	0.37%	-2.74%
金隅集团	0.65	6.04%	5.24%

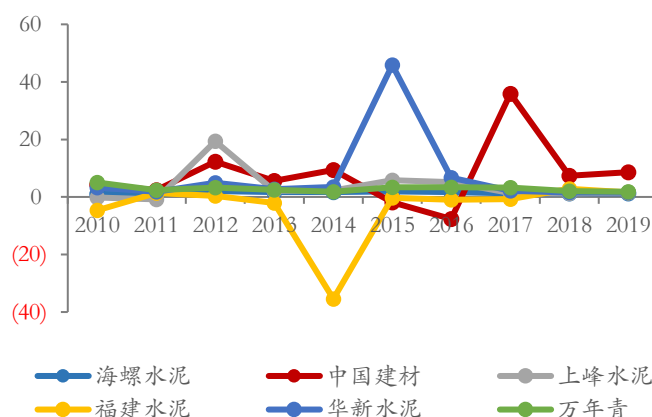
资料来源: wind, 华安证券研究所

另外,从分红率的角度,公司未来 ROE 或有进一步上行空间。目前公司拥有大量在手现金,相对比例在行业中也处于较高水平。

图表 67 公司经营净现金流与竞争对手比较



图表 68 经营净现金流/扣非归母净利润的比较

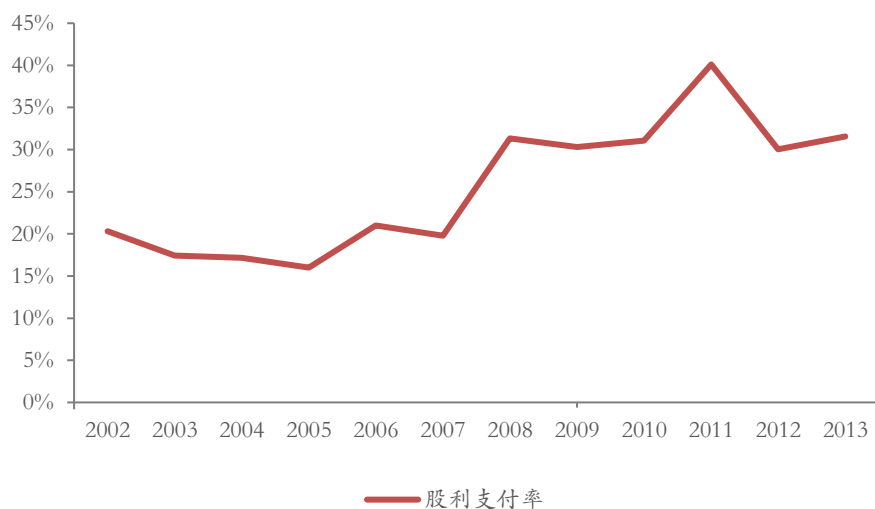


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

此外,水泥行业近 5 年来已经严禁新增产能,此后对于产能扩张的限制只会愈发严格。这使得公司的再投资需求进一步减少,具备提高分红率的条件。因此,公司的 ROE 水平和估值预期也将随之进一步提高。

图表 69 公司上市以来分红比例情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

总体来看，公司的 ROE 水平在行业中处于中上，对标相应 ROE 水平的水泥企业，并考虑到后续 ROE 继续上升的空间，公司合理 PB 有望上升至 2.5-3 倍。

4 盈利预测与投资建议

4.1 公司分业务盈利预测

图表 70 公司收入历史、预测拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
水泥+熟料					
销量 (亿吨)	2.98	3.23	3.33	3.43	3.50
均价 (元/吨)	328	336	343	350	357
成本 (元/吨)	173	178	175	176	176
营收 (亿元)	977.37	1,086.73	1140.1952	1197.889	1246.28
成本 (亿元)	515.54	574.94	582.21	603.10	615.16
毛利率	47.25%	47.09%	48.94%	49.65%	50.64%
建材贸易					
营收	252.10	383.49	402.6645	422.79773	443.93761
毛利率	0.17%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
骨料及石子					
营收 (亿元)	8.11	10.22	14.31	20.03	28.04
毛利率	69.12%	70.60%	70.00%	70.00%	70.00%
混凝土					
营收 (亿元)	0.83	0.71	0.82	0.94	1.08
毛利率	21.91%	24.94%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务					
营收 (亿元)	45.62	89.16	111.45	139.3125	174.14063
毛利率	7.36%	5.27%	5.00%	5.00%	5.00%
总计					
营收 (亿元)	1,284.03	1,570.30	1669.43	1780.97	1893.49

	同比增速	70.50%	22.29%	6.31%	6.68%	6.32%
毛利率		36.74	33.29	34.41%	34.63%	34.88%
归母净利润 (亿元)		298.14	335.93	360.41	380.63	408.31
	同比增速	88.04%	12.68%	7.29%	5.61%	7.27%
净利率		23.86%	21.88%	21.59%	21.37%	21.56%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

4.2 投资建议

公司作为我国水泥行业标杆性企业，行业供给侧改革和矿山资源化趋势将赋予其更大的长期投资价值。同时，公司从业务和区域两个维度进行双向扩张，骨料、混凝土业务和海外市场都拥有巨大的开拓空间，公司规模将远不止于当下，是值得长期配置的周期核心资产。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 353.76/381.28/410.68 亿元，对应 EPS 分别为 6.68/7.19/7.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

- 1) 基建和地产投资不及预期；
- 2) 疫情持续时间超出预期；
- 3) 公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期；
- 4) 相关政策实施力度不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	97110	133727	160959	191124	
现金	54977	76027	103444	132919	
应收账款	1274	1769	1680	1776	
其他应收款	3623	8521	9683	8109	
预付账款	2692	2484	2886	3008	
存货	5572	8160	7834	8014	
其他流动资产	28972	36766	35432	37297	
非流动资产	81668	76403	75575	74676	
长期投资	3821	3821	3821	3821	
固定资产	58858	48195	44053	38789	
无形资产	9979	13305	15081	17318	
其他非流动资	9010	11083	12620	14749	
资产总计	178777	210131	236534	265801	
流动负债	27421	34339	35091	37074	
短期借款	2942	3530	4236	5083	
应付账款	7304	9141	9001	9474	
其他流动负债	17176	21667	21854	22517	
非流动负债	9036	9460	9610	9837	
长期借款	3871	4646	5110	5621	
其他非流动负	5164	4814	4500	4216	
负债合计	36457	43799	44701	46912	
少数股东权益	4959	5976	7075	8258	
股本	5299	5299	5299	5299	
资本公积	10587	10587	10587	10587	
留存收益	121475	144470	168871	194744	
归属母公司股	137362	160356	184758	210631	
负债和股东权	178777	210131	236534	265801	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	40738	42959	48173	52839	
净利润	33593	35376	38128	41068	
折旧摊销	5271	15374	8139	9330	
财务费用	-1106	293	398	485	
投资损失	-1185	-835	-890	-947	
营运资金变动	2312	-8239	1232	1446	
其他经营现金	33134	44604	38062	41078	
投资活动现金	-20689	-10247	-7488	-8758	
资本支出	-8651	-10176	-7440	-8711	
长期投资	-13606	-1000	-1000	-1000	
其他投资现金	1568	929	952	953	
筹资活动现金	-7912	-11662	-13268	-14606	
短期借款	1565	588	706	847	
长期借款	1265	774	465	511	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	3	0	0	0	
其他筹资现金	-10744	-13024	-14439	-15964	
现金净增加额	12156	21050	27417	29475	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	157030	166943	178097	189349	
营业成本	104760	109501	116428	123305	
营业税金及附加	1403	1669	1781	1893	
销售费用	4417	5509	5877	6249	
管理费用	4741	5843	6233	6627	
财务费用	-1338	-890	-1239	-1776	
资产减值损失	-1164	-583	-647	-798	
公允价值变动收	-258	-94	-61	-6	
投资净收益	1209	835	890	947	
营业利润	44057	46603	50296	54233	
营业外收入	648	600	600	600	
营业外支出	149	100	100	100	
利润总额	44557	47103	50796	54733	
所得税	10205	10709	11570	12482	
净利润	34352	36394	39226	42251	
少数股东损益	759	1017	1098	1183	
归属母公司净利润	33593	35376	38128	41068	
EBITDA	46793	59712	55827	60510	
EPS (元)	6.34	6.68	7.19	7.75	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
成长能力					
营业收入	22.3%	6.3%	6.7%	6.3%	
营业利润	10.5%	5.8%	7.9%	7.8%	
归属于母公司净利	12.7%	5.3%	7.8%	7.7%	
获利能力					
毛利率(%)	33.3%	34.4%	34.6%	34.9%	
净利率(%)	10.72%	21.4%	21.2%	21.4%	
ROE(%)	24.5%	22.1%	20.6%	19.5%	
ROIC(%)	20.8%	19.1%	17.9%	16.9%	
偿债能力					
资产负债率(%)	20.4%	20.8%	18.9%	17.6%	
净负债比率(%)	25.6%	26.3%	23.3%	21.4%	
流动比率	3.54	3.89	4.59	5.16	
速动比率	3.24	3.58	4.28	4.86	
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.79	0.75	0.71	
应收账款周转率	123.29	94.39	105.99	106.61	
应付账款周转率	14.34	11.98	12.93	13.01	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊	6.34	6.68	7.19	7.75	
每股经营现金流	7.69	8.11	9.09	9.97	
每股净资产(最新	25.92	30.26	34.86	39.75	
估值比率					
P/E	8.64	9.12	8.47	7.86	
P/B	2.11	2.01	1.75	1.53	
EV/EBITDA	5.28	4.35	4.17	3.38	

分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。