

# 投资拐点逼近，龙头续引领风骚

**买入 评级**

目标价格：21元

**投资要点：**

- 📖 水泥龙头企业，成本竞争优势行业第一。
- 📖 发展战略明确，协同和并购为两大杀手锏。
- 📖 3季度投资拐点逼近，水泥价格有望见底回升。

**报告摘要：**

- **水泥龙头企业，盈利能力全行业领先。**海螺水泥是国内最著名的水泥熟料生产商。目前熟料产能1.64亿吨（新干法生产线熟料产能1.33亿吨）、水泥产能1.8亿吨，总产能位居行业第二。公司2011年，归属上市公司净利润为118.24亿元，盈利能力为行业上市公司第一。
- **竞争优势明显，引领水泥行业发展潮流。**海螺水泥凭借强大的组织效能将费用率压至全行业最低，独创的“T”型战略布局有效的扩大水泥熟料的运输半径。同时海螺水泥是新干法生产技术和余热发电应用的领先者，水泥吨成本始终保持在低位。此外，公司和中建材创造的市场协同，改变了传统水泥行业定价模式，有效提高盈利能力。
- **发展战略明确，协同和并购为两大杀手锏。**海螺水泥未来发展战略明确，华东市场通过市场协同稳定供需平衡；华中和华南市场保持现有节奏，等待区域性投资热潮传导增强盈利；西部市场通过兼并与收购扩大市场份额，分享西部高度发展盛宴；海外市场营业收入占比虽小，但未来可能对公司收入有意外惊喜。
- **投资拐点逼近，水泥价格见底回升改善业绩预期。**我们维持行业中期策略报告《降息周期、投资拐点与建材行情》核心观点，全年经济前低后高，3季度出现投资拐点，水泥股“N”字形走势逻辑。随着雨季和农忙季进入尾声，“稳增长”政策效果逐步体现，加上几乎崩溃的区域市场协同开始得到修复，华东地区水泥价格见底回升预期越来越强烈。预计公司未来3年EPS分别为1.70元、2.14元、2.56元，按截止至7月26日的前五个交易日均价14.39元计算，对应PE为8.46倍、6.73倍、5.62倍，给予“买入”评级，未来6个月目标价为21元。

主要经营指标	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	48654	47832	56494	67109
主营成本(百万元)	29246	31760	36721	43621
营业利润(百万元)	14960	11484	14616	17624
净利润(百万元)	11590	9016	11335	13562
每股收益(元)	2.19	1.70	2.14	2.56
市盈率(倍)	6.58	8.46	6.73	5.62

**建材行业研究组**

**分析师：**

邓海清 (S1180512070001)

电话：010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

**联系人：**

沈荣

电话：010-88085901

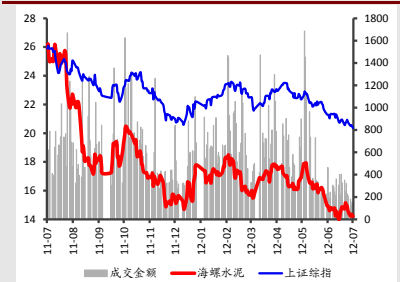
Email: shenrong@hysec.com

覃汉

电话：010-88085842

Email: qinhan@hysec.com

**市场表现**



**相关研究**

《中期策略报告：降息周期、投资拐点与建材行情》.....2012/6

《公司跟踪报告：海螺水泥股东大会调研纪要》.....2012/6

《公司季报点评 \* 海螺水泥：业绩高位回落，但估值依然安全》.....2012/4

《公司年报点评 \* 海螺水泥：业绩创峰值，市场协同面临考验》.....2012/3

## 目录

一、公司概况：绝对的行业龙头.....	5
二、公司优势解析：霸业是这样炼成的.....	8
（一）强大的组织效能压低费用率 .....	8
（二）“T”型战略布局扩大运输半径 .....	9
（三）技术创新转化为低成本优势 .....	10
（四）市场协同促成定价模式创新 .....	12
三、探索行业发展趋势：国际化视角看海螺.....	14
（一）全球水泥行业概况 .....	14
（二）海螺水泥在全球水泥市场的地位 .....	15
（三）国内水泥行业及海螺水泥的发展方向 .....	16
四、公司未来战略：市场协同+并购扩张 .....	17
（一）华东地区：市场协同 .....	17
（二）中南地区：保持节奏 .....	18
（三）西部地区：并购扩张 .....	19
（四）海外地区：初步试水 .....	19
五、水泥需求与供给预测.....	20
（一）全国各地水泥需求预测 .....	20
（二）海螺水泥及各地区水泥熟料产能预测 .....	22
（三）投资拐点临近，水泥价格有望见底回升 .....	23
六、盈利预测和投资建议.....	24
公司 2012-2014 年公司利润预测 .....	26

## 插图

图 1-1: 海螺水泥公司股权结构 .....	5
图 1-2: 2011 年水泥熟料产能十强 (新干法, 万吨) .....	6
图 1-3: 2011 年重点上市公司水泥熟料销量 (万吨) .....	6
图 1-4: 2011 年重点上市公司资产总计 (亿元) .....	6
图 1-5: 2011 年重点上市公司净利润 (亿元) .....	6
图 1-6: 海螺水泥重点工程展示——上海东方明珠和金茂大厦、迪拜哈利法塔、文莱帝国酒店 .....	7
图 1-7: 海螺水泥势力范围 .....	7
图 2-1: 海螺水泥三项费用率走势 .....	8
图 2-2: 与另外 2 家重点公司 2011 年费用率对比 .....	8
图 2-3: 海螺水泥“T”型战略布局图 .....	9
图 2-4: 海螺水泥年销售量及增长率 (万吨, %) .....	9
图 2-5: 海螺水泥过去 2 年各地区营业收入 (亿元) .....	10
图 2-6: 海螺水泥营业收入与宏观经济指标的关系 .....	10
图 2-7: 不同规模新型干法生产线能耗对比 (kg/t, kWh/t) .....	11
图 2-8: 海螺水泥余热发电流程图 .....	11
图 2-9: 水泥成本结构图 .....	12
图 2-10: 重点公司水泥历史吨成本 (元/吨) .....	12
图 2-11: 前 10 大水泥企业产业集中度 .....	13
图 2-12: 重点城市水泥价格走势 (32.5 级, 元/吨) .....	13
图 2-13: 重点城市水泥价格走势 (42.5 级, 元/吨) .....	13
图 3-1: 现代水泥技术发展历史 .....	14
图 3-2: 全球水泥消费总量 (亿吨, %) .....	15
图 3-3: 全球主要水泥企业 2011 年水泥产能及产量 (亿吨) .....	15
图 3-4: 全球水泥前三强产能对比 (亿吨) .....	16
图 3-5: 全球水泥前三强产量对比 (亿吨) .....	16
图 4-1: 海螺水泥华东地区营业收入及成本 (亿元) .....	17
图 4-2: 华东地区新干法产能集中度 (%) .....	17
图 4-3: 海螺水泥华中地区营业收入及成本 (亿元) .....	18
图 4-4: 华中地区新干法产能集中度 (%) .....	18
图 4-5: 海螺水泥华南地区营业收入及成本 (亿元) .....	18
图 4-6: 华南地区新干法产能集中度 (%) .....	18
图 4-7: 海螺水泥西部地区营业收入及成本 (亿元) .....	19
图 4-8: 西部地区新干法产能集中度 (%) .....	19
图 4-9: 海螺水泥海外地区营业收入及增速 (亿元, %) .....	20
图 5-1: 华东固定资产投资总额及增长率 (亿元) .....	20
图 5-2: 华东固定资产投资总额与水泥产量散点图 .....	20
图 5-3: 中南固定资产投资总额及增长率 (亿元) .....	21
图 5-4: 中南固定资产投资总额与水泥产量散点图 .....	21
图 5-5: 西部固定资产投资总额及增长率 (亿元) .....	21
图 5-6: 西部固定资产投资总额与水泥产量散点图 .....	21
图 5-7: 2012 年全国各地区水泥需求占比预测 .....	21
图 5-8: 全国各地区历年水泥产量增速 .....	21

图 5-9: 2012 年海螺水泥及各地区水泥熟料总产能预测 (万吨) .....23  
图 5-10: 水泥板块的”N”字行情图 .....23

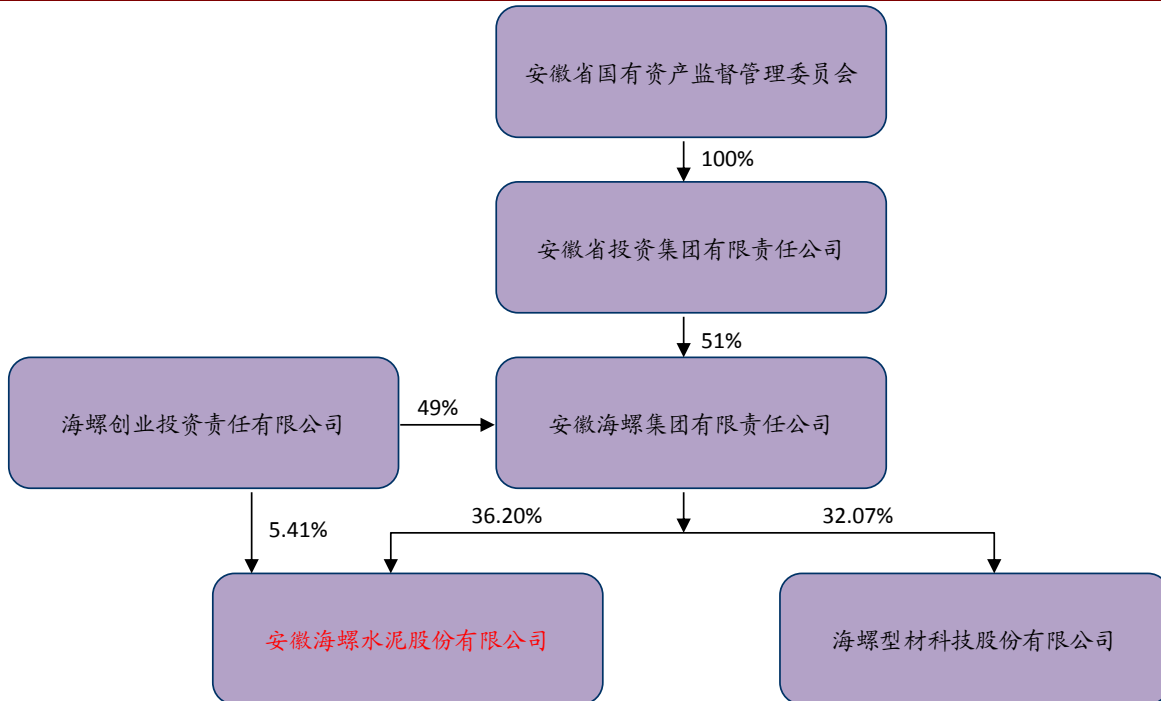
## 表格

表 1-1: 海螺水泥主要产品及适用范围.....5  
表 2-1: 海螺水泥 2011 年营运周转与偿债能力指标.....8  
表 2-2: 3 种运输方式价格对比 (元/吨、百公里) .....9  
表 2-3: 水泥生产工艺分类 .....10  
表 2-4: 国产低温余热发电设备经济效益估算表.....12  
表 2-5: 2011 年中国水泥行业十大品牌榜单.....12  
表 3-1: 全球水泥消费高峰期数据统计.....16  
表 5-1: 海螺水泥全资或控股子公司及已投产生产线产能分布情况 (截止至 2011 年底) .....22  
表 5-2: 水泥熟料平均价格对海螺水泥 EPS 弹性分析.....23  
表 6-1: 海螺水泥销售收入预测 .....24  
表 6-2: EPS 对水泥熟料平均价格/总销量的敏感性分析.....25

## 一、公司概况：绝对的行业龙头

安徽海螺水泥股份有限公司成立于 1997 年 9 月 1 日，总部位于安徽芜湖，其母公司为安徽海螺集团有限责任公司。海螺集团持股海螺水泥 36.2%，为公司第一大股东；海创投资持股海螺水泥 5.41%，为公司 A 股第二大股东。海螺水泥与安徽海螺集团及安徽省国资委的股权关系如下：

图 1-1: 海螺水泥公司股权结构



资料来源：公司年报，宏源证券

值得一提的是，海创投资同时持股海螺集团 49%，等同于间接持股海螺水泥 17.74%，并且海创投资的自然人股东中有 4 人为海螺水泥的高管：郭文叁(持股 3.206%)、郭景彬(持股 1.496%)、王俊(持股 1.217%)和纪勤应(持股 1.317%)。公司高管与企业本身的利益绑定在一起，极大的提高了海螺水泥的活力，同时也使公司其他股东从中受益。

海螺水泥主要从事水泥及商品熟料的生产及销售，是世界上最大的单一品牌供应商。公司主导产品为“海螺牌”硅酸盐水泥熟料和“海螺牌”高等级水泥。生产的通用水泥包括硅酸盐水泥、普通硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥等，生产的特性水泥包括抗硫酸盐水泥、中热硅酸盐水泥、低热矿渣硅酸盐水泥、道路硅酸盐水泥、油井水泥、无磁水泥、核电站专用水泥、白色水泥等。

表 1-1: 海螺水泥主要产品及适用范围

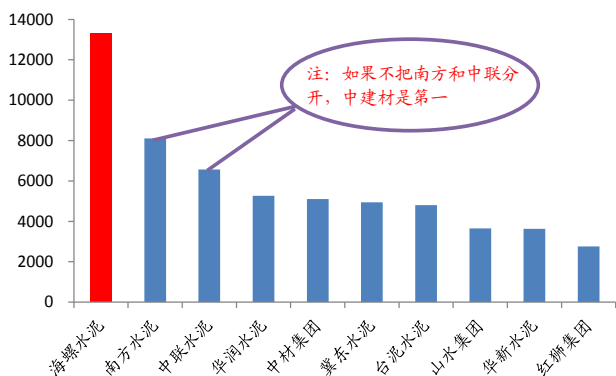
水泥品种	适用范围
P.I 62.5 P.II 62.5R P.I 52.5R P.II 52.5R P.O 52.5R 美标水泥 I/II、II/V 型水泥	配制高标号、超高标号混凝土及大跨度梁架等
P.O 42.5R P.O 42.5 P.C 42.5R P.C 42.5	适用于桥梁、码头、道路、高层建筑等各种建筑工程，一般工业与民用建筑，可配 C30-C80 不同标号混凝土

P.S 42.5R P.S 42.5 P.S 32.5	主要用于大体积混凝土、地下及水中各种混凝土工程，高抗渗要求及耐高温工程，一般工业与民用建筑
P.C 32.5R P.C 32.5	一般工业与民用建筑
抗硫酸盐水泥	主要用于海港、防浪堤、水利、地下、引水等基础工程
道路硅酸盐水泥	主要用于路面如高速公路、机场跑道和对耐磨性、抗干缩等要求较高的工程
中、低热硅酸盐水泥	主要用于大坝、大体积混凝土等工程
无磁水泥	主要用于磁含量要求低的中国大地监测网等基础工程
油井水泥	主要用油井的施工
核电站专用水泥	主要用于核电站的建设，防止核辐射
白色水泥	用于建筑物的装饰和彩色水泥的配制

资料来源：公司网站，宏源证券

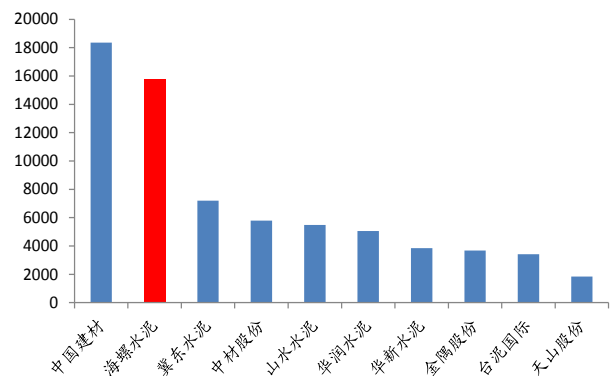
海螺水泥目前有铜陵、英德、池州、枞阳、芜湖 5 个千万吨级特大型熟料基地，并在安徽芜湖、铜陵兴建了目前世界上技术最先进的 3 条 12000 吨生产线。截止 2011 年底，公司累计熟料产能 1.64 亿吨（其中新型干法生产线熟料产能 1.33 亿吨）、水泥产能 1.8 亿吨、水泥、熟料总销量达 2.02 亿吨。海螺水泥 2011 年全年实现营业收入 486.54 亿元，归属上市公司净利润为 118.24 亿元；截止至 2011 年底，公司流动资产 258.50 亿元，资产总计 840.03 亿元，各项财务指标均位列水泥行业上市公司第一。

图 1-2: 2011 年水泥熟料产能十强（新干法，万吨）



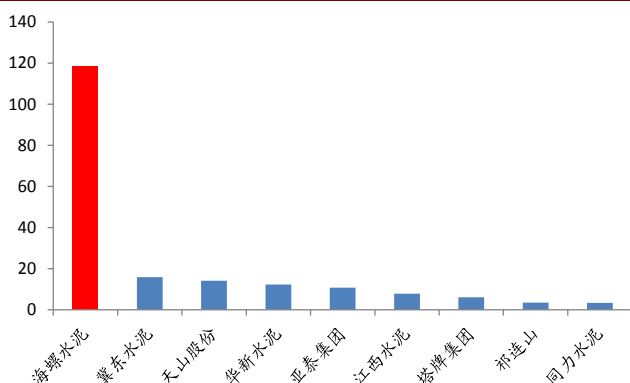
资料来源：WIND，宏源证券

图 1-3: 2011 年重点上市公司水泥熟料销量（万吨）



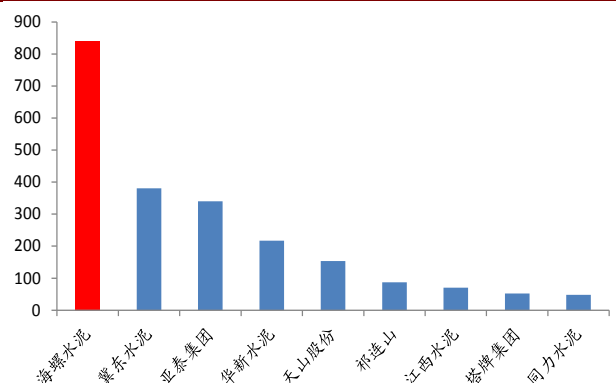
资料来源：WIND，宏源证券

图 1-4: 2011 年重点上市公司资产总计（亿元）



资料来源：WIND，宏源证券

图 1-5: 2011 年重点上市公司净利润（亿元）



资料来源：WIND，宏源证券

海螺水泥生产线全部应用先进的新型干法水泥工艺技术，其产品具有产量高、能耗低、自动化程度高、劳动生产率高、环境保护好等特点。“CONCH”商标被国家商标局认定为驰名商标，“海螺”牌水泥被国家质量监督检验检疫总局批准为免检产品，长期、广泛应用于举世瞩目的标志性工程，如：亚洲第一的上海东方明珠广播电视塔、曾经的第一高楼金茂大厦、横跨上海黄浦江两岸的斜拉桥南浦和杨浦大桥、沪宁高速公路和京沪高铁、杭州湾跨海大桥、上海磁悬浮列车（轨道梁）、连云港田湾核电站、浦东国际机场以及国外的迪拜哈利法塔和文莱帝国酒店等工程。海螺已成为目前国内高标号水泥的最大供应商。

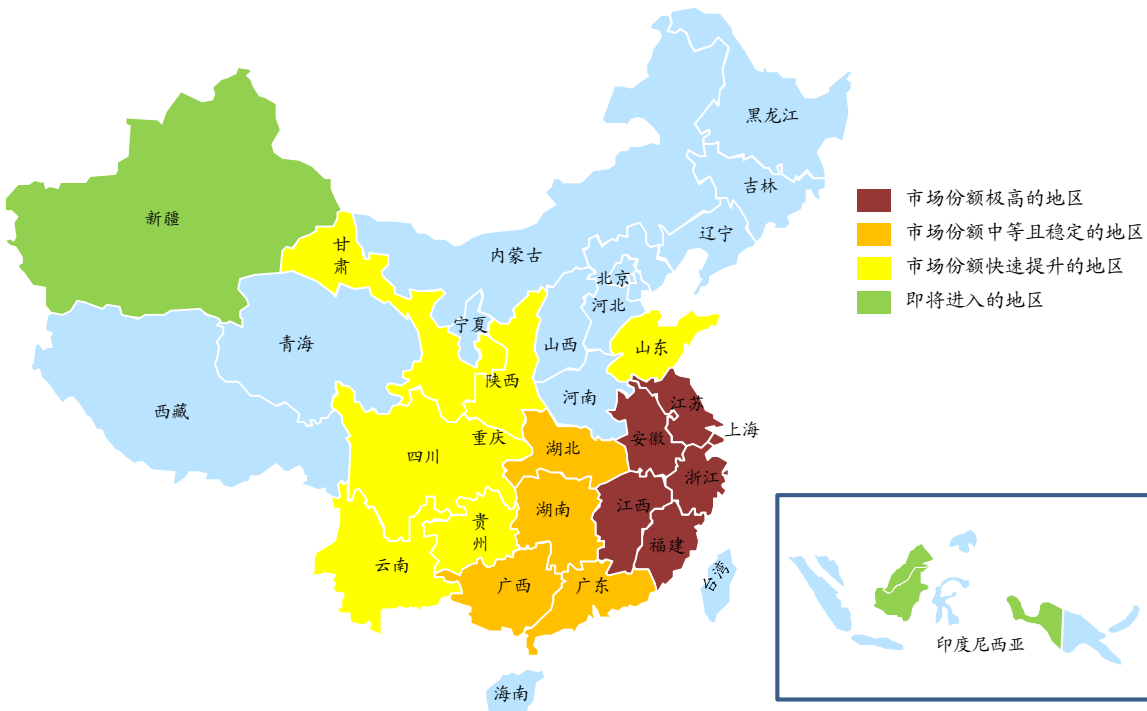
图 1-6: 海螺水泥重点工程展示——上海东方明珠和金茂大厦、迪拜哈利法塔、文莱帝国酒店



资料来源：公司网站，宏源证券

经过十五年来以体制创新、机制创新为主的资本运营，海螺水泥的规模不断扩大，由最初的资产 4 亿多元、水泥年产能 150 万吨，发展到现在的资产 840 亿元，水泥年产能 1.8 亿吨。公司产品质量卓越，享誉全国，并远销海外；下属 100 多家子公司，分布在省内基地和十二个区域，横跨华东、华南和西部 17 个省、市、自治区；近几年公司开展海外扩张战略，已在印度尼西亚建立并点火运营 2 个厂房，形成了集团化管理、区域化运作的经营管理新格局，成就了“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美誉。

图 1-7: 海螺水泥势力范围



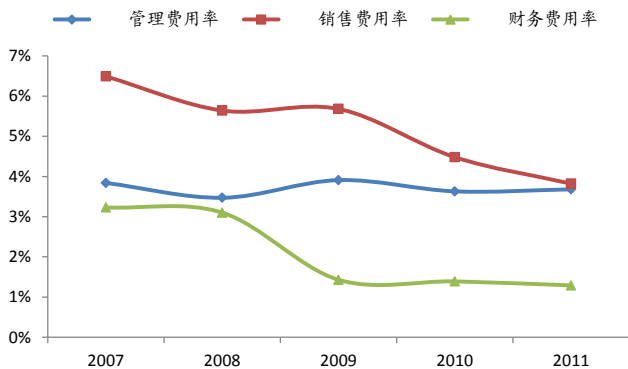
资料来源：公司年报，宏源证券

## 二、公司优势解析：霸业是这样炼成的

### （一）强大的组织效能压低费用率

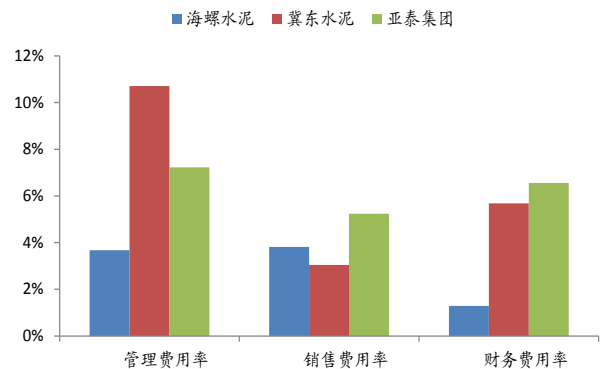
海螺水泥作为中国水泥行业的龙头企业，目前其年产量约占全国比重的 9.5%，远超出同行业其他水泥生产企业。公司目前坚持兼并重组的发展战略，因此公司管理费用增加较快，但是费用率保持平稳。随着公司内部控制的逐渐改善，预期管理费用将出现好转；由于公司产销量在全行业的领先排名，销售费用开支相对同行业具备一定优势；受益于公司相对合理的资产负债率，海螺水泥财务费用基本维持同行业中较低的水平。

图 2-1: 海螺水泥三项费用率走势



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-2: 与另外 2 家重点公司 2011 年费用率对比



资料来源: WIND, 宏源证券

海螺水泥的组织效能优势主要体现在两点上: 1) 人才队伍的阶梯性, 以郭文叁为首的领导班子有很强的凝聚力、号召力和管理效率, 其管理经验和敬业精神在业界有很好的口碑, 另外宁国水泥厂培养出来的大量新干法生产线的管理人才构成了海螺水泥管理体系中的第二梯队, 保证了超强的执行力; 2) 管理模式的可复制性, 公司体系内部在生产、管理、营销方面先进的模式能迅速传导, 使整个集团管理水平共同提高, 各子公司的负责人轮职机制也为先进管理模式的复制提供了保障。人才和管理的优势直接与公司产能扩张相配合, 无论是新建的生产线还是通过并购增加的产能, 都能很快融入海螺的体系中, 按照海螺的模式进行生产和经营管理, 达到海螺整体水平的生产和管理效率。

此外, 公司强大的组织效能还体现在出色的存货和应收账款管理能力上, 由于海螺水泥一直使用现货现款货款结算方式, 其存货周转率和应收账款周转显著高于行业平均水平。截止至 2011 年末, 公司存货周转天数为 42.29 天, 而应收账款周转天数仅有 3.12 天, 相应的营业周期约为 45.41 天, 均低于行业均值。另外, 公司的稳定发展建立在收入稳定增长、财务杠杆运用合理的基础之上, 因此短期偿债能力很强。高效的管理能力和快速的营运周转使得公司在水泥行业中有着超强的竞争力。

表 2-1: 海螺水泥 2011 年营运周转与偿债能力指标

	海螺水泥	行业均值	行业中值
应收账款周转率 (次)	115.44	23.40	23.75
存货周转率 (次)	8.51	10.00	10.00
流动比率 (倍)	1.52	1.00	0.79



速动比率 (倍)	1.26	0.63	0.58
-------------	------	------	------

资料来源: 公司网站, 宏源证券

## (二) “T”型战略布局扩大运输半径

对于低附加值的水泥产品来说, 运费占据了成本的很大部分。运费降低, 意味着产品竞争力的提高。一般来说, 公路运输成本最高, 运输半径在 200-300 公里以内; 铁路运输半径可以达到 1000 公里左右; 水路运输效率最高, 最远可以到达几千公里。

表 2-2: 3 种运输方式价格对比 (元/吨、百公里)

运输方式	价格区间	
水路	10	20
铁路	15	25
公路	40	60

资料来源: 数字水泥网, 宏源证券

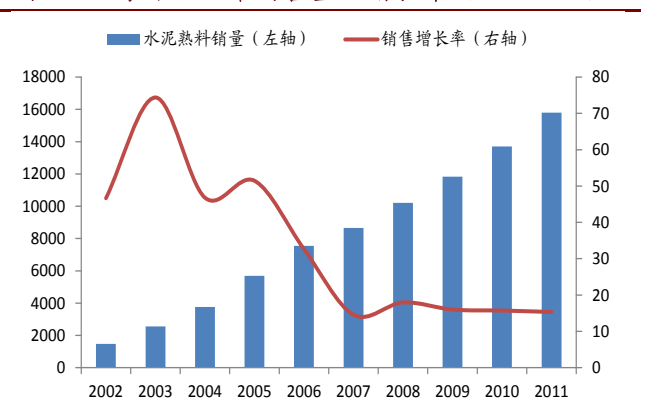
海螺水泥从 1998 年开始, 创行业先河的开始实施“T”型发展战略, 依靠沿江、沿海水路运输成本优势, 为今后公司的发展赢得了无限商机。

图 2-3: 海螺水泥“T”型战略布局图



资料来源: 数字水泥网, 宏源证券

图 2-4: 海螺水泥年销售量及增长率 (万吨, %)

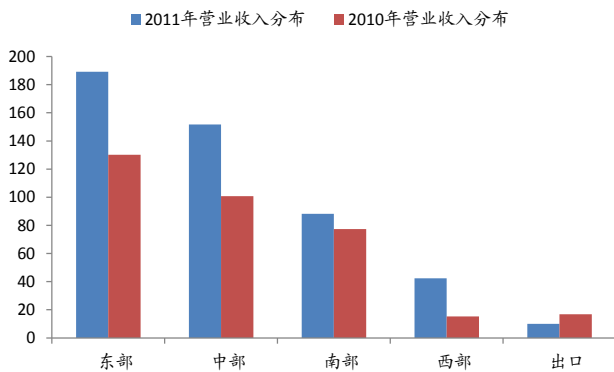


资料来源: WIND, 宏源证券

水泥生产的特点在于熟料工厂与水泥粉磨站可以被建设在不同区域, 这样有利于公司专业化分工操作。而所谓“T”型发展战略, 简而言之即是沿江、沿海布局, 具体就是沿长江石灰石资源丰富地区, 建设大型水泥生产基地, 以提供缺乏对应资源的沿海市场。对于海螺水泥而言, “T”中的“—”代表华东沿海, “|”代表长江流域。海螺水泥通过在沿江石灰石资源丰富地区建立起大型的熟料生产基地; 在缺乏资源, 但市场发达, 工业废矿渣丰富的沿海地区建立粉磨站, 来实现“T”型战略。此外, 海螺水泥的熟料生产基地大都分布在长江沿岸, 在很多大型水泥厂公司都有自备码头, 能停靠大型船舶, 可以将公司产品直接从水泥生产基地运送到数千公里以外的发达经济市场。

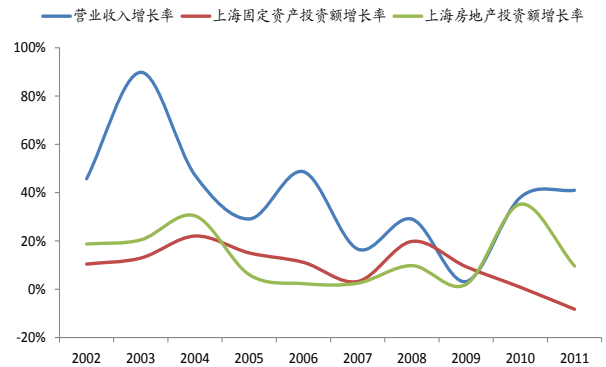
虽然近几年海螺水泥的发展逐渐向四川、新疆等西部地区以及两广、云南等南部地区蔓延，但基于“T”型战略的支撑和在上海、浙江和江苏分别接近 20%、25%、18%的超高市场占有率，公司在华东地区的营业收入一直高于公司在其他地区的营业收入。此外，华东地区一直是中国经济发展最快的区域，大量的房地产、基础设施和交通运输建设都是水泥消耗大户。水泥企业的盈利水平与当地经济发展速度有极高的相关性，由于海螺水泥大部分业务都集中在华东地区，该地区的固定资产投资额、房地产投资额增可以看成是公司营业收入的同步甚至先行指标。

图 2-5: 海螺水泥过去 2 年各地区营业收入 (亿元)



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-6: 海螺水泥营业收入与宏观经济指标的关系



资料来源: WIND, 宏源证券

### (三) 技术创新转化为低成本优势

除了运输半径和生产线规模，决定水泥企业成本控制能力的还有：1) 新干法工艺应用占比；2) 余热发电冲减能力成本的比例。水泥按照生料的制备方法分为湿法和干法，按照煅烧熟料窑的结构分为立窑和回转窑。

表 2-3: 水泥生产工艺分类

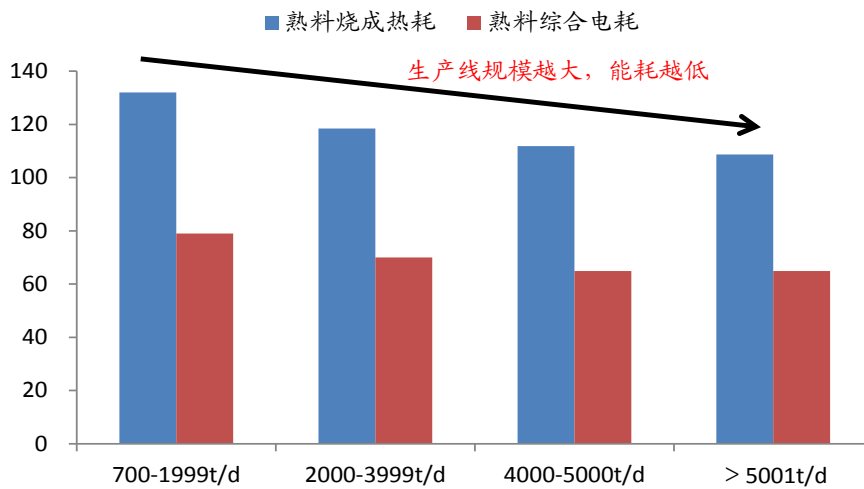
制备方法	湿法	湿法：将原料加水粉磨成生料浆后加入湿法回转窑煅烧； 半湿法：将湿法制备的生料浆脱水后，制成生料块入窑煅烧
	干法	干法：将原料烘干粉磨或先烘干后粉磨成生料粉后加入干法窑内煅烧； 半干法：将生料粉加适量水分制成生料球后加入立窑或立波尔窑内煅烧
窑的结构	立窑	普通和机械化立窑：优点是投资小、生产快、就地取材、可充分利用地方资源； 缺点是生产规模小、熟料质量差、环保达标难
	回转窑	湿法：优点是电耗较低、生料易于均化、成分均匀、熟料质量较高且输送方便、粉尘少； 缺点是生产热耗高
		干法：优点是节能、产量高、质量稳定、环保、生产率高； 缺点是原料混合不好，成分不均匀
	半干法：优点是效率和产量高；缺点是生料要有可塑性，机械故障多	

资料来源: 数字水泥网, 宏源证券

新型干法主要指水泥窑外分解技术,是指在悬浮预热器与回转窑之间增设一个分解炉,在其中加入 40%-60% 的燃料,使燃料的燃烧放热过程与生料分解的吸热过程同时迅速进行,可大幅降低能耗。目前全球水泥企业主要以新型干法生产技术为主,应用占比在 90%以上,我国干法水泥生产线占比与国际标准仍有很大差距,06 年占比仅为 40%,10 年上升至 55%左右。新型干法水泥回转窑比机立窑的单位热耗低 39%,比湿法窑的单位热耗低 81%,比干法中空窑的单位热耗低 111%。海螺水泥是最早开始引用这项技术的国内水泥企业,目前使用新干

法技术的生产线占公司所有生产线的 82%，远高于行业平均水平。

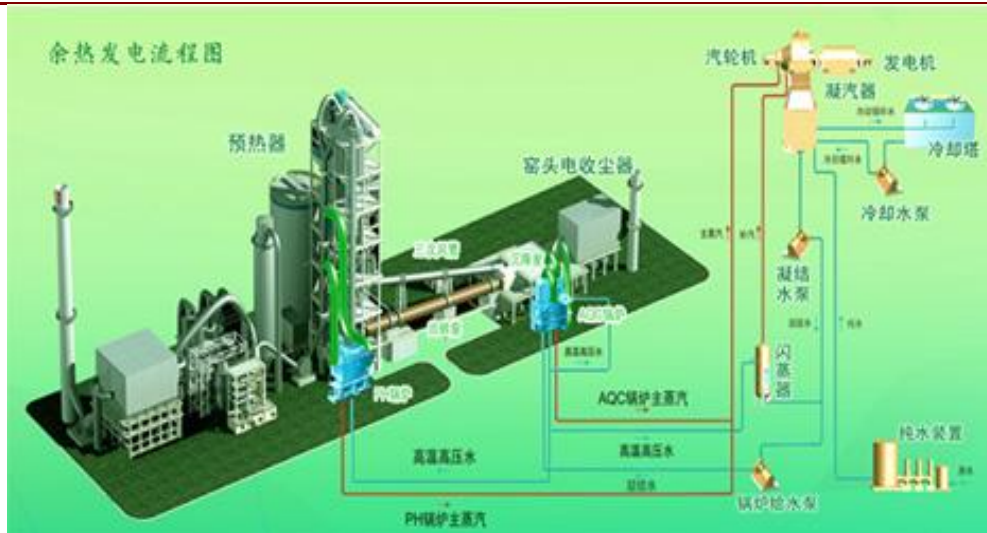
图 2-7: 不同规模新型干法生产线能耗对比 (kg/t, kWh/t)



资料来源: WIND, 宏源证券

另外, 海螺水泥是国内水泥纯低温余热发电的最早使用企业, 自 2005 年开始大规模建设余热发电项目, 2006 年 8 月, 公司首条自主设计、自行成套的日产 5000 吨水泥熟料余热发电项目在宁国水泥厂建成投运; 到 2012 年 2 月, 公司已建成 50 套机组, 装机规模达到 697 兆瓦, 年发电量 53 亿千瓦时, 按照火力发电同口径计算, 年节约 188 万吨标准煤, 减排 488 万吨二氧化碳。

图 2-8: 海螺水泥余热发电流程图



资料来源: 公司网站, 宏源证券

余热发电技术在行业内迅速得到推广, 截止 2012 年 2 月底, 已推广了 159 套机组, 规模达到 1930 兆瓦, 涉及国内外 45 家水泥企业集团、235 条水泥熟料生产线, 年发电量约 146 亿千瓦时, 按照火力发电同口径计算, 年节约 518 万吨标准煤, 减排 1347 万吨二氧化碳。其中海螺水泥的余热发电量在 2008 年为 19.2 亿千瓦时, 截止至 2011 年底, 已达到 43 亿千瓦时。

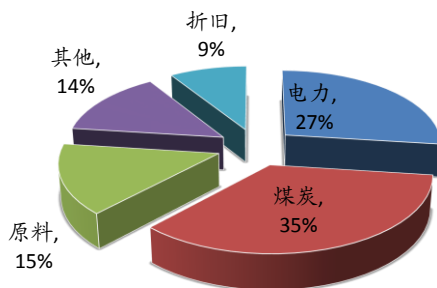
表 2-4: 国产低温余热发电设备经济效益估算表

装机容量 (千瓦)	每千瓦 投资额 (元)	总投资额 (万元)	余热发电综 合成本 (元/吨)	吨熟料余热 发电量 (吨)	吨节约成本 (元)	全年节约 成本 (万元)
7000	7000	4900	0.12	32	13.8	2060

资料来源: Nautrust 分析, 宏源证券

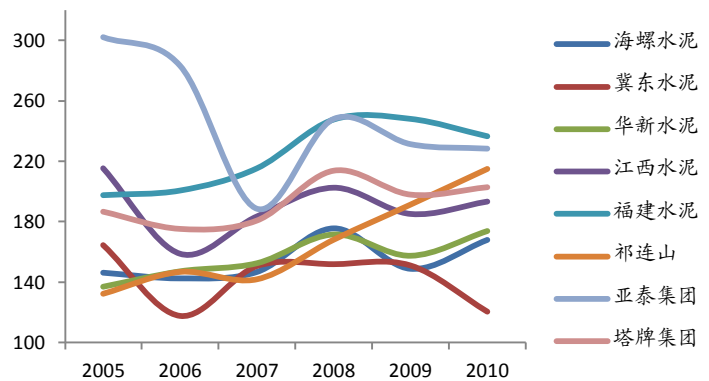
水泥生产成本主要由煤炭、电力、原料、折旧等构成, 煤、电成本在整个成本中占比较大, 一般在 60% 以上, 原料成本(石灰石、石膏、矿渣、粘土、铁粉)为 15% 左右, 人工和折旧成本在 23% 左右。海螺水泥凭借大规模新干法生产线的投产和余热发电技术的应用, 其水泥吨成本处于同行业的底部。

图 2-9: 水泥成本结构图



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-10: 重点公司水泥历史吨成本(元/吨)



资料来源: WIND, 宏源证券

#### (四) 市场协同促成定价模式创新

水泥行业是资本密集型和资源高消耗型行业, 其两个最重要的特点: 1) 产品的无差异化; 2) 产品运输半径所导致的区域性特征。

第一个特点导致了消费者对于产品质量没有太大的区分度, 尤其对于新干法工艺而言, 各个水泥厂所生产的水泥熟料质量没有明显差异, 因此市场的竞争主要集中于价格、服务和口碑这三方面。

表 2-5: 2011 年中国水泥行业十大品牌榜单

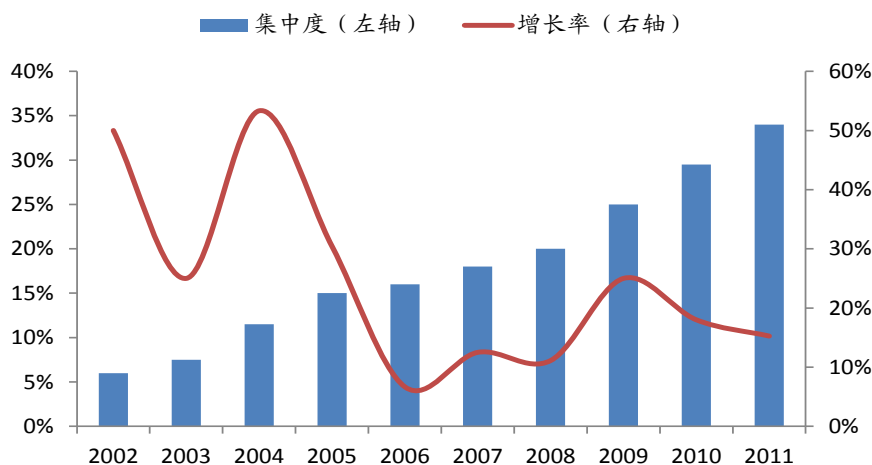
序号	公司名称	商标
1	安徽海螺水泥股份有限公司	海螺
2	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	祁连山
3	红狮控股集团有限公司	红狮

4	华新水泥股份有限公司	华新
5	陕西秦岭水泥(集团)股份有限公司	秦岭
6	山东山水水泥集团有限公司	山水
7	江西万年青水泥股份有限公司	万年青
8	福建水泥股份有限公司	福建水泥
9	冀东发展集团有限责任公司	冀东
10	台湾水泥股份有限公司	台泥

资料来源: 数字水泥网, 宏源证券

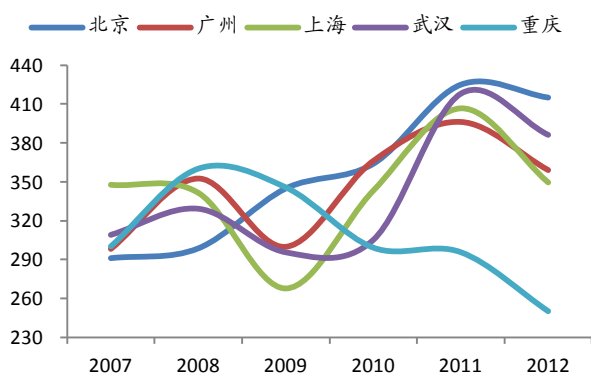
第二个特点导致了水泥行业在全国集中度低而在各区域集中度高, 每个区域都有各自的龙头企业, 这种现象容易出现区域性的季节性短缺, 受当地供需影响, 各地水泥价格差别较大。

图 2-11: 前 10 大水泥企业产业集中度



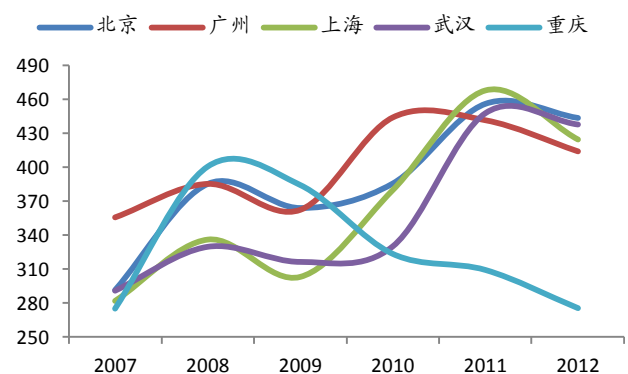
资料来源: 公司网站, 宏源证券

图 2-12: 重点城市水泥价格走势 (32.5 级, 元/吨)



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2-13: 重点城市水泥价格走势 (42.5 级, 元/吨)



资料来源: WIND, 宏源证券

在开放的经济体中, 产品价格的制定取决于市场的垄断程度。在自由竞争市场中, 产品定价基于产品的边际成本; 在寡头垄断市场中, 产品定价基于边际成本是否与边际收益相等。在华东地区, 前 5 大水泥企业的产

业集中度高达 55%，其中最大的两家水泥企业海螺水泥和中建材旗下的南方水泥占据绝大多数市场份额，因此可以把华东水泥市场看作为一个类似于双寡头垄断市场。这两家企业对华东地区水泥市场的定价自由度极高。

由于过去十几年中国经济一直保持超高速发展，市场对水泥的需要一直十分旺盛。因为中国水泥行业“诸侯分治”的特点，各地方水泥企业产能也一直处于盲目扩张状态。在 2008 年全球金融危机以后，中国经济增速开始放缓，水泥市场逐渐形成了供给大于需求的格局，这种现象使得水泥价格在 08 到 09 年跌幅巨大。但是自 2010 年以后，大型水泥企业通过产量“供给减法”和市场“协同效应”使得水泥行业供给面发生转变，对水泥价格起到了较强的保护作用。在华东水泥市场，海螺水泥和南方水泥通过这种“默契合作”方式成功逆转水泥价格持续下跌的局面，提高了该区域水泥行业平均盈利能力；海螺水泥与冀东水泥在陕西宝鸡地区的市场份额合计占 80-90%，今年先后两次提价 50 元，共提价 100 元/吨，增加了该区域水泥销售利润率。

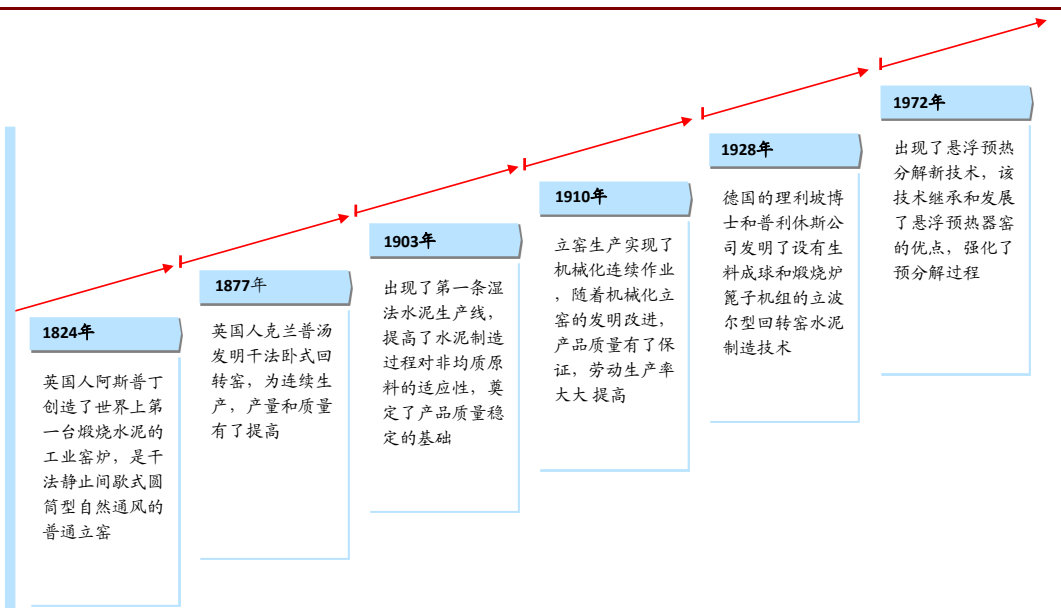
但是协同也不是万能的，该策略需要当地中小企业的配合才能顺利进行。“十二五规划”中的淘汰落后产能与新增产能抑制政策将在一定程度上改善供需关系，水泥行业正逐渐从无序恶性竞争环境，向产业集中度较高，规模化生产，高利润率，低耗能低污染的现代企业转变。随着海螺水泥在全国范围内市场份额逐步提升，我们预计未来将会有更多市场协同的现象出现。

### 三、探索行业发展趋势：国际化视角看海螺

#### (一) 全球水泥行业概况

现代水泥起源于 18 世纪的欧洲，1756 年英国工程师 J.斯米顿在研究某些石灰在水中硬化的特性时发现：要获得水下硬性石灰，必须采用含有粘土的石灰石来烧制；用于水下建筑的砌筑砂浆，最理想的成分是由水性石灰和火山灰配成。这个重要的发现为近代水泥的研制和发展奠定了理论基础。在随后的数百年时间内，经过多个开创性的技术创新之后，目前水泥行业发展逐渐演变成以新型干法为生产线主流技术的现代化行业。

图 3-1: 现代水泥技术发展历史

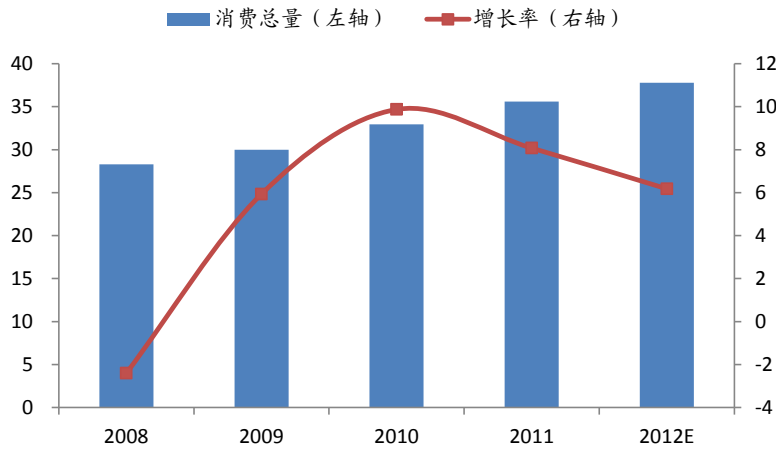


资料来源：数字水泥网，宏源证券

中国的水泥总产量连续 20 多年居世界第一位，截止至目前，全球五大水泥生产国分别为中国、印度、美国、日本和俄罗斯，中国的总产量占全球产量的 60%以上。但是中国水泥行业的整体发展水平仍落后于发达国家

家，原因主要体现在：1) 生产线干法占比较低；2) 生产过程中综合能耗较高；3) 产业集中度较低。中国同时也是全球水泥需求量最大的市场，2011 年消费总量占全球消费总量的 55% 以上，紧随其后的印度和美国两国水泥消费总量之和仅为 3 亿吨左右。

图 3-2: 全球水泥消费总量 (亿吨, %)

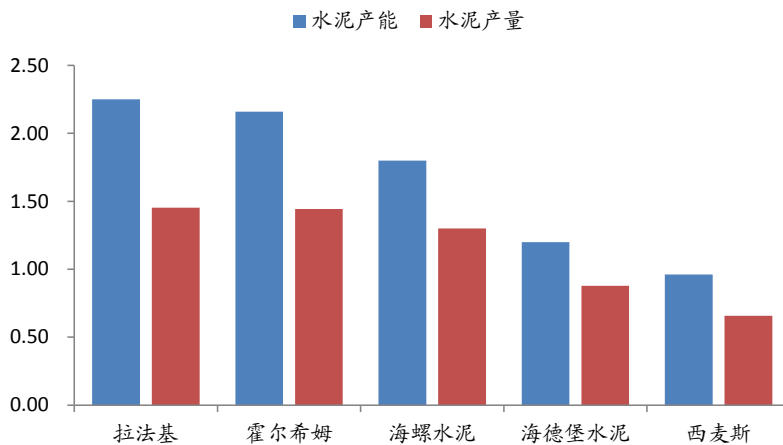


资料来源: 数字水泥网, 宏源证券

## (二) 海螺水泥在全球水泥市场的地位

海螺水泥目前无论从资产规模或是水泥产能等方面来看，均处于国内水泥行业霸主级地位，占据绝对的领先优势。即使放眼到全球水泥产业来看，水泥海螺的产能和销量也可排名至世界前三。截止至 2011 年底，全球水泥行业产能产量排名前五的企业分别是：拉法基（法国）、霍尔希姆（瑞士）、海螺水泥、海德堡水泥（德国）、西麦斯（墨西哥）。

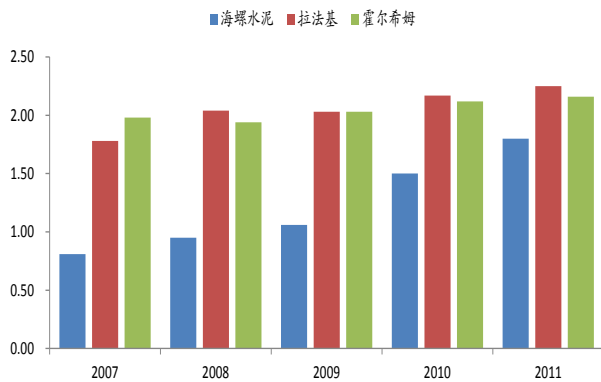
图 3-3: 全球主要水泥企业 2011 年水泥产能及产量 (亿吨)



资料来源: BLOOMBERG, 宏源证券

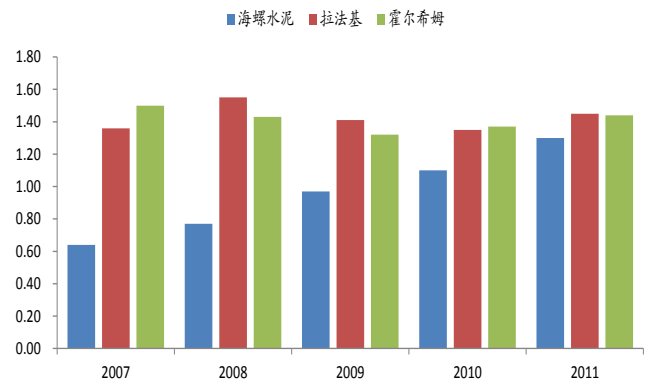
海螺水泥最近 4 年的水泥产能和产量平均增长率分别为 22.59% 和 19.47%，排名在其之前的拉法基和霍尔希姆最近 4 年的产能和产量平均增长率分别为：6.17% 和 2.02%（拉法基）、2.23% 和 -0.87%（霍尔希姆）。总的来说，海螺水泥是伴随着中国经济高速增长而快速发展起来的，而欧美水泥巨头因为当地已经完成居民城镇化的改造，市场对水泥的需求趋于稳定。

图 3-4: 全球水泥前三强产能对比 (亿吨)



资料来源: BLOOMBERG, 宏源证券

图 3-5: 全球水泥前三强产量对比 (亿吨)



资料来源: BLOOMBERG, 宏源证券

### (三) 国内水泥行业及海螺水泥的发展方向

受全球宏观经济影响, 国内 GDP 增速在未来十年内徘徊在 8% 左右是大概率事件, 因此房地产、基建和固定资产投资增速也将逐渐下降。我们预计上游的水泥行业目前已处于历史发展的高峰期, 水泥人均年消费量大约为 1210KG, 远高于其他国家在水泥消费峰值年份的数据。中国水泥行业的高速发展期可能还会持续 8-10 年左右, 但是产能产量的增速会逐渐放缓, 最终将与国外大型水泥企业的发展增速趋于一致。虽然目前我国城市化率仅为 46%, 但人均水泥消费量已超过 1000KG, 远超过城市化率较高的西欧和日本。假设 2020 年我国城市化率将达到 60%, 仍远低于其他发达国家, 但我们认为目前人均消费已基本接近饱和, 未来仍有进一步上涨的空间, 但是出现大幅增长的概率较低。

表 3-1: 全球水泥消费高峰期数据统计

国家及地区	消费告诉增长期	消费峰值年份	人均年消费量峰值(KG)	城市化率
德国	1950-1982	1982	800	80%
西欧	1950-1970	20 世纪 70 年代	600-700	97%
东欧	1950-1980	20 世纪 80 年代	650-780	64%
日本	1950-1991	1991	700	82%
韩国、新加坡	1960-1990	20 世纪 90 年代	1000	90%
中国	-	-	1210 (当前)	46%

资料来源: 世经未来, Nautrust 分析, 宏源证券

除了淘汰落后产能、提高新干法生产线占有率、增加余热发电技术的应用等手段, 国内水泥企业加大水泥出口的比重也是稳定水泥行业供需平衡、增强盈利能力的方法之一。由于中国水电实行政府管制价格, 环境治理成本也未完全计入水泥生产成本中, 中国水泥在国际市场上具有较强的价格竞争优势。当前发达国家和其他新兴国家的水泥价格在 100 美元/吨上下波动, 明显高于国内水泥价格区间。因此将过剩的产能输送到周边国家将是未来国内水泥企业发展的核心策略之一。

总的来说, 在技术创新应用方面, 海螺水泥在提高新干法技术和余热发电应用率上一直是国内水泥行业的



领军者和标准制定者，未来数十年内国内仍难有水泥企业能与海螺水泥正面竞争，它是最有可能在短期内达到国际领先标准的国内水泥制造商，其成本控制优势不会被动摇；在产能产量方面，预计海螺水泥5年之内将超越拉法基，成为全球水泥行业的龙头，但是产能增速将会逐步放缓；在销售区域方面，除了发展国内市场，海螺水泥也会将业务逐渐展开至东南亚周边国家甚至更远的非洲和大洋彼岸的美洲，利用价格优势占领市场份额，目前海螺水泥出口营业收入占比不到3%，海外业务有较大的提升空间。

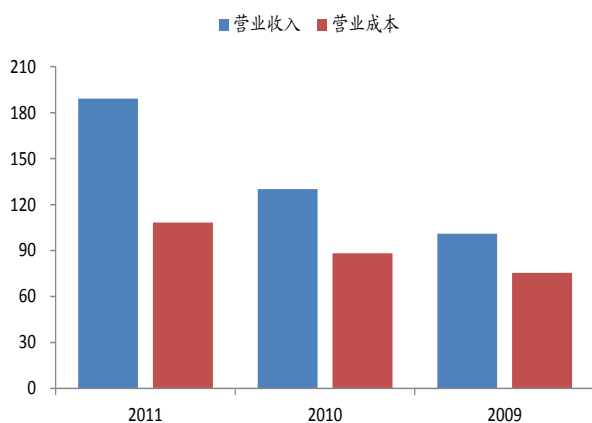
## 四、公司未来战略：市场协同+并购扩张

目前国内水泥行业总体来说是产能过剩的，企业面临两难的局面。水泥的整合已经形成共识，局部地区形成局部市场协同是大势所趋。行业内合作的前提是公司的核心利益要得到保证。海螺的子公司分布全国，需要根据具体情况制定营销政策，一味地想开展协同，并不现实。对于市场协同，当地小企业一般的策略是：亏损的时候停产，赚钱的时候开张，这在一定程度上妨碍了市场协同的进行。因此不同区域应采取不同方式，在集中度高的地方可以协同。另一方面，水泥需求上升的时候，停窑会导致价格快速上涨；但经济下行的时候，停产作用微弱，反而保护了落后产能。因为在需求下行的时候，协同减产对于海螺来说是赚多赚少的问题，而对小企业是生与死的关系，小厂的成本很高，一旦减产成本更高，因此在集中度低的地方协同是无效的。此外，水泥产能的大规模建设期已经结束，未来国内主流水泥企业扩张产能将主要通过并购方式进行，我们预计市场协同和并购扩张将是海螺水泥未来发展的两大杀手锏。

### （一）华东地区：市场协同

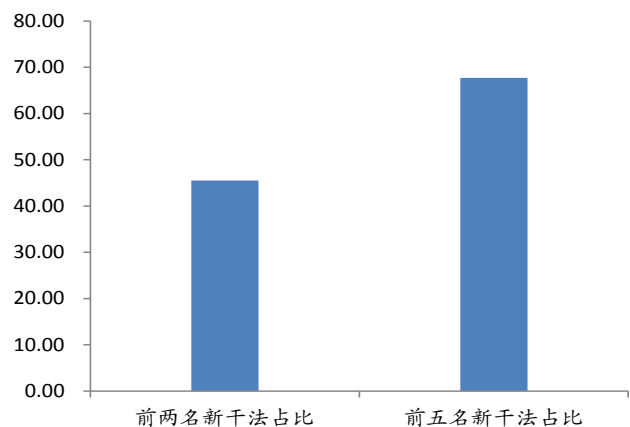
华东地区一直是海螺水泥的主战场，目前该地区水泥行业已进入成熟期：一方面，江苏、浙江和上海等地的城镇化建设和公路、铁路基本完成，市场对水泥的需求将维持稳定，基本不可能出现需求猛涨猛跌的情况；另一方面，华东地区集中度非常高，以新干法产能计算的前5家水泥企业的产能占华东地区总产能的70%左右，企业间的协同效应越来越明显。随着中建材在华东地区的快速崛起，华东地区双寡头的格局已经逐渐明朗，两大企业对于市场的影响正在逐步提高。

图 4-1: 海螺水泥华东地区营业收入及成本 (亿元)



资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-2: 华东地区新干法产能集中度 (%)



资料来源: Natrust 分析, 宏源证券

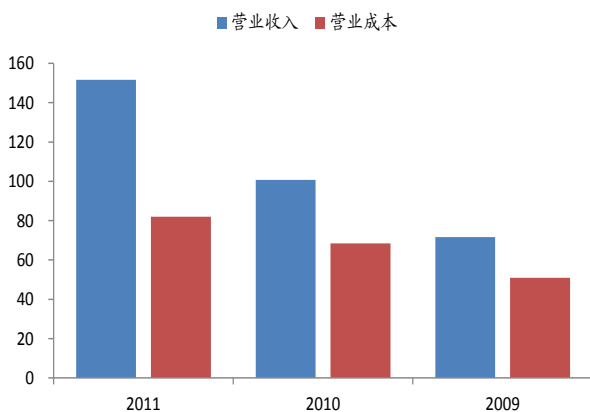
海螺水泥今年沿江地区将投产3条1.2万吨、4条5千吨生产线，但是这些线投产后海螺水泥在东部地区的产能就基本释放完毕，现在的销量基本反应了华东地区的供求关系。华东地区需求从长期来看，供给端将会比需求端降幅更大，因为2000吨以下和没矿山的水泥企业将被淘汰，预计全国需要淘汰的总量超过3亿吨，大部分集中在华东等地。我们预计今年华东地区水泥行业的新增产能将会非常少；但是如果下半年政策宽松，加大固定资产投资力度，水泥的需求将快速增长。对于华东地区这种集中度高的水泥市场，需求增长的影响将

在短时间内传导到价格上，引起价格上涨。

## (二) 中南地区：保持节奏

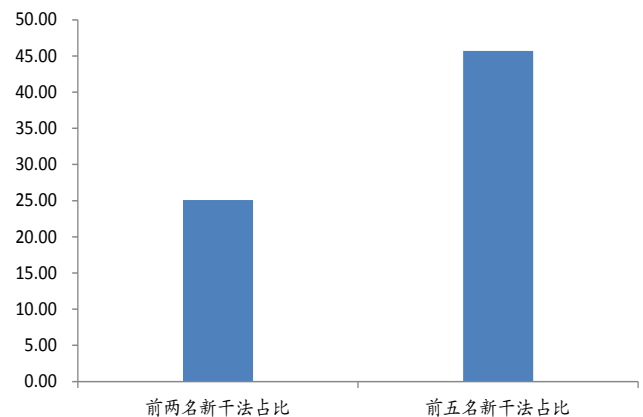
中南地区的水泥市场仍处于向成熟期过渡的阶段。该区域的集中度没有华东地区高，区域内的知名水泥企业除了海螺水泥，还有有华润、台泥、中建材、华新等。与华东地区相比，华中和华南地区市场亦接近饱和，并且大量中小水泥企业的落后产能消弱了市场的协同效应。另一方面，中南地区整体上仍具有相对较好的成长性，湖北、湖南和广西地区在“十二五”期间的经济发展仍将依靠大量的投资拉动，市场对水泥的需求十分可观。海螺水泥还在两广成功复制了“T”型布局，未来海螺在华南地区的产销情况将会得到改善。

图 4-3: 海螺水泥华中地区营业收入及成本(亿元)



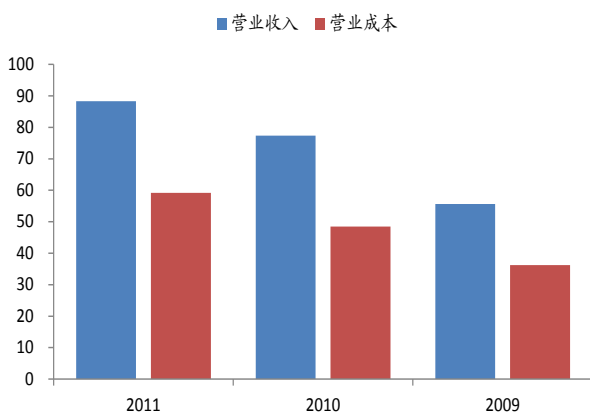
资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-4: 华中地区新干法产能集中度(%)



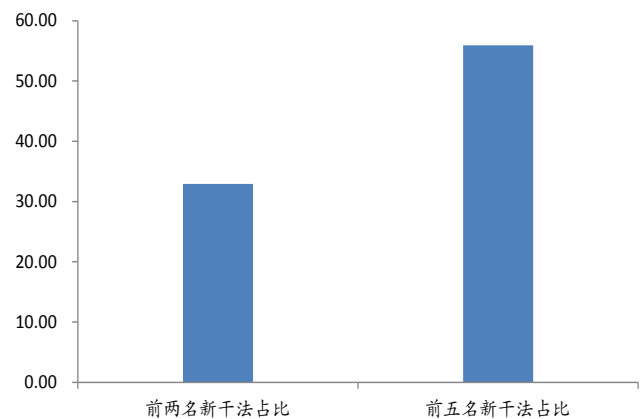
资料来源: Natrust 分析, 宏源证券

图 4-5: 海螺水泥华南地区营业收入及成本(亿元)



资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-6: 华南地区新干法产能集中度(%)



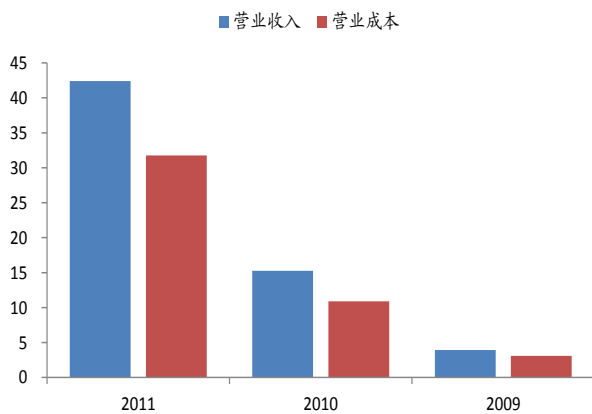
资料来源: Natrust 分析, 宏源证券

整体来看，中南地区大型水泥企业数量较多，较难出现整个区域的市场协同。因此在这样一个充分竞争的市场，局部区域协同可能会频繁发生，但对于华中和华南整体水泥价格影响甚弱。另外海螺水泥对并购非常谨慎，虽然这两个区域中小水泥企业很多，但达到海螺水泥标准的寥寥无几，并且收购过程可能会受到该区域其他大企业的插入，因此我们预计海螺水泥在华中、华南地区的发展战略较之前不会有太大变化，将会继续保持现有节奏。未来这两个区域收入的增速主要取决于区域经济增速的增速。

### (三) 西部地区：并购扩张

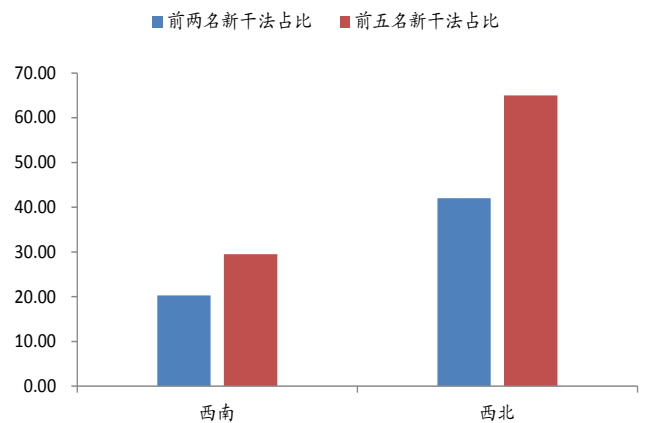
在全国范围内，西部是海螺水泥未来发展的核心区域，因为西部各省份的基础设施建设相比其他地区是最落后的，同时这也促使西部在“十二五”期间固定资产投资将加速。从未来十年内的需求端来看，西部是最有可能产生水泥需求井喷的地区。

图 4-7: 海螺水泥西部地区营业收入及成本 (亿元)



资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-8: 西部地区新干法产能集中度 (%)



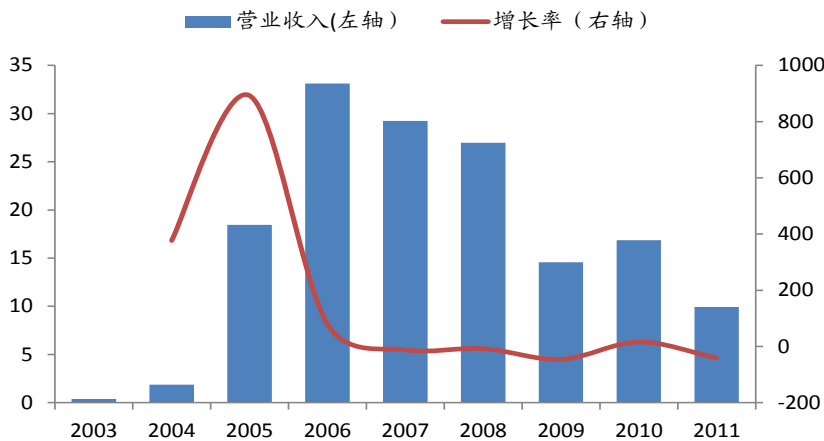
资料来源: Natrust 分析, 宏源证券

西部地区分为西南和西北两大块。在西南地区，海螺水泥目前在四川广元、达州，重庆忠县，陕西千阳、礼泉，云南和贵州等地均有自建产能并已开始投产，公司还陆续兼并或控股一些中小水泥企业，快速提升市场份额。目前海螺水泥在四川、重庆地区的产能已慢慢向拉法基瑞安靠近，在陕西的产能也快与冀东水泥并驾齐驱。在西北地区，海螺水泥与甘肃岷县达成 10 亿投资规模的项目，新建水泥生产线；另外海螺水泥上半年通过定增入股青松建化，成为其第二大股东，势必将青松建化改造为西北地区的“海螺水泥第二”。我们预计随着大型水泥企业兼并重组的深入、有序的竞争，西南地区行业盈利水平将大规模提升；而随着海螺水泥挺进西北地区，当地的霸主中材集团将面临挑战，未来西北地区水泥行业可能会复制华东地区的格局，海螺水泥与中材集团在西北地区形成双寡头垄断的局面值得期待。

### (四) 海外地区：初步试水

海螺水泥的产品销售渠道辐射周边东南亚国家以及中东、非洲等国家，并且海螺水泥是继中材、冀东走出去后，我国第三个成功走出去的国内水泥龙头企业。尽管海螺水泥在印尼拟建的项目产能不及海螺水泥当前总产能的 1%，但印尼当地水泥市场吨毛利率水平是国内的三倍多，在国内水泥产能过剩的大背景下，海螺水泥可以通过海外业务来对国内的过剩产能。当前公司的海外营业收入占比不到 3%，如果海螺水泥能做到海外业务“当地设计、当地生产、当地销售”，实现水泥产品的本地化，那么海外业务未来的占比有很大的提升空间。

图 4-9: 海螺水泥海外地区营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: WIND, 宏源证券

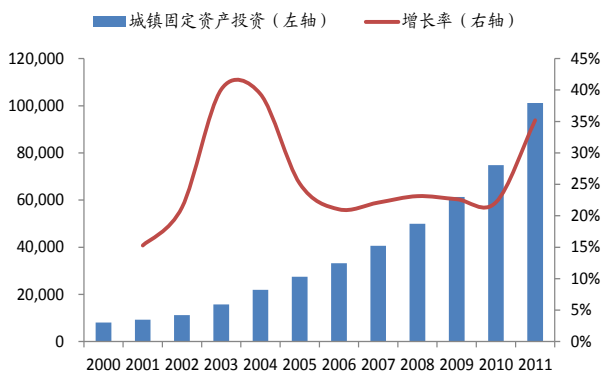
海螺水泥的海外收入并不稳定, 且近年来增长呈渐递减态势, 主要原因有两方面: 1) 国内水泥产能增速较快, 公司主要精力放在扩展西部市场份额上, 出口占比逐年减少; 2) 由于国际经济复苏缓慢, 需求量减缓。水泥出口作为平衡国内市场及参与国际化竞争的手段之一, 是海螺水泥重要的发展战略。我们认为海螺水泥不会放弃目前产品出口和海外建厂, 但总体上还是以国内市场为主。如果海螺水泥在国内西南地区站稳脚跟, 并且国际宏观经济持续好转, 预计海螺水泥会加大海外业务的比重, 届时海外营业收入将会成倍增长。

## 五、水泥需求与供给预测

### (一) 全国各地水泥需求预测

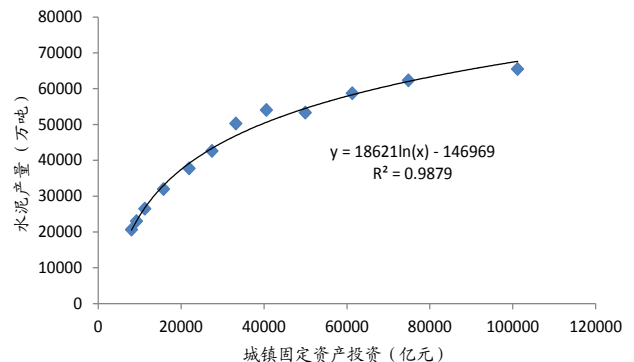
华东地区包括 6 省 1 市, 分别为山东省、江苏省、安徽省、浙江省、江西省、福建省、上海市。该地区近年城镇固定资产投资总额增速一直保持在 20% 以上, 2011 年全年创纪录的达到 35.19%。我们预计随着上一轮投资潮的落幕, 今年华东地区固定资产投资增速可能会维持在 25% 左右。同时, 由于水泥产量与城镇固定资产投资总额有高度的相关性, 我们预计 2012 年整个华东地区水泥需求量为 71788.8 万吨左右。

图 5-1: 华东固定资产投资总额及增长率 (亿元)



资料来源: WIND, 宏源证券

图 5-2: 华东固定资产投资总额与水泥产量散点图

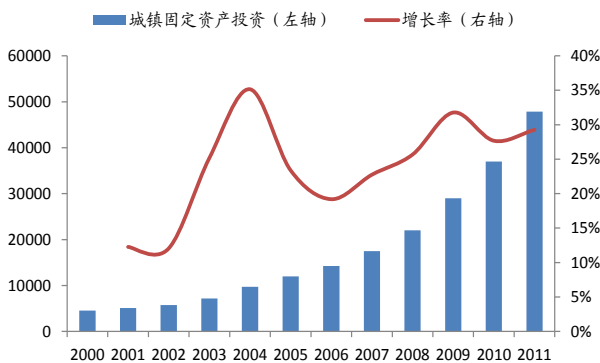


资料来源: WIND, 宏源证券

中南地区包括湖北、湖南、广东、广西。该地区近年城镇固定资产投资总额增速一直保持在 25% 左右, 2011 年全年达到 29.27%。我们预计随着“十二五”期间经济发展的稳步提速, 今年中南地区固定资产投资增速可能达到 30% 以上。同时, 由于水泥产量与城镇固定资产投资总额有高度的相关性, 我们预计 2012 年整个中南地

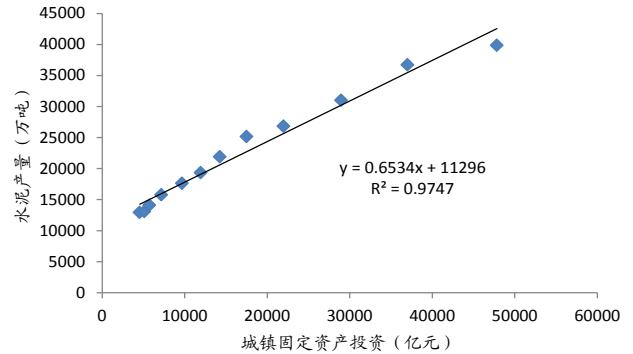
区水泥需求量为 51929.3 万吨左右。

图 5-3: 中南固定资产投资总额及增长率 (亿元)



资料来源: WIND, 宏源证券

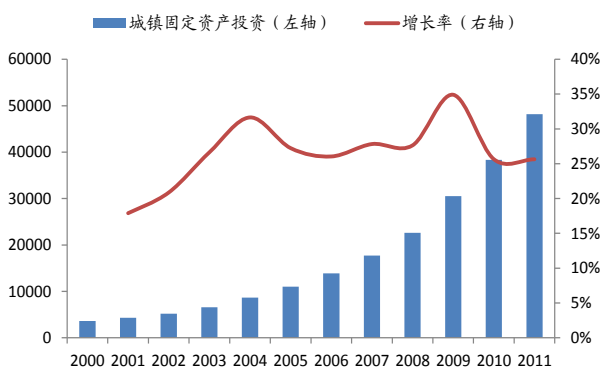
图 5-4: 中南固定资产投资总额与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券

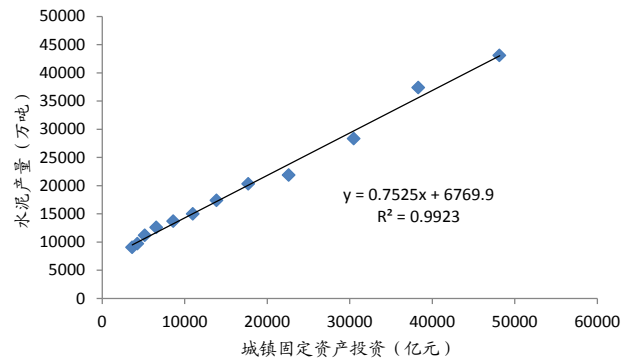
西部地区主要包括新疆、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州、云南。该地区近年城镇固定资产投资总额增速一直保持在 27% 左右。我们预计“十二五”期间国家将加大对西部地区的投资力度，今年西部地区的固定资产投资增速有望达到 30% 以上。同时，由于水泥产量与城镇固定资产投资总额有高度的相关性，我们预计 2012 年整个西部地区水泥需求量为 53889.5 万吨左右。

图 5-5: 西部固定资产投资总额及增长率 (亿元)



资料来源: WIND, 宏源证券

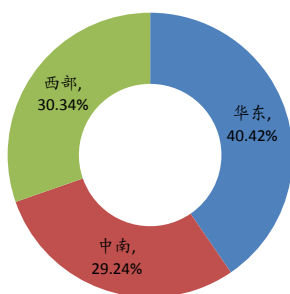
图 5-6: 西部固定资产投资总额与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券

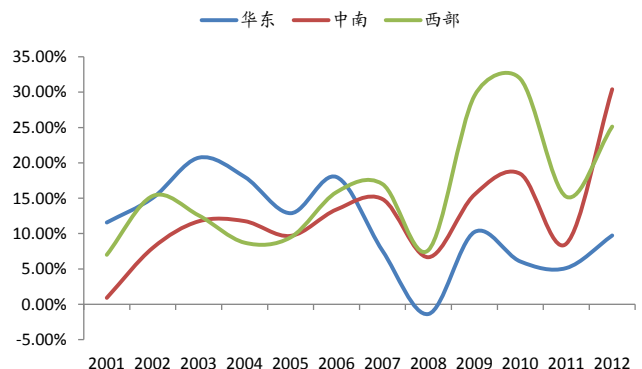
总的来说，全国范围内华东地区的水泥需求占比仍为最高，西部地区水泥需求增速维持在高位。未来华东地区水泥消费量占比将逐渐下降，水泥消费的重心将向西部转移。

图 5-7: 2012 年全国各地区水泥需求占比预测



资料来源: 数字水泥网, 宏源证券

图 5-8: 全国各地区历年水泥产量增速



资料来源: 数字水泥网, 宏源证券

## (二) 海螺水泥及各地区水泥熟料产能预测

目前国内水泥行业在未来 10 年出现过去 10 年产能产量大幅增长的可能性几乎为零，其原因具体体现在 4 个方面：1) 很多目前停窑的生产线不会再開起来，因为没有矿山、技术优势，石灰石矿主要通过公路运输到厂区，现在面临越来越大的环保和成本压力；2) 由于行业总体产能过剩，政府也许会出台一些政策，脱硝脱氮、PM2.5、碳排放交易等都被列入考虑范围内，另外政府还可能会考虑取消 32.5 标号的水泥，如果这种情况发生，产能会大幅缩减；3) 2009 年 9 月 30 日国务院发布 38 号文，到目前为止除了新疆一个项目，没有批过其他任何一个项目，且 38 号文之前批复的项目有效期为两年，到 2011 年 9 月 30 没有开工就会失效，即便存在修改批文时间等违规情况，最迟到今年年底，合法的水泥项目将全部建设完毕；4) 现在没有厂有实力投线，主要因为银行贷款困难，同时建线成本翻倍上升，过去一亩地可能只需 700-800 元，现在市场均价已涨至 20 万元以上。

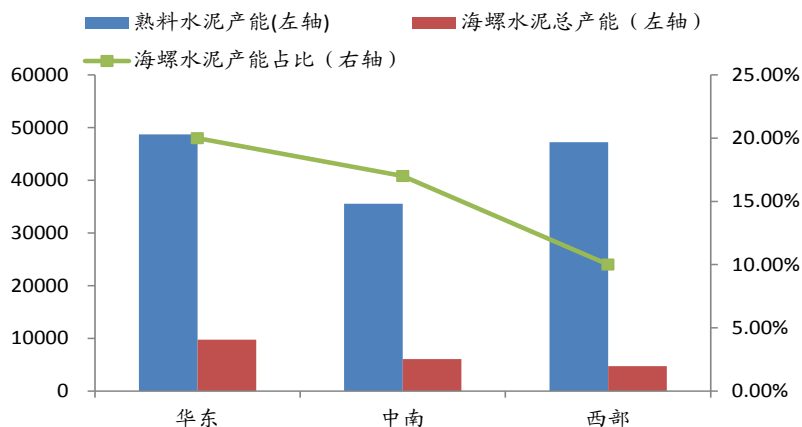
未来国内水泥行业产能将缓速增长，我们预计国内主要地区产能将出现阶梯型上涨：华东地区产能平均增速 15%，中南地区产能平均增速 20%，西部地区产能平均增速 25%。

**表 5-1: 海螺水泥全资或控股子公司及已投产生产线产能分布情况 (截止至 2011 年底)**

省份	子公司数量 (个)	生产线条数 (条)	年熟料产能 (万吨)	年水泥产能 (万吨)
安徽	21	34	5301	6891
浙江	10	1	155	202
广东	9	8	1240	1612
湖南	9	7	1070	1390
陕西	8	9	1091	1419
贵州	6	2	310	403
江苏	5	3	372	484
江西	5	4	450	584
广西	5	9	1364	1773
上海	5	0	0	0
四川	4	4	605	786
云南	3	1	62	81
福建	2	0	0	0
重庆	2	2	295	383
印尼	2	0	0	0
甘肃	1	2	295	383
湖北	1	0	0	0
山东	1	1	155	202
<b>总计</b>	<b>99</b>	<b>87</b>	<b>12765</b>	<b>16593</b>

资料来源：公司资料，宏源证券

图 5-9: 2012 年海螺水泥及各地区水泥熟料总产能预测 (万吨)



资料来源: 数字水泥网, 宏源证券

### (三) 投资拐点临近, 水泥价格有望见底回升

我们认为全年行情将呈现“N”字形。现阶段水泥板块的下跌调整是由于水泥企业进入业绩中报预警期, 我们认为今年宏观经济“前低后高”叠加去年“前高后低”, 水泥公司中报业绩大幅下降是必然。但是“稳增长”政策确立投资拐点逻辑, 如果第三季度货币政策和财政政策刺激显现效果, 水泥行业的业绩将会恢复。

图 5-10: 水泥板块的“N”字行情图



资料来源: WIND, 宏源证券

随着降息周期的启动, 下半年固定资产投资增速和交通运输系统建设情况将会有明显好转, 水泥价格触底反弹, 水泥行业景气度也将走向上升通道。海螺水泥作为国内水泥上市公司中吨水泥成本最低的企业, 公司 EPS 对于水泥价格波动的弹性很大。未来水泥熟料价格反弹, 将极大程度的提升公司业绩。

表 5-2: 水泥熟料平均价格对海螺水泥 EPS 弹性分析

水泥价格 (元)	水泥价格波动	EPS (元)	EPS 波动	弹性
208	-20%	1.36	-20%	1
221	-15%	1.45	-15%	1
234	-10%	1.53	-10%	1

247	-5%	1.62	-5%	1
260	0%	1.70	0%	-
273	5%	1.79	5%	1
286	10%	1.87	10%	1
299	15%	1.96	15%	1
312	20%	2.04	20%	1

资料来源：公司资料，宏源证券

## 六、盈利预测和投资建议

海螺水泥作为国内最优秀的水泥企业之一，只要其管理层不出现重大失误，按既定计划稳扎稳打，其费用率仍将维持在全行业最低。同时公司在长三角地区特有的“T”型布局已复制到珠三角地区，这一战略布局将继续支撑公司业绩。未来国内水泥行业在新干法和余热发电等技术的应用上，会朝普及化、深入化方面发展，而海螺水泥作为这些技术的标准制定者，必然会先人一步，比其他企业占有更大的优势，从而转移成为成本优势。分区域来看：华东地区，已与中建材形成双寡头垄断，未来几年产能不会有太大增长，以后将更多的依靠市场协同来平衡市场供给；华中和华南地区，由于大型水泥企业很多，海螺水泥的市场份额很难有大幅提升，但是“十二五”期间这两个区域的经济增长速度将对水泥的需求是一个有力的保障，只要稳定现有情况，这两个地区的收入将会稳步增长；西南和西北地区，公司目前的策略是靠并购或控股来提高市场份额，只要市场份额有了保证，西部地区未来超高的水泥需求量将会使公司的西部地区收入有大幅度的提升；海外地区，如果国际宏观经济持续好转，未来2-3年内公司海外收入将会有明显的改观。

由于当前宏观经济不景气，水泥价格降幅较大，我们预计今年全年水泥熟料的平均价格将降至270元/吨，并且海螺水泥产能增速在今年以后会逐步放缓，但随着政府新一轮投资潮启动，水泥价格会在明后年进入新一轮的上升通道，而海螺水泥的产能增速也将再次加速。预计未来3年内海螺水泥的毛利率会维持在25%左右，今年的营业收入增速将徘徊不前，但明后两年将重新回到20%以上。

中短期来看，有两个催化因素将左右海螺水泥股价的波动：1) 海螺水泥的中期业绩；2) 下半年水泥价格走势。上半年水泥行业整体利润下滑，市场普遍不看好水泥企业，如果海螺水泥的中期业绩好于预期，那么股价将迎来一波反弹。另外，如果下半年水泥价格进入上升通道，水泥行业景气度上升，海螺水泥凭借成本优势将享受全行业最高的吨毛利水平，在这种情况下可能出现的现象是：水泥板块整体反弹，同时海螺水泥报复性反弹，反弹的幅度取决于水泥价格上涨的幅度。

表 6-1: 海螺水泥销售收入预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水泥熟料总产能(万吨)	13,000	16,400	20,150	23,777	28,532
增长率 (YOY)		26.15%	22.87%	18.00%	20.00%
产能利用率	88.46%	83.54%	83.00%	80.00%	80.00%
水泥熟料总产量 (万吨)	11,500	13,700	16,725	19,022	22,826
产销率	119.13%	115.33%	110.00%	110.00%	105.00%
水泥熟料总销量 (万吨)	13,700	15,800	18,397	20,924	23,967
水泥熟料平均价格 (元/吨)	252	308	260	270	280
水泥熟料总收入(百万元)	34,508	48,654	47,832	56,494	67,108
增长率 (YOY)		40.99%	-1.69%	18.11%	18.79%

资料来源：公司资料，宏源证券



考虑到水泥熟料业务是公司收入的唯一来源，其价格和销量的波动直接影响企业的盈利，因此下表给出了公司 EPS 对于水泥熟料价格销量变动的敏感性分析：

**表 6-2: EPS 对水泥熟料平均价格/总销量的敏感性分析**

水泥熟料平均价格(元/吨) / 总销量(万吨)	15,000	16,000	17,000	18,000	18,397	19,000	20,000	21,000	22,000
220	1.17	1.25	1.33	1.41	1.44	1.49	1.57	1.65	1.73
230	1.22	1.31	1.39	1.47	1.51	1.56	1.64	1.72	1.81
240	1.27	1.36	1.45	1.54	1.57	1.62	1.71	1.80	1.89
250	1.33	1.42	1.51	1.60	1.64	1.69	1.78	1.87	1.96
260	1.38	1.47	1.57	1.66	1.70	1.76	1.85	1.94	2.04
270	1.43	1.53	1.63	1.72	1.76	1.82	1.92	2.02	2.12
280	1.48	1.59	1.69	1.79	1.83	1.89	1.99	2.09	2.19
290	1.54	1.64	1.75	1.85	1.89	1.96	2.06	2.16	2.27
300	1.59	1.70	1.81	1.91	1.96	2.02	2.13	2.24	2.35

资料来源：公司资料，宏源证券

我们预计未来 3 年的 EPS 分别为 1.70 元、2.14 元、2.56 元，按截止至 7 月 26 日的前五个交易日均价 14.39 元计算，对应的 PE 为 8.46 倍、6.73 倍、5.62 倍，有较好的安全边际。我们预测海螺水泥未来 6 个月的目标价格为 20 元，给予“买入”评级。

## 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	48654	47832	56494	67109	<b>流动资产</b>	25850	25101	28064	33047
营业成本	29246	31760	36721	43621	现金	8028	8028	8028	9246
营业税金及附加	278	274	323	384	交易性投资	77	0	0	0
营业费用	1859	1828	2159	2564	应收票据	10597	10418	12304	14616
管理费用	1789	1759	2078	2468	应收款项	343	336	396	471
财务费用	629	856	726	576	其它应收款	1180	1160	1370	1628
资产减值损失	5	0	0	0	存货	4378	4755	5498	6531
公允价值变动收益	(15)	0	0	0	其他	1246	404	468	555
投资收益	129	129	129	129	<b>非流动资产</b>	58153	58429	64346	70374
<b>营业利润</b>	14960	11484	14616	17624	长期股权投资				
营业外收入	703	703	703	703	投资	399	399	399	399
营业外支出	11	11	11	11	固定资产	43035	53906	60225	66615
<b>利润总额</b>	15652	12176	15308	18316	无形资产	4468	4021	3619	3257
所得税	3828	2978	3744	4479	其他	10252	104	104	104
<b>净利润</b>	11824	9198	11564	13837	<b>资产总计</b>	<b>84003</b>	<b>83530</b>	<b>92410</b>	<b>103421</b>
少数股东损益	235	182	229	274	<b>流动负债</b>	16991	18618	17068	15599
<b>归属于母公司净利润</b>	11590	9016	11335	13562	短期借款	846	6416	3799	846
<b>EPS (元)</b>	2.19	1.70	2.14	2.56	应付账款	5051	5485	6342	7534
<b>年成长率</b>					预收账款	901	953	1102	1309
营业收入	41%	-2%	18%	19%	其他	10193	5764	5825	5911
营业利润	96%	-23%	27%	21%	<b>长期负债</b>	20170	9773	9773	9773
净利润	88%	-22%	26%	20%	长期借款	9773	9773	9773	9773
<b>获利能力</b>					其他	10397	0	0	0
毛利率	39.9%	33.6%	35.0%	35.0%	<b>负债合计</b>	<b>37162</b>	<b>28391</b>	<b>26841</b>	<b>25372</b>
净利率	23.8%	18.8%	20.1%	20.2%	股本	5299	5299	5299	5299
ROE	25.8%	17.0%	17.9%	18.0%	资本公积				
<b>偿债能力</b>					金	11579	11579	11579	11579
资产负债率	44.2%	34.0%	29.0%	24.5%	留存收益	28011	36125	46327	58533
净负债比率	15.6%	19.4%	14.7%	10.3%	少数股东权益				
					权益	2002	2185	2414	2688
					归属于母公司所有者权益				
					益	44890	53004	63205	75411
					<b>负债及权益</b>	<b>84053</b>	<b>83580</b>	<b>92460</b>	<b>103471</b>

## 合计

流动比率	1.5	1.3	1.6	2.1
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.7
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	8.5	7.0	7.2	7.3
应收帐款周转率	115.4	140.9	154.3	154.7
应付帐款周转率	6.5	6.0	6.2	6.3
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	2.19	1.70	2.14	2.56
每股经营现金	1.13	2.85	3.14	3.44
每股净资产	8.47	10.00	11.93	14.23
每股股利	0.30	0.17	0.21	0.26

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>				
经营现金流	6010	15079	16619	18246
<b>投资活动现金流</b>				
投资现金流	(10,341)	(6,594)	(12,271)	(12,271)
<b>筹资活动现金流</b>				
筹资现金流	3,447	(8,485)	(4,348)	(4,757)
<b>现金净增加额</b>	<b>(884)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1218</b>

**分析师简介:**

**邓海清:** 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生冯悦、黎泉宏等对报告亦有贡献。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	邮箱
华北	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com
华东	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	zhangyao@hysec.com
华南	张珺	010-88085978	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com
QFII	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com
华南	李岚	02151782236	lilan@hysec.com
	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com
华南	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
华南	赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。