

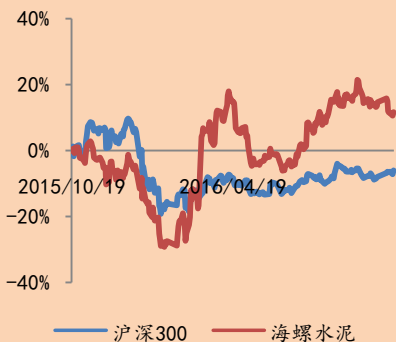


海螺水泥 (600585)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2016-10-19

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161837
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161592
neilyds@163.com

行业整合提速, 公司强者恒强

主要观点:

□ 子公司布局广泛, 供给侧改革发力

目前公司控股子公司 125 家, 合营公司 4 家, 联营公司 3 家, 从事水泥相关业务的公司超过 90%, 分布在华东、华南、西南、西北等 18 个省、市、自治区以及印尼、缅甸等海外国家和地区, 是目前亚洲最大的水泥、熟料供应商。产品方面, 公司一直注重高品质水泥 (42.5 级及以上) 的研发与生产, 加快骨料产业布局, 完善产业链以降低成本。

□ 集团管理优化成本结构, 盈利水平行业领跑

公司在毛利率和净利率水平方面一直处于行业领先地位, 即使在去年水泥行业整体亏损的情况下, 仍然保持了 27.64% 的毛利率和 14.96% 的净利率。公司在成本管控方面表现突出, 准确把握煤炭市场动向, 优化调整直供渠道结构, 降低采购成本; 同时积极推进节能降耗技改、余热发电项目、燃煤电站项目和水泥窑垃圾处理项目等, 降低生产成本, 这些都是公司利润率稳居全国水泥企业首位的保证。

□ 整合并购马不停蹄, 把握“一带一路”机遇, 提升国际影响力

近年来公司一直重视西南、华东的业务拓展, 多次并购当地优质水泥企业, 另外, 公司多次布局了印尼、缅甸、柬埔寨等东南亚国家, 紧跟“一带一路”的步伐。未来公司的海外业务有望成为消化过剩产能、增加利润增长的有效方式。同时, 公司一直对中亚、南亚、非洲、欧洲等地区多国家进行水泥市场调研, 为公司的国际化打下了基础, 助力公司未来发展成为国际上有影响力的水泥集团。

□ 参照国内外重组案例, 与华润战略合作, 强强联手

拉法基集团是国际水泥巨头之一, 从事水泥及相关产业已超过 150 年, 从其的发展历程来看, 拉法基集团准确把握市场动向, 积极求变, 通过国际化和强强联手实现了保持了自身的稳步发展。在当前国内水泥行业整体严峻的形势下, 公司一方面紧跟“一带一路”的步伐推进国际化进程, 另一方面选择与华润战略合作, 形成强强联合, 有望扩张业务范围至西部地区, 对公司去产能、去库存有明显帮助, 也有助于形成新的利润增长点。

□ 节能环保技术全国领先, 重视研发及创新

随着我国政府环保意识的逐步增强, 建材行业的绿色化成为了企业的发展趋势。公司在余热发电项目和水泥窑协同垃圾处理项目均有所建树: 在国内水泥行业余热发电技术发展方面行动早、技术好, 依托两家合资公司持续推进对余热发电技术的创新, 并向建材行业内其他相关企业提供设备支持和技术指导; 在水泥窑协同处理生活垃圾技术方面行业领跑, 并建成了国内第一套利用水泥窑处理城市生活垃圾系统。未来公司有望在节能环保方面对行业的技术更新改造做出新的贡献, 同时可有效降低公司运营成本, 为公司带来稳定的利润增长。

□ 盈利预测与估值

目前,我国水泥行业正处在整合转型的关键阶段,公司作为业内领军企业,并购的脚步从未停止,节能创新方面发展当属业内龙头。参考国际水泥巨擘拉法基集团,公司未来发展当以国际化和强强合作为重点。公司紧跟“一带一路”的步伐积极推进海外业务发展,同时与华润集团战略合作,布局明确,未来发展有望强者恒强。我们预测,公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.53 元/股、1.68 元/股、1.91 元/股,对应的 PE 为 10.75 倍、9.77 倍、8.57 倍,给予“增持”评级。

盈利预测:

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	50976	51996	54595	60055
收入同比(%)	-16%	2%	5%	10%
归属母公司净利润	7516	8123	8937	10189
净利润同比(%)	-32%	8%	10%	14%
毛利率(%)	27.6%	29.1%	29.9%	30.4%
ROE(%)	10.3%	11.0%	11.2%	11.7%
每股收益(元)	1.42	1.53	1.68	1.91
P/E	11.56	10.75	9.77	8.57
P/B	1.23	1.20	1.10	1.01
EV/EBITDA	7	8	6	5

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1 海螺水泥何以屹立不倒？	5
1.1 子公司分布广泛，地域优势凸显	6
1.2 供给侧发力，推广高品质水泥	7
1.3 并购整合的脚步不曾停下	8
1.4 集团管理优化结构，盈利水平行业领先	10
1.5 “一带一路”下的企业国际化发展	11
2 海螺水泥未来发展的趋势	12
2.1 国际水泥巨擘拉法基集团的发展历程	12
2.2 与华润战略合作，探索行业新出路	14
2.3 重置行业集中度，引领行业未来	15
2.4 公司环保节能技术发展可期	16
2.4.1 积极引进优质余热发电技术	16
2.4.2 重视发展水泥窑协同垃圾处理技术	17
3 盈利预测与估值	19
附录：财务报表预测	20

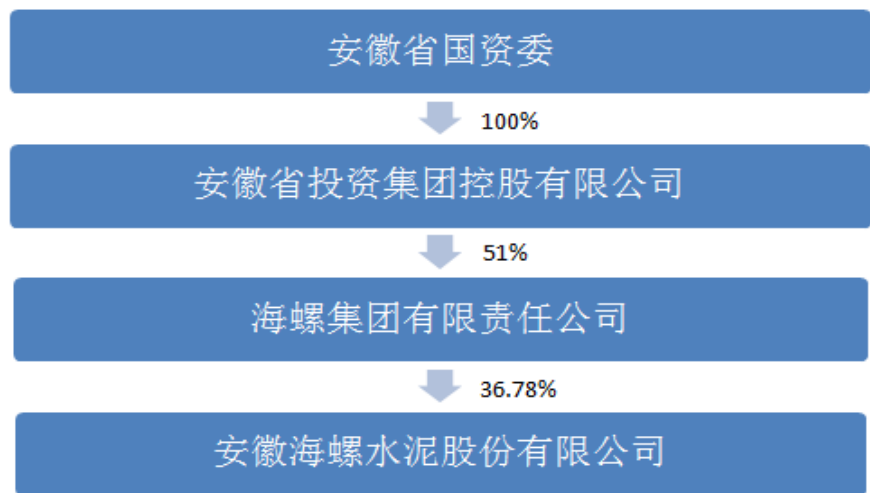
图表目录

图表 1 海螺集团控股股东关系.....	5
图表 2 2010-2015 年海螺水泥各地区销售额占比情况.....	6
图表 3 近 5 年各地区固定资产投资完成额同比变化.....	7
图表 4 近 5 年各地区房地产投资完成额同比变化.....	7
图表 5 海螺水泥近 5 年各产品毛利率情况.....	8
图表 6 近 5 年海螺水泥产品细分情况.....	8
图表 7 2015 年海螺水泥各子产品营收占比.....	8
图表 8 2011-2015 年海螺水泥收购投资子公司情况.....	9
图表 9 我国十大水泥企业近 5 年毛利率水平.....	10
图表 10 我国十大水泥企业近 5 年净利润率水平.....	11
图表 11 2011-2015 年海螺水泥出口销售额变化情况.....	12
图表 12 2016H1 华润水泥在全国各地销量占比.....	14
图表 13 近 5 年华润水泥营收水平及增速.....	14
图表 14 2009 年川崎工程余热发电项目全国分布情况.....	16
图表 15 近年川崎装备营收水平变化情况.....	17
图表 16 近年川崎装备净利润水平变化情况.....	17
图表 17 我国鼓励水泥窑垃圾处理的相关政策.....	18

1 海螺水泥何以屹立不倒？

安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺水泥”或“公司”）成立于1997年9月，同年10月在香港挂牌上市，是中国水泥行业境外上市的先行者。公司的控股股东是安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”），控股比例达36.78%，公司第二大股东是香港中央结算(代理人)有限公司，持股比例达24.49%，而安徽省国资委通过安徽省投资集团控股有限公司（以下简称“安徽投资集团”）控股海螺集团51%的股权，成为海螺水泥的实际控制人。

图表 1 海螺集团控股股东关系



资料来源：wind、华安证券研究所

公司主营是以水泥及商品熟料的生产及销售为主，旗下产品以“海螺”牌高等级水泥和商品熟料为主，是世界上最大的单一品牌供应商。截至2016年上半年，公司控股子公司125家，合营公司4家，联营公司3家，从事水泥相关业务的公司超过90%，分布在华东、华南、西南、西北等18个省、市、自治区以及印尼、缅甸等海外国家和地区，是目前亚洲最大的水泥、熟料供应商。

2015年，中国经济步入新常态，固定资产投资和房地产投资增速下滑明显，市场需求下降明显，水泥产销量均呈现负增长，全行业利润总额为330亿元，水泥企业亏损面达34%。在行业整体低迷的影响下，公司实现营收509.76亿元，同比下滑16.1%，归属净利润75.16亿元，同比下滑31.63%，基本每股收益1.42元/股，同比下滑31.63%，录得毛利率27.64%，同比下滑6.09个百分点，业绩水平明显好于行业平均水平。截至2015年底，公司熟料总产能达2.29亿吨，水泥总产能达2.9亿吨，仅次于中建材集团，位列全国第二，产能利用率达77%，明显高于行业平均水平。

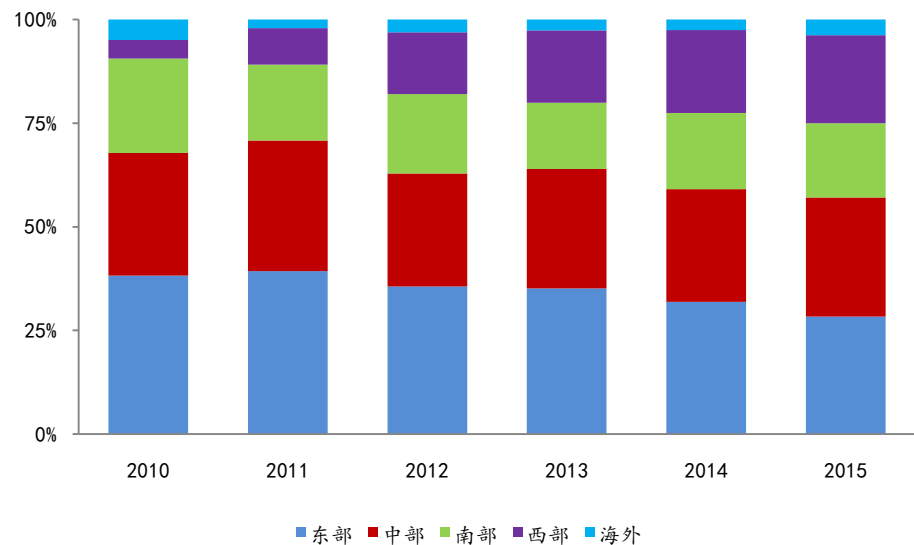
2016年上半年公司实现营收239.73亿元，同比下滑1.03%，归母净利润33.55亿元，同比下滑28.70%，基本每股收益0.63元/股，同比下滑28.70%，毛利率30.38%，同比提升了2.18个百分点。公司水泥和熟料净销量为1.28亿吨，同比增长11%，但受宏观经济下行和行业内部竞争激烈程度加剧的影响，水泥综合销

价下滑，使得营收水平与去年同期持平，公司综合毛利率小幅下滑。在销量增加的同时，公司三费也同步增长，但增幅较小，使得吨产品三费同比下降 6.68%。利润方面，由于投资净收益大幅减少 19.52 亿元，导致公司归母净利润同比大幅下滑。在水泥行业泥沙俱下的大背景下，尽管公司利润有所下滑，但业绩仍处于行业领先地位。

1.1 子公司分布广泛，地域优势凸显

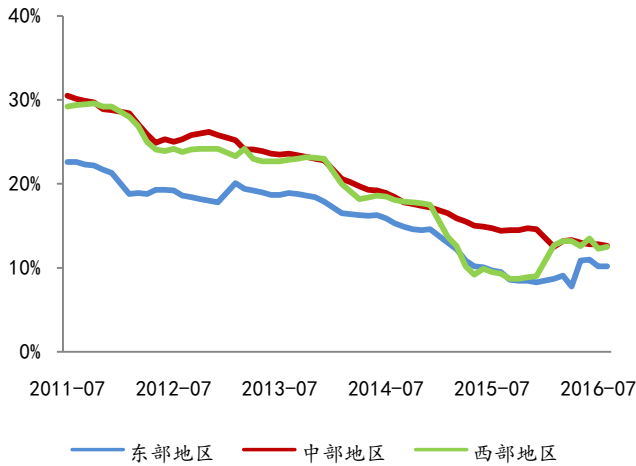
公司地域布局相对明确，子公司主要分布于东部（江苏、浙江、上海、福建）、中南（安徽、江西、湖南）等地，华北、东北分布较少，其中安徽 22 家、江苏 13 家、浙江 8 家、江西 7 家、湖南 10 家、贵州 7 家。近年来国内行业景气度下行，公司也大力发展了国际业务，海外参股及控股子公司 4 家，主要分布在东南亚地区，并且公司仍在积极寻求并购海外优质标的的机会。“走出去”的战略明显刺激了公司国际业务业绩的增长，2015 年全年国际业务营收同比激增 1569.12%，达到 44244.37 万元，2016 年上半年保持增长态势，同比增长 114.30%。

图表 2 2010-2015 年海螺水泥各地区销售额占比情况

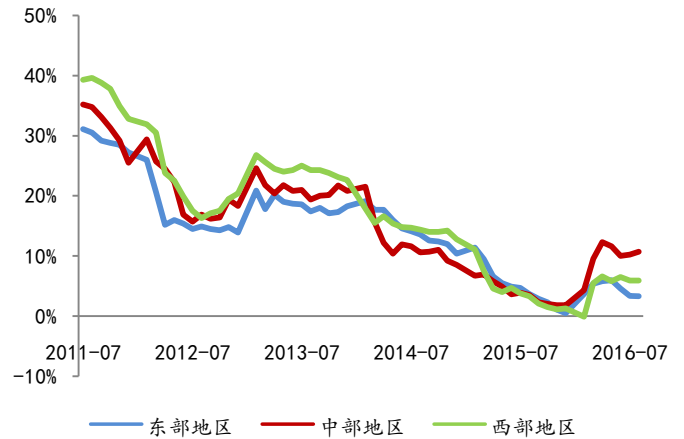


资料来源：wind、华安证券研究所

对于国内业务，近两年，公司一直加码中部、西部地区的业务量，尤其是西部地区，自 2010 年以来，在西部销售额占比的逐年攀升。截至 2015 年，西部地区市场已成公司内部第三大布局的区域，销售额占比达 21%，同年水泥熟料销量同比增长 5.79%。随着城镇化的持续推进，中部和西部地区成为发展的重点，固定资产投资和房地产投资增速都明显高于东部地区，公司业务区域结构的调整符合国家城镇化发展的步调。公司自身在中部（2015 年 24.84%、2016 年上半年 27.48%）和西部地区（2015 年 24.00%、2016 年上半年 27.50%）的毛利率水平也要高于公司在中国大陆的整体毛利率（2015 年 22.07%、2016 年上半年 24.09%），提升这两个地区的业务量对公司整体毛利率的改善有一定帮助。

图表 3 近 5 年各地区固定资产投资完成额同比变化


资料来源: wind、华安证券研究所

图表 4 近 5 年各地区房地产投资完成额同比变化


资料来源: wind、华安证券研究所

公司原计划向西部水泥的全资附属公司华雄控股有限公司出售所持有的宝鸡众喜凤凰山水泥有限公司等陕西四家全资子公司 100% 的股权，西部水泥向海螺水泥发行股份作为支付对价，但由于未在约定时间前有关先决条件为满足或豁免，导致此次收购要约流产。收购西部水泥的方案虽已终止，但公司继续扩充自身业务范围的意愿并未停止，仍在西部寻求并购标的。

公司因地制宜，采用“一区一策、一厂一策”的管理模式，以进一步完善国内市场网络建设为目标，提高各地市占率带来新的利润增长点。

1.2 供给侧发力，推广高品质水泥

随着我国经济步入新常态，环保方面对水泥行业的要求也越发明确，能耗、产品品质等标准的提升都给企业技术创新、产品结构调整等带来压力，“十三五”期间竞争力较弱的企业淘汰速度必将加快，兼并重组、收购整合、行业集中度提高成为了水泥行业当前的发展方向。供给侧改革初见成效，水泥行业产品优化指日可待。

水泥作为重要的建筑材料之一，根据原料的不同大致分为普通硅酸盐水泥 (P.O.) 和复合硅酸盐水泥 (P.C.)，相同类别的产品也有标号上的区别，一般包括 32.5 级、42.5 级、52.5 级和 62.5 级。目前美国市场使用的全是 62.5 标号的水泥，相比之下，我国 32.5 标号水泥的市占率超过 50%，是全球标号最低的水泥，落后产能亟待淘汰。

以海螺水泥为例，从单个产品的毛利率水平来看，32.5 级水泥明显高于 42.5 及以上级水泥，主要原因是我国建筑市场对水泥品质要求太低，国家监管层面的环保政策落实不到位，而 32.5 级水泥成本大幅低于 42.5 级水泥，技术壁垒也不高，使得多数企业仍以生产 32.5 级水泥为主。

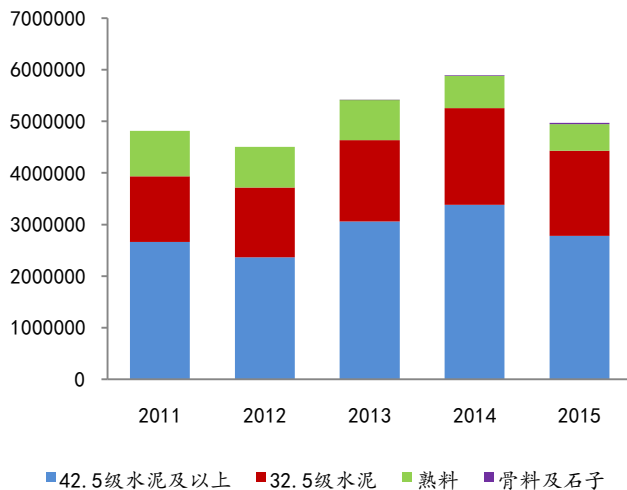
图表 5 海螺水泥近 5 年各产品毛利率情况

毛利率	2011	2012	2013	2014	2015
32.5 级水泥	44.56%	32.96%	37.43%	36.89%	31.24%
42.5 级水泥及以上	39.50%	27.24%	32.74%	33.48%	27.14%
熟料	35.56%	21.80%	28.01%	32.60%	22.24%
综合毛利率	39.89%	27.76%	33.01%	33.73%	27.64%

资料来源：wind、华安证券研究所

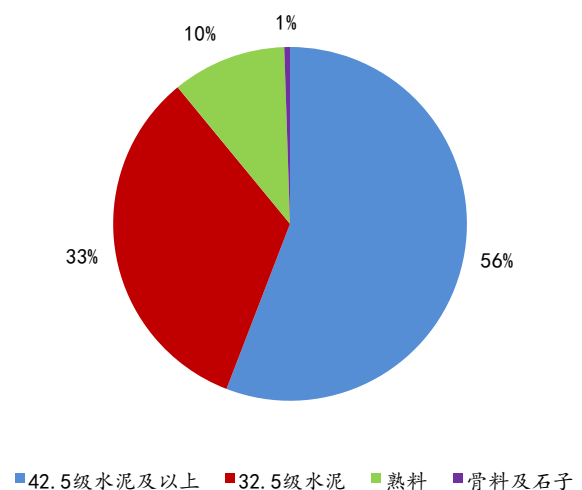
2015 年海螺水泥 42.5 级水泥及以上的产品营收占比达到 56%，32.5 级水泥营收占比为 33%，熟料营收占比 10%，骨料及石子营收占比 1%。可以看出公司并没有重点发展毛利率相对高的 32.5 级水泥，而一直相对注重高品质水泥的研发与生产，这与国家在水泥行业去产能过程中对淘汰落后产能的要求相一致。

图表 6 近 5 年海螺水泥产品细分情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 7 2015 年海螺水泥各子产品营收占比



资料来源：wind、华安证券研究所

公司作为国内水泥、熟料生产的龙头企业，目前也在加快骨料产业布局，完善产业链以降低成本。另外，公司在水泥产品生产技术上的优势明显，注重人才培养，随着国际市场战略全面铺开，高品质产品及全产业链布局有望使公司在国际水泥市场占据一席之地，实现产能“走出去”，持续为公司带来利润。

1.3 并购整合的脚步不曾停下

海螺水泥在收购、并购及投资子公司方面一直保持活力，参股及控股子公司的数量也保持持续增长的态势，从主营业务来看，近 5 年公司新增的参股或控股子公司主要是从事水泥生产、销售及相关贸易活动，从地理位置来看，公司近 5 年一直重视西南、华东及海外业务的拓展，尤其在近 2 年，公司多次布局了印尼、缅甸、柬埔寨等东南亚国家，紧跟“一带一路”的发展步调，未来海外业务有望成为公司消化过剩产能、增加利润增长的有效方式。

图表 8 2011-2015 年海螺水泥收购投资子公司情况

公司	注册资本	主营业务	注册地	占股比例
2011 年				
保山海螺水泥有 限责任公司	30000 万元	水泥熟料	云南	100%
安徽海螺暹罗耐 火材料有限公司	10000 万元	耐火材料、碱性砖	泰国	70%
铜仁海螺盘江水 泥有限责任公司	25500 万元	水泥熟料	贵州	51%
印尼海螺水泥有 限公司	650 万美元	水泥生产	印尼	75%
梁平海螺水泥有 限责任公司	30000 万元	水泥熟料	重庆	100%
2012 年				
巴中海螺水泥有 限责任公司	4200 万元	水泥生产	四川	100%
文山海螺水泥有 限责任公司	28000 万元	水泥生产	云南	100%
南加里曼丹海螺 水泥有限公司	650 万美元	水泥生产	印尼	71.25%
2013 年				
进贤海螺水泥有 限责任公司	4200 万元	水泥生产	江西	70%
临夏海螺水泥有 限责任公司	20000 万元	水泥生产	甘肃	100%
海螺国际控股(香 港)有限公司	30000 万港元		香港	100%
无锡海螺水泥销 售有限公司	10000 万元	水泥销售	江苏	100%
安徽海螺物资贸 易有限公司	5000 万元	贸易物流	安徽	100%
2014 年				
印尼海螺国际贸 易有限公司	100 万美元	贸易物流	印尼	10%，海 螺国际 90%
宝鸡海螺塑料包 装有限责任公司	1000 万元	塑料包装	陕西	100%
中缅(芜湖)国际 贸易有限公司	6500 万美元	贸易物流	安徽	45%
缅甸海螺水泥有 限公司	2000 万美元	水泥生产	缅甸	45%
印尼马诺斯海螺	5000 万美元	水泥生产	印尼	海螺国际

水泥有限公司				95%
印尼巴厘海螺水泥有限公司	5000 万美元	水泥生产	印尼	海螺国际 95%
印尼国投巴布亚水泥公司	8000 万美元	水泥生产	印尼	49%
2015 年				
马德望海螺水泥有限公司	1000 万美元	水泥生产	柬埔寨	海螺国际 香港 51%
北苏海螺水泥有限公司	5000 万美元	水泥生产	印尼	海螺国际 香港 95%
赣州海螺水泥有限责任公司	40000 万元	水泥生产	江西	55%
巢湖海螺水泥有限责任公司	50000 万元	水泥生产	安徽	100%
茂名市大地水泥有限公司	6000 万元	水泥生产	广东	100%

资料来源：Wind、华安证券研究所

近年来，为提高行业集中度，减少业内恶性竞争，并购重组成为了水泥行业内不变的主题。目前，单纯的扩产能在我国水泥行业内已无法实现盈利，供给侧改革更注重产品质量的提升以及对新增产能的控制，业内也达成共识，积极淘汰落后产能，并根据不同地区的情况执行“错峰”计划。

海螺水泥作为行业龙头企业之一，一直积极完成对优质小水泥企业的收购，完善自身布局。从地域布局来看，2011-2013 年，公司加大了向西南地区扩张的力度；2014-2015 年，借助“一带一路”，公司的海外业务布局明显增多，战略层面上积极寻求转变和突破；2016 年，公司与华润水泥达成战略合作，旨在发挥公司在技术方面的优势，结合华润水泥在我国中南部及海外布局的优势，共同推动中国水泥行业持续健康发展。

1.4 集团管理优化结构，盈利水平行业领先

自 2007 年国家推出 4 万亿计划，中国经济经历了高速增长的阶段，在房地产和基建拉动下，水泥行业也经历了量价齐涨的过程，海螺水泥作为行业龙头企业之一，一直保持高于市场的毛利率水平。近两年宏观经济下行，产能扩张部分已无法消化，库存压力越来越大，公司能够根据行业季节性特征和各区域市场竞争格局，调节自身产品结构，发挥集中采购优势，仍将毛利率保持在较高的水平。

图表 9 我国十大水泥企业近 5 年毛利率水平

公司	2016H1	2015	2014	2013	2012	2011
海螺水泥	30.38%	27.64%	33.73%	33.01%	27.76%	39.89%
冀东水泥	13.80%	15.32%	20.96%	20.96%	25.48%	30.71%
祁连山	21.60%	21.98%	29.52%	29.52%	29.52%	30.32%
华新水泥	22.67%	23.66%	29.49%	29.49%	27.93%	27.41%

山水水泥	15.54%	11.00%	21.46%	21.46%	23.16%	30.12%
华润水泥控股	23.83%	23.96%	31.30%	31.30%	28.49%	31.08%
中材股份	18.90%	16.69%	18.19%	18.19%	19.22%	21.30%
中国建材	25.60%	24.55%	27.28%	27.28%	25.61%	26.63%
台泥国际集团	15.69%	15.35%	30.78%	30.78%	27.48%	25.64%
中国天瑞水泥	25.07%	20.13%	22.99%	22.99%	21.88%	29.44%
算术平均值	21.31%	20.03%	26.57%	26.50%	25.65%	29.25%

资料来源：wind、华安证券研究所

对比我国十家规模最大的水泥企业，海螺水泥在毛利率和净利率水平方面一直处于行业领先地位，即使在去年整体水泥行业亏损的情况下，仍然保持了 27.64% 的毛利率和 14.96% 的净利率。公司在成本管控方面表现突出，准确把握煤炭市场动向，优化调整直供渠道结构，降低采购成本；同时积极推进节能降耗技改、余热发电项目、燃煤电站项目和水泥窑垃圾处理项目等，降低生产成本。在行业转型在即大背景下，公司积极优化结构，重视环保，更新技术，尝试改变和突破，成为了公司利润稳居全国水泥企业首位的保证。

图表 10 我国十大水泥企业近 5 年净利润率水平

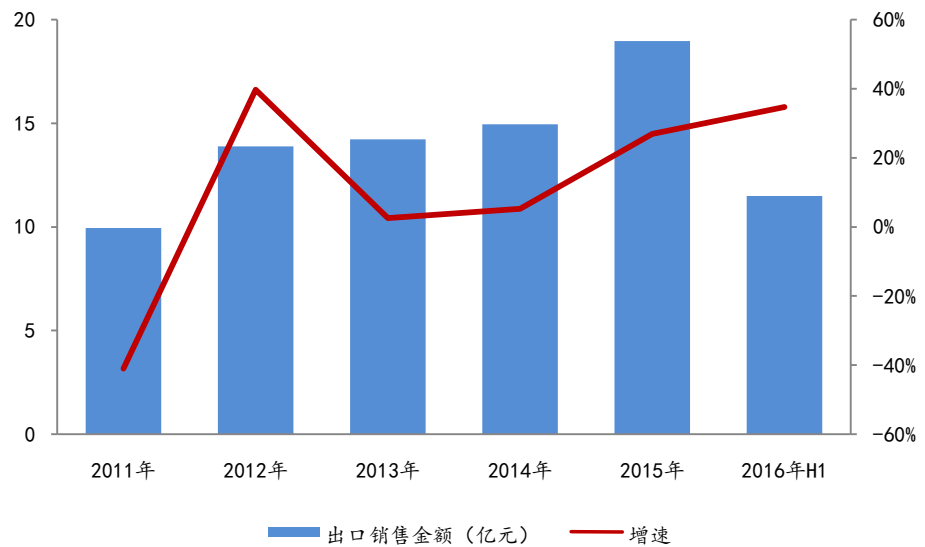
公司	2016H1	2015	2014	2013	2012	2011
海螺水泥	14.43%	14.96%	19.07%	17.75%	14.12%	24.30%
冀东水泥	-19.54%	-19.36%	-1.77%	1.26%	0.94%	10.06%
祁连山	-2.12%	2.79%	9.04%	9.28%	4.08%	9.59%
华新水泥	1.03%	1.70%	9.34%	8.72%	5.43%	9.65%
山水水泥	-17.57%	-59.89%	1.98%	6.50%	9.92%	13.70%
华润水泥控股	1.94%	3.48%	12.56%	11.13%	9.21%	18.61%
中材股份	1.98%	1.85%	2.38%	2.81%	3.38%	7.81%
中国建材	1.57%	2.76%	7.07%	7.03%	8.83%	13.39%
台泥国际集团	-3.12%	-2.25%	15.03%	13.17%	5.42%	14.92%
中国天瑞水泥	5.17%	4.52%	5.99%	5.56%	9.98%	15.32%
行业利润率		13.40%	14.30%	14.20%	14.00%	17.50%

资料来源：wind、华安证券研究所

1.5 “一带一路”下的企业国际化发展

水泥行业的产能过剩严重，“一带一路”成为了水泥产能输出的平台，为国内优质的公司提供了“走出去”的机会。近年来，公司一直积极布局海外业务，在“一带一路”沿线国家及其他亚非等欠发达的国家进行相关投资建设，战略部署契合国家的规划布局，加快了公司国际化的进程。

图表 11 2011-2015 年海螺水泥出口销售额变化情况



资料来源: wind、华安证券研究所

2011 年受到国际水泥需求下降的影响,公司出口大幅下滑,之后随着国家“一带一路”政策的提出和推进,公司海外业务重回“正轨”。2016 年上半年公司海外市场销量同比增长 66.22%, 销售收入达到 11.49 亿元, 同比增长 34.62%。公司不仅积极推进实体项目的投资, 而且充分发挥自身技术创新的优势, 推进装备出口, 2016 年上半年装备出口退税额达到了 4305 万元。

公司海外业务的推进成效明显, 2016 年上半年已将业务发展至缅甸、老挝、柬埔寨以及俄罗斯等欧洲国家, 并仍持续对中亚、南亚、非洲等地开展了水泥市场调研, 为公司国际化发展储备资源。

2 海螺水泥未来发展的趋势

纵观全球, 目前发达国家处于产业分工的高端位置, 着力发展了现代制造服务业, 推动了科技创新, 而我国正处于从传统制造业向高端制造业的过渡阶段, 过去长期以来依靠资源、资本、劳动力等要素投入支撑经济增长和规模扩张的方式已不可持续, 制造业自动化、服务化也是未来我国经济结构转型的必经之路。水泥行业作为传统制造业, 在经济转型初期势必要出现格局上的巨变。

2.1 国际水泥巨擘拉法基集团的发展历程

水泥行业作为国家发展的基础行业, 与国家经济水平和城镇化建设息息相关, 从国家的城镇化率水平变化一般呈现“S”型发展, 而欧美等发达国家水泥产量的峰值均出现在城镇化率高速增长后的平稳发展阶段。

我国目前城市化率约为 53%, 正处于快速发展阶段, 按照国际行业经验, 相应的水泥产量应仍有较大上升空间, 但由于四万亿计划的刺激使得水泥产能提前释放, 目前我国水泥产量或已达到峰值, 要想摆脱行业低迷的现状, 行业结构的调整及产品质量的提升都将成为我国水泥行业的必经之路。

拉法基集团 1833 年成立于法国，在水泥、石膏板、骨料和混凝土分之均居世界领先地位。1956 年拉法基在加拿大成立了北美拉法基水泥公司，1959 年在开启了南美的业务活动，1989 年获得了西班牙、土耳其、奥地利等欧洲国家的水泥公司股份，1994 年在中国展开业务，2001 年将业务发展至英国、希腊、马来西亚、尼日利亚、津巴布韦和智利，2006-2011 年又将业务发展至新兴市场，截至 2012 年底，拉法基的水泥、骨料和混凝土等核心产品在新兴市场的占比达到 59%，较 2005 年的市占率提高了 27 个百分点。纵观拉法基的发展历程，可以看到二战以后，拉法基把握住战后重建的机会，走出国门扩大业务范围，21 世纪后，随着本国及主要产能输出的发达国家需求逐渐达到饱和，公司又将产能输送到需求量大的新兴市场，为公司带来了新的利润增长点。

目前拉法基集团旗下在中国拥有拉法基中国水泥有限公司（以下简称“拉法基中国”）以及 4 家混凝土公司、1 家骨料厂、1 一个烘干厂和一个墙体材料厂。拉法基中国成立于 2005 年，原名为拉法基瑞安水泥有限公司，注册于香港。2010 年，拉法基中国将位于北京的水泥、混凝土厂出售给了金隅股份（金隅股份现已与冀东水泥重组，其旗下所有水泥相关业务已剥离至冀东水泥旗下），并表明西南地区将成为公司未来在中国发展的重点。

2014 年 4 月，拉法基公告将与另一建材行业巨头豪瑞集团重组，并购结束后成立新的公司拉法基豪瑞（LafargeHolcim），这也意味着世界最大的水泥集团正式诞生。之后双方因平等合并的财务条款和治理结构出现意见分歧，使得合并迟迟未落地。2015 年 3 月，双方再次达成一致，通过了新的换股比例协议：9 份豪瑞股份换取 10 份拉法基股份。随着最终协议的达成，双方的合并重组也正是告一段落，2015 年 7 月 14 日起，新的拉法基豪瑞公司的股票在瑞士证券交易所和欧洲证券交易所进行交易。

2016 年 8 月，拉法基中国水泥有限公司与华新水泥股份有限公司签订《关于拉法基中国水泥有限公司转让部分在华非上市水泥资产至框架协议》，拉法基中国将转让旗下重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司 74% 的股权、重庆拉法基瑞安地维水泥有限公司 97.27% 的股权、重庆拉法基瑞安特种水泥有限公司 80% 的股权、拉法基（重庆）混凝土有限公司 100% 的股权、重庆拉法基凤凰湖混凝土有限公司 100% 的股权、云南拉法基建材投资有限公司 100% 的股权和 Sommerset Investments Limited（设立于毛里求斯）100% 的股权至华新水泥。不过此次转让尚存在不确定性，因拉法基中国公司及其相关关联方对四川双马水泥股份有限公司作出的非竞争承诺，框架协议下的股权购买协议的签署应以四川双马股东大会通过决议取消非竞争承诺为前提。若此次股权转让顺利完成，拉法基在中国西南地区的业务将基本撤离，未来拉法基豪瑞或将把业务重心放在巴西等南美地区国家。

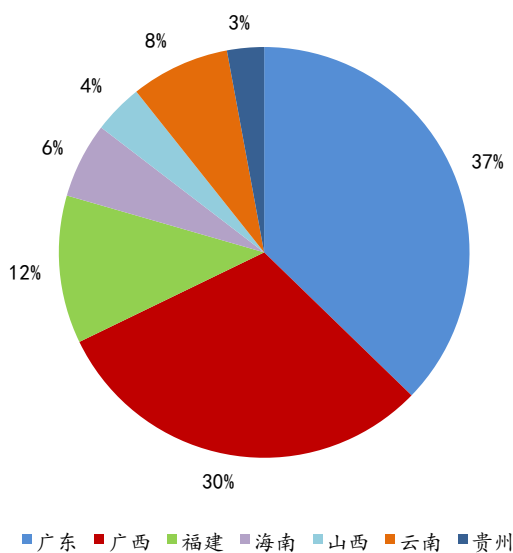
从拉法基集团的发展历程来看，拉法基通过国际化和强强联手实现了保持了自身的稳步发展，准确把握市场动向，积极求变，这或许也为国内的水泥巨头们提供了转型突破的思路。

2.2 与华润战略合作，探索行业新出路

水泥行业产能过剩严重，去库存是“十三五”的首要任务，随着去库存的深入，落后产能逐渐被淘汰，行业集中度将逐步提高，水泥巨擘纷纷“牵手”，区域划分越发明显，未来水泥行业有望呈现多足鼎立的平衡之势。

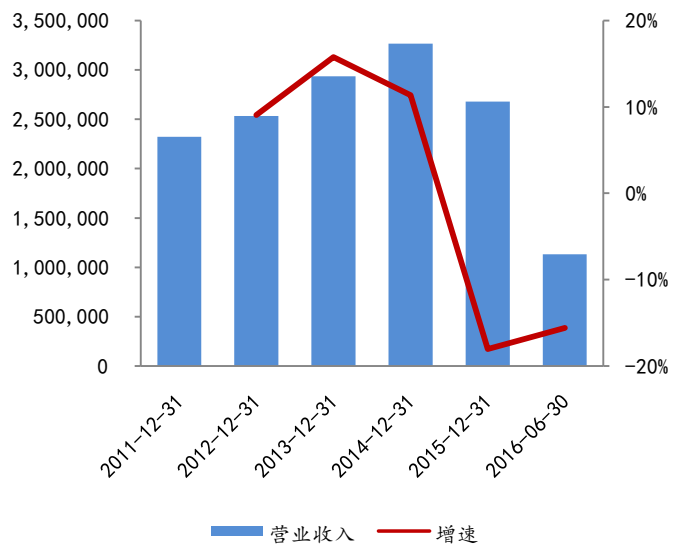
2016年6月16日，海螺水泥与华润水泥控股有限公司（以下简称“华润水泥”）在香港签订《战略合作协议》。公司将发挥其在项目设计、提供设备成套、节能环保等方面的技术优势，结合华润水泥在体量、技术及经营管理方面的优势，探寻中国水泥行业新的出路。华润水泥于港交所主板上市（代码 1313），是我国十大重点支持的水泥企业集团之一，子公司主要分布于中南、西南、港澳等地区。双方的战略合作虽为框架协议，但强强联合为我国水泥行业的发展明确了思路，作为行业的龙头企业之一，海螺水泥有望在这次行业整合中实现强者更强的愿景。

图表 12 2016H1 华润水泥在全国各地销量占比



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 13 近 5 年华润水泥营收水平及增速



资料来源：wind、华安证券研究所

华润水泥是我国水泥巨擘之一，从 2016 年上半年的销量分布来看，华润水泥的主要销售区域在我国中南及西南部，尤其是两广地区，销量占比达到 67%。对比海螺水泥的地域分布，华润和海螺业务重叠部分较少，双方牵手将进一步丰富两公司在全国各地的布局，海螺水泥也有望将高品质生产和环保处理技术推广到更大的范围中。

从华润水泥近年来的营收水平看，受到宏观经济下行压力增大的影响，2015 年公司营收增速明显下滑，2016 年上半年仍未出现好转迹象，与海螺水泥的强强联合似乎成为了华润改善业绩的出路。除了与海螺水泥完成了战略合作的签署外，华润近年来也一直在寻求优质标的完成并购。2015 年底，华润集团斥资 22.7 亿元完成了对昆钢水泥的重组，新组建的云南水泥建材集团有限公司已揭牌运营。此次重组标的昆钢水泥集团是昆明钢铁控股有限公司全资子公司，是云南省水泥龙头生产企业之一，在全省 13 个州市拥有 24 条生产线，年设计产能近 3000 万吨。华润重组昆钢水泥是央企与省属国企一次典型的强强联合，整合后的云南水

水泥建材集团有限公司在产和在建的水泥年产能将超过 3000 万吨,成为云南省规模最大的水泥企业。此外,云南水泥建材集团有限公司还将借华润水泥的港股平台,在一两年内完成上市,实现资产的增值。

水泥行业整体严峻的形势下,公司选择与华润战略合作,有望扩张公司业务范围至西部地区,对公司去产能、去库存有明显帮助,也有助于形成新的利润增长点。

2.3 重置行业集中度,引领行业未来

参考国际大型水泥公司转型发展的模式,国内水泥行业集中度提升将成为最终结果,而水泥企业转型途径仍需探究。企业合并是行业趋势,海外经验中也借助了行政手段,去产能过程中也有小企业存活下来了。以台湾地区为例,去产能政策的推进淘汰了该地区大部分落后的小水泥厂,最后保留了 2 大 3 小共 5 家公司,其中 2 大(台泥和亚泥)市占率达 80%,3 小(新大、环球、幸福)市占率 20%,这种平衡竞争的市场已经顺利运行多年。在执行和落实去产能政策的过程中,台湾水泥工会起到了一定的主导作用,对内划分各家销量范围,多余产能只允许出口不允许内部恶性竞争,小水泥厂定价略低;对外协同抵制产能输入。通过政府主动监管的方式,推进行业整合,重置行业集中度,或许也是中国大陆水泥行业的出路。

目前,水泥行业产能过剩严重,行业大面积亏损,一些大企业纷纷牵手合并,抱团取暖,以提高行业集中度为目标共渡难关。

金隅股份与冀东水泥

2016 年 4 月 15 日,金隅股份与唐山市国资委和冀东集团就冀东发展集团和冀东水泥的潜在股权和资产重组事项分别签署了框架协议。2016 年 5 月 31 日,金隅股份与唐山市国资委、冀东集团签署《增资扩股协议》,拟以现金 47.5 亿元认购冀东集团 12.3975 亿元的新增注册资本;同日,金隅股份与中泰信托签署《股权转让协议》,拟以现金 4.75 亿元收购中泰信托持有的冀东集团 10%的股权。增资扩股后,金隅股份将持有冀东集团 55%的股权,成为其控股股东。

金隅股份水泥业务主要布局在京津冀区域,拥有 32 条熟料生产线,水泥产能约 5000 万吨,占 2015 年华北地区水泥产量比例约为 25%。冀东水泥将该业务纳入麾下后,将成为水泥业务的整合上市平台。2015 年华北地区产量占比情况来看,合并后冀东水泥产量将占据京津冀地区 75%以上的水泥市场,是京津冀地区当之无愧的龙头。合并后,冀东水泥有望减少因水泥产能过剩带来的恶性竞争,更好的整合、优化京津冀地区的水泥资源,进而降低营业成本,提升毛利率。

中材集团和中建材集团

2016 年 8 月,经报国务院批准,中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团公司实施重组,中国建筑材料集团有限公司更名为中国建材集团有限公司,作为重组后的母公司,中国中材集团有限公司无偿划转进入中国建材集团有限公司。重组后集团下共有 13 家 A 股上市公司和 2 家 H 股上市公司,主业涉及水泥生产、水泥装备及工程、水泥管道、玻璃生产等各类建材。

2015年,中材集团和中建材集团分别实现营收532.59亿元和1002.92亿元,其中,水泥相关业务实现营收共计1235.34亿元,是海螺水泥同期营收的2.4倍。此次合并是大型央企改革推进的又一案例,重组目的明确,即在水泥等建材行业不景气之时,通过强强合作实现结构优化,降低成本,提高市占率,提高行业集中度。

2.4 公司环保节能技术发展可期

2.4.1 积极引进优质余热发电技术

随着工业化进程的推进,市场对建材的节能技术水平要求越来越高,就水泥行业来说,国际上(以发达国家为代表:日本、美国等)在节能环保技术水平发展很快,其中余热发电技术近年来发展尤为明显。余热发电技术是指回收利用水泥窑在熟料煅烧过程中产生的余热废气,通过余热锅炉产生蒸汽带动汽轮发电机发电。近年来,我国新型干法水泥熟料生产发展迅速,但生产效率提高的同时增加了用电量,而传统的煤电项目完全依赖于煤炭资源的开采和消耗,且对环境污染明显,加之国内对节能技术、装备水平的限制和节能意识的重视程度与日俱增,因而水泥窑余热发电技术有望成为我国水泥行业节能化的必经之路。

1998年,日本政府将国内首套水泥纯低温余热发电机组赠予海螺水泥,海螺水泥成为了国内最早开始投入使用余热发电机组的水泥企业之一。此后公司加大了对余热发电项目的研发力度,积极响应落实国家关于节能减排的号召和政策,在原有的技术基础上积极创新改造,自行研发了DCS系统及国产化装备,进一步推进了纯低温余热发电技术在我国的发展,海螺水泥也成为了全球水泥纯低温余热发电装机容量之首的企业。

2006年,公司与川崎成套设备工程株式会社合资成立了安徽海螺川崎工程有限公司,注册资本1亿元,主要从事节能产业、环保产业、装备成套产业等领域,截至2013年8月,公司业务涉及国内27个省市自治区、51家水泥企业集团,共计255条水泥熟料生产线,推广了194套水泥余热发电机组、5套钢铁余热发电、1套风力发电、2套燃煤发电,并出口至东南亚、南美洲各国。

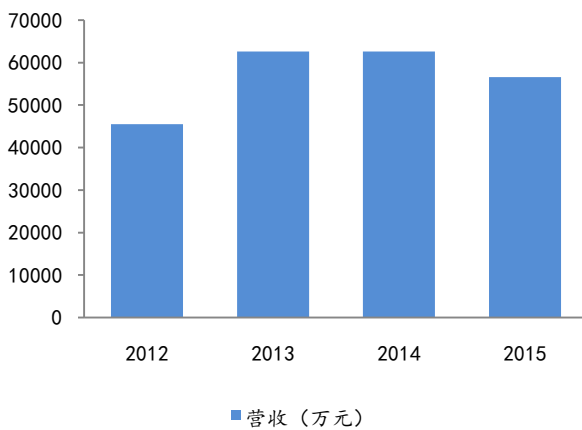
图表 14 2009年川崎工程余热发电项目全国分布情况



资料来源:海螺水泥网站

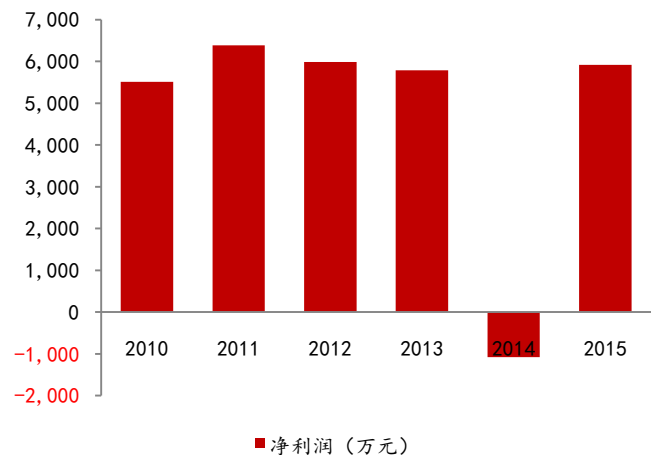
2009年，海螺水泥全资子公司安徽海螺机电设备有限公司与日本川崎成套设备工程株式会社合资重组，并更名为安徽海螺川崎节能装备制造有限公司（以下简称“川崎装备”），海螺水泥占股50%，主要从事水泥行业节能环保产品、水泥备品配件等产品的研发生产，为水泥及其他高能耗行业的节能减排提供了现金的技术和装备。近年来川崎装备经营稳健，营收和净利润方面变化不大，是公司装备供应的稳定来源，2015年，川崎装备实现营收5.66亿元，净利润5920.17万元。

图表 15 近年川崎装备营收水平变化情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 16 近年川崎装备净利润水平变化情况



资料来源：wind、华安证券研究所

海螺水泥在国内水泥行业余热发电技术发展方面行动早、技术好，与国家水泥行业提出的节能环保的要求相一致，依托两家合资公司持续推进对余热发电技术的创新，并向建材行业内其他相关企业提供设备支持和技术指导，未来有望在对行业技术更新改造做出新的贡献，同时为公司带来稳定的利润增长。

2.4.2 重视发展水泥窑协同垃圾处理技术

目前，我国垃圾处理的方式主要事填埋和焚化，但这两者均会对环境造成污染：填埋时处理不当会污染地下水，而且对符合要求的土地面积也越来越小；焚化过程中会产生大量的二噁英等有害物质，对空气造成不可避免的污染。另外，我国民众的垃圾分类意识淡薄，给垃圾处理带来了极大的不便。随着我国政府环保意识的增强，水泥窑垃圾处理成为了消化城市垃圾的一个突破。

水泥窑协同垃圾处理技术是水泥环保一体化的一种体现，利用水泥窑，在生产水泥的同时直接处理生活垃圾，相比于传统的焚烧发电的垃圾处理，可实现完全零排放，过程中水分被蒸发，废气进入水泥厂的净化系统，灰渣进入水泥产品。目前，我国在节能环保方面的意识越来越强，这种循环系统对水泥这样的高能耗行业在成本控制方面有明显帮助，政府部门相关政策落地也开始提速。

图表 17 我国鼓励水泥窑垃圾处理的相关政策

部门	政策文件名	内容
国务院	《“十二五”节能减排综合性工作方案》	鼓励在工业生产过程中协同处理城市生活垃圾和污泥。
发改委	《产业结构调整指导目录》	将水泥环保一体化工程列入建材行业的发展方向。
工信部	《水泥行业准入条件》	鼓励对现有水泥（熟料）生产线进行以消纳城市生活垃圾、淤泥、工业废弃物可替代原料、燃料等节能减排的技术改造投资项目。
卫生部	《生活垃圾处理技术指南》	推荐水泥环保一体化项目作为处理生活垃圾的方案。
国务院	《“十三五”规划》	将水泥窑协同处置作为水泥工业节能减排的重点项目。
工信部、住建部、发改委、科技部、财政部、环保部	《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》	希望通过评估，科学、客观地分析解决水泥窑协同处置生活垃圾面临的技术、装备、标准、政策等突出问题，为“十三五”科学推进利用水泥窑协同处置生活垃圾奠定基础。

资料来源：wind、华安证券研究所

水泥窑协同处理生活垃圾的设想一经提出便广受好评，相关政策纷纷大力支持，但技术方面的壁垒较高，对水泥生产线的体量也有要求。海螺水泥在水泥生产技术方面一直处于行业领先，生产线吞吐量也大大高于行业平均水平，在此基础上，公司建成了国内第一套利用水泥窑处理城市生活垃圾的系统。该系统包括前处理及供料系统、垃圾气化系统、灰渣处理系统和有害物质去除系统等四部分，对处理的垃圾种类要求较低，并可以有效降解二噁英等有害物质，与水泥工艺形成无缝对接。

公司在水泥窑协同处理生活垃圾技术方面行业领跑，不仅积极落实水泥行业的绿色化，同时有效降低了运营成本，对公司甚至整个行业的可持续发展提供了有力的支持。

3 盈利预测与估值

目前，我国水泥行业正处在整合转型的关键阶段，公司作为业内领军企业，并购的脚步从未停止，节能创新方面发展当属业内龙头。参考国际水泥巨擘，公司未来发展当以国际化和强强合作为重点。公司紧跟“一带一路”的步伐积极推进海外业务发展，同时，与华润战略合作，布局明确，未来发展有望强者恒强。我们预测，公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.53 元/股、1.68 元/股、1.91 元/股，对应的 PE 为 10.75 倍、9.77 倍、8.57 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	50976	51996	54595	60055
收入同比(%)	-16%	2%	5%	10%
归属母公司净利润	7516	8123	8937	10189
净利润同比(%)	-32%	8%	10%	14%
毛利率(%)	27.6%	29.1%	29.9%	30.4%
ROE(%)	10.3%	11.0%	11.2%	11.7%
每股收益(元)	1.42	1.53	1.68	1.91
P/E	11.56	10.75	9.77	8.57
P/B	1.23	1.20	1.10	1.01
EV/EBITDA	7	8	6	5

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	26,206	37,884	48,845	60,931	营业收入	50,976	51,996	54,595	60,055
现金	14,471	26,351	37,440	48,199	营业成本	36,888	36,865	38,271	41,798
应收账款	1,185	886	988	1,169	营业税金及附加	425	319	347	397
其他应收款	763	535	615	731	销售费用	3,105	3,380	3,658	4,084
预付账款	442	370	253	148	管理费用	3,178	3,536	3,767	4,174
存货	4,238	3,975	4,228	4,642	财务费用	570	559	411	270
其他流动资产	5,106	5,767	5,321	6,042	资产减值损失	(0)	20	(14)	2
非流动资产	79,575	71,116	66,836	62,468	公允价值变动收	(25)	17	(6)	(2)
长期投资	2,975	2,664	2,761	2,800	投资净收益	1,881	0	0	0
固定资产	61,696	57,788	53,881	49,973	营业利润	8,667	7,334	8,148	9,329
无形资产	7,160	6,683	6,238	5,822	营业外收入	1,444	1,132	1,141	1,198
其他非流动资	7,744	3,980	3,957	3,873	营业外支出	72	34	36	39
资产总计	105,781	109,00	115,68	123,39	利润总额	10,039	8,432	9,253	10,487
流动负债	20,402	16,703	17,517	19,287	所得税	2,411	0	0	0
短期借款	860	768	624	438	净利润	7,628	8,432	9,253	10,487
应付账款	3,904	3,808	3,943	4,349	少数股东损益	112	309	316	299
其他流动负债	15,638	12,127	12,950	14,500	归属母公司净利润	7,516	8,123	8,937	10,189
非流动负债	11,468	15,983	15,228	14,114	EBITDA	13,695	12,277	12,913	13,922
长期借款	2,246	2,246	2,246	2,246	EPS (元)	1.42	1.53	1.68	1.91
其他非流动负	9,221	13,737	12,981	11,868					
负债合计	31,870	32,686	32,745	33,401					
少数股东权益	3,420	3,729	4,045	4,344					
股本	5,299	5,324	5,324	5,324					
资本公积	10,684	7,435	7,435	7,435					
留存收益	53,783	59,826	66,132	72,895					
归属母公司股东权	70,492	72,585	78,891	85,654					
负债和股东权益	105,781	109,00	115,68	123,39					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	9,908	13,515	14,622	14,876
净利润	7,628	8,123	8,937	10,189
折旧摊销	4,459	4,385	4,353	4,323
财务费用	575	559	411	270
投资损失	(1,846)	0	0	0
营运资金变动	(1,381)	103	625	(205)
其他经营现金	473	346	296	299
投资活动现金流	(12,719)	3,537	(90)	(36)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(331)	312	(97)	(39)
其他投资现金	(12,388)	3,225	8	3
筹资活动现金流	(5,395)	(4,832)	(3,449)	(4,081)
短期借款	587	(92)	(145)	(185)
长期借款	142	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	(2)	(3,250)	0	0
其他筹资现金	(6,122)	(1,515)	(3,304)	(3,896)
现金净增加额	(8,206)	12,221	11,084	10,758

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-16.10	2.00%	5.00%	10.00%
营业利润	-37.31	-15.38%	11.11%	14.48%
归属于母公司净利	-31.63	8.07%	10.02%	14.01%
获利能力				
毛利率(%)	27.64%	29.10%	29.90%	30.40%
净利率(%)	净利率	14.74%	15.62%	16.37%
ROE(%)	10.32%	11.05%	11.16%	11.65%
ROIC(%)	11.57%	12.08%	12.14%	14.28%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.13%	29.99%	28.31%	27.07%
净负债比率(%)	-2.36%	-17.91%	-30.11	-39.18
流动比率	1.28	2.27	2.79	3.16
速动比率	1.08	2.03	2.55	2.92
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.48	0.49	0.50
应收账款周转率	134.98	134.50	150.71	148.06
应付账款周转率	12.86	13.48	14.09	14.48
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.53	1.68	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	2.55	2.76	2.81
每股净资产(最新摊薄)	13.30	13.70	14.89	16.16
估值比率				
P/E	11.6	10.7	9.8	8.6
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.90	7.69	6.49	5.32

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、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

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，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。