

证券研究报告—深度报告

建材

水泥 II

海螺水泥(600585)

买入

合理估值:

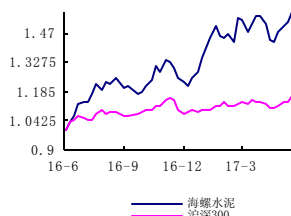
元 昨收盘:

元

(维持评级)

2017 年 06 月 19 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	5,299/4,000
总市值/流通(百万元)	/
上证综指/深圳成指	3,123/10,191
12 个月最高/最低(元)	/

相关研究报告:

《海螺水泥-600585-2016 年年报点评: 盈利能力强, 国际化战略持续推进》——2017-03-26

《海螺水泥-600585-2015 年年报点评: 相对优势明显, 维持“买入”》——2016-03-24
 《海螺水泥-600585-2014 年年报点评: 长期发展值得期待》——2015-03-24

《海螺水泥-600585-2012 年三季报点评: 盈利探底, 于 9 月份逐步企稳回升》——2012-10-25

《海螺水泥-600585-2012 年中报点评: 盈利进一步探底, 或将企稳回升》——2012-08-15

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

联系人: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

估值低, 现金牛, 配置价值凸显

● 当之无愧的水泥龙头

海螺水泥于 1997 年和 2002 年分别在香港和上海挂牌上市, 经过多年发展, 16 年公司以 2 亿吨水泥熟料产能排名全国第二 (仅次于中国建材集团), 是世界上最大的单一品牌供应商。2016 年, 公司全年实现营业收入 559.32 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 85.3 亿元, 较上年同期分别增长 9.72% 和 13.48%, 规模远超行业内其他上市公司; 随着行业产能扩展趋势放缓, 公司在购建固定资产等方面支出上持续减少; 公司在盈利能力、ROE、经营性净现金流、资产负债率方面均在行业内表现出色, 是水泥行业名副其实的龙头企业。

● 全国布局框架搭建完成, 进军海外市场

海螺水泥之所以走到今天的龙头地位, 很大程度上得益于公司发展初期精准的长三角区域“T 型”战略布局。“T 型”战略主要优势在于: 1) 降低水泥的生产成本; 2) 解决了规模扩张与市场开拓的矛盾; 3) 布局区域水泥需求高。在长三角区域布局基本完成后, 公司大举进军中、南、西部市场, 搭建全国布局框架。目前, 海外扩张成为公司重要的战略方向。近年来在“一带一路”战略的推动下, 公司积极布局国际市场, 推进产能扩张, 截至 2016 年底, 公司海外熟料产能 480 万吨、水泥产能 935 万吨。目前公司已在印尼、缅甸、柬埔寨等 5 个国家投资兴建水泥项目, 参控股项目公司 14 家, 海外布局成果显著。

● 2017 年行业开局良好, 三四季度价格高位运行可期

开年以来全国水泥产量表现稳定, 价格持续温和上涨, 行业库存处于历史地位水平。下游需求端, 房地产投资增速 1-4 月 (6.9%) 持续温和上升, 并未出现大幅降低, 基础设施建设投资增速在整体基数较大的前提下实现 18.21%, 较上年同期仍然实现了 1 个百分点的提升。供给端方面, 化解过剩产能、淘汰落后产能仍然为政府工作的重中之重, 错峰生产的继续推广显示行业自律不断加强, 行业集中度在兼并重组中得到提高, 企业间协同逐渐成为普遍共识。因此我们认为对 17 年下半年水泥价格运行不必过分悲观, 高位维持可期。

● 业绩好, 估值低, 现金牛, 继续维持“买入”评级

公司作为水泥行业的龙头企业, 其管理、运营效率均优于其他行业内公司, 优势将逐步体现, 未来市占率有望进一步提升。公司现金流好, 在行业产能扩张已放缓的大背景下, 公司资本开支逐年减少, 分红比例逐年提升, 我们按照近两年平均分红比例测算, 目前公司股息率约为 3%, 具备长期配置价值。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 2.16/2.37/2.70 元/股, 对应 PE 为 9.7/8.8/7.8x, PB 约 1.4x, PE 和 PB 估值水平均在 A 股水泥板块里排名低位, 继续给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	50,976	55,932	69,691	80,563	95,628
(+/-%)	-16.1%	9.7%	24.6%	15.6%	18.7%
净利润(百万元)	7,516	8,530	11,462	12,552	14,291
(+/-%)	-31.6%	13.5%	34.4%	9.5%	13.9%
摊薄每股收益(元)	1.42	1.61	2.16	2.37	2.70
EBIT Margin	20.8%	21.4%	21.6%	21.7%	20.8%
净资产收益率(ROE)	10.7%	11.1%	13.6%	13.6%	14.1%
市盈率(PE)	15.6	13.7	9.7	8.8	7.8
EV/EBITDA			6.6	5.9	5.5
市净率(PB)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

海螺水泥——当之无愧的水泥龙头	5
公司简介	5
水泥龙头，行业典范	5
股权结构好，员工当家作主	9
“T型”战略奠定发展基础，全国布局持续推进	10
“T型”布局奠定行业竞争优势	10
把握契机，覆盖全国	13
全球视野，进军海外	15
2017 年行业开局良好，三四季度涨价可期	16
需求趋稳，价格、库存表现良好	16
基建、房地产稳定增长，需求整体表现尚可	19
行业政策趋严，产业协同加强	21
业绩好，估值低，现金牛，继续给予“买入”评级	26
供需新常态，龙头经营效率显现	26
资本开支下降，现金流充裕，分红比例有望进一步提升	27
业绩优，估值低，给予“买入”评级	29
风险提示	31
附 1: FCFF 绝对估值	31
附 2: 公司发展战略及 SWOT 分析	31
发展战略	31
SWOT 分析	31
附 3: 财务分析	32
盈利能力分析	32
偿债能力分析	32
成长性分析	33
附 4: 敏感性分析	33
预测前提	33
预测结果	33
敏感性分析	34
附表：财务预测与估值	36
国信证券投资评级	37
分析师承诺	37
风险提示	37
证券投资咨询业务的说明	37

图表目录

图 1: 海螺水泥 (600585.SH) 发展历程	5
图 2: 2009-2016 年海螺水泥销量情况	6
图 3: 2007-2016 年海螺水泥市占率稳步提高	6
图 4: 2016 年度中国水泥熟料产能十强 (单位: 万吨)	7
图 5: 2016 年水泥龙头上市公司营业收入比较	7
图 6: 2016 年水泥龙头上市公司净利润比较	7
图 7: 2016 年水泥龙头上市公司三项费用率	8
图 8: 2016 年水泥龙头上市公司产能利用率	8
图 9: 2012-2016 水泥龙头上市公司毛利率比较 (%)	8
图 10: 2012-2016 年水泥龙头上市公司销售净利率比较 (%)	8
图 11: 2012-2016 年水泥龙头上市公司 ROE 比较 (%)	8
图 12: 海螺水泥股权结构图	9
图 13: 海螺海创股权结构图	9
图 14: 海螺水泥 “T”型战略布局图	10
图 15: 海螺水泥华东地区熟料生产基地	11
图 16: 江浙沪皖 GDP 增速与全国对比 (单位: %)	12
图 17: 江浙沪皖人均水泥用量与全国对比	12
图 18: 中国人口密度形势	12
图 19: 中国夜间灯光分布图	12
图 20: 长三角地区水泥熟料产能 CR4 情况	13
图 21: 海螺水泥熟料产能可在各省分布及相应占比	13
图 22: 2006-2016 海螺水泥来分区域收入变化	14
图 23: 海螺水泥熟料产能可在各省分布及相应占比	14
图 24: 2016 年度海外投资项目排行榜 (数据为设计产能, 单位: t/d)	16
图 25: 全国水泥累计产量及同比增速	17
图 26: 全国高标水泥 P.O 42.5 平均价 (单位: 元/吨)	17
图 27: 华北地区水泥价格走势 (单位: 元/吨)	17
图 28: 东北地区水泥价格走势 (单位: 元/吨)	17
图 29: 华东地区水泥价格走势 (单位: 元/吨)	17
图 30: 中南地区水泥价格走势 (单位: 元/吨)	17
图 31: 西南地区水泥价格走势 (单位: 元/吨)	18
图 32: 西北地区水泥价格走势 (单位: 元/吨)	18
图 33: 全国水泥库容比 (单位: %)	18
图 34: 华北水泥库容比 (单位: %)	18
图 35: 东北地区泥库容比 (单位: %)	18
图 36: 华东地区泥库容比 (单位: %)	18
图 37: 华中地区泥库容比 (单位: %)	19
图 38: 华南地区泥库容比 (单位: %)	19
图 39: 西南地区泥库容比 (单位: %)	19
图 40: 西北地区泥库容比 (单位: %)	19
图 41: 房地产累计开发投资完成额及增速	20

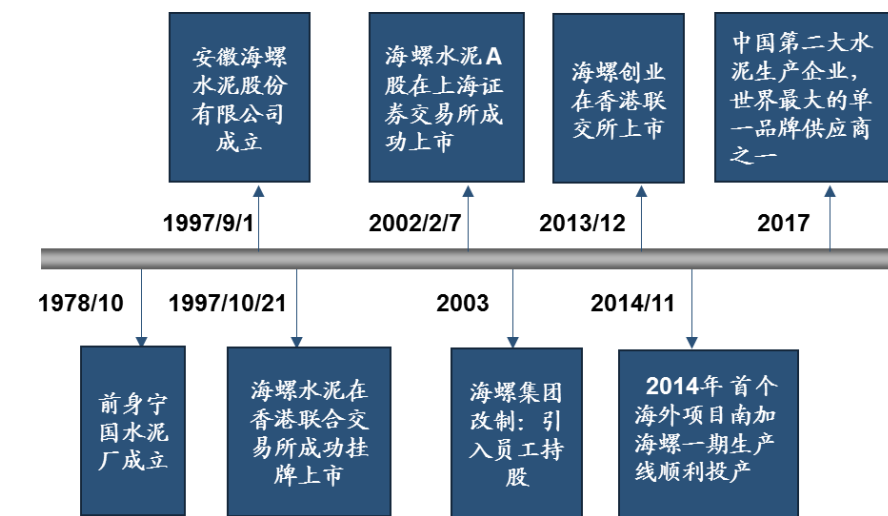
图 42: 房屋累计新开工面积及增速.....	20
图 43: 商品房累计销售面积及增速.....	20
图 44: 商品房累计销售金额及增速.....	20
图 45: 基础设施建设累计投资额及增速.....	20
图 46: 水泥价格与库容比.....	23
图 47: 我国前十大水泥企业的熟料产能集中度.....	25
图 48: 冀东水泥和熟料市场占有率重组前后变化.....	25
图 49: 各区域水泥价格走势 (单位: 元/吨).....	26
图 50: 水泥行业供给端增速情况 (单位: %).....	27
图 51: 海螺水泥与可比公司吨管理费用比较 (单位: 元/吨).....	27
图 52: 海螺水泥员工效率高于其他.....	27
图 53: 水泥龙头上市公司存货周转率 (单位: 次).....	27
图 54: 水泥龙头上市公司总资产周转率 (单位: 次).....	27
图 55: 海螺水泥购建固定资产等支付的现金和行业熟料产能增加情况.....	28
图 56: 海螺水泥资产负债率.....	28
图 57: 海螺水泥经营性净现金流.....	28
图 58: 海螺水泥上市以来归母净利润与股利支付率.....	29
图 59: 水泥煤炭价格差 (单位: 元).....	30
图 60: 行业内可比公司 PE (TTM).....	30
图 61: 行业内可比公司动态 PB.....	30
图 62: 公司近几年每股收益及净资产收益率变化.....	32
表 1: 海螺水泥海外相关布局和行动.....	15
表 2: 水泥产能严控、环保的相关政策.....	21
表 3: 全国 2017 年各地区已公布的停产计划.....	22
表 4: 晋冀鲁豫四省最新夏季错峰生产时间计划表.....	24
表 5: 相关公司估值.....	30
表 6: FCFF 绝对估值测算结果.....	31
表 7: SWOT 分析.....	31
表 8: 水泥行业上市公司盈利能力指标比较.....	32
表 9: 水泥行业上市公司偿债能力指标比较.....	32
表 10: 水泥行业上市公司成长性比较.....	33
表 11: 盈利预测结果.....	33
表 12: 敏感性分析.....	34

海螺水泥——当之无愧的水泥龙头

公司简介

海螺水泥是在安徽省宁国水泥厂发展的基础上改制设立，逐步成长并壮大的。1996年8月24日，安徽省政府正式宣布批准成立安徽海螺集团有限责任公司，同时宣布授予国有资产经营权。1997年9月1日，海螺集团公司以其所属宁国水泥厂和白马山水泥厂的相关生产经营资产作为出资，独家发起成立“安徽海螺水泥股份有限公司”。

图 1: 海螺水泥（600585.SH）发展历程



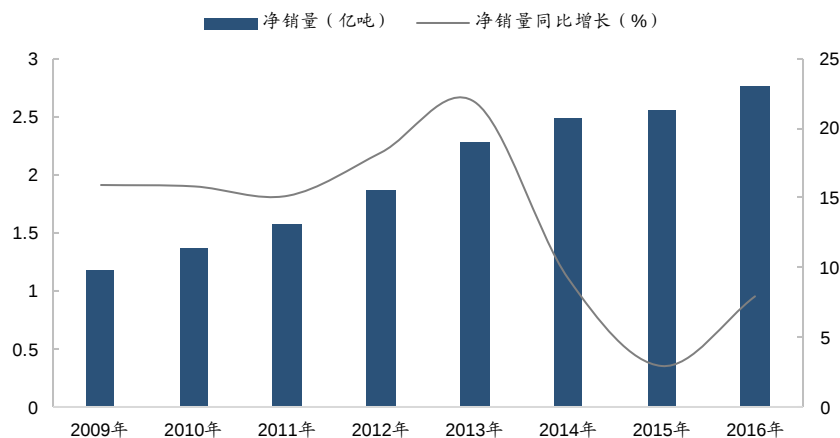
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

为形成强有力的投资主体，建立融资渠道，不断地获取企业发展所需的资金，1997年10月21日，海螺水泥在香港联合交易所成功挂牌上市（0914.HK），募集资金83505.06万元，成为国内水泥行业唯一一家H股境外上市公司。2002年2月7日，海螺水泥A股（600585.SH）在上海证券交易所成功上市，成为国内唯一一家A+H股水泥上市公司。2013年12月，海螺创业在香港联交所上市，募集资金41.3亿港元。经过多年的发展，目前海螺已成为年收入规模近560亿元，水泥产能超20000万吨的龙头水泥企业。

水泥龙头，行业典范

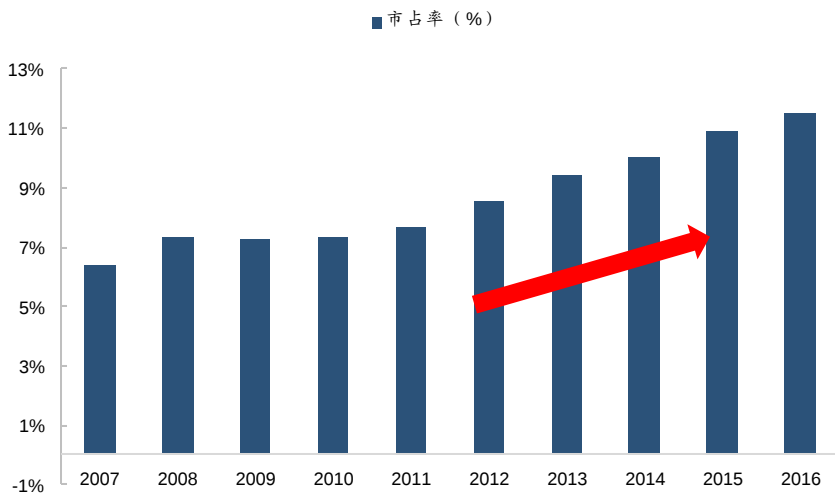
2016年度，海螺水泥克服产能过剩、地区经济分化和市场竞争激烈等诸多不利因素，抓住固定资产投资企稳、水泥市场需求回升的有利机遇，实现水泥产能3.13亿吨、净销量2.77亿吨，全国市占率11.5%，呈逐年稳步提升趋势。

图 2: 2009-2016 年海螺水泥销量情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2007-2016 年海螺水泥市占率稳步提高



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

根据中国水泥协会公布的 2016 年全国水泥熟料产能排名，中国建材集团以 3.8 亿吨的年水泥熟料产能位居榜首，海螺水泥、金隅冀东分别以 2 亿吨和 1.02 亿吨位列第二和第三，是世界上最大的单一品牌供应商，由此可见海螺水泥在行业中的龙头地位。

图 4: 2016 年度中国水泥熟料产能十强 (单位: 万吨)

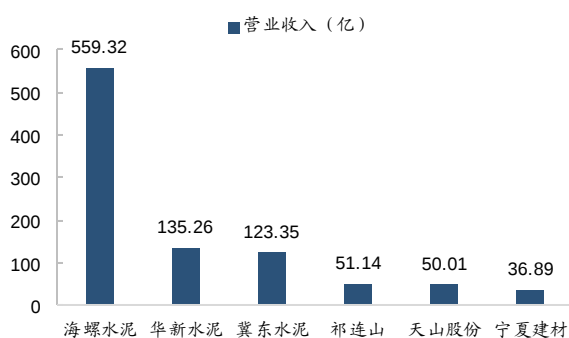


资料来源: 中国水泥网, 国信证券经济研究所整理

与其他家水泥龙头上市公司相比, 海螺水泥的营业收入和净利润均处于绝对优势地位。2016 年, 公司全年实现营业收入 559.32 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 85.3 亿元, 较上年同期分别增长 9.72% 和 13.48%, 业绩增长主要得益于产品销量上涨、水泥售价的提升。

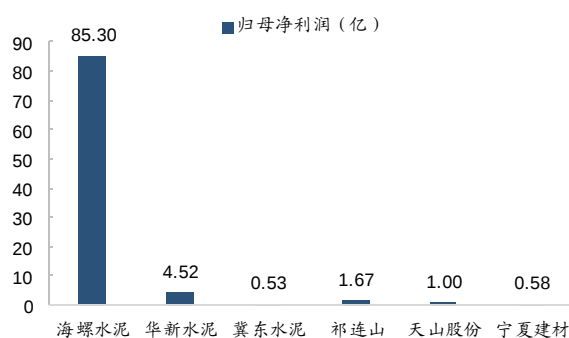
同时, 海螺水泥具有优秀的经营、管理和盈利能力。公司三项费用率长期处于行业最低水平, 成本领先优势明显; 处于行业前列的产能利用率显示了公司生产的高效, 将单位生产成本降至最低; 在盈利能力上同样展现公司实力, 产品综合毛利率与净利率常年处于行业第一的领军位置。

图 5: 2016 年水泥龙头上市公司营业收入比较



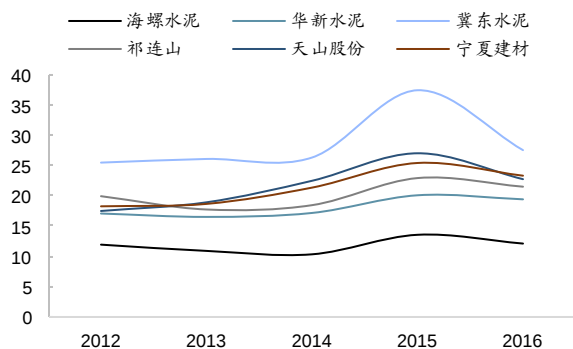
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 2016 年水泥龙头上市公司净利润比较



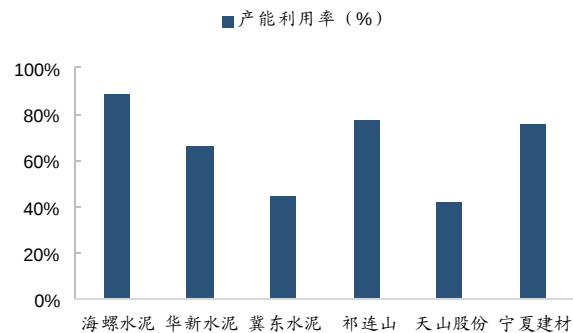
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 2016 年水泥龙头上市公司三项费用率



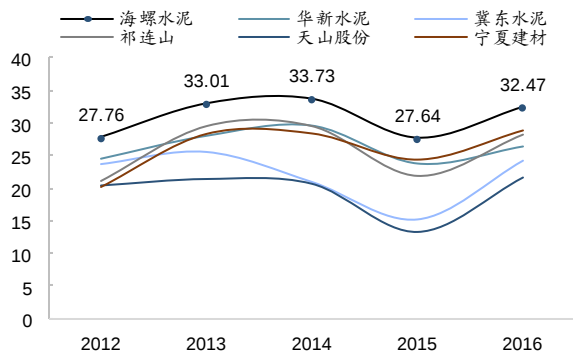
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: 2016 年水泥龙头上市公司产能利用率



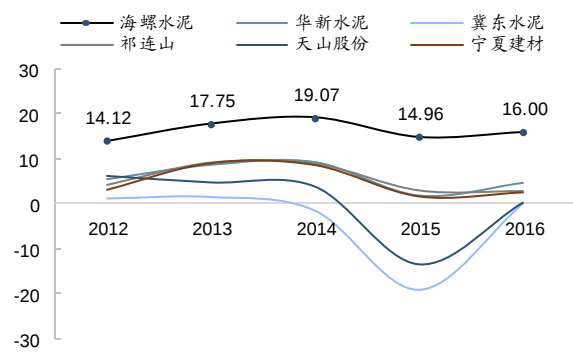
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9: 2012-2016 水泥龙头上市公司毛利率比较 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

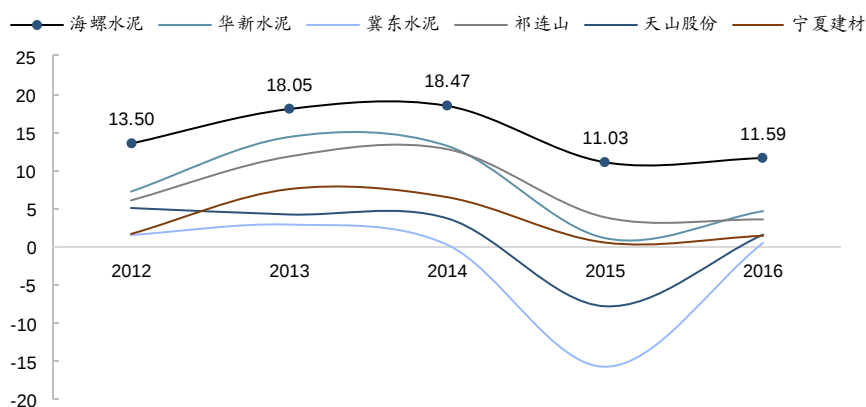
图 10: 2012-2016 年水泥龙头上市公司销售净利率比较 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

基于以上原因,海螺水泥的 ROE 多年来在同行业中处于遥遥领先的位置,2016 年实现 11.59%,是水泥行业名副其实的龙头企业。

图 11: 2012-2016 年水泥龙头上市公司 ROE 比较 (%)

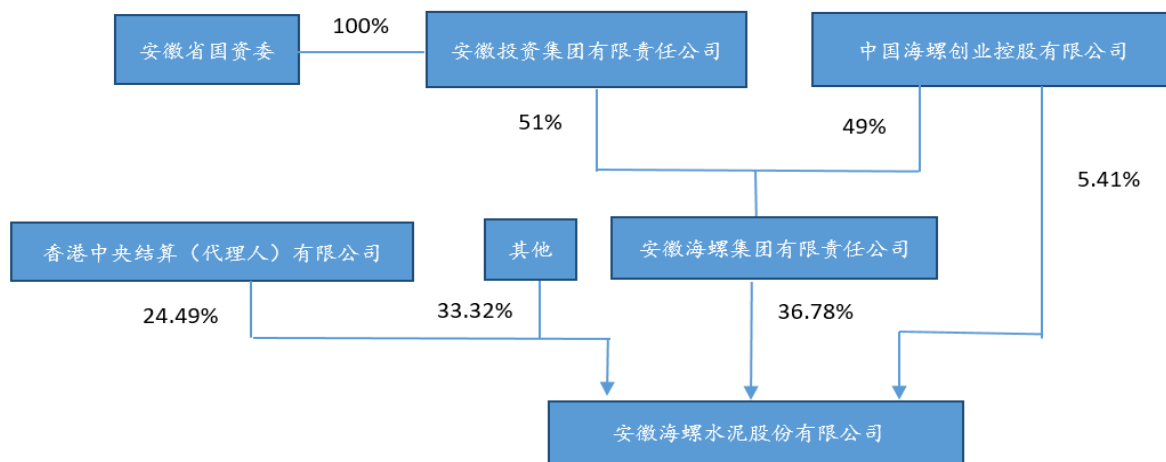


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构好，员工当家作主

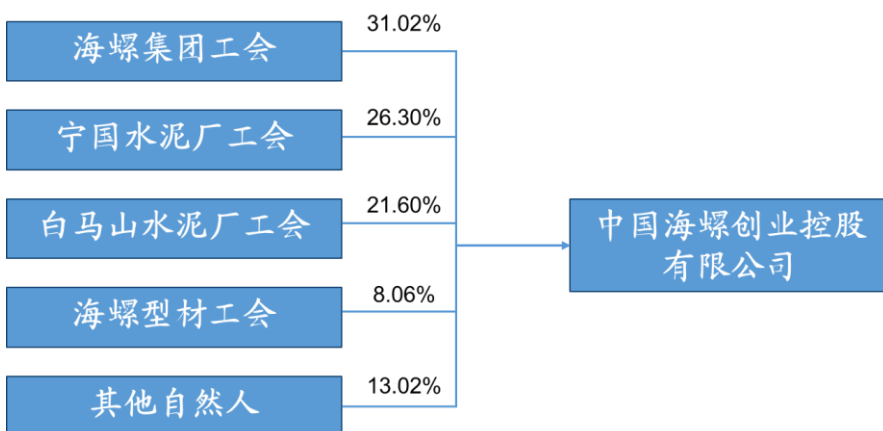
员工当家作主，激励强，动力足。安徽海螺水泥股份有限公司第一大股东为安徽海螺集团有限责任公司（以下称“集团公司”），其中集团公司的股东分别为安徽投资集团有限责任公司和海螺海创组成，分别持股 51% 和 49%。由于安徽投资集团有限责任公司由安徽省国资委持股，因此海螺水泥实际控制人为安徽省国资委。但除了间接以 49% 的比例参股海螺集团外，海螺海创还以 5.41% 的比例直接参股海螺水泥，实际持股 $5.41\% + 0.49 \times 36.78\% = 23.43\%$ ，高于安徽省国资委的持股 $0.51 \times 36.78\% = 18.76\%$ 。真正做到了员工当家作主，让员工从为别人打工到为自己打工，最大限度地调动了广大员工的积极性。（注：海螺海创由海螺集团工会持股 31.017%、宁国水泥厂工会 26.295%、白马山水泥厂工会 21.599%、海螺型材工会 8.062% 以及郭文叁等八名自然人出资）

图 12：海螺水泥股权结构图



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 13：海螺海创股权结构图



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

实践证明海螺的改制是国企改革中企业成功的典范，将国资、企业和员工利益

紧密捆绑在一起，解决了企业主人到位问题，大大增强了企业发展的动力，使企业得以不断做大做强，实现了国有资产的大幅保值增值，员工也充分享受了企业改革发展的成果。为其他国有大企业产权制度改革探索树立了标杆，也代表着国企未来的改革方向。

“T 型”战略奠定发展基础，全国布局持续推进

“T 型”布局奠定行业竞争优势

海螺水泥之所以走到今天的龙头地位，很大程度上得益于公司发展初期精准的战略定位和产能布局。水泥生产全过程为：原料研磨制成生料，生料煅烧制成熟料，熟料加适量混合材料研磨制成水泥。传统模式基本上所有过程都在同一生产基地完成，最终输出的是水泥产品。1998 年公司首次提出“T 型发展战略”，其中竖是长江，横为沿海。“T 型”战略的核心是在长江沿岸石灰石资源丰富地区建设大型水泥熟料生产基地，在沿海无资源但水泥市场发达的地区低成本收购小水泥厂并改造成水泥粉磨站进行终端销售。新的模式大胆创新，在熟料被加工出来后接着向位于销售地的水泥粉磨站输出，粉磨站广布于江苏、浙江、上海、安徽等无资源但水泥市场发达的地区，通过并购的立窑和中小水泥企业改造，然后销售地根据自身市场的需求情况决定生产量大小。

图 14：海螺水泥“T”型战略布局图



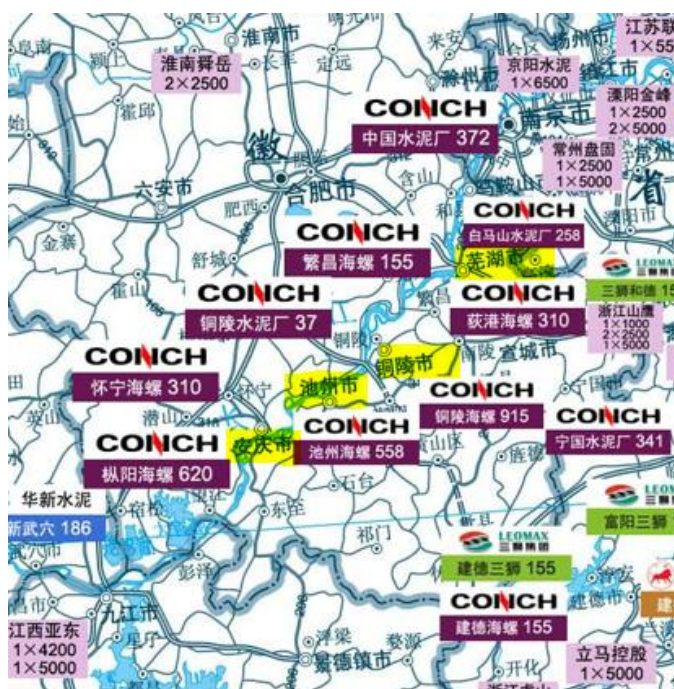
资料来源：中国水泥网，国信证券经济研究所整理

采用“T 型”战略布局模式主要有三方面优势。第一，降低水泥的生产成本。从工艺流程角度来考虑，一方面，石灰石是生产水泥的基本原料，只有高品位的石灰石原料才能生产出高质量的水泥产品，另外由于石灰石资源不可再生，资源优势也无法被轻易的复制，谁先储备丰富的石灰石资源，谁就抢占了竞争的制高点，海螺在石灰石资源丰富的长江两岸的芜湖、铜陵、安庆、池州等地建设了大型熟料生产基地，这些地区所产的石灰石品质优良，碳酸钙含量极高，为生产高品质低碱水泥提供了得天独厚的资源优势，也利于实现规模化生产，降低生产成本；另一方面，由于水泥的最后一步生产过程需要在熟料中加适量

的混合材料才能最终生成水泥产品，一般为 12%—30%的辅助材料如火山岩、矿渣等，而这些材料在销售地比较容易获得，所以可以直接只向销售地输出熟料，这样也可以节约辅助材料的运输成本。

从运输条件来看，“T型”战略发挥了长江水路运输的成本优势（当运输距离在 500 公里以上时，水路运输的成本远低于公路运输），借助长江的天然水道，生产的熟料往下游可以运往江苏、上海和浙江的粉磨场，向上游可以运往江西、湖北的粉磨场。借助长江的天然水道运输既降低了物流运输成本，又分摊了库存压力，是生产工厂+公路运输+工地的生产物流模式无法相比的。

图 15：海螺水泥华东地区熟料生产基地



资料来源：中国水泥网，国信证券经济研究所整理

第二，“T型”布局解决了规模扩张与市场开拓的矛盾。通常石灰石资源丰富的地方市场不够发，因此海螺水泥在水泥市场需求发达但资源欠丰富的地区建设粉磨厂以获得当地的市场份额，贴近具有极大需求量的水泥消费城市群，实现了水泥产品销售半径的有效扩张，拓展了在华东地区的市场覆盖面，为公司的可持续发展奠定了坚实的基础。

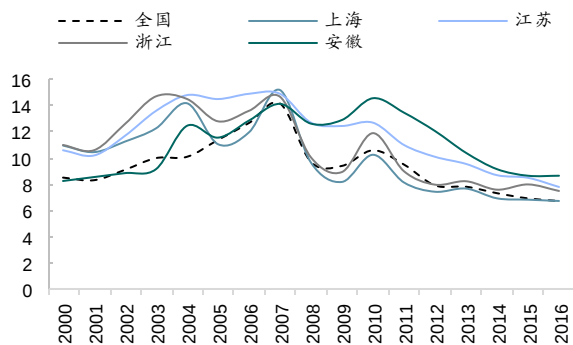
“T型”战略布局时期海螺水泥在沿江、沿海、沿铁路进行兼并收购，早期兼并了上海市奉贤水泥厂、张家港市水泥厂和南通市水泥厂，完成了从南、北、西等 3 个方向对上海市场的合围。接下来海螺又收购了南京江北水泥厂和合肥市的长丰县水泥有限公司，分别成立了南京海螺水泥有限公司和长丰海螺水泥有限公司，在重要城市南京和合肥建立了自己的桥头堡，为下一步的全国性扩张做好准备。

通过不断地兼并收购中小型水泥企业，并将其改造投产，海螺抢占了大量的市场份额，盘活了存量资产，实现了其上海、江苏、浙江、安徽等地区的全面布局。之后海螺为取得华东市场的主导权，又进一步扩大了几大熟料基地的生产规模，2002 年至 2003 年两年间，海螺先后建成了 8 条 5000t/d 以上新型干法生产线，进一步巩固了公司产能和市场的战略布局。

第三，“T型”战略布局区域水泥需求高。战略提出初期，公司销售范围主要集

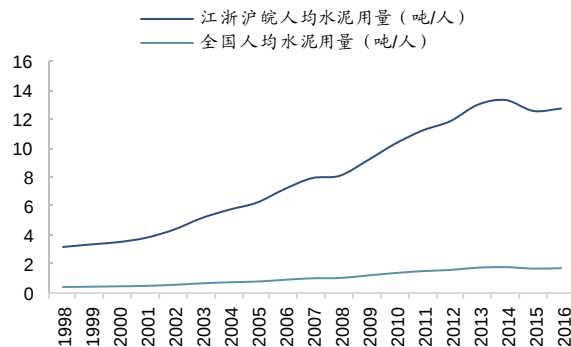
中于江浙沪皖四大省，此区域隶属华东地区，是我国经济发展最快的区域之一，同时也是我国人口密度最高的地区之一。自“T型”战略实施以来，除上海外，江苏、浙江、安徽的 GDP 增速明显高于全国水平，反应在人均水泥用量上的结果是水泥需求大幅高于全国平均水平。海螺水泥初期将产能重心布局在此区域，为公司随后业绩实现持续快速增长奠定良好基础。

图 16: 江浙沪皖 GDP 增速与全国对比 (单位: %)



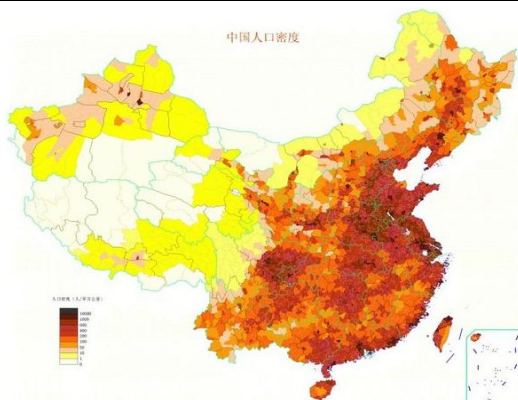
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 17: 江浙沪皖人均水泥用量与全国对比



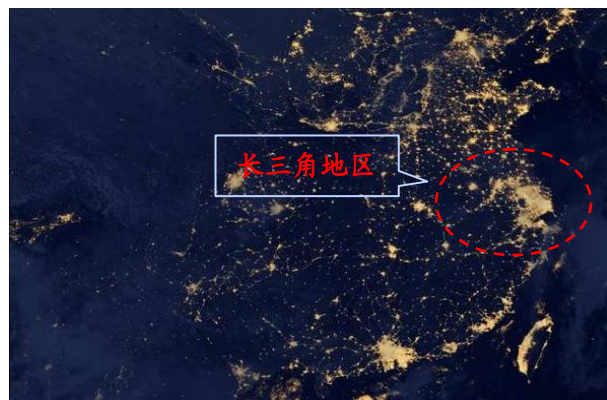
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 中国人口密度形势



资料来源: 百度、国信证券经济研究所整理

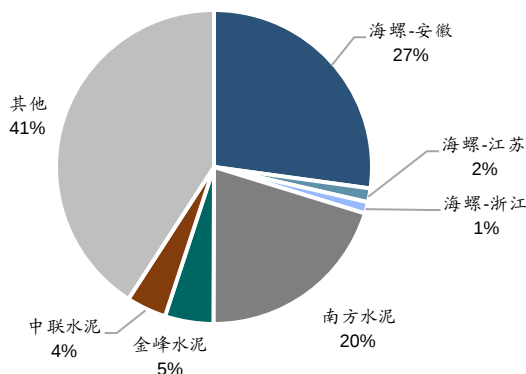
图 19: 中国夜间灯光分布图



资料来源: NASA、国信证券经济研究所整理

截至公司 2002 年 A 股上市前，公司已基本完成在长三角市场的布局。“T 型”战略下，海螺水泥主业的规模经济日益体现，生产成本及费用不断降低，打破了水泥的地域限制，成功实现了跨地域的大规模扩张，占据了竞争优势。经过多年发展，海螺基本上在从江西到江苏的所有重要港口都构筑了规模型熟料生产基地，在长三角所有水泥市场需求量大的重要城市都建造了粉磨厂和销售基地，全面完成了长三角地区市场的战略与整合。截至 2016 年，公司在长三角地区（江浙沪皖）熟料产能市占率达 30%。

图 20: 长三角地区水泥熟料产能 CR4 情况



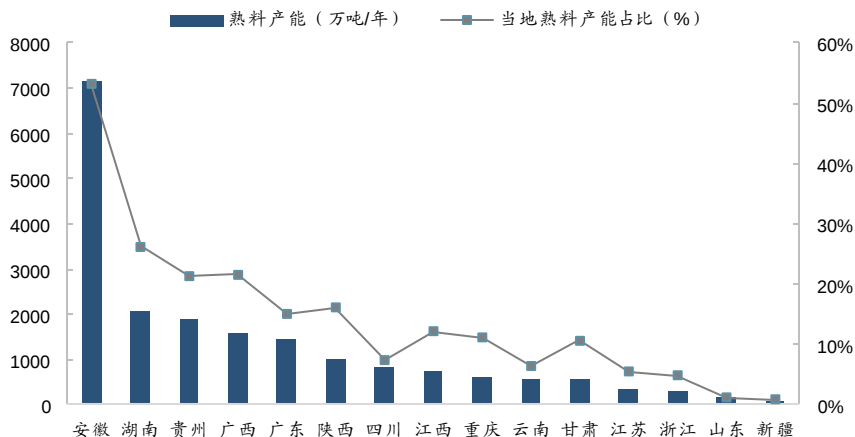
资料来源: 中国水泥网, 国信证券经济研究所整理

把握契机, 覆盖全国

华东地区布局完成后, 海螺并未停下扩张的步伐, 大举进军中南市场。2003 年, 公司在巩固华东市场的同时, 提出计划在湖南双峰等地建设年产 150 万吨的水泥熟料工厂, 在广东江门等地建设年产 300 万吨的粉磨站, 正式切入中南地区。截至 2016 年底, 公司凭借其规模和成本优势再下一城, 在湖南、广西、广东三省分别拥有熟料产能 2092.5、1596.5、1472.5 万吨, 均处于本省熟料产能排名第二水平, 成功在中南地区市场站稳脚跟。

挥师向西, 欲再造一个“海螺”。2008 年, 公司响应国家加强西部建设的经济发展战略, 积极参与四川汶川大地震灾后重建。在对西部水泥市场进行充分调研的基础上, 确定了甘肃平凉、重庆忠县、四川达州、广元, 以及贵州遵义、贵定、贵阳等西部战略部署点, 同时成立四川和重庆市场部, 满足灾后重建对水泥的需求。随后, 公司继续通过投建、收购、并购等方式, 扩大和加强对西部市场的控制力和竞争力。

图 21: 海螺水泥熟料产能在全省分布及相应占比

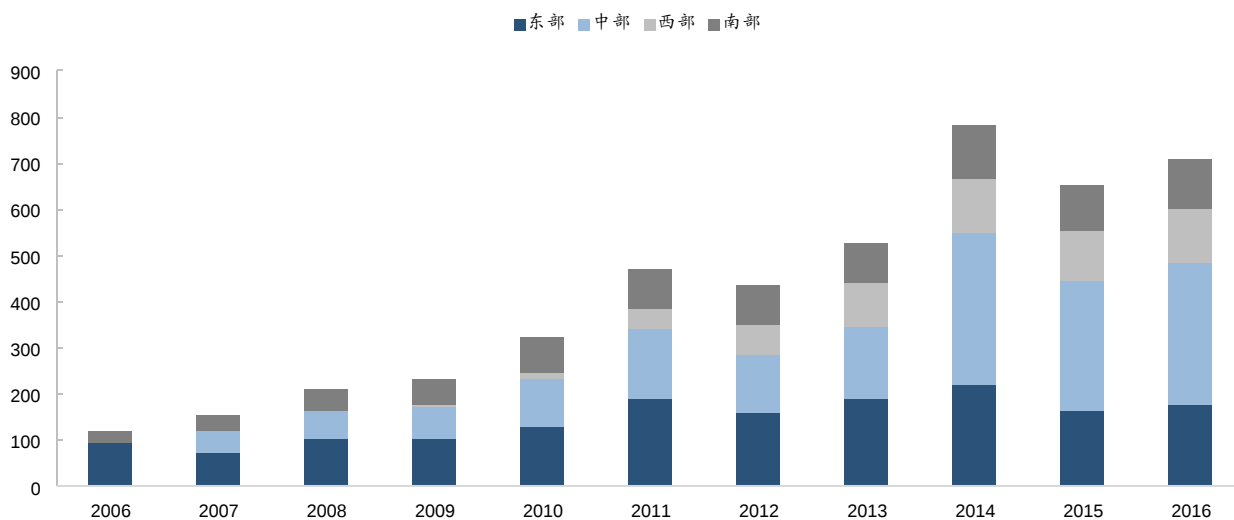


资料来源: 中国水泥网, 国信证券经济研究所整理

总体而言, 全国布局框架已基本搭建形成。在过去十年中, 在东部市场稳定巩固的同时, 中部、西部和南部的业绩均实现大幅增长。截至 2016 年, 公司在

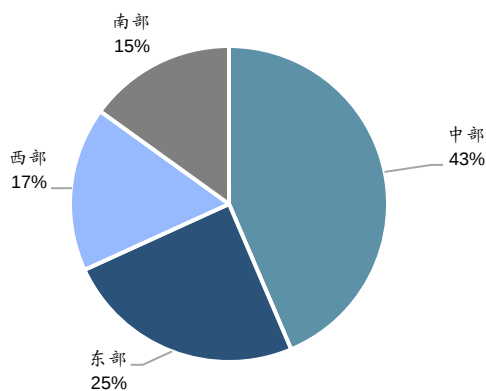
东部、中部、西部和南部分别实现收入 174.48、308.66、118.65 和 106.69 亿元，在公司国内市场收入中占比分别为 25%、43%、17%、15%。目前，公司东部和南部区域主要任务为加强终端市场拓展，中部和西部区域致力于收购兼并、新建项目产能投放。目前正值国内水泥行业结构调整时期，公司将借此契机，国内市场布局未来将得到进一步完善。

图 22：2006-2016 海螺水泥来分区域收入变化



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 23：海螺水泥熟料产能在全省分布及相应占比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

全球视野，进军海外

作为经营管理优秀、竞争力突出的行业龙头，海螺水泥通过内并外扩不断完善产能布局，延续产能绝对规模，提升市场份额。在基本完成全国大框架布局的同时，海外扩张成为公司目前重要的战略方向。

表 1: 海螺水泥海外相关布局和行动

国家	项目名称	项目进度	时间
印尼	印尼南加海螺水泥项目一期工程	开展投资前期工作	2011
		3200t/d 熟料生产线破土动工	2012
		3200t/d 熟料生产线完成了土建施工、全面进入设备安装高峰期	2013
		3200t/d 熟料生产线顺利建成投产	2014
	印尼南加海螺水泥项目二期工程	全面启动项目建设	2015
		顺利建成投产	2016
		正式签约	2013
		有序推进	2014
	印尼孔雀港粉磨站项目	全面启动项目建设	2015
		顺利建成投产	2016
	马诺斯	有序推进	2014
	西巴布亚	有序推进	2014
		全面启动项目建设	2015
	印尼北苏拉威西	水泥熟料生产线顺利建成投产	2016
		前期工作有序推进	2015
越南		项目开工	2016
		实地考察和调研项目载体	2012
马来西亚		开展前期准备工作	2013
		实地考察和调研项目载体	2012
缅甸	缅甸皎施水泥项目	实地考察和调研项目载体并开展前期准备工作	2013
		BOT 合作协议正式签署，完成老线技改且效果显著	2014
		5000t/d 熟料生产线正式开工建设	2014
		全面启动项目建设	2015
		5000t/d 熟料生产线顺利建成投产	2016
		前期工作有序推进	2016
老挝	老挝万象	实地考察和调研项目载体并开展前期准备工作	2014
		前期工作有序推进	2015
		前期工作有序推进	2015
		项目开工	2016
柬埔寨	柬埔寨马德望	实地考察和调研项目载体并开展前期准备工作	2014
		前期工作有序推进	2015
		项目开工	2016
俄罗斯	伏尔加海螺	前期工作有序推进	2016

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

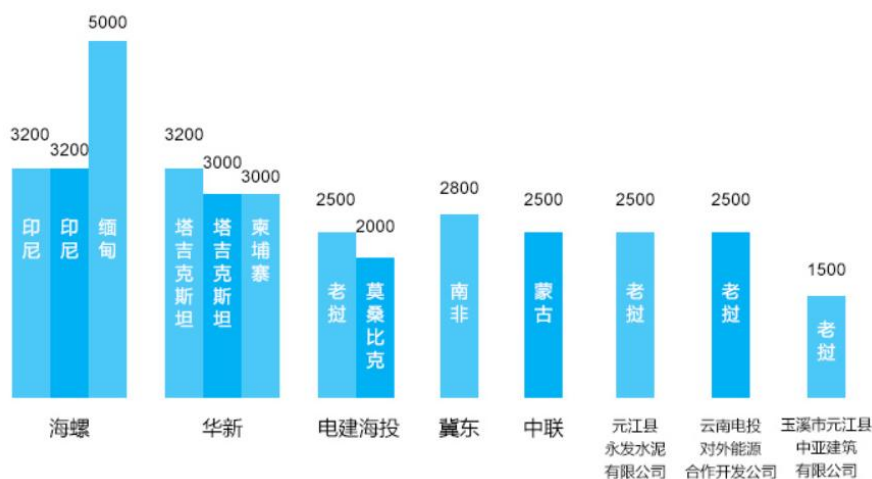
公司最早“走出去”是在 2011 年 11 月 7 日，与昌兴物料（国际）有限公司合资设立了印尼海螺水泥有限公司，并持有其 75% 的股份。2012 年 2 月 17 日，印尼海螺水泥和昌兴物料共同设立了南加里曼丹海螺水泥有限公司，印尼海螺水泥持有其 95% 的股份。2012 年底印尼南加海螺水泥项目的一期工程 3200t/d 熟料生产线破土动工，2014 年 11 月南加海螺一期点火投产，目前其二期也已顺利建成投产。印尼作为公司海外布局的桥头堡，目前已规划布局了 6 个项目。印尼孔雀港粉磨站项目自 2013 年签约后，通过有序地推进和项目的建设目前也已顺利投产。西巴布亚、北苏拉威西等项目也正在建设中。此外公司还在缅甸、老挝、柬埔寨等多个东南亚地区开始布局，缅甸皎施水泥项目 5000t/d 熟料线项目已顺利建成投产，老挝琅勃拉邦和柬埔寨马德望的项目已正式开工。

在“一带一路”战略的推动下，我国水泥行业国际化进程加速推进，海螺水泥积

极响应战略。2016 年，公司主要水泥在建项目为塔吉克斯坦索格特 3,000 吨/日水泥熟料生产线，项目已经投产运营，且尼泊尔纳拉亚尼水泥熟料生产线已启动前期工作，同时北苏海螺、柬埔寨马德望、老挝朗勃拉邦等水泥项目相继开工，伏尔加海螺、缅甸曼德勒等项目前期工作有序推进。

此外，今年 5 月中旬举办的“一带一路”高峰论坛有望使基建行业借力加速出口，促进国内水泥企业对外扩张。“一带一路”战略方针提出 3 年多来，中国同沿线国家贸易总额超过 3 万亿美元，对沿线国家投资累计超过 500 亿美元，合作项目建设均稳步推进，其中铁路、桥梁、码头等基建项目首当其冲。按照投资规划，未来“一带一路”投资将达到 7800 亿元（丝路基金 1000 亿元，海外基金 3000 亿元，国开行专项资金 2500 亿元，进出口银行专项资金 1300 亿元）。结合当前“一带一路”框架，中巴、中蒙俄、新亚欧大陆桥等六大经济走廊框架已经形成，沿线上相关陆海空各通道将同步推进，铁路、港口仍是未来几年内“一带一路”发展的基础和核心，这对于区域布局广泛，海外业务稳步增长的海螺水泥来说无疑是一大利好消息。

图 24：2016 年度海外投资项目排行榜（数据为设计产能，单位：t/d）



资料来源：中国水泥网，国信证券经济研究所整理

海螺水泥积极布局国际市场，推进产能扩张。截至 2016 年底，公司海外熟料产能 480 万吨、水泥产能 935 万吨，在年度海外投资项目排行榜中，海螺水泥也明显领先于其他同行企业。目前公司已在印尼、缅甸、柬埔寨等 5 个国家投资兴建水泥项目，参控股项目公司 14 家，海外布局成果显著。从公司年报中披露的重大在建工程项目来看，2017 年预计新增长的熟料和水泥产能主要是国外项目，如印尼巴鲁海螺水泥、马德望海螺水泥及北苏海螺水泥的三条 5000t/d 熟料生产线及粉磨站项目。未来公司仍将积极稳妥推进国际化战略，为公司打开更为广阔的市场空间。

2017 年行业开局良好，三四季度涨价可期

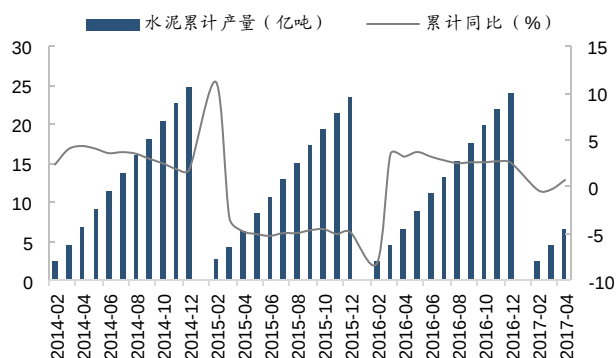
需求趋稳，价格、库存表现良好

2017 年开年以来，全国水泥产量表现稳定。1-4 月份，全国水泥累计产量 6.62 亿吨，同比增长 0.7%，主要由于房地产、基建保持相对稳定增长，支撑下游水泥需求。

在需求稳定、行业格局向好的环境下，水泥价格整体持续温和上涨。2017 年

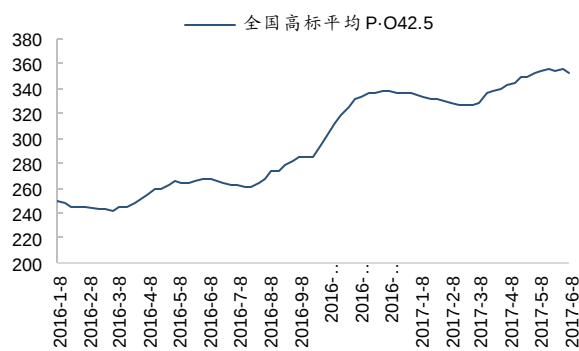
1-5月，水泥价格维持2016年整体上涨趋势，一季度前期由于春节淡季影响出现季节性下滑，但整体回落幅度较小，3月行业陆续复工后，在前期企业协同限产、错峰形势下需求得到释放，价格随即出现反弹。年初至今，全国高标水泥P.O 42.5累计上涨18.2元/吨，涨幅5.4%，目前平均报价352.7元/吨。

图 25: 全国水泥累计产量及同比增速



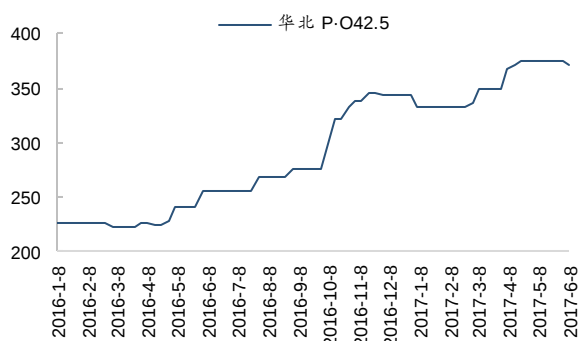
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 26: 全国高标水泥 P.O 42.5 平均价（单位：元/吨）



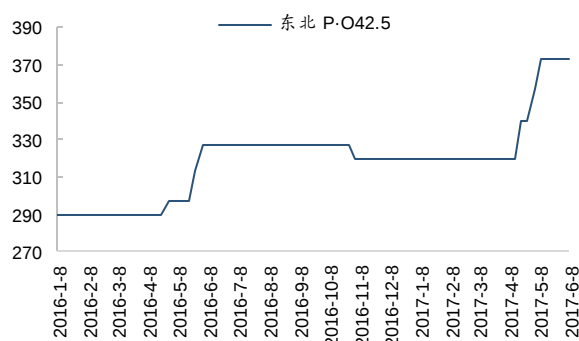
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 27: 华北地区水泥价格走势（单位：元/吨）



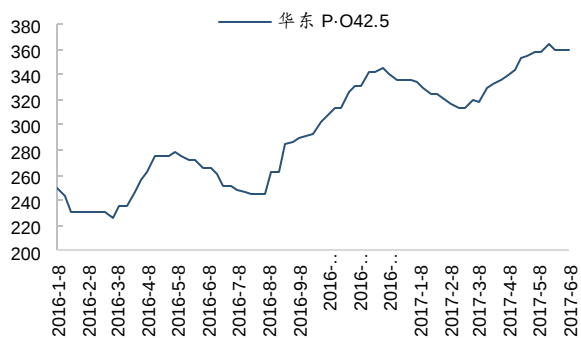
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 28: 东北地区水泥价格走势（单位：元/吨）



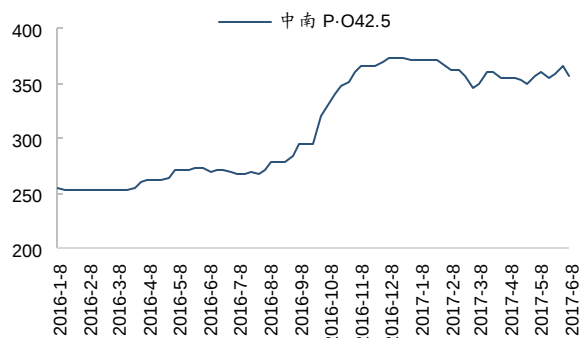
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 29: 华东地区水泥价格走势（单位：元/吨）



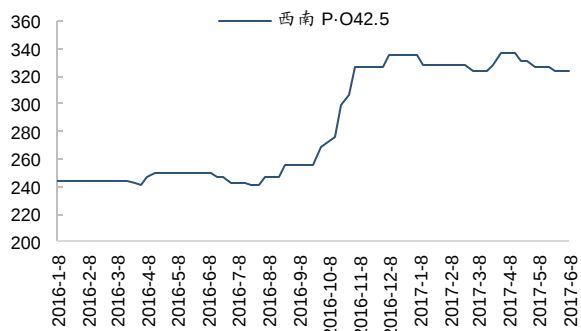
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 30: 中南地区水泥价格走势（单位：元/吨）



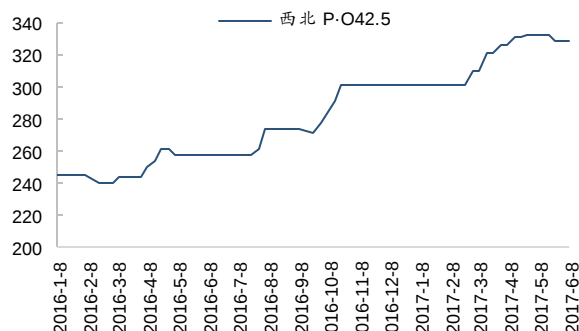
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 31: 西南地区水泥价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

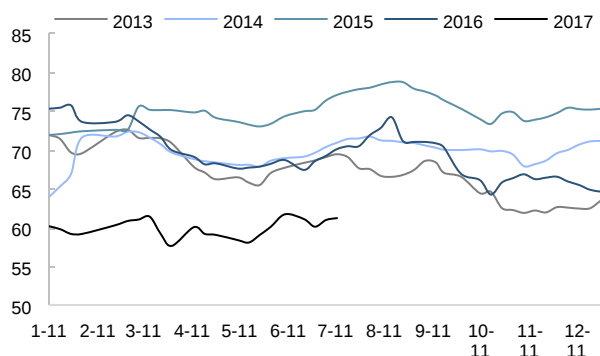
图 32: 西北地区水泥价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

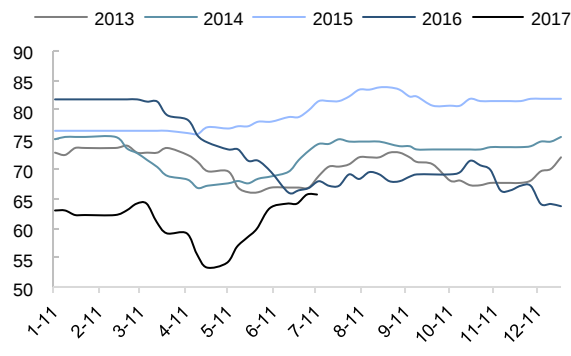
上半年至今水泥行业库存水平处于历史低位。年初以来, 错峰生产在北方各省市的到位执行, 企业间适度控制产量, 加之环保严控后落后产能得到抑制, 在需求相对稳定的情况下, 全国水泥库存保持低位运行。根据数字水泥网监测, 2017 年 1-5 月水泥库容比基本维持 60% 左右上下波动, 远低于过去四年历史同期水平。分区域情况来看, 海螺水泥主要布局的华东、华南、华中、西南和西北地区年初至今平均库容比分别为 56%、60%、58%、61% 和 66%, 均处于当地历年库存低位值。

图 33: 全国水泥库容比 (单位: %)



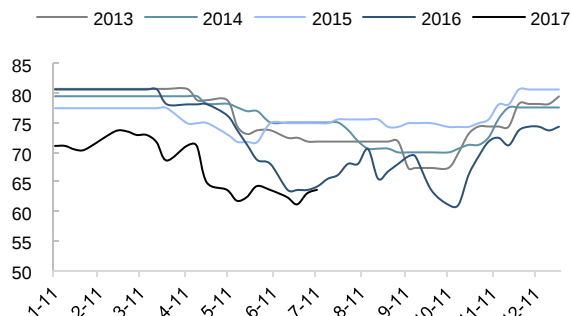
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 34: 华北水泥库容比 (单位: %)



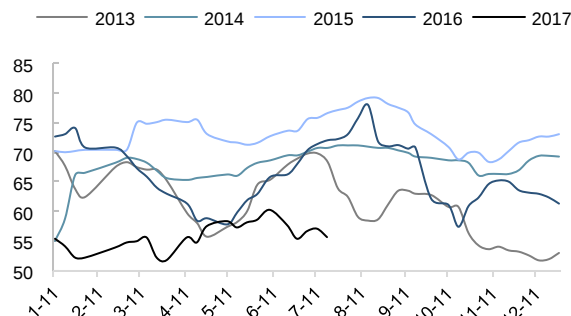
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 35: 东北地区泥库容比 (单位: %)



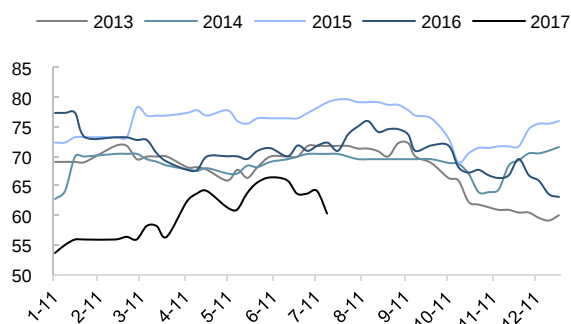
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 36: 华东地区泥库容比 (单位: %)



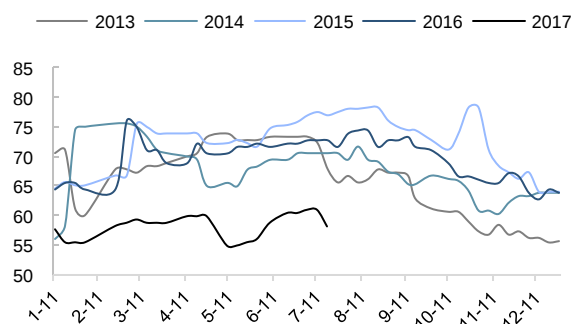
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 37: 华中地区泥库容比 (单位: %)



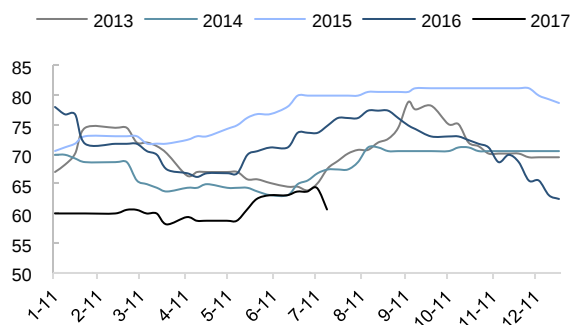
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 38: 华南地区泥库容比 (单位: %)



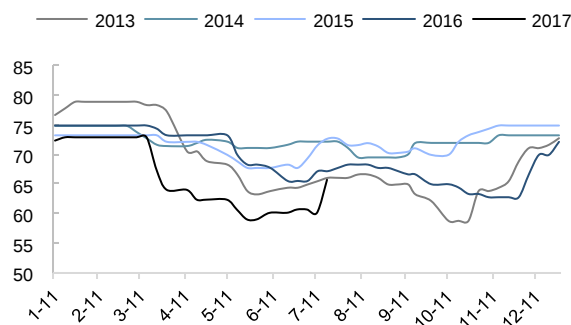
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 39: 西南地区泥库容比 (单位: %)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 40: 西北地区泥库容比 (单位: %)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

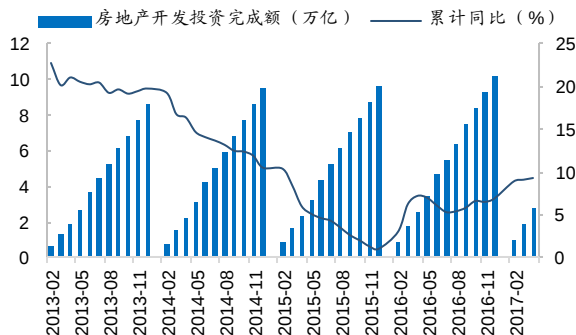
基建、房地产稳定增长, 需求整体表现尚可

水泥市场需求主要与基础设施投资和房地产开发投资密切相关, 我们通常认为基础设施投资占近 1/3 的水泥需求, 另外 1/3 则来自于房地产领域的开发投资拉动。

从房地产方面来看, 作为房地产行业发展的先行性指标, 房地产开发投资完成额增速今年以来持续温和上升, 并未出现大幅降低, 且目前仍然维持较高水平。据国家统计局数据, 2016 年房地产开发投资增速为 6.9%, 同比回升 4.3 个百分点, 2017 年 1-4 月累计实现投资额 2.77 万亿, 累计同比增速达到 9.3%, 高于 2016 年全年增速 2.4 个百分点, 仍处于缓慢上升趋势中。

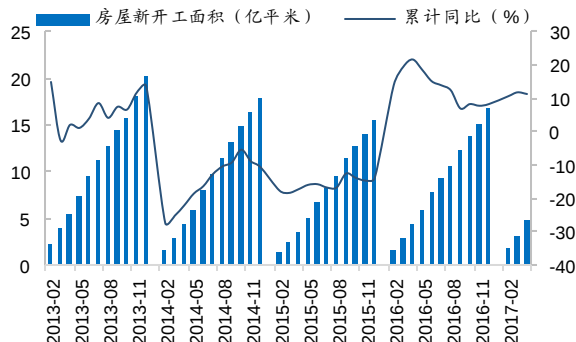
受益于去年房地产销售行情的火爆, 房地产开发企业现金充裕, 补地较为积极, 房屋新开工面积、商品房销售面积及金额增速目前仍维持较高水平。其中今年 1-4 月, 房屋新开工面积增速累计增速仍达到 11.1%, 高于 2016 年全年增速 3 个百分点; 商品房销售面积和金额增速今年 1-4 月增速分别为 15.7% 和 20.1%, 增速仍然维持相对 14、15 年的高位水平。

图 41: 房地产累计开发投资完成额及增速



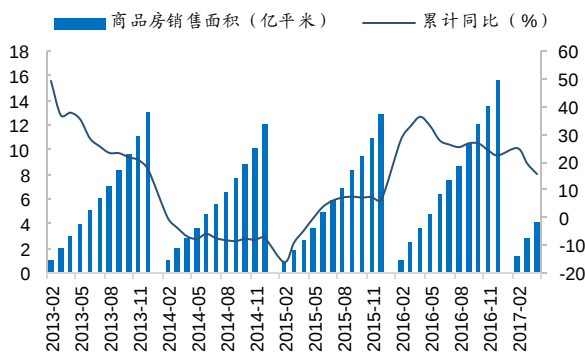
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 42: 房屋累计新开工面积及增速



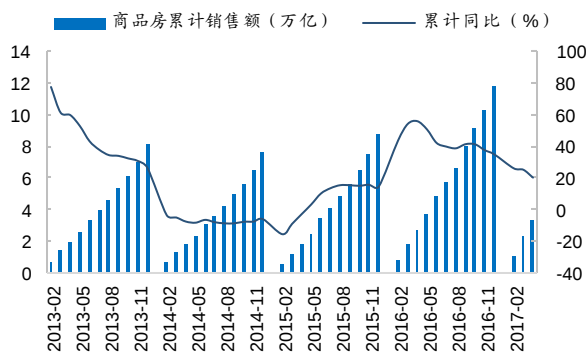
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 43: 商品房累计销售面积及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

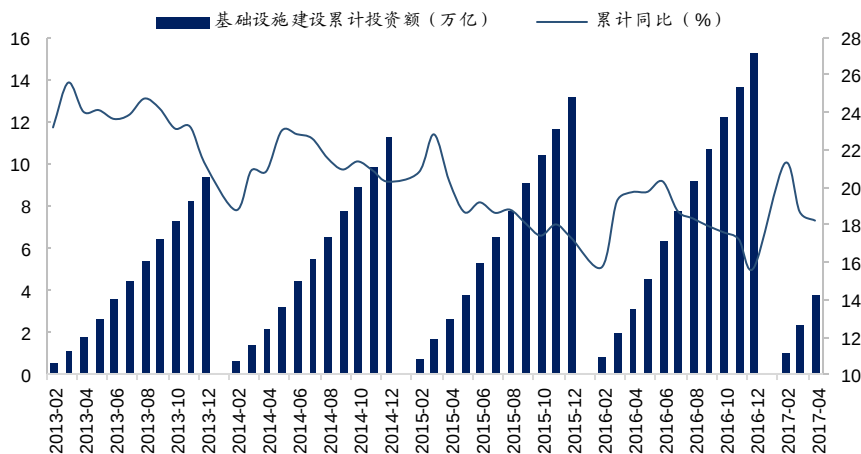
图 44: 商品房累计销售金额及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从基础设施建设投资来看,据国家统计局数据,2016 年全年基础设施投资 15.2 万亿,同比增长 15.71%,2017 年 1-4 月累计基建投资额实现 3.73 万亿,累计同比增速为 18.21%,在整体基数较大的前提下,较上年同期仍然实现了 1 个百分点的提升。

图 45: 基础设施建设累计投资额及增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

行业政策趋严，产业协同加强

产能严控政策持续，环保政策加码

2017 年，政府依然将化解过剩产能，淘汰落后产能作为政府工作的重中之重。早在 2013 年，国务院就已对产能过剩的问题给出指导，发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，其中明确指出钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝等行业存在产能严重过剩的矛盾，需要充分认识和化解过剩矛盾，并提出了相应的指导原则、措施和目标。随后时间里，各相关部门相继出台多份文件，引导行业展开工作。目前产能严控政策仍在持续。6 月 7 日，中国水泥协会发布最新《水泥工业“十三五”发展规划》，明确了 2020 年前，严禁新建、新增产能项目。要求加快压减和淘汰过剩和落后产能，鼓励优势企业带头兼并与收购企业，从整体上提升水泥行业的整体市场竞争力。**此外，熟料产能压减也有所加码。**《规划》中将熟料去产能目标加码至 4 亿吨（压减 20%），至 2020 年熟料产能利用率≥80%，2020 前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料建设项目。

环保要求不断完善，执法力度不断加大。根据环保部网站 2 月 10 日消息，经国务院同意，环保部、国家质检总局会同国家发展改革委、工业和信息化部、安全监管总局等部门印发《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》，于 2017 年 2 月 12 日至 22 日组织开展水泥、玻璃行业专项督查，对落后产能进行清理整。

环保严控目前已成为新常态，去产能势在必行。违规新建的黑龙江冀东水泥 7200 吨熟料生产线被中央电视台曝光、巡察组叫停等行动都充分显现出政府环保严控的决心和效果，预计今年供给端的增长将会得到进一步抑制。

表 2：水泥产能严控、环保的相关政策

日期	部门	政策	主要内容
2017 年 6 月 7 日	中国水泥协会	《水泥工业“十三五”发展规划》	明确了 2020 年前,严禁新建、新增产能项目; 2017 年底前,暂停实际控制人不同企业间产能置换; 加快压减和淘汰过剩和落后产能, 鼓励优势企业带头兼并与收购企业, 从整体上提升水泥行业的整体市场竞争力; 熟料去产能目标加码至 4 亿吨(压减 20%), 至 2020 年熟料产能利用率≥80%, 2020 前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料建设项目。
2017 年 1 月 5 日	国务院	关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知 国发〔2016〕74 号	分区域、分流域制定实施钢铁、水泥、平板玻璃、锅炉、造纸、印染、化工、等重点行业、领域限期整治方案, 升级改造环保设施, 确保稳定达标; 推进水泥窑协同处置城市生活垃圾; 实施电力、钢铁、水泥、石化、平板玻璃、有色等重点行业全面达标排放治理工程; 严格落实水泥、电解铝等行业阶梯电价政策; 到 2020 年, 水泥熟料综合能耗目标值为 105kg 标准煤/吨。
2016 年 10 月 11 日	工信部	关于印发建材工业发展规划(2016-2020 年)的通知	大力压减水泥、平板玻璃过剩产能, 严禁备案和新建新增产能项目, 依法依规淘汰不达标产能。
2016 年 6 月 30 日	工信部	关于印发工业绿色发展规划(2016-2020 年)的通知	开展水泥生产原料替代, 引导使用新型低碳水泥替代传统水泥; “十三五”时期绿色发展指标: 2020 年水泥熟料综合能耗达 105 千克标准煤/吨; 落实阶梯电价、差别电价等价格政策; 实施高固气比熟料煅烧、大推力多通道燃烧等技术改造; 推进水泥窑协同处置固体废物。
2016 年 5 月 18 日	国务院办公厅	关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见(国办发〔2016〕34 号)	2020 年底前, 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目; 2017 年底前, 暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料产能置换。污染物排放达不到要求或超总量排污的, 实施按日连续处罚; 能耗超限的, 应在 6 个月内整改达标。依法查处生产、销售不符合国家强制性标准水泥产品和无生产许可证生产、销售水泥产品的违法行为。支持优势企业推进联合重组, 优化产能布局, 压减竞争乏力的过剩产能。推行错峰生产, 停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥, 重点生产 42.5 及以上等级产品。
2016 年 1 月 14 日	发改委 工信部	关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知(发改价格〔2016〕75 号)	对《产业结构调整指导目录(2011 年本)(修正)》明确淘汰的利用水泥立窑、干法中空窑、立波尔窑、湿法窑生产熟料的企业以外的通用硅酸盐水泥生产企业生产用电实行基于可比熟料(水泥)综合电耗水平标准的阶梯电价政策。
2015 年 8 月 31 日	住建部 工信部	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知	引导北方采暖区企业冬季开展错峰生产; 制修订水泥产品标准, 鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥, 优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥; 研究制定财税、价格等相关政策, 激励水泥窑协同处置; 取消复合水泥 32.5 等级标准, 大力推进特种和专用水泥应用。
2015 年 6 月 12 日	财政部 国家税务总局	关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知(财税〔2015〕78 号)	42.5 及以上水泥掺 20%废渣可享受 70%的退税
2015 年 1 月 30 日	工信部	《水泥行业规范条件(2015 年本)》	建设水泥熟料项目必须坚持等量或减量置换, 兼顾协同处置当地城市和产业固体废物。熟料项目采用一致氮氧化物产生的工艺和原燃料, 配套建设脱硝装置(效率不低于 60%)和除尘装置。

表 2: 水泥产能严控、环保的相关政策

2014 年 12 月 10 日	国家标准化管理委员会	关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告	取消 32.5 复合硅酸盐水泥，于 2015 年 12 月 1 日起正式实施。
2014 年 11 月 27 日	国务院办公厅	关于加强环境监管执法的通知	加强环境监管执法，着力推进环境质量改善，加快完善重金属、挥发性有机物、危险废物、持久性有机污染物、放射性污染物质等领域环境标准，提高重点行业环境准入门槛。
2014 年 11 月 17 日	环保部	关于印发《长三角地区重点行业大气污染治理限期治理方案》的通知	2015 年 7 月 1 日前，长三角地区完成 112 条、32.7 万吨/日新型干法水泥熟料生产线脱硝工程，完成 132 家水泥企业除尘综合治理
2014 年 11 月 17 日	环保部	关于印发《珠三角及周边地区重点行业大气污染治理限期治理方案》的通知	2015 年 7 月 1 日前，珠三角及周边地区完成 93 条、24 万吨/日新型干法水泥熟料生产线脱硝工程，完成 173 家水泥企业除尘综合治理。
2014 年 9 月 5 日	发改委、财政部、环保部	发改委、财政部、环保部就调整排污费征收标准等问题发布通知	2015 年底前，国家重点监控钢铁、造纸、水泥等主要污染行业，实现严格按自动监控数据核定排污费。
2014 年 8 月 13 日	工信部	《工业和通信业节能与综合利用领域技术标准体系建设方案》	重点完成对水泥等行业的产品能源消耗限额标准的制修订，提出能耗限定值并通过对限定值要求的提高，促进节能减排技术改造，淘汰落后技术和产品。
2014 年 7 月 8 日	工信部	2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单（第一批）	将 381 家水泥（熟料及磨机）淘汰落后和产能过剩产能企业列入名单。
2014 年 5 月 21 日	工信部	公开征求对《水泥行业准入条件（2014 年本）》的意见	坚决控制水泥熟料生产能力增长，2017 年底前，严禁核准新增产能的水泥熟料项目，重在优化现有水泥熟料产能结构；新建、改扩建水泥项目生产规模应与当地资源、能源、环境承载力以及经济社会发展需要相适应。开展协同处置城市生活垃圾、污泥等有毒有害固体废物的；
2014 年 5 月 15 日	国务院办公厅	国务院办公厅关于印发 2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案的通知	2014-2015 年，单位 GDP 能耗、化学需氧量、二氧化硫、氨氮、氮氧化物排放量分别逐年下降 3.9%、2%、2%、2%、5%以上，单位 GDP 二氧化碳排放量两年分别下降 4%、3.5%以上，2015 年底再淘汰落后水泥产能（熟料及粉磨能力）1 亿吨，加快建设节能减排降碳工程，完成 6 亿吨熟料产能的新型干法水泥生产线安装脱硝设施
2014 年 5 月 13 日	国家发展改革委、工业和信息化部、质检总局联合出台	关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知	自 2014 年 7 月 1 日起，对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策，对明确淘汰的利用水泥立窑、干法中空窑、立波立窑、湿法窑生产熟料的企业，其用电价格在现行目录销售电价基础上每千瓦时加价 0.40 元。
2014 年 3 月 5 日	国务院总理李克强	政府工作报告	对产能严重过剩的行业，强化环保、能耗、技术等标准，清理各种优惠政策，消化一批存量，严控新上增量。今年要淘汰钢铁 2700 万吨、水泥 4200 万吨、平板玻璃 3500 万标准箱等落后产能，确保“十二五”淘汰任务提前一年完成，真正做到压下来，决不再反弹。
2013 年 12 月 30 日	环保部	水泥工业大气污染物排放标准	新标准重点提高了颗粒物、NOx 的排放控制要求。根据除尘脱硝技术的进步，新标准将 PM 排放限值由原标准的 50 mg/m ³ （水泥窑等热力设备）、30 mg/m ³ （水泥磨等通风设备）收严至 30 mg/m ³ 、20 mg/m ³ ；将 NOx 排放限值由 800 mg/m ³ 收严到 400 mg/m ³ 。标准规定新建企业自 2014 年 3 月 1 日起执行新的排放限值，现有企业则在标准发布后给予一年半过渡期，过渡期内仍执行原标准，到 2015 年 7 月 1 日后执行新标准。
2013 年 10 月 15 日	国务院	关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见（国发〔2013〕41 号）	在 2015 年底再淘汰水泥（熟料及粉磨能力）1 亿吨。推广使用高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消 32.5 复合水泥产品标准，逐步降低 32.5 复合水泥使用比重。

资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理

错峰生产推广，行业自律加强

2014 年，全国首次水泥错峰生产在新疆地区开展，2015 年扩大至全国 15 个省（包括直辖市、自治区），2016 年，国办〔2016〕34 号文件明确要求推行错峰生产，标志着错峰生产已经由企业、行业自律行为，上升到国家水泥行业、建材行业的重大产业政策。与此同时，2016 年 10 月工信部和环保部联合发出错峰生产通知，覆盖了北京、河北等 15 个北方和西北的省份，一些省份的水泥企业停产超过 100 天。随着错峰生产的不断推广，执行效果逐渐提高。

表 3: 全国 2017 年各地区已公布的停产计划

地区	省份	停产计划
西北	青海	2016.12.15-2017.4.1
	陕西	2012.12.1-2017.3.10
	甘肃	2016.12.15-2017.3.31
	宁夏	2016.11.1-2017.3.31
	新疆	2016.11.1-2017.3.31
东北	吉林	2016.11.15-2017.3.31
	辽宁	2016.11.1-2017.3.31
	黑龙江	2016.11.1-2017.3.31
华北	山西	2016.12.1-2017.3.31
	河北	2016.11.15-2017.3.15
	内蒙古	2016.11.11-2017.4.30
	北京	2016.11.15-2017.3.15

表 3: 全国 2017 年各地区已公布的停产计划

华中	天津	2016.11.15-2017.3.15
	河南	2016.11.1-2017.1.31
	湖北	2017 全年 80-90 天, 一季度 40 天
华东	山东	2016.12.16-2017.3.15
	福建	2017 全年 40 天
	江西	2017 全年 70 天, 一季度 40 天
华南	广东	2017 全年 40-45 天, 一季度 20 天
	广西	2017 全年 40-45 天, 一季度 20 天
西南	四川	2017 全年 120 天, 一季度 30 天

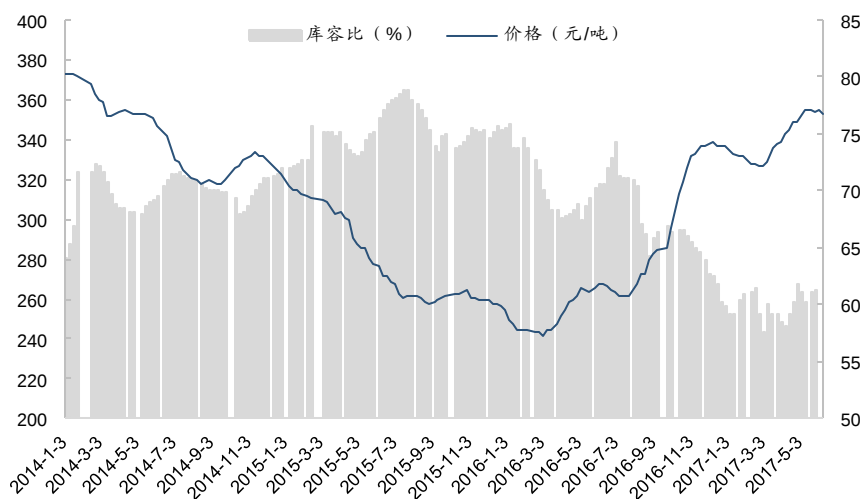
资料来源: 数字水泥网, 国信证券经济研究所整理

政府“有形之手”显示了它的影响力。水泥行业有近 3500 家企业, 价格战此起彼伏, 在拼规模抢市场的竞争中, 产能一并增长, 削弱了盈利能力。“一刀切”的错峰政策令北方企业停下了产能竞赛, 在水泥价格回升的时候清掉了库存。大企业如海螺水泥, 冀东水泥等在其中发挥了积极的引领作用, 主动改善区域供求关系, 完善大企业区域和跨区域协调机制, 共同维护行业整体利益, 促进行业效益进一步提升, 同时其自身企业的经济效益也出现了明显改善。

由于今年错峰生产执行情况较好, 企业库存水平普遍不高, 推动价格维持高位。

如前文所述, 2017 年全国平均库容比整体维持 60%左右, 远低于 2015 年和 2016 年的 70%左右的水平。其中, 京津冀、长三角、广东地区更是维持在 50%及以下水平, 部分地区出现供应偏紧的状态, 推动了水泥市场价格持续上涨。即使受春节及开工淡季影响, 水泥价格表现依然亮眼。一季度, 全国 P.O42.5 散装水泥平均价格为 309.5 元/吨, 已连续四个季度呈上涨走势, 上涨连续性近十年罕见, 同比涨幅高达 30%, 创近十年新高, 高于 2011 年一季度 23.6%的水平。

图 46: 水泥价格与库容比



资料来源: 中国水泥网, 国信证券经济研究所整理

根据国家统计局数据显示, 2017 年 1-4 月水泥行业累计实现利润 136 亿元, 其中 4 月单月实现利润 71 亿, 2016 年前四个月全行业亏损 1.51 亿元。今年开局较明显好转, 主要是得益于错峰生产和行业自律, 多数大型水泥企业以身作则, 企业自律加强, 甚至出现部分区域企业提出不对外售卖熟料的现象。通过加强自律, 不仅有利于进一步扩大企业水泥市占率和毛利率, 而且从供给端开始严格把控, 行业秩序得以加强。

冬季错峰生产推广至夏季。传统的水泥业错峰生产时间主要集中在冬春季节，也就是第一季度和第四季度，近期多省市公布了 2017 年《关于开展水泥行业积极性错峰生产的通知》，《通知》明确了 2017 年错峰生产的具体时间，值得关注的是错峰生产时间不仅保留了传统的冬春季节，还增加了酷暑、雨季及环境敏感时段。

以晋冀鲁豫四省为例，四省水泥业计划联动开展夏季错峰生产。河南省原计划从 6 月 6 日起停窑 20 天，现将延后至 6 月 11 日开始推行。山东省计划停窑时间为 6 月 26 日至 7 月 15 日。山西省计划停窑时间为 6 月、7 月每月停窑 10 天以上。河北省原计划 7 月 6 日至 7 月 25 日停窑 20 天，现为 7 月 1 日-7 月 10 日、8 月 1 日-8 月 10 日执行停窑 20 天。由此，除了第一和第四季度，第三季度也加入了淡季错峰生产的时间表，这是在历史上没有出现过的情况，也从另一方面表明了错峰生产政策的可行性和有效性。

表 4：晋冀鲁豫四省最新夏季错峰生产时间计划表

地区	停窑时间	停窑天数
河南	6 月 11 日至 6 月 30 日	20 天
山东	6 月 26 日至 7 月 15 日	20 天
河北	7 月 1 日-7 月 10 日、8 月 1 日-8 月 10 日	20 天
山西	6 月、7 月每月连续停窑 10 天以上	20 天

资料来源：数字水泥网，国信证券经济研究所整理

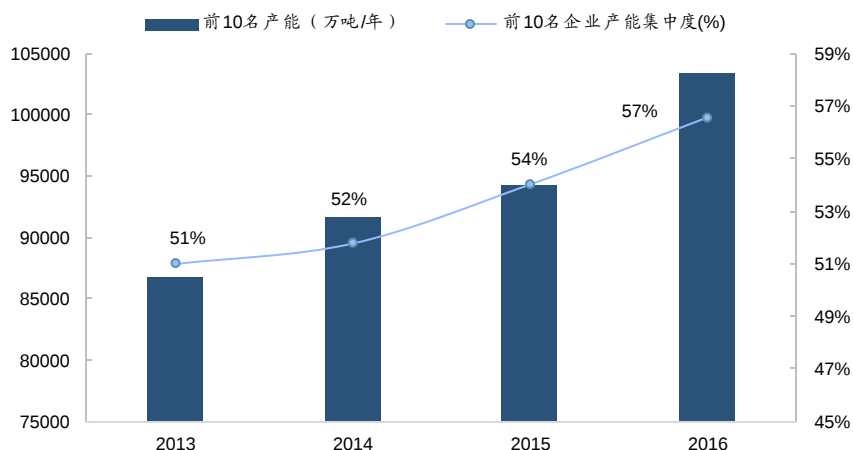
错峰生产推动了水泥行业减少无效供给，既降低了库存、提高了水泥价格、满足了企业提高自身经济效益的需求，又降低了对环境的污染、履行了企业的社会责任。错峰生产之前，水泥企业竞争激烈、生产盲目而无节制，大量企业都堆积了一座座熟料山。错峰政策推行后，调整了企业无规律的“生物钟”，在很大程度上掐住了供给端无序的通道，为水泥行业的发展带来缓冲期，产能利用率和水泥价格也逐渐回归合理区间，实现了对社会资源科学合理的配置与调度，是现阶段水泥行业去产能、稳增长、增效益的有效政策措施，也是供给侧结构性改革的重要内容。随着错峰生产的推行，为全年行业整体盈利继续回升提供了良好的基础，水泥行业去产能的目标也逐步实现，供需格局将进一步得到改善。

兼并重组步伐加快，行业集中度提高

在供给侧改革的推动下，政策频繁出台，对于水泥行业竞争格局提出更高要求。最新的中国水泥协会《水泥工业“十三五”发展规划》提出，到“十三五”末，水泥企业数量减少四分之一，增加区域市场和全国市场产业集中度，调整行业组织结构，利用市场化手段推进联合重组，使产业集中度达到 80%。《规划》表示，要致力于有利兼并重组的优惠、补贴政策的出台与实施，创立基金补贴、碳交易、退出补贴等机制，同时用好用足淘汰落后产能的政策，鼓励优势企业带头兼并与收购企业，从总体上提升水泥行业的整体市场竞争力。

企业兼并重组进一步提高了产能的集中度，促进区域市场协同合作。2016 年以来，中国建材集团和中材集团合并、金隅集团和冀东集团重组、华新水泥整合拉法基瑞安水泥资产在内的大企业间陆续拉开整合序幕。截至 2016 年，我国前十大水泥企业的熟料产能集中度已稳步提升至 56.53%。

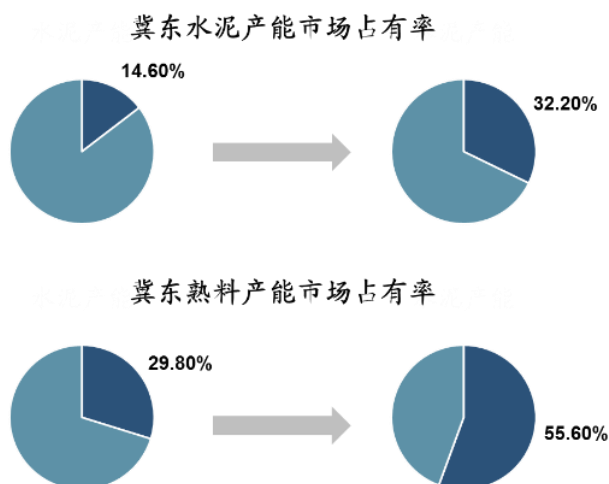
图 47: 我国前十大水泥企业的熟料产能集中度



资料来源: 中国水泥网, 国信证券经济研究所整理

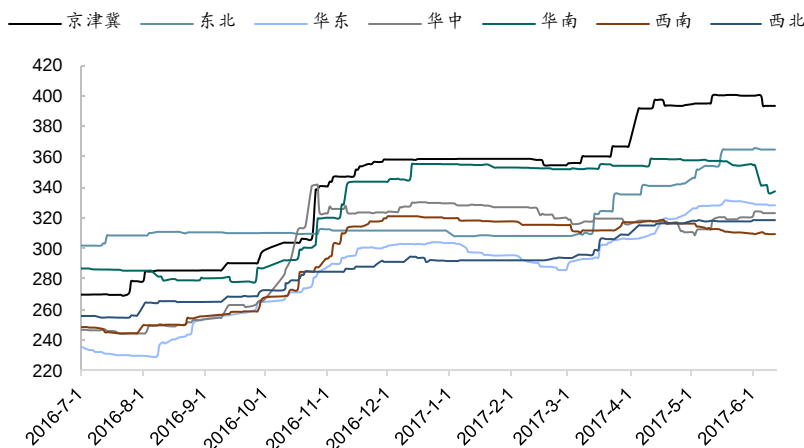
目前水泥企业的区域协同已逐渐成为行业内的普遍共识, 单打独斗已很难在行业中取得理想的收益, 各地区逐渐开展协同工作, 谋取区域企业的共同发展, 从而构建一个健康持久、可持续发展的水泥市场。以冀东、金隅重组后的京津冀冀市场为例, 两大水泥企业于 2016 年 4 月提出战略重组, 重组完成后冀东水泥产能由 1.25 亿吨上升至约 1.7 亿吨, 增加约 33%, 熟料产能将由 0.75 亿吨上升至约 1.1 亿吨, 增幅约为 45%。总产能将成为全国第三, 仅次于中建材集团、海螺水泥。其中在京津冀地区的市场占有率将得到进一步提升, 水泥产能占有率将由 14.6% 上升至 32.2%, 熟料产能占有率将由 29.8% 上升至 55.6%。2016 年下半年, 京津冀区域市场格局出现明显好转, 区域水泥价格领跑全国, 协同效应显现。

图 48: 冀东水泥和熟料市场占有率重组前后变化



资料来源: 中国水泥网, 国信证券经济研究所整理

图 49: 各区域水泥价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 中国水泥网, 国信证券经济研究所整理

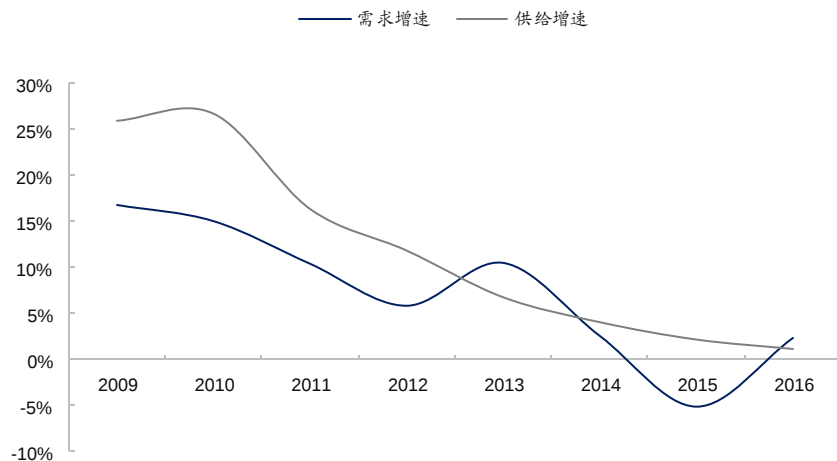
综合分析, 我们认为: (1) 目前水泥行业需求重要指标房地产投资增速和基建投资增速表现尚可, 水泥库存水平位于低位, 价格表现亮眼, 三四季度旺季来临提价进一步可期, 对 2017 年下半年水泥价格不必过分悲观 (2) 今年环保政策严控、错峰生产的继续推行、行业协同及行业自律措施, 都将有利于改善水泥市场的供需格局, 进一步规范行业秩序, 为下半年整体盈利继续回升奠定了良好的基础。因此, 结合上述分析, 我们认为对 17 年下半年水泥价格运行不必过分悲观, 高位维持可期。

业绩好, 估值低, 现金牛, 继续给予“买入”评级

供需新常态, 龙头经营效率显现

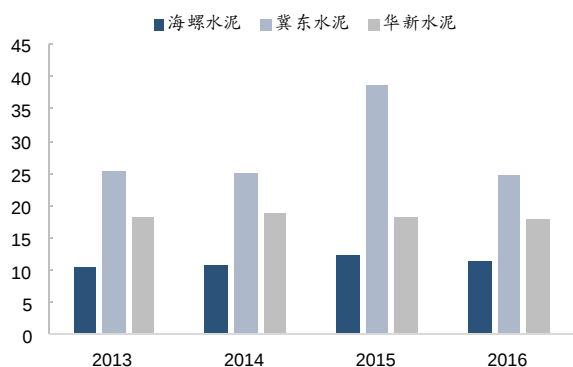
从目前时点来看, 水泥行业整体需求已经趋稳, 供给端受政策、环保、企业协同等因素影响持续缓慢收缩, 供给两端均呈现新常态。在新的行业供需形势下, 龙头公司的管理效率和运营效率将逐步体现。海螺水泥 2016 年吨管理费用为 11.35 元, 较上年降低 1.06 元/吨, 吨毛利为 65.57 元, 同比提高 10.54 元/吨, 单位员工生产水泥 6169.27 吨, 较上年提高 813.62 吨, 存货周转率和总资产周转率排名行业前列, 表现亮眼。作为水泥行业龙头, 已实现的公司产能规模和优秀的运营效率都将在供给新常态下得到进一步显现。

图 50: 水泥行业供给端增速情况 (单位: %)



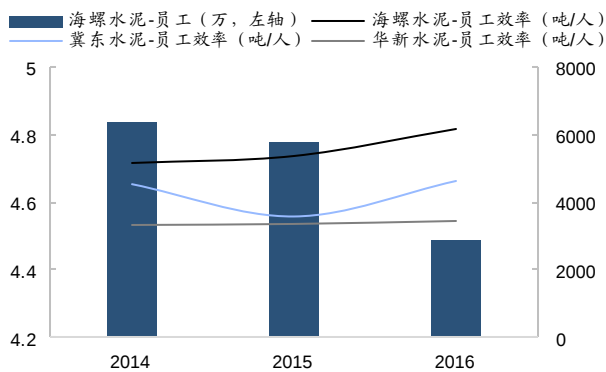
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 51: 海螺水泥与可比公司吨管理费用比较 (单位: 元/吨)



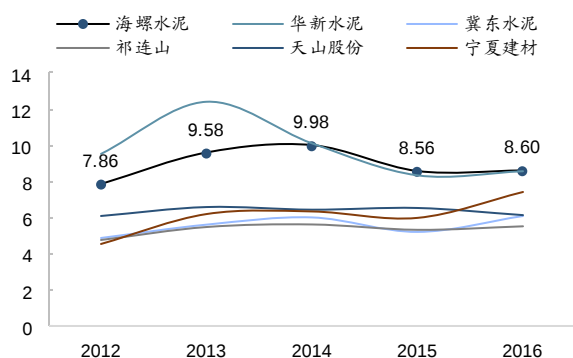
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 52: 海螺水泥员工效率高于其他



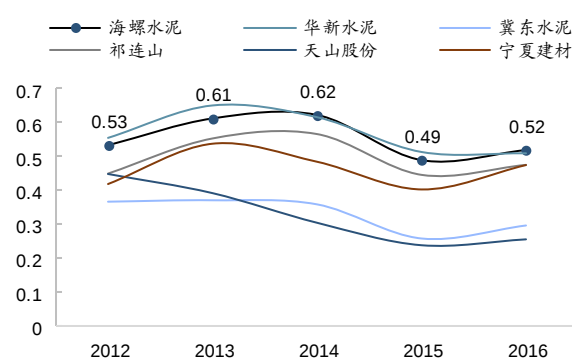
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 53: 水泥龙头上市公司存货周转率 (单位: 次)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 54: 水泥龙头上市公司总资产周转率 (单位: 次)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

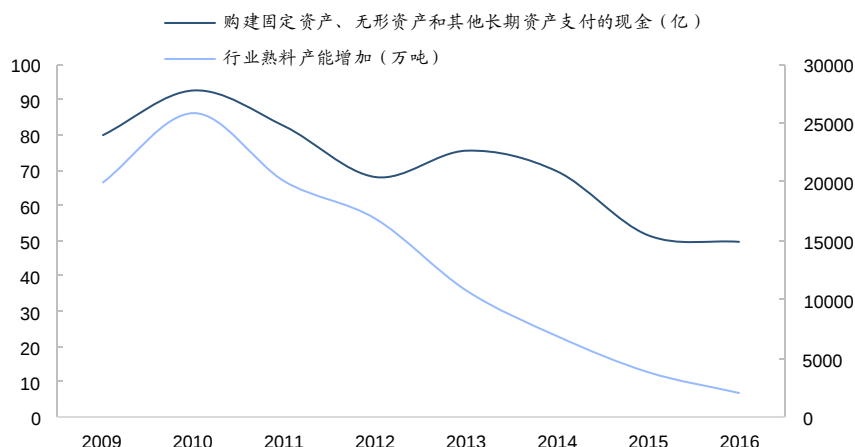
资本开支下降, 现金流充裕, 分红比例有望进一步提升

此前市场普遍认为周期类品种易受周期影响, 但实际上在行业趋稳的阶段, 行业龙头已经基本完成快速扩张, 经营能力得到充分发展, 在行业中的竞争力得

到市场认可。在步入行业周期稳态后，龙头企业一般拥有良好的资债结构，完成快速扩张后的购买固定资产等金额下降，未来现金流充裕，股息率有望得到进一步提升。

从往年海螺水泥披露的资本开支来看，主要支出方向为水泥、熟料生产线、余热发电、骨料项目投资建设、以及并购项目支出等。近几年来，随着供给侧改革、淘汰落后产能、环保等因素的引导，行业产能扩张趋势放缓，在目前时间节点来看，水泥行业国内产能未来继续大幅扩张的可能性较小。因此，我们预计公司在购建固定资产、无形资产和其他长期资产方面的支出将会继续减少。

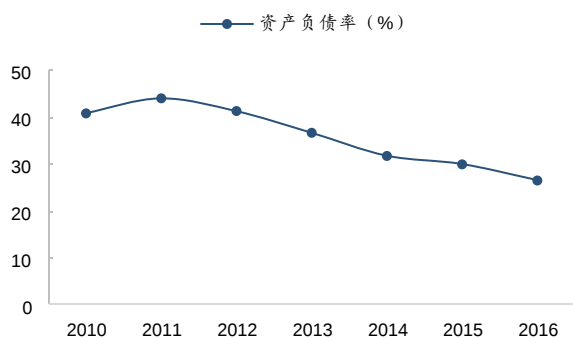
图 55：海螺水泥购建固定资产等支付的现金和行业熟料产能增加情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

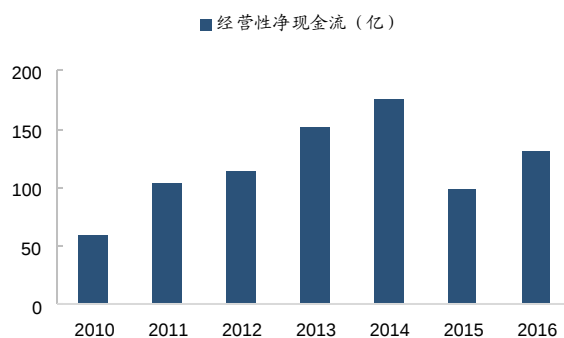
从资债情况来看，海螺水泥近年来资产负债率整体呈现下降趋势，2016年已是连续五年降低，达到26.68%；经营性净现金流整体呈现逐年增长，2016年实现132亿，同比增加33.20%。

图 56：海螺水泥资产负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

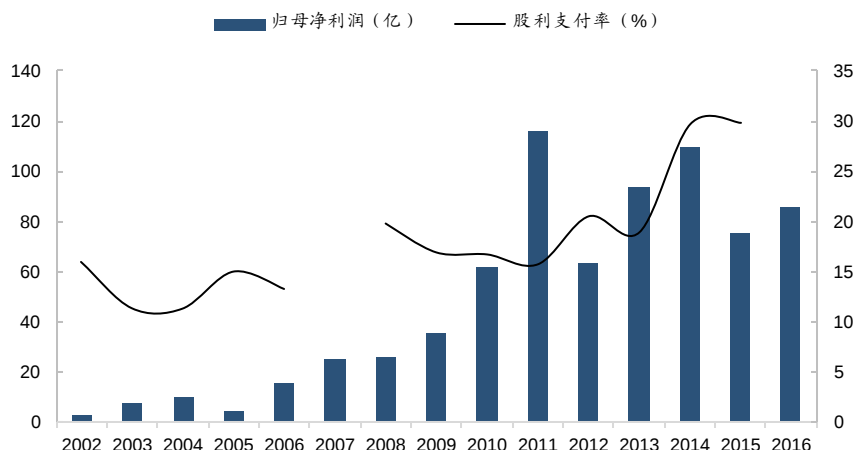
图 57：海螺水泥经营性净现金流



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分红稳定向上，未来仍有提升空间。截至2016年，公司已实施现金分红13次，累计现金分红金额为136.53亿元，累计分红率达17.2%。公司归母净利润整体上行的同时，股利支付率也同样呈现逐年上升态势。在员工持股的大背景下，分红持续提升对员工工作积极性和管理层的经营动力将起到极大的促进作用。目前公司资债结构良好，拥有充裕的现金流，近12个月股息率为2.03%，我们预计仍有进一步提升空间，未来价值投资的价值凸显。

图 58: 海螺水泥上市以来归母净利润与股利支付率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

实践证明海螺的改制是国企改革中企业成功的典范，将国家、企业和员工利益紧密捆绑在一起，解决了企业主人到位问题，大大增强了企业发展的动力，使企业得以不断做大做强，实现了国有资产的大幅保值增值，员工也充分享受了企业改革发展的成果。为其他国有大企业产权制度改革探索树立了标杆，也代表着国企未来的改革方向。

业绩优，估值低，给予“买入”评级

2016年，公司实现营收559亿元，同比增长9.72%，实现归母净利润85.3亿元，同比增长13.48%。2017年一季度营收实现136.4亿元，同比增长28.4%，归母净利润21.53亿元，同比增长86.4%。截止2016年底，公司全年水泥熟料净销量为2.77亿吨，实现吨收入202元，吨毛利182元，吨净利85.3元。

作为影响公司水泥生产成本的核心因素，海螺努力实现煤炭价格最低化。公司一方面持续深化与国内大型煤炭集团的战略合作，不断拓宽煤炭采购渠道，发挥规模采购优势，通过跨区域调剂煤炭资源及不同煤品种搭配使用等方式降低原煤使用综合成本；另一方面，加强与大型能源电力公司的合作，增加直供电的采购比例。同时，公司还加快节能技改，加强生产运行管理，进一步优化煤电耗指标。通过行业水泥煤炭价格差走势图可以看出，目前水泥与煤炭的价格差呈增长趋势，企业目前盈利状态尚好，我们预计海螺全年可实现收入约690亿，归母净利润约115亿。

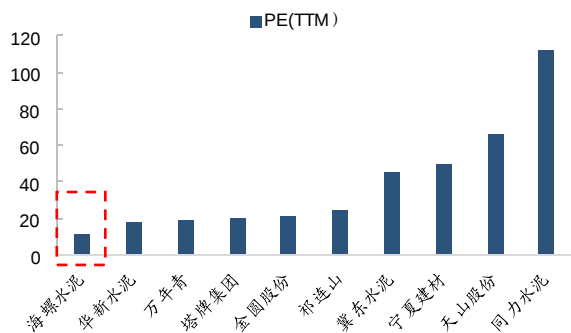
图 59: 水泥煤炭价格差 (单位: 元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

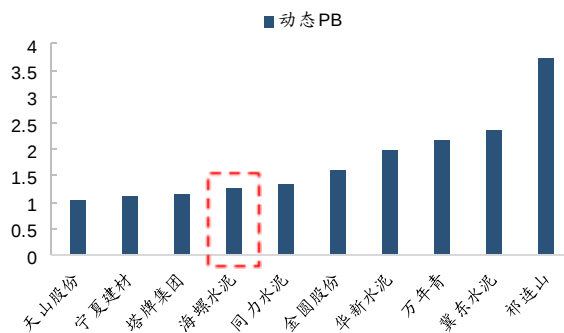
我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 2.16/2.37/2.70 元/股, 对应 PE 为 9.7/8.8/7.8x, PB 约 1.4x, 股息率约 3%, 估值水平在 A 股水泥板块里排名低位, 我们认为公司具备长期布局价值, 推荐买入。

图 60: 行业内可比公司 PE (TTM)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 61: 行业内可比公司动态 PB



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 5: 相关公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	市值 (亿)	EPS (元)			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600585.SH	海螺水泥	21.23	1146.91	2.13	2.30	2.47	9.95	9.22	8.60
000401.SZ	冀东水泥	16.48	222.07	0.90	1.14	1.42	18.26	14.44	11.62
002233.SZ	塔牌集团	12.98	116.13	0.74	0.79	0.85	17.57	16.53	15.29
600801.SH	华新水泥	8.44	108.88	0.62	0.71	0.77	13.52	11.85	10.95
000877.SZ	天山股份	11.70	102.97	0.56	0.84	0.92	20.73	13.96	12.66
000885.SZ	同力水泥	19.29	95.75	0.45	0.50	0.40	42.55	38.69	48.71
000546.SZ	金圆股份	10.11	60.18	0.65	0.80	0.87	15.64	12.70	11.61
600720.SH	祁连山	7.71	59.85	0.68	0.81	0.85	11.39	9.51	9.07
600449.SH	宁夏建材	9.54	45.62	0.50	0.60	0.59	18.92	15.97	16.26
000789.SZ	万年青	7.03	43.12	0.63	0.80	0.92	11.14	8.80	7.63
	平均						17.97	15.17	15.24

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (取自 wind 一致预测)

风险提示

1. 宏观经济低于预期
2. 房地产市场不及预期
3. 行业供求格局运行及协同低于预期

附 1: FCFF 绝对估值

表 6: FCFF 绝对估值测算结果

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E		2026E	TV
EBIT	15086.32	17486.57	19856.36	20461.05	21083.88	21725.39		24489.76	
所得税税率	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23		0.23	
EBIT*(1-所得税税率)	11616.47	13464.66	15289.40	15755.01	16234.58	16728.55		18857.11	
折旧与摊销	6801.36	7224.62	7628.03	8092.98	8628.62	9245.54		12798.90	
营运资金的净变动	-1481.65	-664.30	-1041.47	-889.85	-986.66	-1093.04		-1635.80	
资本性投资	-5700.00	-6555.00	-7538.25	-8668.99	-9969.34	-11464.74		-20051.8	-5700.00
FCFF	11236.18	13469.98	14337.71	14289.14	13907.21	13416.31		9968.32	135771.4
PV(FCFF)	10262.40	11236.40	10923.72	9943.22	8838.75	7787.79		4026.47	54841.65
核心企业价值	135382.1								
减: 净债务	11180.21								
股票价值	124201.9								
每股价值	23.44								

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

附 2: 公司发展战略及 SWOT 分析

发展战略

在供给侧改革的背景下, 公司将把握国内水泥行业结构调整的契机, 坚持既定原则和标准, 积极稳妥实施项目并购和股权合作, 进一步完善国内市场布局, 提高国内市场占有率; 大力推进骨料产业, 延伸上下游产业链, 促进公司可持续发展。与此同时, 公司将继续响应国家“一带一路”战略, 积极稳妥推进国际化战略的实施, 拓展海外市场。

SWOT 分析

表 7: SWOT 分析

优势	劣势
■ 产能规模大, 布局范围广, 华东、华南、华中地区布局完全, 全国范围布局框架基本搭建, 市占率高 ■ 品质好, 技术高: 新型干法水泥工艺技术创新、节能降耗技术利用方面位于行业前列 ■ 上下游布局, 资源优势强 ■ 成本管控有力, 盈利能力好, 运营效率高	■ 产品业务相对单一, 抵抗宏观经济风险能力相对较弱
机遇	挑战
■ 行业结构调整, 小企业存活难度高, 通过兼并等方式进一步扩大国内市场占有率 ■ “一带一路”促进海外市场扩张	■ 宏观经济不及预期的情况下的抗风险 ■ 金融收紧, 房地产市场较弱 ■ 行业协同效应不及预期下的企业 ■ 原料如煤炭等的采购成本控制

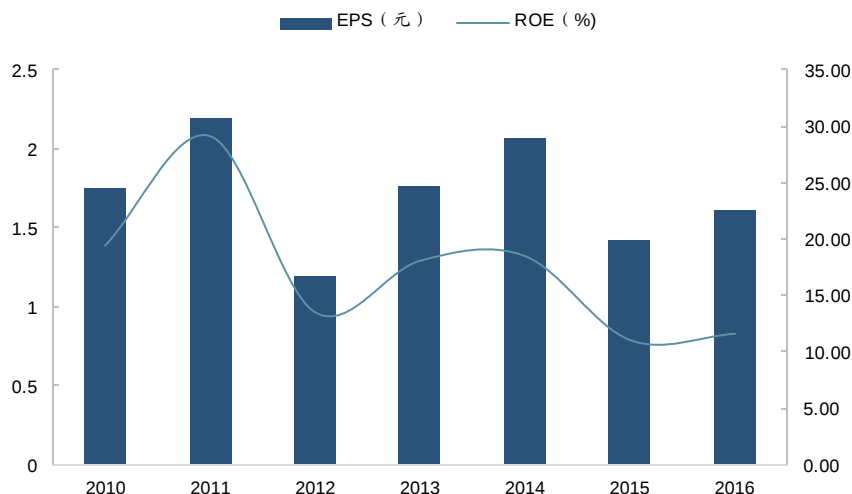
资料来源: 国信证券经济研究所整理

附 3：财务分析

盈利能力分析

近几年公司在行业整体景气度不佳的环境下每股收益依然保持较高水平，目前绝对值亦处于行业较高水平，净资产收益率一直保持在 10%以上，显示良好的盈利能力。

图 62：公司近几年每股收益及净资产收益率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们选取了 10 家水泥行业主要上市公司，与同行比较，公司盈利能力处于行业第一。

表 8：水泥行业上市公司盈利能力指标比较

简称	销售净利率(%)		销售毛利率(%)		每股收益		净资产收益率(%)	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
海螺水泥	14.96	16.00	27.64	32.47	1.42	1.61	11.03	11.59
金圆股份	15.56	15.15	33.35	36.96	0.44	0.51	15.06	15.20
塔牌集团	9.92	12.53	23.32	26.10	0.43	0.51	8.90	10.10
万年青	6.14	6.83	21.06	23.52	0.41	0.37	9.70	8.44
华新水泥	1.70	4.59	23.66	26.28	0.07	0.30	1.06	4.61
祁连山	2.79	2.64	21.98	28.24	0.23	0.21	3.72	3.43
宁夏建材	1.72	2.59	24.41	28.94	0.04	0.12	0.47	1.38
天山股份	-13.27	0.38	13.14	21.54	-0.60	0.11	-7.80	1.61
同力水泥	2.59	2.38	20.97	25.34	0.08	0.09	1.61	1.93
冀东水泥	-19.36	-0.19	15.32	24.17	-1.27	0.04	-15.68	0.52
平均	2.28	6.29	22.48	27.36	0.12	0.39	2.81	5.88

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

偿债能力分析

从流动比例和资产负债率看，公司偿债能力较强，与同行比较，公司偿债能力亦处于前列。

表 9：水泥行业上市公司偿债能力指标比较

简称	流动比率		资产负债率(%)		应收账款周转率	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
海螺水泥	1.28	1.72	30.13	26.68	134.98	103.89

表 9：水泥行业上市公司偿债能力指标比较

金圆股份	0.75	0.95	54.33	54.49	6.85	2.88
塔牌集团	1.39	1.64	27.41	30.43	44.97	33.26
万年青	0.98	0.98	54.64	48.25	9.91	9.60
华新水泥	0.70	0.76	56.93	58.53	17.72	22.71
祁连山	0.75	0.75	48.69	47.98	8.88	9.27
宁夏建材	0.94	0.96	42.82	42.71	3.64	4.47
天山股份	0.41	0.40	63.79	63.29	5.90	6.52
同力水泥	0.80	0.43	52.45	54.12	39.10	37.19
冀东水泥	0.43	0.52	72.55	73.08	6.84	8.37
平均	0.84	0.91	50.37	49.96	27.88	23.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

成长性分析

与同行比较，公司成长性较好。

表 10：水泥行业上市公司成长性比较

证券简称	营业收入增长率(%)		营业利润增长率(%)		净利润增长率(%)		净资产增长率(%)		营业利润率(%)	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
海螺水泥	-16.10	9.72	-37.31	24.16	-34.17	17.34	6.46	8.68	17.00	19.24
金圆股份	35.80	16.02	56.71	22.25	18.48	13.25	13.72	16.65	16.77	17.63
塔牌集团	-13.98	-5.34	-39.36	19.32	-37.38	19.50	3.28	6.99	13.13	16.55
万年青	-16.46	1.34	-59.73	11.45	-60.85	12.74	5.02	6.37	7.14	7.86
华新水泥	-17.03	1.92	-88.77	313.23	-84.90	175.20	-1.79	4.05	1.43	5.79
祁连山	-21.22	5.62	-89.74	148.90	-75.71	0.17	0.39	1.35	1.11	2.62
宁夏建材	-18.19	15.84	-130.80	154.31	-83.35	73.88	-1.67	1.38	-2.18	1.02
天山股份	-22.88	-0.90	-354.85	86.96	-362.85	102.84	-5.88	-8.90	-16.95	-2.23
同力水泥	-19.14	-2.94	-142.71	259.23	-67.17	-10.81	-1.85	1.76	-1.27	2.08
冀东水泥	-29.09	11.05	-137.03	78.00	-674.95	98.90	-14.69	-0.75	-17.90	-3.55
平均	-13.83	5.23	-102.36	111.78	-146.29	50.30	0.30	3.76	1.83	6.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附 4：敏感性分析

预测前提

前提 1：2016 年:吨收入 202 元，吨毛利 182 元，吨净利 85.3 元；2017Q1 水泥价格较 2016 年上涨约 20%，Q2 较 Q1 大约上涨 5%。

前提 2：目前二季度水泥价格较一季度有所上涨，我们预计下半年均价价格较一季度略有上涨（三季度为传统淡季，三四季度之交为旺季），我们以此作为中性假设，将此水泥价格作为中性价，在此基础上以吨价格 5 元为一档，作出以下敏感性分析：

预测结果

表 11：盈利预测结果

		2017E
中性预期情况下		
营业收入(百万元)		69,691
(+/-%)		24.6%
净利润(百万元)		11462
(+/-%)		34.4%
每股收益(元)		2.16

EBIT Margin	21.6%
净资产收益率 (ROE)	14.5%
市盈率 (PE)	9.9
EV/EBITDA	6.7
市净率 (PB)	1.44
毛利率 (%)	34%
利润总额 (百万元)	15,619
投资收益 (百万元)	900

资料来源: wind, 国信证券经济研究所测算

敏感性分析

目前二季度水泥价格较一季度有所上涨, 我们预计下半年均价价格较一季度略有上涨 (三季度为传统淡季, 三四季度之交为旺季), 我们以此作为中性假设, 将此水泥价格作为中性价格, 在此基础上以吨价格 5 元为一档, 作出以下敏感性分析:

表 12: 敏感性分析

		2017E
中性预期情况下		
营业收入(百万元)		69,691
(+/-%)		24.6%
净利润(百万元)		11462
(+/-%)		34.4%
每股收益 (元)		2.16
EBIT Margin		21.6%
净资产收益率 (ROE)		14.5%
市盈率 (PE)		9.9
EV/EBITDA		6.7
市净率 (PB)		1.44
乐观预期情况下 (吨价格上涨 5 元)		
营业收入(百万元)		70,866
(+/-%)		26.7%
净利润(百万元)		11203
(+/-%)		31.3%
每股收益 (元)		2.11
EBIT Margin		20.8%
净资产收益率 (ROE)		14.2%
市盈率 (PE)		10.1
EV/EBITDA		6.8
市净率 (PB)		1.44
乐观预期情况下 (吨价格上涨 10 元)		
营业收入(百万元)		72,040
(+/-%)		28.8%
净利润(百万元)		12538
(+/-%)		47.0%
每股收益 (元)		2.37
EBIT Margin		23.0%
净资产收益率 (ROE)		15.9%
市盈率 (PE)		9.0
EV/EBITDA		6.3
市净率 (PB)		1.43
悲观预期情况下 (吨价格下跌 5 元)		
营业收入(百万元)		68,517
(+/-%)		22.5%
净利润(百万元)		10260
(+/-%)		20.3%
每股收益 (元)		1.94
EBIT Margin		19.6%
净资产收益率 (ROE)		13.1%

市盈率 (PE)	11.0
EV/EBITDA	7.2
市净率 (PB)	1.44
悲观预期情况下 (吨价格下跌 10 元)	
营业收入(百万元)	67,342
(+/-%)	20.4%
净利润(百万元)	9501
(+/-%)	11.4%
每股收益 (元)	1.79
EBIT Margin	18.4%
净资产收益率 (ROE)	12.1%
市盈率 (PE)	11.9
EV/EBITDA	7.6
市净率 (PB)	1.44
悲观预期情况下 (吨价格下跌 15 元)	
营业收入(百万元)	66,167
(+/-%)	18.3%
净利润(百万元)	8742
(+/-%)	2.5%
每股收益 (元)	1.65
EBIT Margin	17.2%
净资产收益率 (ROE)	11.2%
市盈率 (PE)	12.9
EV/EBITDA	8.0
市净率 (PB)	1.44

资料来源: wind, 国信证券经济研究所测算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E	
现金及现金等价物	15586	25771	35260	46935	营业收入	55932	69691	80563	95628
应收款项	7905	8807	10784	12443	营业成本	37770	45996	53172	64071
存货净额	4549	5284	6259	7639	营业税金及附加	672	838	969	1150
其他流动资产	1355	2086	2182	2726	销售费用	3276	3945	4560	5413
流动资产合计	29394	41949	54484	69743	管理费用	3144	3826	4376	5139
固定资产	64850	63545	61850	59815	财务费用	337	368	384	384
无形资产及其他	7498	7198	6898	6598	投资收益	399	900	0	0
投资性房地产	4457	4457	4457	4457	资产减值及公允价值变动	(371)	0	0	0
长期股权投资	3315	3651	3989	4326	其他收入	0	0	0	0
资产总计	109514	120799	131677	144939	营业利润	10760	15619	17103	19473
短期借款及交易性金融负债	4538	6000	6000	6000	营业外净收支	893	0	0	0
应付款项	4379	4980	5963	7239	利润总额	11653	15619	17103	19473
其他流动负债	8132	9764	11370	13910	所得税费用	2703	3592	3934	4479
流动负债合计	17049	20744	23333	27148	少数股东损益	421	564	617	703
长期借款及应付债券	11443	11443	11443	11443	归属于母公司净利润	8530	11462	12552	14291
其他长期负债	723	756	769	793					
长期负债合计	12166	12199	12213	12236	现金流量表 (百万元)				
负债合计	29215	32943	35545	39384	2016	2017E	2018E	2019E	
少数股东权益	3690	3797	3914	4047	净利润	8530	11462	12552	14291
股东权益	76609	84060	92218	101507	资产减值准备	378	3	(11)	(13)
负债和股东权益总计	109514	120799	131677	144939	折旧摊销	4753	6801	7206	7547
					公允价值变动损失	371	0	0	0
					财务费用	337	368	384	384
					营运资本变动	(491)	(100)	(455)	243
					其它	(133)	103	128	146
					经营活动现金流	13408	18270	19420	22214
					资本开支	(5027)	(5200)	(5200)	(5200)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(5367)	(5536)	(5538)	(5537)
					权益性融资	65	0	0	0
					负债净变化	3201	0	0	0
					支付股利、利息	(3565)	(4012)	(4393)	(5002)
					其它融资现金流	(6265)	1462	0	0
					融资活动现金流	(6927)	(2549)	(4393)	(5002)
					现金净变动	1115	10185	9489	11675
					货币资金的期初余额	14471	15586	25771	35260
					货币资金的期末余额	15586	25771	35260	46935
					企业自由现金流	7738	13117	15016	17879
					权益自由现金流	4674	14297	14720	17583

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liuwing@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
王 玮	13726685252	吴 国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	梁 佳	0755-25472670 13602596740
许 婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	zhaoxxi@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
边玮维	13726685252	倪 婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏 雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林 若	13726685252	简 洁	13726685252	吴翰文	13726685252
詹 云	13901062999	张南威	13726685252	欧子炜	18150530525		
陈雪庆	18150530525	周 鑫	13726685252				
杨云崧	18150530525	张欣慰	13726685252				
赵海英	010-66025249 13810917275	丛明浩	13901062999				

zhaohy@guosen.com.cn