



## 核心观点

❖ **严控新增产能叠加现有行业协同,2018年水泥行业高利润仍将持续。**2017年,水泥行业共实现盈利877亿元,同比增长94.4%,创历史第二高位。2017年水泥需求端并无增量,行业利润改善主要源自供应端结构性改善。2018年,水泥产能几乎无增量,龙头企业主导的错峰协同延续,周期品中水泥行业利润可持续性最强。我们预估全国水泥2018年均价为330元/吨,同比增长6.8%,行业总利润同比增长4.8%-5.8%。

❖ **马太效应显现,龙头个股从利润扩张到估值重构。**相对于周边钢铁、煤炭等周期类行业,水泥行业集中度最高。截止2016年年底数据,水泥行业CR10为58%,钢铁、煤炭(2016年供给侧改革后)仅有33%和45%。水泥行业无新增产能、高CR10、工艺属性可调节特征下,龙头企业定价权和市占率将持续提升。马太效应下,龙头企业强者恒强。即使水泥行业利润无法持续扩张,龙头个股也能够受益于市占率提高实现估值重构。对比海外福耀玻璃等行业龙头,PE合理估值在13倍左右。

❖ **低库存背景下,春季现货拉涨高度或超预期。**3-4月份的旺季涨价或成为最佳催化剂。库存数据显示,截止2月底,全国熟料库存仍然处于55%的历史性低位。水泥现货价格3-4月份将呈现量价齐升的格局。尽管水泥现货价格12021-68595156月月以来从历史高位持续回落,但绝对价格仍处于同期高点。春季起点为全年定调,建议积极配置周期类春季行情。以全国水泥历史波动上限作为标杆,2018年水泥现货春季涨幅或超25元/吨。

## ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

盈利预测:预计公司2017-2019年公司营业收入分别为750、797和805亿元,归属于母公司净利润分别为162、202和210亿元,对应EPS分别为3.06、3.81和3.97元,对应PE分别为10.54、8.47和8.13倍。考虑海外周期龙头PE(TTM)为13倍,公司当前PE11倍,公司合理PE(TTM)在13-14倍左右,故给予“增持”评级。

❖ **风险提示:**需求下滑,煤炭价格大幅提涨,行业协同机制破裂

### 盈利预测与估值

|          | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 55932 | 75000 | 79700 | 80500 |
| +/-%     | 1.6%  | 34.1% | 6.3%  | 1.1%  |
| 净利润(百万)  | 835   | 1620  | 2019  | 2015  |
| +/-%     | 13.5% | 89.9% | 24.7% | 4.2%  |
| EPS(元)   | 1.61  | 3.06  | 3.81  | 3.97  |
| PE       | 12.17 | 10.54 | 8.47  | 8.13  |

资料来源:公司公告,川财证券研究所;现价为2018年3月2日收盘价

## 📄 证券研究报告

|      |          |
|------|----------|
| 所属部门 | 股票研究部    |
| 报告类别 | 公司深度     |
| 所属行业 | 建材轻工/建材  |
| 报告时间 | 2018/3/4 |
| 前收盘价 | 32.27元   |
| 公司评级 | 增持评级     |

## 👤 分析师

邱瀚萱

证书编号: S11000517070001  
010-66495651  
qiuhanxuan@cczq.com

## 👤 联系人

许惠敏

证书编号: S1100117120001  
12021-68595156  
xuhuimin@cczq.com

## 📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼,100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼,200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层,518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼,610041

## 正文目录

|        |                                |    |
|--------|--------------------------------|----|
| 一、     | 投资主线.....                      | 5  |
| 1.1.   | 关键催化剂.....                     | 5  |
| 1.2.   | 盈利假设与盈利预测.....                 | 5  |
| 1.3.   | 估值水平与投资结论.....                 | 6  |
| 二、     | 公司基本情况.....                    | 6  |
| 2.1.   | 国企股权激励的成功典范.....               | 6  |
| 2.2.   | 单品牌水泥产量最大，成本最低.....            | 7  |
| 2.2.1  | 以“T型”战略为基石，规模成本优势已成护城河.....    | 7  |
| 2.2.3  | 外延式并购告一段落，内生式市占率逐步提高.....      | 9  |
| 2.2.2  | 海外产能布局最大，国际化之路初见锋芒.....        | 10 |
| 2.3.   | 财务分析：2017年业绩预告盈利145-162亿.....  | 11 |
| 三、     | 投资看点.....                      | 12 |
| 3.1.   | 供应无增量，水泥行业利润可持续性最强.....        | 12 |
| 3.1.1. | 2017年或是水泥产能由增转降的拐点之年.....      | 12 |
| 3.1.2. | 错峰协同推动行业有效产能利用率从77%提升到93%..... | 13 |
| 3.2.   | 2018年水泥需求小幅下滑1%-2%.....        | 14 |
| 3.3.   | 煤炭先进产能释放缓慢，动力煤成本预计持平.....      | 16 |
| 3.4.   | 低库存支撑下，春季水泥或迎来暴力拉涨.....        | 17 |
| 3.5.   | 市占率提高推动内生增长 水泥龙头强者恒强.....      | 18 |
| 四、     | 估值评级：给予“增持”评级.....             | 19 |
|        | 风险提示.....                      | 20 |
|        | 盈利预测.....                      | 21 |

## 图表目录

|       |                              |    |
|-------|------------------------------|----|
| 图 1:  | 海螺水泥股权结构图                    | 7  |
| 图 2:  | 水泥生产工艺流程图                    | 8  |
| 图 3:  | 海螺“T型”战略                     | 8  |
| 图 4:  | 海螺及可比公司成本对比 (2016)           | 9  |
| 图 5:  | 海螺水泥成本构成 (2012-2017H1)       | 9  |
| 图 6:  | 海螺水泥市占率变化 (2001-2019E)       | 10 |
| 图 7:  | 水泥行业 CR10 (2008-2016)        | 10 |
| 图 8:  | 海螺水泥内生销售增量 (2008-2017)       | 10 |
| 图 9:  | 水泥行业历年盈亏情况 (2009-2017)       | 10 |
| 图 10: | A 股水泥企业国内外产能分布 (截止 2016 年年底) | 11 |
| 图 11: | 海螺与可比公司收入增速对比 (2012-2017H1)  | 11 |
| 图 12: | 海螺与可比公司 ROE 对比 (2012-2017H1) | 11 |
| 图 13: | 海螺与可比公司毛利对比 (2012-2017H1)    | 12 |
| 图 14: | 海螺与可比公司母公司净利对比 (2012-2017H1) | 12 |
| 图 15: | 海螺水泥资本支出 (2007-2016)         | 12 |
| 图 16: | 海螺水泥分红率 (2005-2016)          | 12 |
| 图 17: | 历年新增熟料产能及增速 (2013-2018)      | 13 |
| 图 18: | 水泥去产能计划 (2018-2020)          | 13 |
| 图 19: | 水泥行业产能变化 (2009-2020E)        | 13 |
| 图 20: | 2017 年水泥新增产能分地区              | 13 |
| 图 21: | 水泥行业产能利用率 (2008-2017)        | 14 |
| 图 22: | 水泥行业错峰量跟踪 (2016-2018)        | 14 |
| 图 23: | 中国建筑新签合同金额 (2015-2017)       | 15 |
| 图 24: | 中央和地方财政收入增速 (2015-2017)      | 15 |
| 图 25: | 房屋销售和新开工面积增速 (2015-2017)     | 15 |
| 图 26: | 房屋土地购置面积增速 (2015-2017)       | 15 |
| 图 27: | 固定资产投资增速分地区 (2015-2017)      | 16 |
| 图 28: | 房地产投资增速分地区 (2015-2017)       | 16 |
| 图 29: | 分地区熟料产能利用率 (2016-2017)       | 16 |
| 图 30: | 分省份熟料产能利用率 (2017)            | 16 |
| 图 31: | 水泥全国季度平均价 (2016-2017)        | 17 |
| 图 32: | 水泥成本分布 (2016)                | 17 |
| 图 33: | 动力煤产量增速 (2016-2018E)         | 17 |
| 图 34: | 动力煤季度价格预估 (2016-2018E)       | 17 |
| 图 35: | 水泥现货价格季节性规律 (2008-2018)      | 18 |
| 图 36: | 熟料库存季节性规律 (2016-2018)        | 18 |
| 图 37: | 海螺水泥产能分布 (2016)              | 18 |
| 图 38: | 水泥地区 CR5 (2017)              | 18 |
| 图 39: | 海螺水泥上市以来 PE (2000-2018)      | 19 |

|       |                |    |
|-------|----------------|----|
| 表格 1. | 公司盈利预测与估值..... | 6  |
| 表格 2. | 公司盈利预测比较 ..... | 6  |
| 表格 3. | 公司盈利预测与估值..... | 19 |

## 一、投资主线

### 1.1. 关键催化剂

1) 严控新增产能叠加现有行业协同，2018 年水泥行业高利润仍将持续。2017 年，水泥行业共实现盈利 877 亿元，同比增长 94.4%，创历史第二高位。2017 年水泥需求端并无增量，行业利润改善主要源自供应端结构性改善。2018 年，水泥产能几乎无增量，龙头企业主导的错峰协同延续，周期品水泥行业利润可持续性最强。我们预估全国水泥 2018 年均价为 330 元/吨，同比增长 6.8%，行业总利润同比增长 4.8%-5.8%。

2) 马太效应显现，龙头个股从利润扩张到估值重构。相对于周边钢铁、煤炭等周期类行业，水泥行业集中度最高。截止 2016 年年底数据，水泥行业 CR10 为 58%，钢铁、煤炭（2016 年供给侧改革后）仅有 33%和 45%。水泥行业无新增产能、高 CR10、工艺属性可调节特征下，龙头企业定价权和市占率将持续提升。马太效应下，龙头企业强者恒强。即使水泥行业周期端看不到利润环比继续扩张，龙头个股也能够受益于市占率提高实现估值重构。对比海外福耀玻璃等行业龙头，海螺 PE 估值合理在 13 倍左右。

3) 低库存背景下，春季现货拉涨高度或超预期。3-4 月份的旺季涨价或成为最佳催化剂。库存数据显示，截止 2 月底，全国熟料库存仍然处于 55%的历史性低位。水泥现货价格 3-4 月份将呈现量价齐升的格局。尽管水泥现货价格 12 月以来从历史高位持续回落，但绝对价格仍处于历史性高点。春季起点为全年定调，建议积极配置周期类春季行情。以全国水泥历史平均价为预期值，2018 年水泥现货春季涨幅或超 25 元/吨。

### 1.2. 盈利假设与盈利预测

盈利假设：1) 2017 年水泥均价前低后高，2018 年水泥熟料均价较去年同比增长 6.4%至 330 元/吨。2) 煤炭先进产能释放不及预期，2018 年动力煤均价持平，2019 年开始高位回落。3) 行业利润扩张方面，海螺水泥个股市占率不断提高。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年公司营业收入分别为 750、797 和 805 亿元，归属于母公司净利润分别为 162、202 和 210 亿元，对应 EPS 分别为 3.06、3.81 和 3.97 元，对应 PE 分别为 12.08、9.69 和 9.29 倍。

### 1.3. 估值水平与投资结论

考虑海外周期龙头 PE (TTM) 为 13 倍, 公司考虑 2017 年业绩为 12 倍, 公司合理 PE (TTM) 在 13-14 倍左右, 故给予“增持”评级。

表格 1. 公司盈利预测与估值

| 公司   | 最新评级 | 现价 (元) | 流通市值 (亿元) | EPS (元) |      |      |      | PE    |       |      |      | PB   |
|------|------|--------|-----------|---------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|
|      |      |        |           | 16A     | 17E  | 18E  | 19E  | 16A   | 17E   | 18E  | 19E  |      |
| 海螺水泥 | 增持   | 32.27  | 1720      | 1.61    | 3.06 | 3.81 | 3.97 | 12.17 | 10.54 | 8.47 | 8.13 | 2.05 |

资料来源: WIND, 川财证券研究所; 注: 现价为 2018 年 3 月 2 日收盘价

表格 2. 公司盈利预测比较

| 证券代码   | 钢铁公司 | EPS 川财预测 (元) |      |      |      | WIND 一致预期 |      |      |      |
|--------|------|--------------|------|------|------|-----------|------|------|------|
|        |      | 16A          | 17E  | 18E  | 19E  | 16A       | 17E  | 18E  | 19E  |
| 600585 | 海螺水泥 | 1.61         | 3.06 | 3.81 | 3.97 | 1.61      | 2.78 | 3.15 | 3.38 |

资料来源: WIND, 川财证券研究所

## 二、公司基本情况

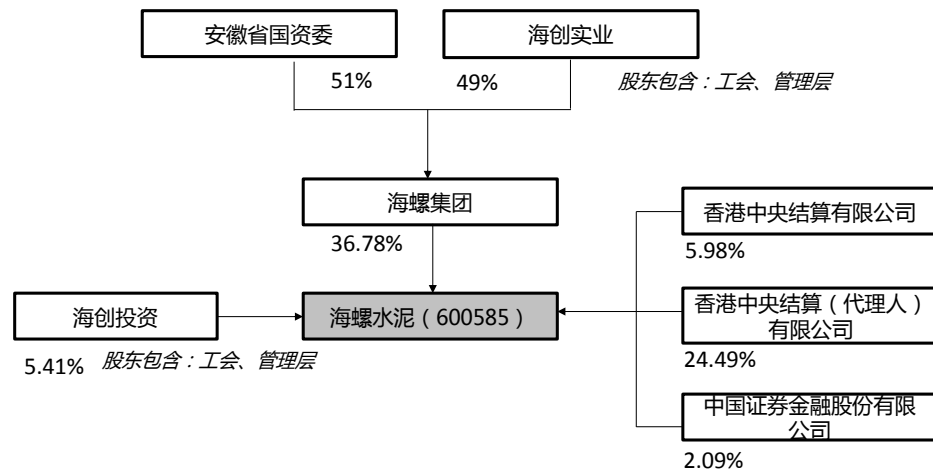
### 2.1. 国企股权激励的成功典范

海螺水泥前身安徽宁国水泥厂, 1996 至 1997 年整合重组为海螺水泥并于 1997 年在港股上市 (00914.HK), 是第一只在境外上市的水泥股。2002 年, 公司回归 A 股上市, 代码 600585.SH。香港上市之后, 海螺水泥即开始实行其特有的“T 型”发展战略, 加上灵活的股权激励, 实现了规模和利润的快速扩张, 成就“世界水泥看中国, 中国水泥看海螺”美誉。

相较于同业竞争者, 海螺水泥是国内较早引入股权激励的企业, 也是国企股权激励的成功典范。直接股权结构上, 海螺水泥控股股东为安徽省国资委。但企业工会、管理层通过海创实业、海创投资等平台间接参股海螺水泥, 实际持股比例高于安徽省国资委。公司战略和管理的有效性共同铸就了海螺水泥产能第一、成本最低的龙头地位, 公司规模成本优势无法取代。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 1：海螺水泥股权结构图



资料来源：公司年报（2016），川财证券研究所

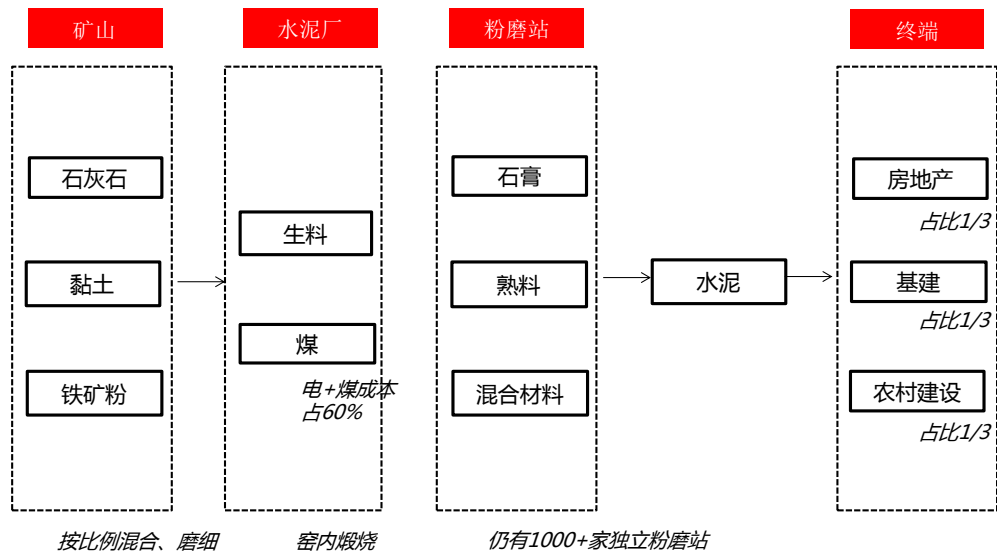
## 2.2. 单品牌水泥产量最大，成本最低

### 2.2.1 以“T型”战略为基石，规模成本优势已成护城河

水泥作为标准化的大宗产品技术门槛不高，行业壁垒源自矿山资源、物流和规模效应（区域定价权）。由于水泥自身单价低，且难以贮藏，水泥公路销售半径仅有 200 公里。1998 年开始，公司逐步布局“T型”发展战略，将传统石灰石-熟料-水泥一体化产销线，打造为熟料集中生产+水运运输+配送粉磨站消费的模式。打破“上游优质矿山区域性强”与“水泥销售半径窄”冲突的产业传统矛盾，实现全国水泥低成本产能的快速扩张。

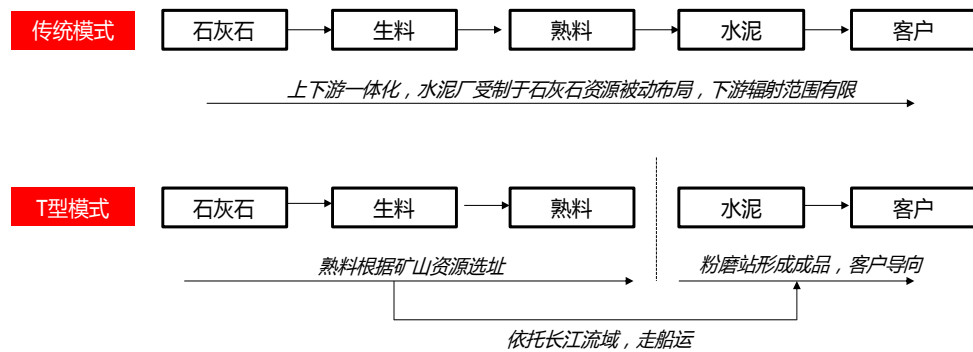
2000-2017 年的 18 年间，公司水泥产能从初期 1100 万吨扩张至 3.33 亿吨，年复合增长率 20%，企业版图从华东逐步拓展至华南和中南。截止 2017 年年底，公司拥有熟料产能 2.44 亿吨，水泥产能 3.33 亿吨，骨料产能 2490 万吨。水泥产量市场占有率 12.7%，总规模量仅次于中建材（多公司合并）。

图 2：水泥生产工艺流程图



资料来源：公开信息、川财证券研究所

图 3：海螺“T型”战略



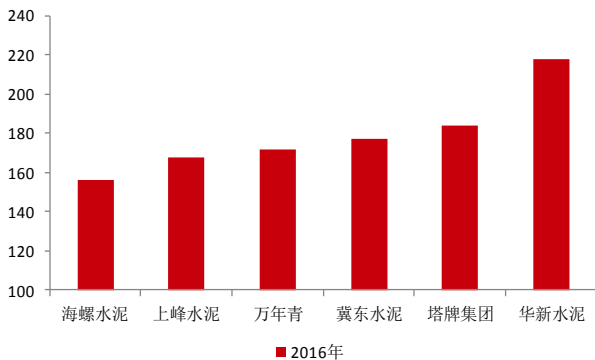
资料来源：公司公告、川财证券研究所

“T 型”战略叠加规模效应，海螺水泥成本多年来一直处于成本曲线最下端。以 2016 年数据为例，海螺水泥完全成本 156 元/吨，较万年青、上峰水泥等可比上市公司低 10 元/吨，较行业平均水平低 20-30 元/吨。

从成本分布情况看，燃料是水泥成本中变动最大的部分。燃料和动力成本占水泥生产 60% 以上，而工业用电价格变动有限，年度成本变动主要源自燃料动力煤的变化。由于水泥需求占动力煤总消费量不到 10%，水泥行业上游议价能力较弱。海螺水泥基于规模效应和集中采购，燃料成本控制较同行更有优势。

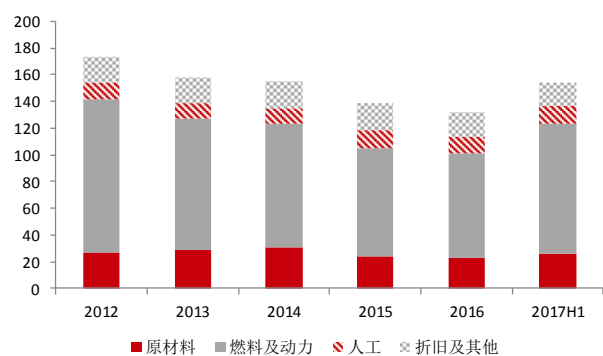


图 4：海螺及可比公司成本对比（2016）



资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：元/吨

图 5：海螺水泥成本构成（2012-2017H1）



资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：元/吨

### 2.2.3 外延式并购告一段落，内生式市占率逐步提高

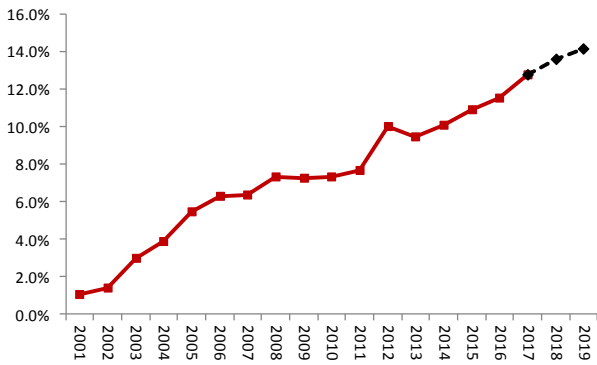
我们认为，2018 年水泥供应无增量，需求微降 1%-2%，成本重心下移对冲需求缩量，行业整体利润持平。总利润持平，行业周期波动放缓，优选具备内生长性的个股，首推龙头海螺水泥。海螺水泥的成长性源自龙头优势带来的市占率不断提高。

仅从市占率指标看，海螺水泥 2001 年市占率 1.1%，2017 年年底市占率 12.7%，单品牌龙头地位牢不可摧。我们将海螺水泥销售增量，剔除由行业总规模增长（行业需求增长）和自身产能扩张（并购或新增产能）带来的增量后，创建一个全新的企业内生增长率指标：

公司内生增长率 = 市占率 - 行业需求增速 - 公司产能扩张增速

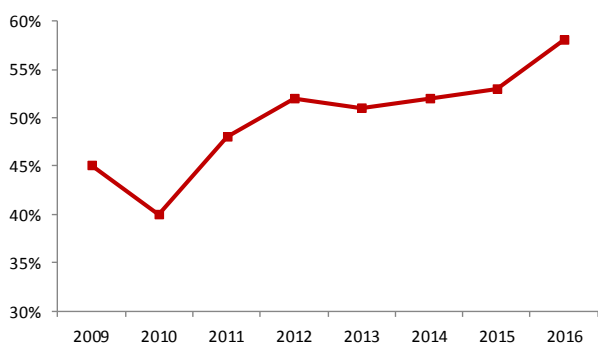
该指标近 10 年里仅有三次出现过正增长。前两次分别为 2012 年和 2015 年，对应着全行业的两次大规模亏损，海螺低成本优势凸显。2017 年，是唯一一次在全行业盈利条件下的公司内生增长扩张，印证海螺作为行业龙头的话语权和市占率正在已经发生质变。

图 6：海螺水泥市占率变化（2001-2019E）



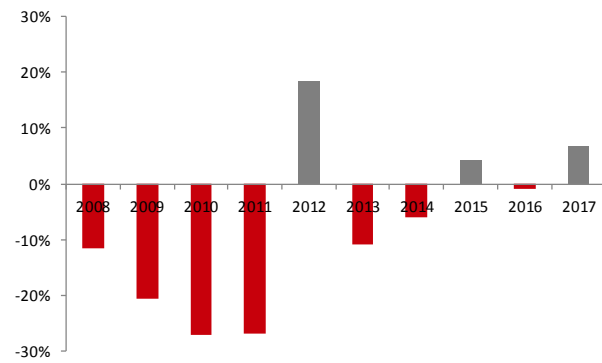
资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：%

图 7：水泥行业 CR10（2008-2016）



资料来源：数字水泥，川财证券研究所；单位：%

图 8：海螺水泥内生销售增量（2008-2017）



资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：%

图 9：水泥行业历年盈亏情况（2009-2017）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

### 2.2.2 海外产能布局最大，国际化之路初见锋芒

随着国内经济总量增速放缓，海外布局成为水泥中国龙头走向世界龙头的必经之路。从 2011 年开始，海螺积极响应国家“一带一路”政策，在印度尼西亚、老挝、简普塞陆续布局水泥产线。截止 2017 年年底，公司共拥有海外在产产线 4 条，在建产线 6 条，待建产线 1 条。对比可比公司产线分布，不论是国内还能还是海外布局，海螺水泥均遥遥领先。

图 10：A 股水泥企业国内外产能分布（截止 2016 年年底）

|      | 现有产能    |       | 新增及海外产能    |                  |
|------|---------|-------|------------|------------------|
|      | 2016年产能 | 产能利用率 | 国内扩产       | 海外扩产             |
| 海螺水泥 | 31300   | 88%   |            | 4条在产, 6条在建, 1条获批 |
| 冀东水泥 | 13000   | 45%   |            |                  |
| 华新水泥 | 9000    | 59%   | 1条, 在建     | 4条在产, 1条在建, 1条获批 |
| 天山股份 | 3866    | 42%   |            |                  |
| 祁连山  | 2800    | 60%   |            | 1条, 在建           |
| 万年青  | 2300    | 92%   | 2条, 在建     |                  |
| 宁夏建材 | 2080    | 76%   |            |                  |
| 塔牌集团 | 1800    | 65%   | 1条点火, 1条在建 |                  |
| 同力水泥 | 1224    | 87%   |            | 2条, 在建           |
| 上峰水泥 | 1132    | 84%   |            | 1条, 在建           |
| 福建水泥 | 1100    | 56%   |            |                  |

资料来源：公司公告，川财证券研究所，单位：万吨

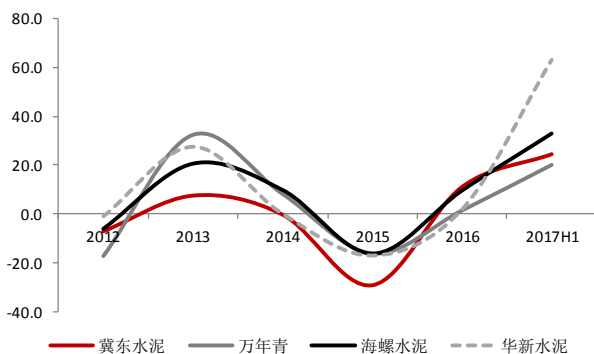
### 2.3. 财务分析：2017 年业绩预告盈利 145-162 亿

海螺水泥 1 月初发布 2017 年业绩预告, 预计公司 2017 年盈利 145-162 亿元, EPS3.06 元/股, 同比较 2016 年增长 70%-90%。以 2017 年 12 月 31 日收盘价监测, 当日收盘价 29.3 元, 对应 2017 年最新 EPS 的 PE 不到 10 倍。尽管 2017 年以来海螺水泥股价不断刷新高点, 但公司 2017 年业绩表现仍超市场预期。

对比同类公司, 海螺收入增速波动更为平缓, 表现出在周期行业中极强的抗风险能力。资产收益指标方面, 不论从 ROE 还是毛利、净利角度, 均长期位于行业前列, 龙头地位毋庸置疑。

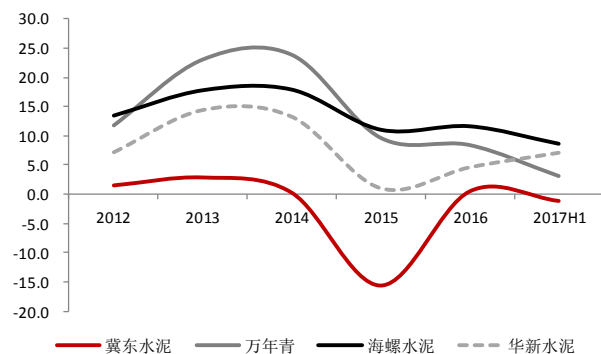
另一点值得关注的是高分红率。随着 2014 年海螺水泥资本支出放缓, 分红率逐步维持在 30%。水泥行业近年来已无新增产能, 行业龙头有望维持高分红。

图 11：海螺与可比公司收入增速对比（2012-2017H1）



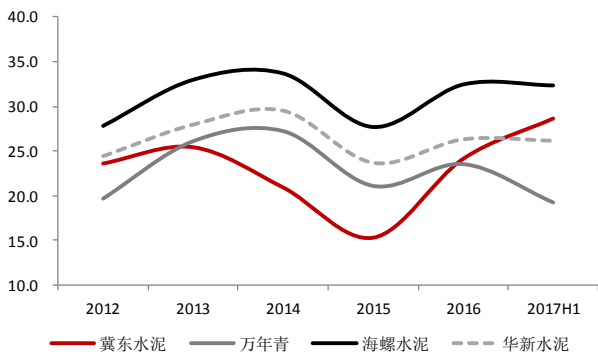
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 12：海螺与可比公司 ROE 对比（2012-2017H1）



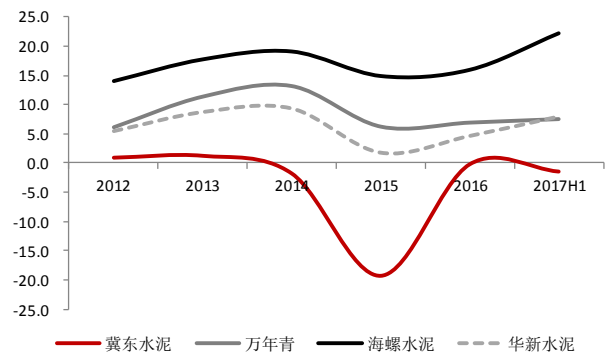
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 13: 海螺与可比公司毛利对比 (2012-2017H1)



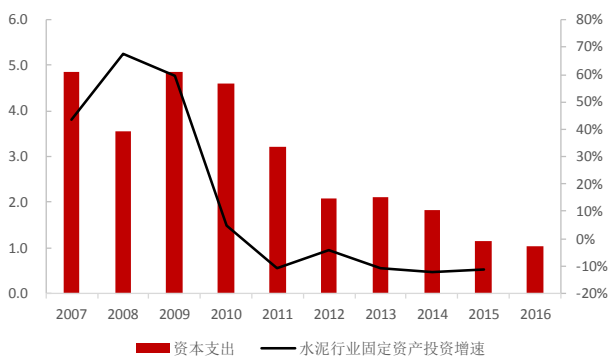
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 14: 海螺与可比公司母公司净利对比 (2012-2017H1)



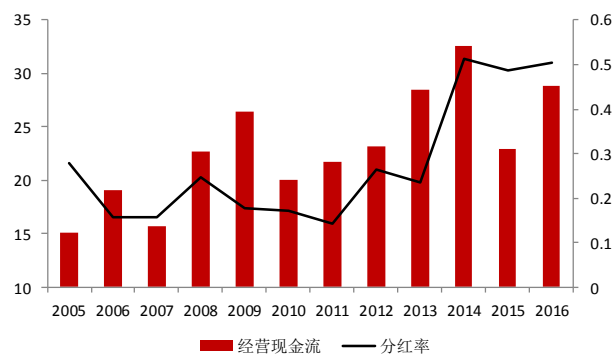
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 15: 海螺水泥资本支出 (2007-2016)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元, %

图 16: 海螺水泥分红率 (2005-2016)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元, %

### 三、 投资看点

#### 3.1. 供应无增量, 水泥行业利润可持续性最强

相较于周边钢铁、玻璃等周期行业, 水泥是所有行业中利润可持续性最高的行业。支撑源自两方面, 一是水泥 2018 年几乎无新增产能。二是, 2016 年以来的行业利润回升源自地区协同下的企业定价权提升, 并不依赖于外部供给侧政策变化。

##### 3.1.1. 2017 年或是水泥产能由增转降的拐点之年

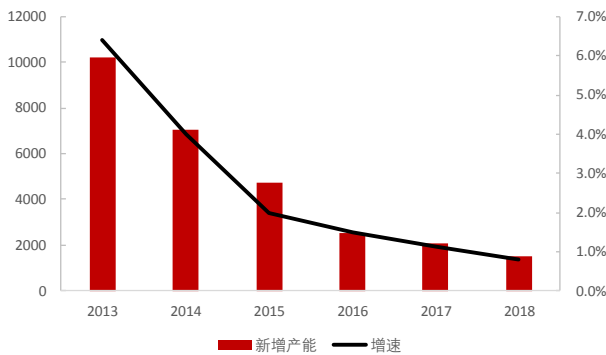
从 2015 年以来, 水泥行业在严控产能政策推动下, 产能增幅逐步放缓。2017 年, 全国新增熟料产能 2046 万吨, 同比增长 1.12%。2018 年, 新增熟料产能预计进一步降低至 1500 万吨, 同比增长 0.81%。根据水泥行业去产能行动计

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

划(2018-2020),2018年至2020年期间,水泥行业将实现去产能3.93亿吨。其中2018、2019和2020年分别去产能1.36亿吨、1.16亿吨和1.4亿吨。2017年将或成为水泥行业产能由升转降的转折之年。

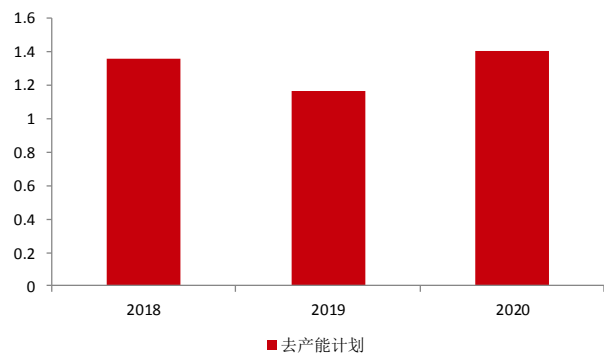
分地区看,2017年熟料产能新增量主要集中两广地区。除西藏仍处于产能密集建设期外,其他地区新增产能冲击有限。其中,广东新增产能4.8%,广西新增4.2%,湖南新增3.3%,福建新增2.9%,河南新增2.8%,其他地区增速均在1%左右。

图 17: 历年新增熟料产能及增速 (2013-2018)



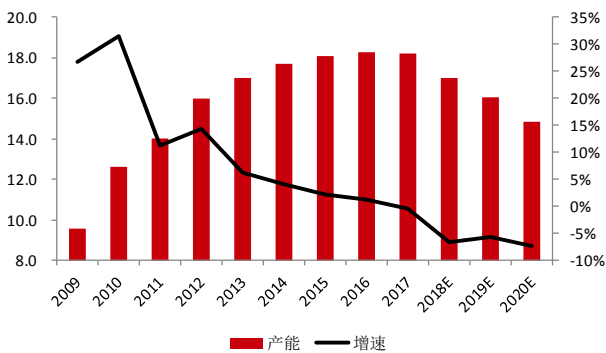
资料来源: 数字水泥, 川财证券研究所; 单位: 万吨, %

图 18: 水泥去产能计划 (2018-2020)



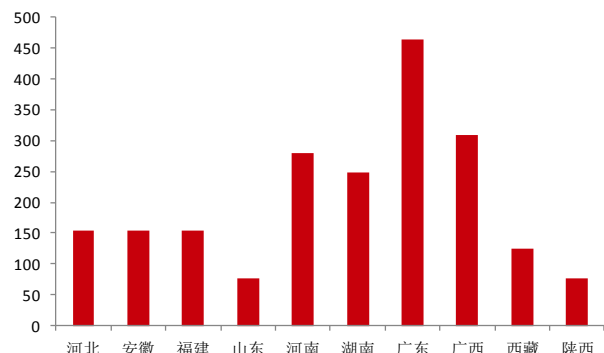
资料来源: 中国水泥协会, 川财证券研究所; 单位: 亿吨

图 19: 水泥行业产能变化 (2009-2020E)



资料来源: 中国水泥协会, 川财证券研究所; 单位: 亿吨, %

图 20: 2017年水泥新增产能分地区



资料来源: 数字水泥, 川财证券研究所; 单位: 万吨

### 3.1.2. 错峰协同推动行业有效产能利用率从77%提升到93%

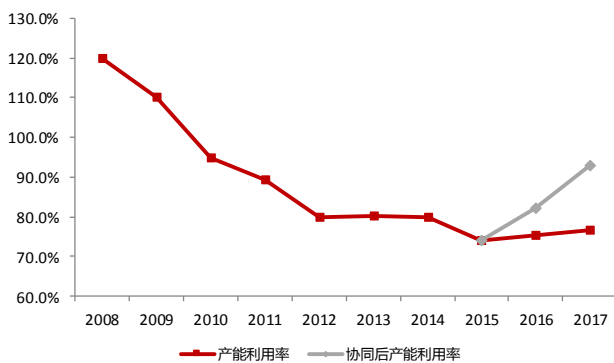
相较于周边钢铁、煤炭等行业,水泥行业最大的差异在于,供应端改善源自行业内部的错峰协同推进,而非外部的供给侧政策。对外部政策依赖性低也决定了水泥行业高利润的持续性最强。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

水泥行业错峰限产大规模实行源自 2016 年，2017 年执行力度愈发严格。且随着行业龙头定价权快速提升，2018 年严格错峰限产仍将延续。从水泥产能利用率来看，自 2012 年开始，水泥行业已经进入产能过剩状态。全国水泥产能利用率从 2008-2009 年峰值的 110%-120% 下滑至 2012 年的 80% 左右，并在 2015 年进一步下跌至 75%。但经过行业协同错峰后，现有产能利用率得到大幅提升。2016 年和 2017 年，行业有效产能利用率分别从错峰前的 75% 和 76% 提升至 84% 和 93%。

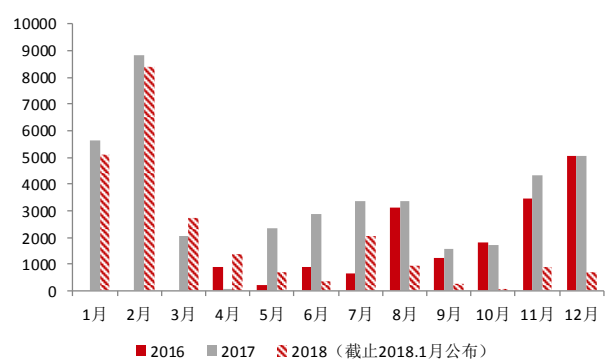
错峰协同的优势将在 2018 年延续。我们根据各地方公布错峰时间进行汇总，截止 1 月底的公告，2018 年一季度限产量环比 2017 年同期微降 2%。我们将持续跟踪各地水泥行业错峰计划和落地情况。

图 21：水泥行业产能利用率（2008-2017）



资料来源：数字水泥，川财证券研究所；单位：%

图 22：水泥行业错峰量跟踪（2016-2018）



资料来源：数字水泥，川财证券研究所；单位：万吨

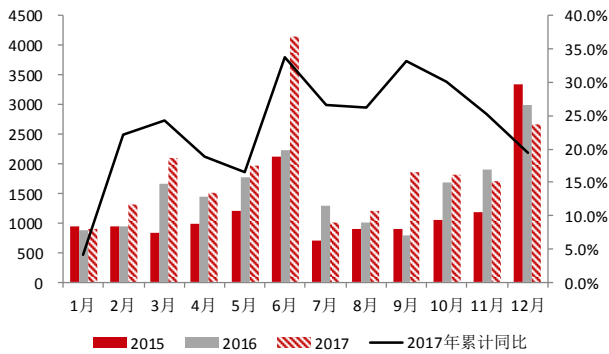
### 3.2. 2018 年水泥需求小幅下滑 1%-2%

需求方面，我们认为 2018 年水泥下游需求整体平稳，预计微幅下滑 1%-2%。水泥下游需求与投资直接挂钩，基建、房地产、和农村需求各站 1/3。基建方面，当前基建面临的重要矛盾在于基建订单良好与资金紧缺的矛盾。

我们以中国建筑公布的订单金额为例。2017 年，新签合同订单较 2016 年有明显增长，年度累计增量 20%。市场主要担忧 PPP 趋严和基建财政收紧对各地基建需求的冲击。草根调研了解的基建承建商和钢厂直供同样反馈 2018 年基建量可观，但资金紧张和信贷成本提高的情况从 2017 年 12 月以来日趋严峻。资金趋严背景下，我们对于基建需求相对谨慎，整体基建需求预估下滑 3%，对应水泥需求下滑 1%。

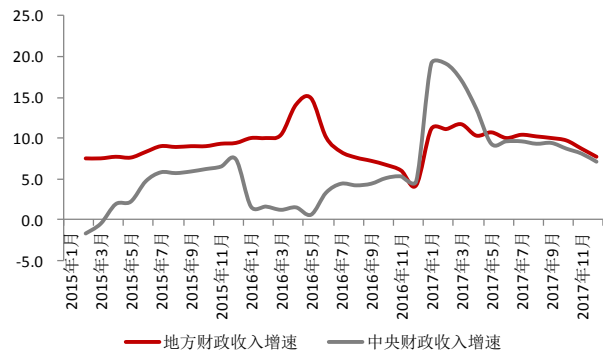
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 23: 中国建筑新签合同金额 (2015-2017)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元, %

图 24: 中央和地方财政收入增速 (2015-2017)

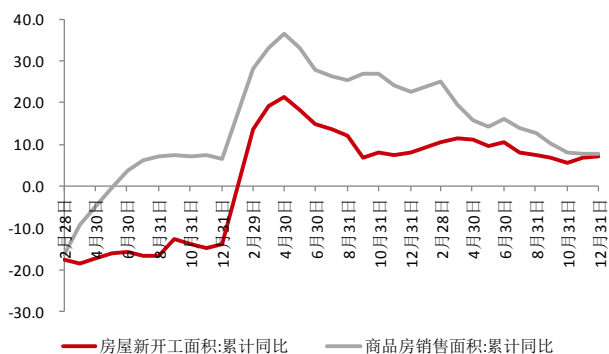


资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

我们对房地产需求并不悲观, 主要源自较大的存量施工面积和低库存下的房企补库预期。自 12 月份以来, 房地产调控政策悄然转变, 部分二三线城市开始放松限购, 高频数据显示的房企 1 月份销售同比增长 20%-30%。存量施工叠加房企补库预期, 我们预估 2018 年房地产水泥需求持平。

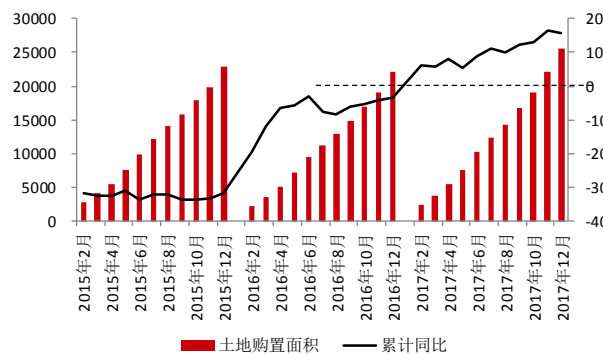
农村建设用水泥需求难以精确衡量, 考虑农村建设等也取决于地方财政。我们以基建增速类推农村建设需求, 即农村需求下滑 3%, 对应水泥需求下滑 1%。

图 25: 房屋销售和新开工面积增速 (2015-2017)



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

图 26: 房屋土地购置面积增速 (2015-2017)

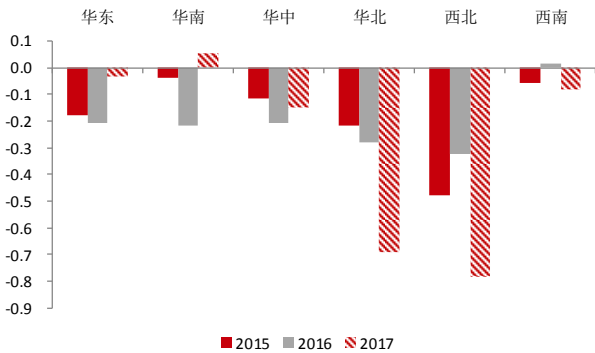


资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万平方米, %

由于水泥产销具有极强的地域性特征。对于个股, 地区性需求变化更为重要。2017 年以来, 全国主要需求增量集中华南和华东地区。资金面收紧趋势下, 地方财政面临更大考验。我们认为, 从区域上看, 华东和华南依然是水泥消费最强的地区。

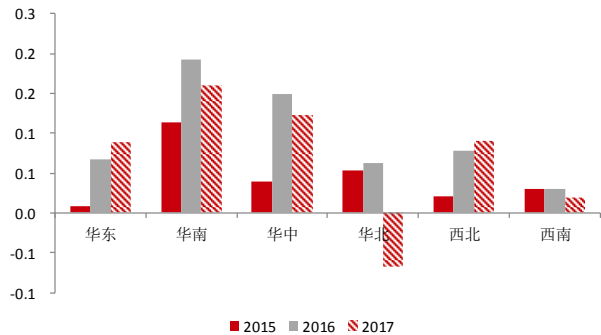
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 27：固定资产投资增速分地区（2015-2017）



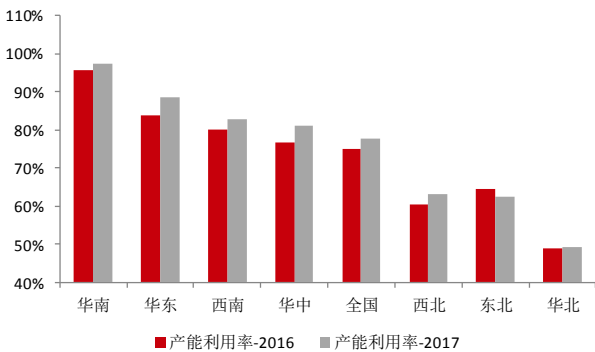
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 28：房地产投资增速分地区（2015-2017）



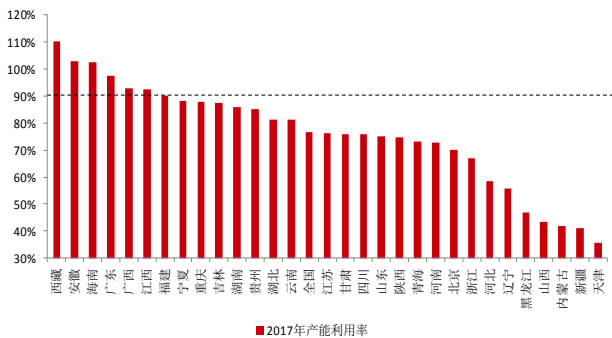
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 29：分地区熟料产能利用率（2016-2017）



资料来源：数字水泥，川财证券研究所；单位：%

图 30：分省份熟料产能利用率（2017）



资料来源：数字水泥，川财证券研究所；单位：%

### 3.3. 煤炭先进产能释放缓慢，动力煤成本预计持平

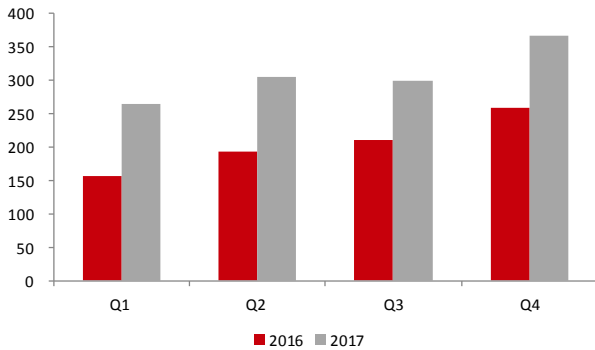
供应无增量，需求弱稳，行业集中度不断提升的背景下，我们预计 2018 的水泥年度均价预计在 330 元/吨，正好持平于熟料进口成本线。2017 年，熟料年度平均价 309 元/吨，水泥均价为 379 元。2018 年成品均价涨幅 6.8%。

成本方面，水泥成本主要集中在电力和煤炭，二者之和占到了水泥成本的 60%。其中，可变成本主要是煤炭，动力煤成本占到水泥成本的 1/3。2017 年，极端天气叠加先进产能释放较慢，煤炭价格全年高于 600 元/吨红色警戒线，年度均价达到 644 元/吨，环比增长 168 元/吨，对应提高水泥成本 22 元/吨。我们预计，随着极端天气减少和供应端缓慢释放，2018 年煤炭供需矛盾将有所缓解，但供需边际改善有限。动力煤产量预计较 2017 年小幅增长 2%-3%，行业全年均价维持 635 元/吨左右，对应水泥每吨成本基本持平。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

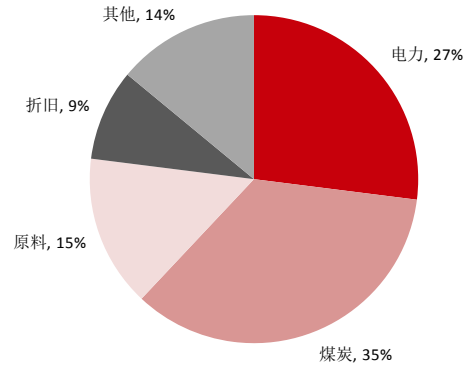


图 31：水泥全国季度平均价（2016-2017）



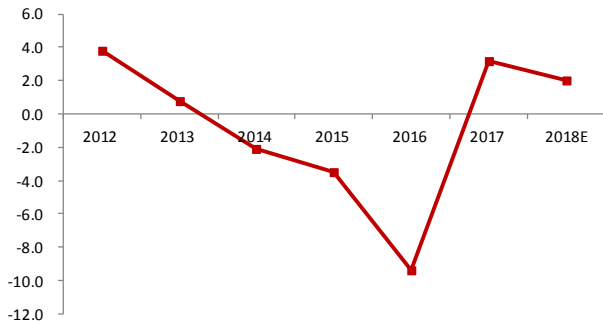
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨，%

图 32：水泥成本分布（2016）



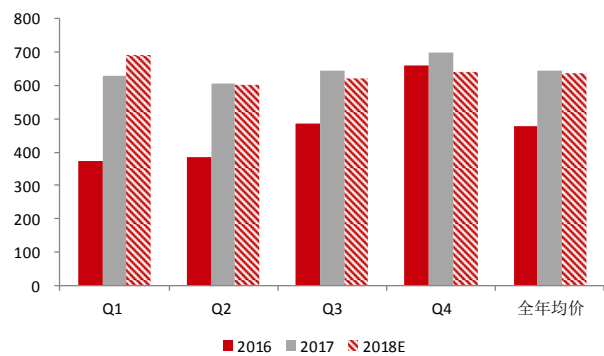
资料来源：公开资料，川财证券研究所；单位：%

图 33：动力煤产量增速（2016-2018E）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 34：动力煤季度价格预估（2016-2018E）



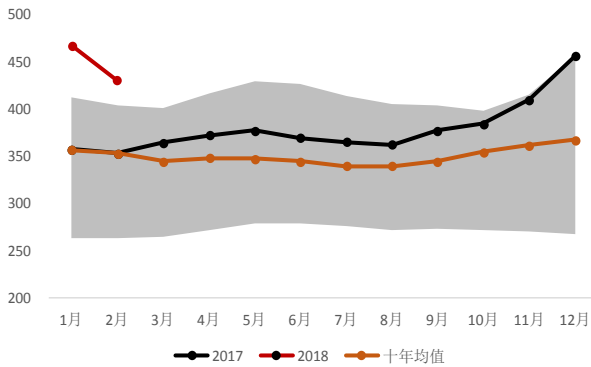
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元/吨

### 3.4. 低库存支撑下，春季水泥或迎来暴力拉涨

季节性上，我们非常看好 2018 年 3-4 月份的春季反弹行情。从行业库存指标来看，尽管水泥季节性需求 12 月以来逐渐放缓，但行业库存水平仍然处于 55% 左右的历史性低点。

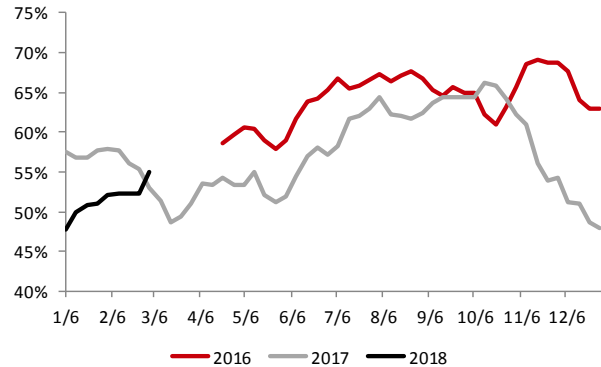
价格上，截止 2 月末，全国水泥现货均价为 430 元/吨，处于近十年来历史性高点。年初价格为全年走势定调，春季水泥或迎来暴力拉涨。且从周边钢铁、煤炭等库存水平来看，春季工业品季节性走强有望实现共振。

图 35: 水泥现货价格季节性规律 (2008-2018)



资料来源: 数字水泥, 川财证券研究所; 单位: 元/吨

图 36: 熟料库存季节性规律 (2016-2018)



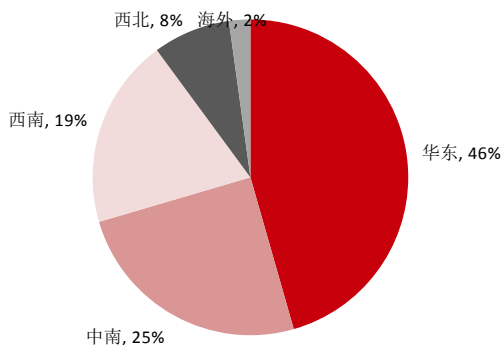
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: %

### 3.5. 市占率提高推动内生增长 水泥龙头强者恒强

2018 年, 水泥行业供应无增量, 需求下降 1%-2%, 水泥熟料价格预计全年 330 元/吨, 较 2017 年的 309 元/吨增长 6.8%, 行业利润总规模微增 4.8%-5.8%, 2017 年全年近 100%的天量增速预计难以延续。

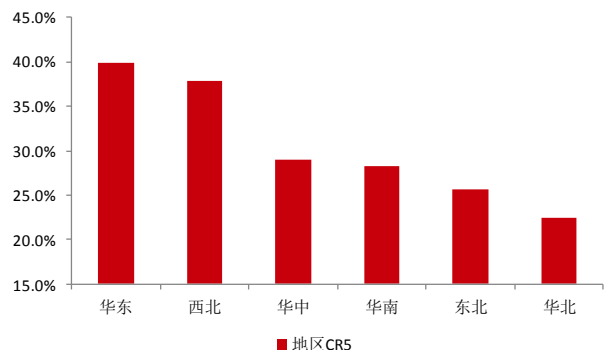
行业利润总规模微增, 股价周期波动属性放缓。但随着海螺等龙头议价权提升, 龙头个股将呈现明显的马太效应。海螺水泥市场占有率在 2017、2018 和 2019 年将分别增长至 13.6%、14.1%和 14.6%。受益于市占率提高和行业话语权提升, 海螺水泥业绩和估值均继续提升。

图 37: 海螺水泥产能分布 (2016)



资料来源: 公司公告 (2016), 川财证券研究所; 单位: %

图 38: 水泥地区 CR5 (2017)



资料来源: 数字水泥, 川财证券研究所; 单位: %

图 39：海螺水泥上市以来 PE（2000-2018）



资料来源：Wind，川财证券研究所

#### 四、估值评级：给予“增持”评级

盈利假设：1) 2017 年水泥均价前低后高，2018 年水泥熟料平均价较去年同比增长 6.4% 至 330 元/吨。2) 煤炭先进产能释放不及预期，2018 年动力煤均价持平，2019 年开始高位回落。3) 行业利润扩张方面，海螺水泥个股市占率不断提高。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年公司营业收入分别为 750、797 和 805 亿元，归属于母公司净利润分别为 162、202 和 210 亿元，对应 EPS 分别为 3.06、3.81 和 3.97 元。按照 2018 年 3 月 2 日收盘价 32.27 元，对应 PE 分别为 10.54、8.47 和 8.13 倍。

考虑海外周期龙头 PE (TTM) 为 13 倍，公司当前 PE 为 11 倍，公司合理 PE (TTM) 在 13-14 倍左右，故给予“增持”评级。

表格 3. 公司盈利预测与估值

|          | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 55932 | 75000 | 79700 | 80500 |
| +/-%     | 1.6%  | 34.1% | 6.3%  | 1.1%  |
| 净利润(百万)  | 835   | 1620  | 2019  | 2015  |
| +/-%     | 13.5% | 89.9% | 24.7% | 4.2%  |
| EPS(元)   | 1.61  | 3.06  | 3.81  | 3.97  |
| PE       | 12.17 | 10.54 | 8.47  | 8.13  |

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 风险提示

### 需求大幅下滑

本文预期水泥下游需求 2018 年小幅下滑 1%-2%。若基建或房地产细分项出现超预期恶化，水泥需求弱稳逻辑不再成立。

### 行业协同机制破裂

行业供需扭转的根本支撑源自自律协同机制的有效应。当出现需求大幅下滑或其他预期外因素导致错峰限产力度减弱，供应端寡头逻辑不再成立。

### 动力煤等原料价格暴涨

水泥行业成本最不可控的在于上游动力煤燃料。2017 年，由于极端天气和供应端因素，动力煤价格大幅抬升。若 2018 年动力煤价格超预期暴涨，成本拉涨将吞噬成品生产利润。但这一前提在于行业协同机制减弱，若行业协同能够延续，原料端涨价可以顺利传导至下游。

## 盈利预测

| 资产负债表          |        |        |        |        | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 会计年度            | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| <b>流动资产</b>    | 29394  | 45128  | 64676  | 85223  | <b>营业收入</b>     | 55932       | 75000        | 79700        | 80497        |
| 现金             | 15586  | 29440  | 47922  | 68421  | 营业成本            | 37770       | 44191        | 44191        | 43307        |
| 应收账款           | 655    | 629    | 696    | 721    | 营业税金及附加         | 672         | 729          | 818          | 835          |
| 其他应收款          | 739    | 970    | 1062   | 1061   | 营业费用            | 3276        | 4324         | 4663         | 4687         |
| 预付账款           | 581    | 630    | 646    | 628    | 管理费用            | 3144        | 3455         | 3351         | 3386         |
| 存货             | 4549   | 5152   | 5196   | 5098   | 财务费用            | 337         | 971          | 568          | 86           |
| 其他流动资产         | 7285   | 8306   | 9153   | 9293   | 资产减值损失          | 378         | 189          | 220          | 236          |
| <b>非流动资产</b>   | 80120  | 73513  | 69689  | 65458  | 公允价值变动收益        | 6           | -4           | -1           | -2           |
| 长期投资           | 3315   | 3202   | 3240   | 3227   | 投资净收益           | 399         | 250          | 500          | 500          |
| 固定资产           | 62278  | 59947  | 56139  | 51862  | <b>营业利润</b>     | 10760       | 21387        | 26389        | 28458        |
| 无形资产           | 7498   | 7580   | 7662   | 7744   | <b>营业外收入</b>    | 981         | 663          | 1043         | 198          |
| 其他非流动资产        | 7029   | 2784   | 2648   | 2625   | 营业外支出           | 88          | 70           | 77           | 76           |
| <b>资产总计</b>    | 109514 | 118641 | 134365 | 150681 | <b>利润总额</b>     | 11653       | 21980        | 27355        | 28579        |
| <b>流动负债</b>    | 17049  | 18264  | 17873  | 18529  | <b>所得税</b>      | 2703        | 5158         | 6394         | 6689         |
| 短期借款           | 1275   | 775    | 0      | 636    | <b>净利润</b>      | 8951        | 16821        | 20960        | 21890        |
| 应付账款           | 4379   | 4857   | 4916   | 4832   | 少数股东损益          | 421         | 625          | 769          | 844          |
| 其他流动负债         | 11395  | 12632  | 12957  | 13060  | <b>归属母公司净利润</b> | 8530        | 16197        | 20192        | 21045        |
| <b>非流动负债</b>   | 12166  | 5911   | 6064   | 6063   | <b>EBITDA</b>   | 15850       | 26801        | 31476        | 33079        |
| 长期借款           | 5447   | 5447   | 5447   | 5447   | <b>EPS (元)</b>  | 1.61        | 3.06         | 3.81         | 3.97         |
| 其他非流动负债        | 6719   | 464    | 616    | 616    |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 29215  | 24175  | 23937  | 24592  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 3690   | 4314   | 5083   | 5927   | <b>会计年度</b>     | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 股本             | 5299   | 5299   | 5299   | 5299   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 10684  | 10684  | 10684  | 10684  | 营业收入            | 9.7%        | 34.1%        | 6.3%         | 1.0%         |
| 留存收益           | 60034  | 74173  | 89366  | 104185 | 营业利润            | 24.2%       | 98.8%        | 23.4%        | 7.8%         |
| 归属母公司股东权益      | 76609  | 90152  | 105345 | 120162 | 归属于母公司净利润       | 13.5%       | 89.9%        | 24.7%        | 4.2%         |
| <b>负债和股东权益</b> | 109514 | 118641 | 134365 | 150681 | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 毛利率(%)          | 32.5%       | 41.1%        | 44.6%        | 46.2%        |
|                |        |        |        |        | 净利率(%)          | 2.8%        | (%)          | 15.3%        | 21.6%        |
|                |        |        |        |        | ROE(%)          | 11.1%       | 18.0%        | 19.2%        | 17.5%        |
|                |        |        |        |        | ROIC(%)         | 11.5%       | 23.9%        | 30.1%        | 33.8%        |
|                |        |        |        |        | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 资产负债率(%)        | 26.7%       | 20.4%        | 17.8%        | 16.3%        |
|                |        |        |        |        | 净负债比率(%)        | 34.18%      | 42.18%       | 40.11%       | 42.00%       |
|                |        |        |        |        | 流动比率            | 1.72        | 2.47         | 3.62         | 4.60         |
|                |        |        |        |        | 速动比率            | 1.46        | 2.19         | 3.33         | 4.32         |
|                |        |        |        |        | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 总资产周转率          | 0.52        | 0.66         | 0.63         | 0.56         |
|                |        |        |        |        | 应收账款周转率         | 102         | 115          | 118          | 111          |
|                |        |        |        |        | 应付账款周转率         | 9.12        | 9.57         | 9.04         | 8.89         |
|                |        |        |        |        | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 每股收益(最新摊薄)      | 1.61        | 3.06         | 3.81         | 3.97         |
|                |        |        |        |        | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 2.49        | 3.88         | 4.69         | 4.89         |
|                |        |        |        |        | 每股净资产(最新摊薄)     | 14.46       | 17.01        | 19.88        | 22.68        |
|                |        |        |        |        | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |        |        |        |        | P/E             | 20.05       | 10.56        | 8.47         | 8.13         |
|                |        |        |        |        | P/B             | 2.23        | 1.90         | 1.62         | 1.42         |
|                |        |        |        |        | EV/EBITDA       | 11          | 6            | 5            | 5            |

| 现金流量表          |        |       |       |       |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |        |       |       |       |
| 会计年度           | 2016   | 2017E | 2018E | 2019E |
| <b>经营活动现金流</b> | 13197  | 20544 | 24838 | 25917 |
| 净利润            | 8951   | 16821 | 20960 | 21890 |
| 折旧摊销           | 4753   | 4443  | 4520  | 4535  |
| 财务费用           | 337    | 971   | 568   | 86    |
| 投资损失           | -399   | -250  | -500  | -500  |
| 营运资金变动         | -707   | -1126 | -845  | -111  |
| 其他经营现金流        | 263    | -315  | 134   | 17    |
| <b>投资活动现金流</b> | -4552  | 2604  | -175  | 175   |
| 资本支出           | 4981   | 500   | 300   | 0     |
| 长期投资           | 1045   | -3076 | 38    | -13   |
| 其他投资现金流        | 1474   | 28    | 163   | 163   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -7151  | -9294 | -6181 | -5593 |
| 短期借款           | 415    | -500  | -775  | 636   |
| 长期借款           | 3201   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -10767 | -8794 | -5406 | -6230 |
| <b>现金净增加额</b>  | 1515   | 13854 | 18482 | 20499 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0001