

# 海螺水泥 (600585)

证券研究报告

2018年03月14日

## 水泥行业龙头标杆，拥有长期投资价值

**世界水泥龙头。**海螺水泥是中国乃至世界的水泥龙头企业，根据公司最新的年度业绩预增公告，公司2017年归母净利润高达145亿-162.1亿，同比增加70%-90%，在A股水泥企业中，公司整体业绩突出。考虑2018年行业盈利中枢的提升，公司作为行业龙头有望显著受益。

**水泥行业量稳价升，公司更具竞争优势。**我们预计2018年整体基建投资增速在11-13%区间，房地产投资增速中枢在3%-4%的区间左右，预测2018年水泥需求或小幅下降，但总体维持稳定。海螺水泥产能主要集中在水泥需求好于全国平均水平的华东、华南等地区，需求更优。在行业供给侧2018年继续趋紧、成本端维持稳定的前提下，公司2018年具备可观的业绩弹性。

**强劲的核心竞争力，行业地位难以撼动。**除行业性利好因素外，海螺水泥更兼具强大的成本控制能力和卓越的公司治理能力。公司还积极推进水泥相关产业发展，拓宽市场边界。海螺水泥的各项财务指标表现十分优异，竞争优势明显，而这也是公司卓越治理下的经营体现。

**内外兼修质地优异，财务指标全面领先。**在海螺水泥、华新水泥、万年青、冀东水泥、祁连山五家水泥企业中，2017年三季度资产负债率仅为26.35%，资产质量十分健康，其他四家公司均在40%以上。海螺净利率、毛利率、投入资本回报率以及经营活动产生的现金流量净额在营收中的占比、应收账款周转率在五家企业中表现最佳。2015年至今海螺ROE水平高于行业平均，期间费用率在10%-15%之间波动，成本控制水平遥遥领先。考虑到2017年、2018年盈利持续向上，公司行业地位持续强化，以及海螺水泥本身作为低估值、盈利强、分红稳定的行业龙头公司，我们认为公司的估值中枢还有进一步提升空间。2016年至今PB水平在波动中上升，较低估值给予公司股价较强的安全边际。

**盈利预测和投资评级。**我们预计公司2017-2019年营收分别为761.15亿、881.66亿、961.18亿元，归母净利润分别为150.02亿、203.07亿、239.28亿元，EPS分别为2.83元、3.83元和4.52元，按照2018年3月13日收盘价32.73元计算，对应PE为11.56X、8.54X、7.25X。自2011年盈利顶点后，2012年至今海螺平均估值为11X，同样给予2018年11X估值，对应目标价42.13元，维持“买入”评级。

**盈利预测调整原因：**前次预测发生在2017年7月初，而2017年四季度由于华东等地供给侧改革、环保督查收紧，安徽、浙江、江苏均执行水泥停窑限产措施，旺季供给收缩，部分矿山整治原材料涨价成本推高，最终导致水泥价格大涨，提升公司利润，且价格基数提高，将2017-2019年净利润从前次125、135、153亿上调为150、203、239亿元。

**风险提示：**水泥需求大幅下降，生产成本大幅上涨。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	50,976.04	55,931.90	76,115.35	88,165.74	96,118.29
增长率(%)	(16.10)	9.72	36.09	15.83	9.02
EBITDA(百万元)	13,695.33	15,849.83	23,766.17	31,063.22	36,279.41
净利润(百万元)	7,516.39	8,529.92	15,002.69	20,307.15	23,927.73
增长率(%)	(31.63)	13.48	75.88	35.36	17.83
EPS(元/股)	1.42	1.61	2.83	3.83	4.52
市盈率(P/E)	23.08	20.33	11.56	8.54	7.25
市净率(P/B)	2.46	2.26	2.10	1.83	1.59
市销率(P/S)	3.40	3.10	2.28	1.97	1.80
EV/EBITDA	6.87	5.68	6.89	4.93	3.79

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	32.73元
目标价格	42.13元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,999.70
流通A股股本(百万股)	3,999.70
A股总市值(百万元)	130,910.27
流通A股市值(百万元)	130,910.27
每股净资产(元)	15.74
资产负债率(%)	26.35
一年内最高/最低(元)	37.10/19.53

### 作者

<b>盛昌盛</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517120002 shengchangsheng@tfzq.com	
<b>武浩翔</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110518010003 wuhaoxiang@tfzq.com	
<b>黄顺卿</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040002 huangshunqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 世界水泥龙头 .....	5
1.1. 饱经历练，终成翘楚 .....	5
1.2. 全国性水泥龙头，强者恒强 .....	5
1.3. 受益行业景气向上，龙头盈利更进一步 .....	7
2. 量稳价升盈利中枢上移，龙头区位更佳充分受益 .....	8
2.1. 需求端：房地产、基建以稳为主，水泥需求将维持稳定 .....	8
2.1.1. 2017 年房地产、基建投资增速放缓 .....	8
2.1.2. 2018 年存在多重支撑，房地产投资不悲观 .....	9
2.1.3. 基建投资 .....	11
2.1.4. 预计水泥 2018 年需求稳持稳定 .....	12
2.1.5. 海螺水泥主产区需求较全国更优 .....	13
2.2. 水泥供给趋紧态势仍将延续 .....	15
2.3. 成本端：预计 2018 年动力煤全年均价将维持稳定 .....	16
3. 强劲的核心竞争力，行业地位难以撼动 .....	17
3.1. “T” 型战略筑就护城河 .....	17
3.2. 相关产业稳步推进 .....	18
3.2.1. 拓展具备资源属性的骨料业务 .....	18
3.2.2. 进军混凝土业务 .....	18
3.2.3. 海螺重器：集团装备业务行业领先 .....	19
3.2.4. 集团发展水泥协同处置业务 .....	19
3.3. 海外业务开疆拓土 .....	20
3.3.1. 国际化战略稳步推进 .....	20
3.3.2. 公司已具备全球竞争优势 .....	21
4. 内外兼修质地优异，财务指标全面领先 .....	22
4.1. 公司各项财务指标表现抢眼 .....	22
4.2. 整体估值处于合理偏低位置 .....	23
5. 投资建议 .....	24

## 图表目录

图 1：海螺水泥股权结构（截至 2017 年三季报） .....	5
图 2：海螺水泥发展历程 .....	5
图 3：2017 年度中国水泥熟料产能十强 .....	6
图 4：2017 年海螺水泥主要省份产能及占比 .....	6
图 5：华东区域产能排行榜 .....	6
图 6：中南区域产能排行榜 .....	6
图 7：公司水泥产能及其增速（万吨） .....	6
图 8：公司熟料产能及其增速（万吨） .....	6
图 9：P.O42.5 水泥全国平均价格（元/吨） .....	7

图 10: 环渤海动力煤价格指数 (元/吨)	7
图 11: 公司 2017 上半年分产品销售金额占比	7
图 12: 2017 上半年分区域销售金额占比	7
图 13: 公司营收及同比走势 (亿元)	8
图 14: 公司归母净利润走势 (亿元)	8
图 15: 公司毛利率走势	8
图 16: 公司三费 (亿元) 及期间费用率走势	8
图 17: 公司 2017 年前三季度营业收入及其在 A 股水泥企业占比	8
图 18: 公司 2017 年前三季度净利润及其在 A 股水泥企业占比	8
图 19: 房地产开发投资累计完成额 (亿元) 及同比增速	9
图 20: 基建投资累计完成额 (亿元) 和同比增速	9
图 21: 40 大中城市房地产开发投资累计完成额 (亿元) 及同比增速	9
图 22: 40 大中城市中一线城市房地产开发投资累计完成额 (亿元) 及同比增速	9
图 23: 40 大中城市中二线城市房地产开发投资累计完成额 (亿元) 及同比增速	9
图 24: 40 大中城市中三线城市房地产开发投资累计完成额 (亿元) 及同比增速	9
图 25: 商品房待售面积及去化周期 (万平米)	10
图 26: 住宅待售面积及去化周期 (万平米)	10
图 27: 办公楼待售面积及去化周期 (万平米)	10
图 28: 商业营业用房待售面积及去化周期 (万平米)	10
图 29: 土地购置费及同比 (亿元)	10
图 30: 土地成交情况	10
图 31: 棚户区改造计划与执行情况 (万套)	11
图 32: 部分二线城市政策边际放松	11
图 33: 公共财政收入与支出同比增速	11
图 34: 全国政府性基金收入与支出同比增速	11
图 35: 城投债净融资额 (亿)	12
图 36: PPP 投资落地测算 (亿)	12
图 37: 水泥产量、基建投资、房地产开发投资累计同比增速走势 (%)	12
图 38: 2017 年 1-12 月全国水泥产量同比下滑 0.2% (万吨)	13
图 39: 2017 年 1~12 月份全国七大区域水泥产量同比变动	13
图 40: 2017 年海螺水泥主要省份产能及占比	14
图 41: 海螺水泥各区域熟料产能占比	14
图 42: 全国熟料新增产能及同比增速走势图	15
图 43: 全国熟料设计产能及同比增速走势图	15
图 44: 动力煤月度供需对比	16
图 45: 动力煤月度供需缺口	16
图 46: 环渤海动力煤价格指数 (元/吨)	17
图 47: 全国水泥煤炭价差走势	17
图 48: 海螺水泥生产线分布	18
图 49: 海螺水泥华东地区生产线分布	18
图 50: 公司骨料产能情况 (万吨)	18

图 51: 公司骨料销售收入及毛利率.....	18
图 52: 海螺水泥生产设备 .....	19
图 53: 海螺水泥生产设备 .....	19
图 54: 水泥熟料产能海外投资排行榜 .....	21
图 55: 水泥熟料产能海外投资排行榜—在建 .....	21
图 56: 公司资产负债率走势 (%) .....	22
图 57: 公司销售净利率走势 (%) .....	22
图 58: 公司销售毛利率走势 (%) .....	22
图 59: 公司净资产收益率 ROE(摊薄)走势 (%) .....	22
图 60: 公司投入资本回报率 ROIC (%) .....	22
图 61: 公司期间费用率走势 (%) .....	22
图 62: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%) .....	23
图 63: 公司应收账款周转率 (次) .....	23
图 64: 海螺水泥历史 PE 变动情况.....	23
图 65: 水泥企业 PE 变动情况.....	23
图 66: 海螺水泥历史 PB 变动情况.....	24
图 67: 水泥企业 PB 变动情况.....	24
图 68: 主要水泥上市公司市盈率比较 .....	24
图 69: 主要水泥上市公司市净率比较 .....	24

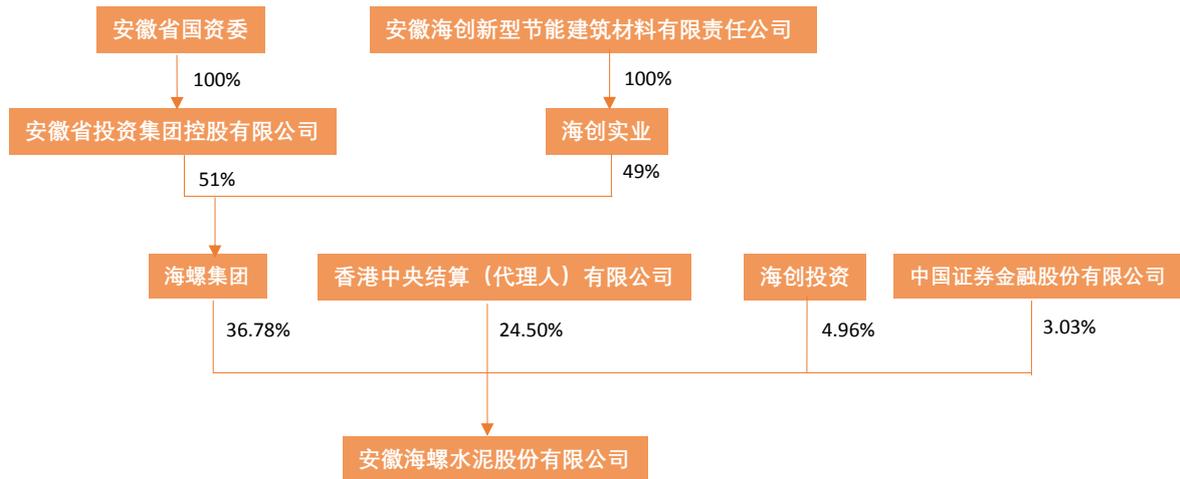
# 1. 世界水泥龙头

## 1.1. 饱经历练，终成翘楚

海螺集团前身原安徽省宁国水泥厂，经过多年发展，海螺水泥已成长为世界水泥龙头，根据国际水泥评论杂志社(ICR)发布的 2016 年度世界水泥六强榜单，海螺水泥集团位列全球第二。

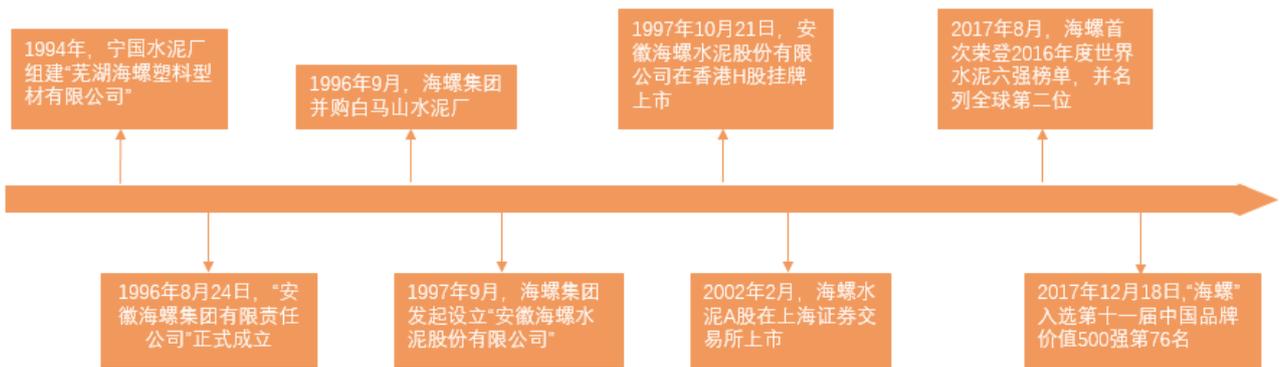
海螺集团持股 36.78%，是公司第一大股东。第二大股东为香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例达 24.5%。安徽省国资委通过其全资子公司安徽省投资集团控股有限公司间接持有海螺集团 51%的股权，是海螺水泥实际控制人。

图 1：海螺水泥股权结构（截至 2017 年三季报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：海螺水泥发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

历经多年快速发展，公司产能持续增长，工艺技术装备水平不断提升，发展区域不断扩大。公司先后建成铜陵、英德、池州、枞阳、芜湖 5 个千万吨级特大型熟料基地，并在安徽芜湖、铜陵兴建 4 条 12000 吨生产线。

海螺水泥产品质量卓越，享誉全国，并远销海外；下属 100 多家子公司，分布在省内基地和十二个区域，横跨华东、华南和西部多个省、市、自治区，以及印度尼西亚等多个国家，形成集团化管理和国际化、区域化运作的经营管理新格局，是亚洲目前最大水泥、熟料供应商。

## 1.2. 全国性水泥龙头，强者恒强

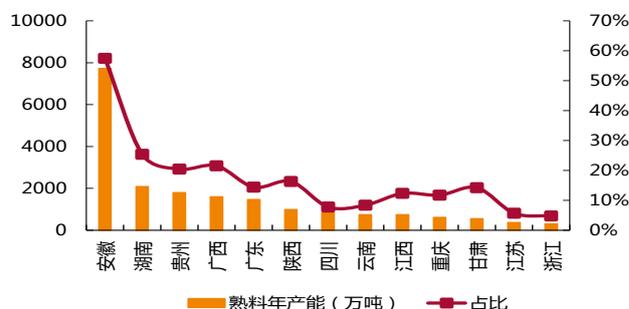
2018年1月1日，在2017年中国水泥熟料产能百强榜中，海螺水泥高居第二，仅次于中国建材。公司产能分布在华东、中南、西南、西北地区，其中，华东、中南、西南地区产能仅次于中国建材。公司主要产能集中地的水泥需求较好，促使公司在行业景气回升时，盈利能力充分受益水泥价格提升。

图 3：2017 年度中国水泥熟料产能十强



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 4：2017 年海螺水泥主要省份产能及占比



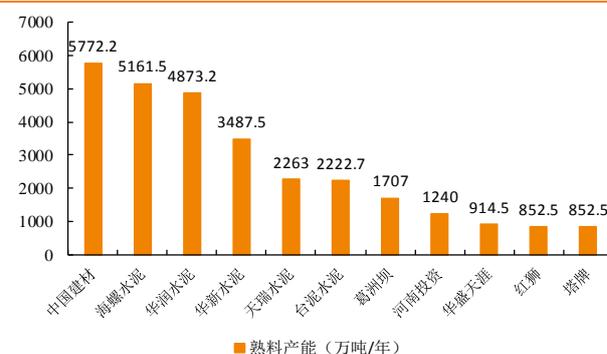
资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 5：华东区域产能排行榜



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 6：中南区域产能排行榜



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

公司水泥和熟料产能逐步增加，根据公告，截至 2017 年上半年，公司水泥产能 3.33 亿吨，熟料产能 2.44 亿吨，骨料产能 2,490 万吨，水泥和熟料分别同比增长 11%、1.67%。对比熟料产能和水泥产能增速，公司近年来水泥产能增速远超熟料产能，在当下水泥行业熟料产能逐渐变为存量市场的格局下，公司数量庞大、布局优越的熟料产线和石灰石矿山将成为行业中愈发稀缺的资源。

图 7：公司水泥产能及其增速 (万吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司熟料产能及其增速 (万吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

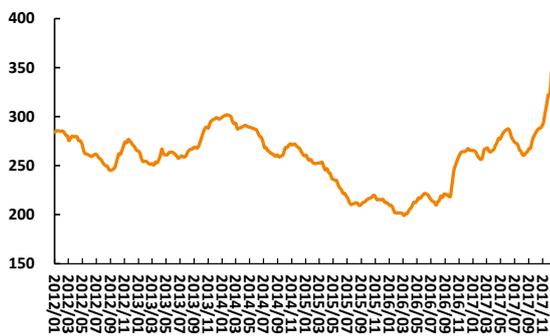
### 1.3. 受益行业景气向上，龙头盈利更进一步

受益水泥行业去产能、协同错峰以及兼并重组等政策实施，2016 年四季度开始，水泥价格开始普遍上涨。在水泥行业复苏的背景下，海螺作为行业龙头，业绩充分受益。

公司 2017 上半年销售收入达到 309.86 亿元，同比增长 32.42 个百分点。其中，42.5 级水泥销售额占比为 59.25%，同比上升 4.95%；32.5 级占比 27.99%，同比下降 3.63%；熟料占比为 11.82%；骨料占比 0.94%。

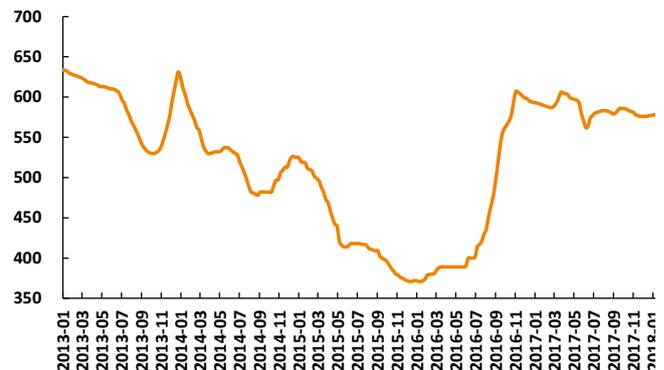
分区域看，2017 上半年，中部和东部地区销售额占比 58.5%，南部和西部地区占比分别为 15.34%、22.46%。其中，西部区域抓住市场需求回暖和行业季节性错峰生产的有利时机，量价稳步提升，2017 上半年西部地区销售额同比增长 39.39%。

图 9：P.O42.5 水泥全国平均价格（元/吨）



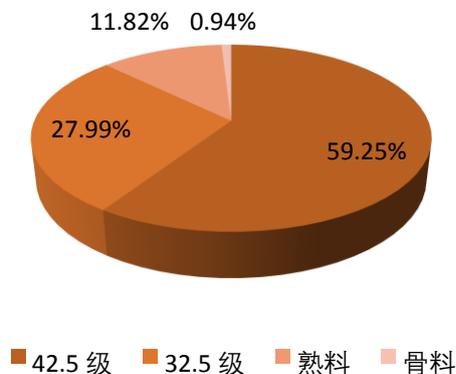
资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 10：环渤海动力煤价格指数（元/吨）



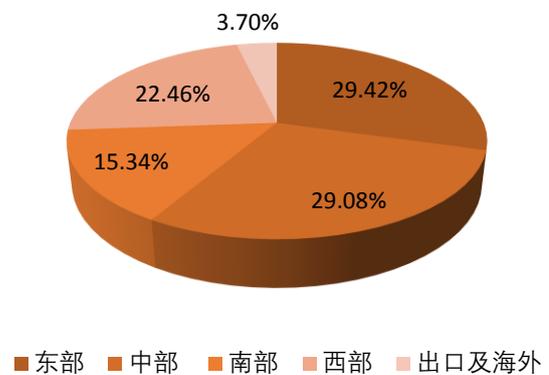
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司 2017 上半年分产品销售金额占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2017 上半年分区域销售金额占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

作为全国性水泥龙头，自 2016 年下半年水泥行情好转，公司业绩弹性得到充分体现。2017 年公司前三季度营收和净利润在 A 股水泥企业中独占鳌头，业绩表现优异：前三季度营收和归母净利润分别达到 500.39 亿元和 98.09 亿元，增速分别为 31.86%、64.34%。

2017 年前三季度，公司毛利率同比增加 0.73 个百分点，期间费用率下降 2.87 个百分点，净利率同比提升 4.08 个百分点。根据公司最新的年度业绩预增公告，2017 年归母净利润高达 145 亿-162.1 亿，同比增加 70%-90%，在 A 股水泥企业中，公司整体业绩非常突出。

图 13：公司营收及同比走势（亿元）



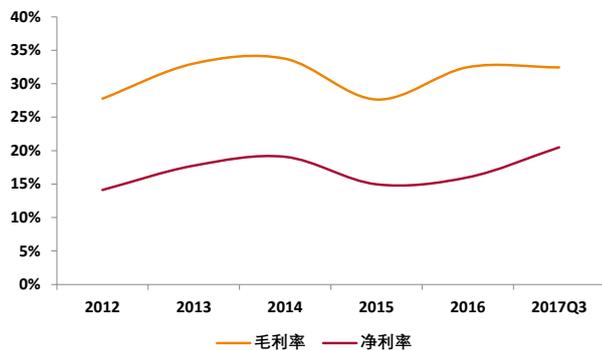
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：公司归母净利润走势（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：公司毛利率走势



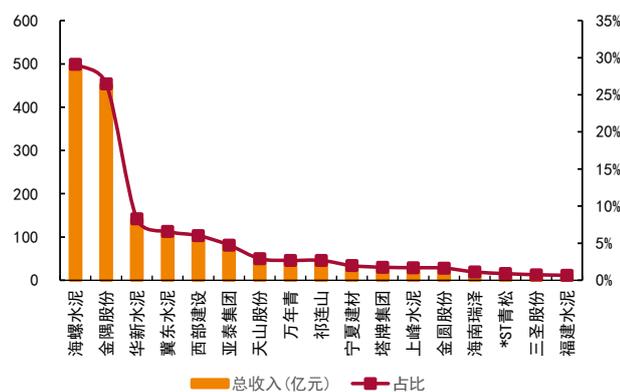
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：公司三费（亿元）及期间费用率走势



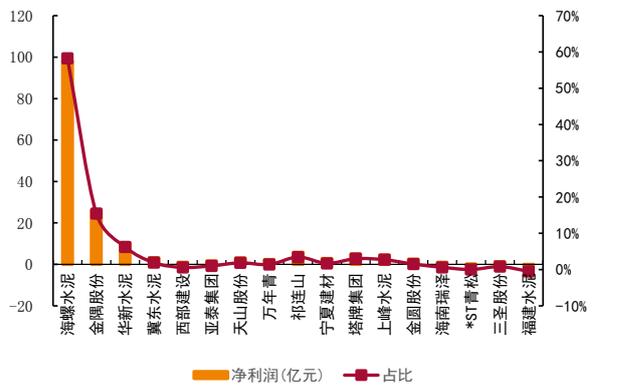
资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：公司 2017 年前三季度营业收入及其在 A 股水泥企业占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司 2017 年前三季度净利润及其在 A 股水泥企业占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

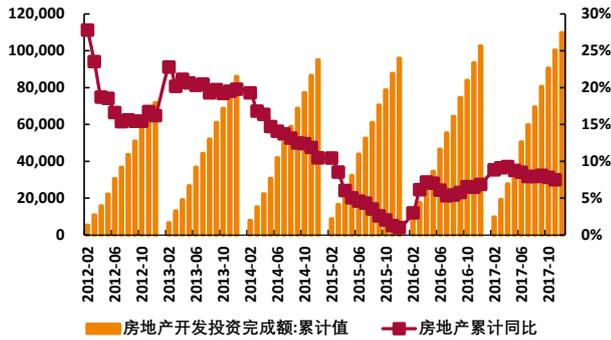
## 2. 量稳价升盈利中枢上移，龙头区位更佳充分受益

### 2.1. 需求端：房地产、基建以稳为主，水泥需求将维持稳定

#### 2.1.1. 2017 年房地产、基建投资增速放缓

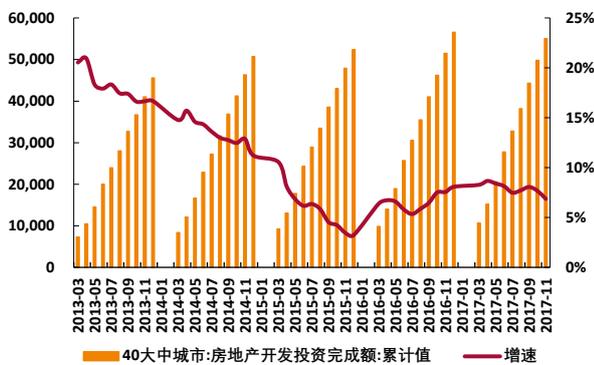
即使地产投资滞后效应导致投资端出现进一步下降，但整体趋势保持平滑，并不会出现断崖式下跌，再叠加基建托底效应，我们认为 2018 年行业整体需求不必过度悲观。2017 年全国固定资产投资完成额、房地产投资开发完成额、基建投资完成额分别同比增加 5.90%、7.04%、13.86%，增速均略有放缓；全国 17 年房屋新开工面积为 17.87 亿平方米，同比增速为 7.00%，较 16 年同期仅下降 1.1 个百分点。

图 19：房地产开发投资累计完成额（亿元）及同比增速



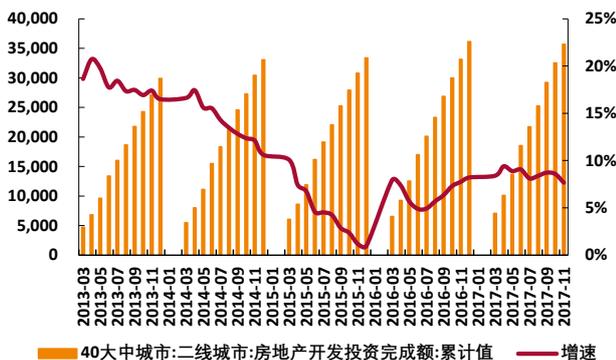
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 21：40 大中城市房地产开发投资累计完成额（亿元）及同比增速



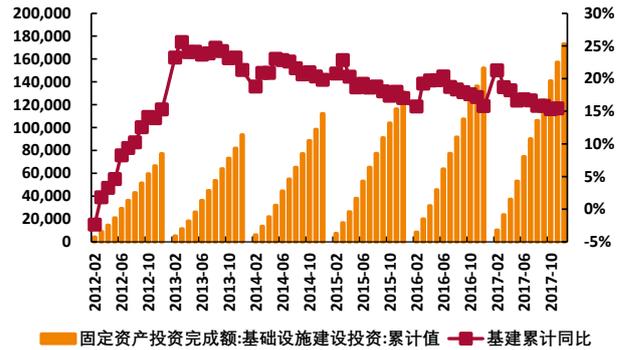
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 23：40 大中城市中二线城市房地产开发投资累计完成额（亿元）及同比增速



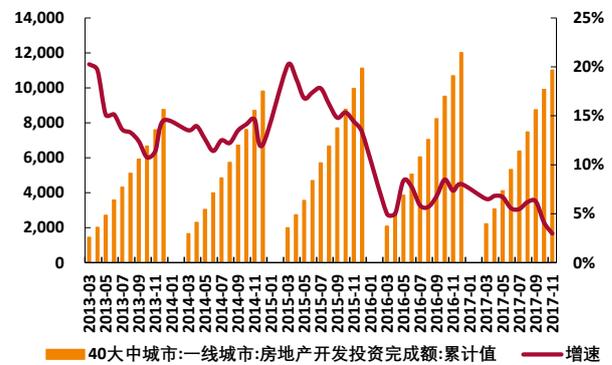
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 20：基建投资累计完成额（亿元）和同比增速



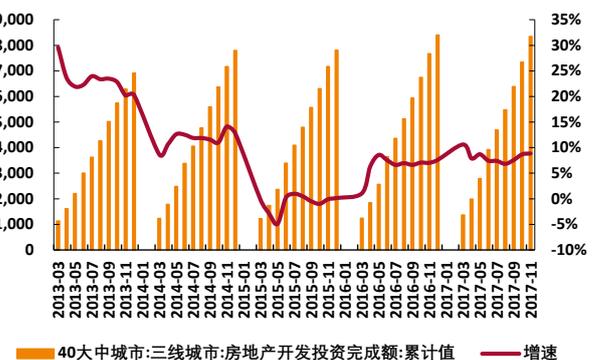
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 22：40 大中城市中一线城市房地产开发投资累计完成额（亿元）及同比增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 24：40 大中城市中三线城市房地产开发投资累计完成额（亿元）及同比增速



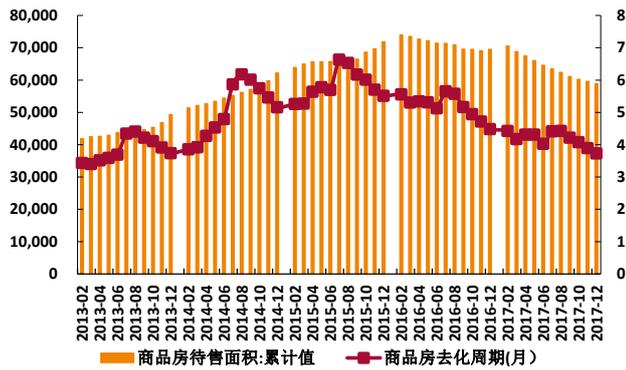
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

### 2.1.2. 2018 年存在多重支撑，房地产投资不悲观

从房地产竣工面积、销售面积数据来看，2018 年房地产销售端数据很可能延续增速继续下行的趋势。销售方面，2017 年房地产行业历史上最严厉的调控潮，因城施政导致房地产销售区域剧烈分化，地产销售数据仍处在增速下行通道中，截止 2017 年 12 月，商品房销售面积累计同比增速为 7.7%，增速继续下降。

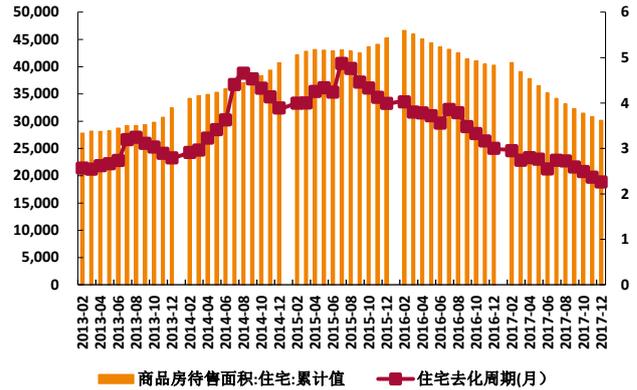
但我们认为相对低位的库存、土地购置费增加和棚改房开发的超预期将会有利支撑房地产投资。近年来房地产持续推进去库存，商品房库存已显著下降，根据国家统计局数据统计，相比 2016 年初下降 26.6%，其中一线下降 37.5%、二线下降 26.8%、三四线下降 23.8%。

图 25：商品房待售面积及去化周期（万平方米）



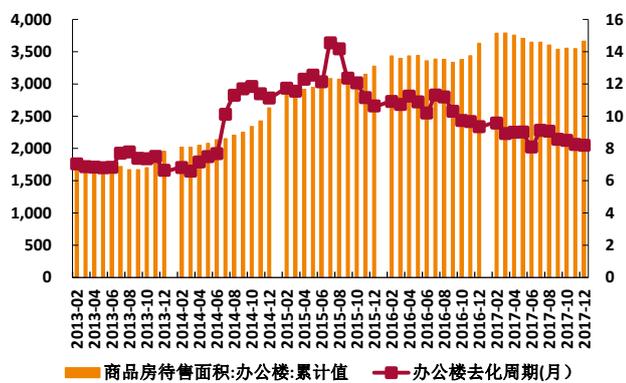
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 26：住宅待售面积及去化周期（万平方米）



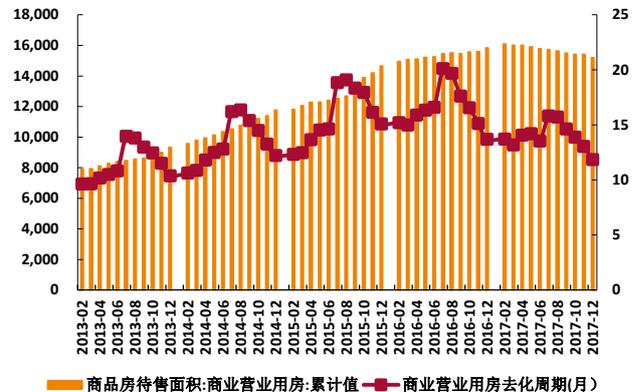
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 27：办公楼待售面积及去化周期（万平方米）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 28：商业营业用房待售面积及去化周期（万平方米）

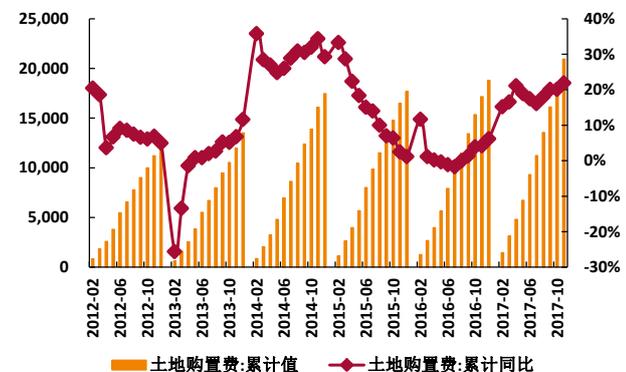


资料来源：Wind, 天风证券研究所

土地购置费方面，随着市场热度持续以及供地力度强化双因素催化，今年以来土地市场维持上行态势，成交规模进一步扩大。截至 2017 年 11 月份房地产土地购置费同比增长 21.90%，累计增速继续稳步提升，百城土地成交总价上涨 41.85%，一线成交上涨 56.7%，二线上涨 22.03%，三线上涨 85.26%。

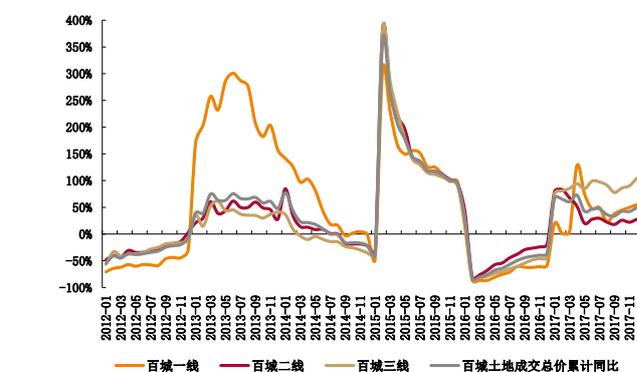
我们认为 2018 年土地购置费仍将延续上涨趋势，一方面土地成交转化为土地购置费存在一定时滞，另一方面企业存在补库存需求，进而有望支撑 2018 年的房地产投资。

图 29：土地购置费及同比（亿元）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 30：土地成交情况

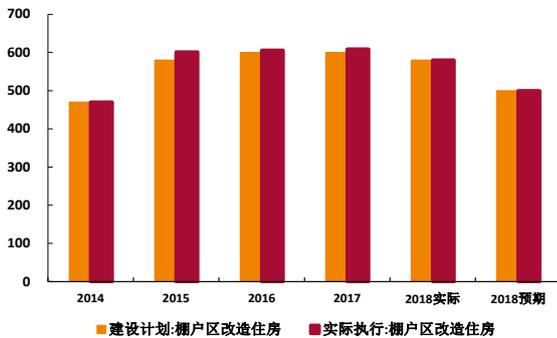


资料来源：Wind, 天风证券研究所

此外，对于市场最为担心的房地产销售问题，近期政策端已释放若干积极信息。一方面，2018 年棚改房建设有望超预期。2017 年 12 月 23 日召开的全国住房城乡建设工作会议提出“扎实推进新一轮棚改工作，2018 年改造各类棚户区 580 万套”的目标，超出此前市

场预期的 500 万套，预计超预期部分的棚改房规划将会对地产销售形成一定正向拉动；另一方面，2018 年 1 月初，部分二线城市包括兰州、南京、济南、郑州等城市先后出台边际宽松的地产政策，我们预计将会对 2018 年二线城市房地产投资和销售起到一定正面作用。

图 31：棚户区改造计划与执行情况（万套）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 32：部分二线城市政策边际放松



资料来源：新华网等，天风证券研究所

**结论：预计 2018 年房地产投资增速中枢有望达到 3%-4%左右的水平。**我们认为今年一二线房地产销售有望迎来反弹，三四线外溢效应正逐渐减弱，目前去库存效果显著，叠加高基数效应，三四线城市销售增速或延续下降趋势；此外，在房地产低库存的环境下，房地产投资对销售下滑的敏感性降低，2016 年以来，房地产销售下滑对投资的影响相比之前有所减弱。低库存增强企业拿地补库意愿，2018 年新开工或小幅波动，加之土地购置费的支持，全年房地产投资小幅下滑。

### 2.1.3. 基建投资

订单和资金面是影响基建投资的核心因素，整体来看，基建投资订单相对充足，资金面呈现平稳趋紧。我们预计整体基建投资增速在 11%-13%之间。从 2015 年四季度开始，基建行业开始景气上行，目前基建订单储备较充足。建筑企业 2017 年订单仍体现整体略有上升的趋势，能够一定程度支撑 2018 年基建。

资金面方面，2018 年基建资金来源整体或将呈现稳中趋紧态势。基建的资金来源可以分为预算内资金、国内贷款、自筹资金以及其他资金四个方面。预算内资金、国内贷款、其他资金占比相对稳定，而自筹资金占比超过 60%，对基建投资影响较大。自筹资金包括政府性基金支出、城投债、PPP 融资、政策性银行资金等来源。从自筹资金的分项来源看，银行信贷目前整体平稳，政府性基金受土地出让金的拉动大幅增长，成为 2018 年基建投资有利支撑；城投债方面，截止 2017 年底，净融资 4611.9 亿，相比于 2016 的 1.41 万亿已经大幅减少，预计 2018 年不会对基建投资产生明显负面影响；公共财政对基建的支出长期来看是大趋势，一方面财政收入增速有所下滑，另一方面未来财政对于制造业等非基建领域的投资有望继续加大；PPP 方面，预计 2018 年转化投资 1.5 万亿左右，将带动企业自有资金、银行贷款以及社会其他资金等多方资金的投入。

图 33：公共财政收入与支出同比增速

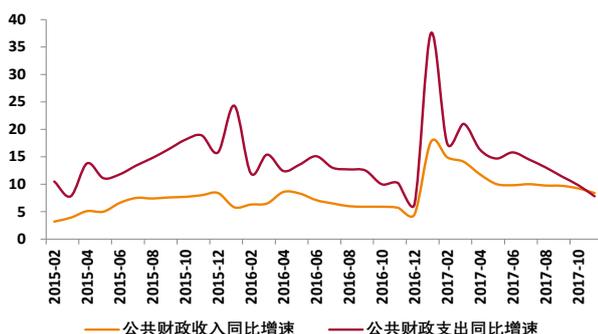
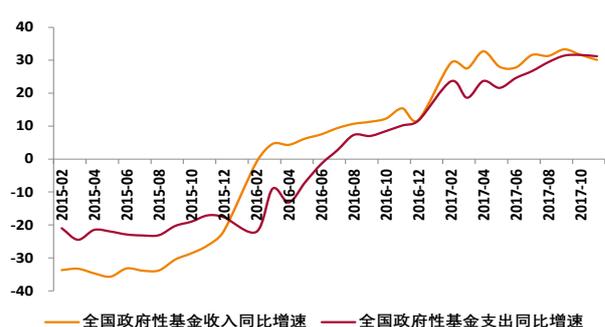


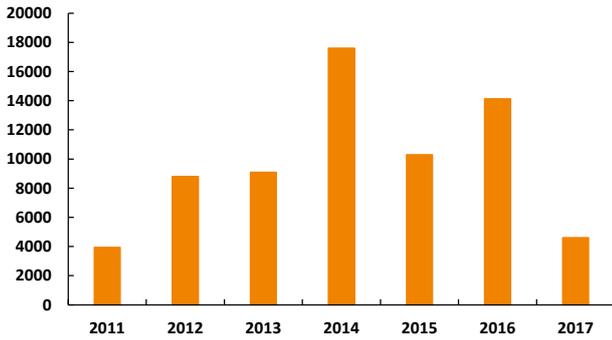
图 34：全国政府性基金收入与支出同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

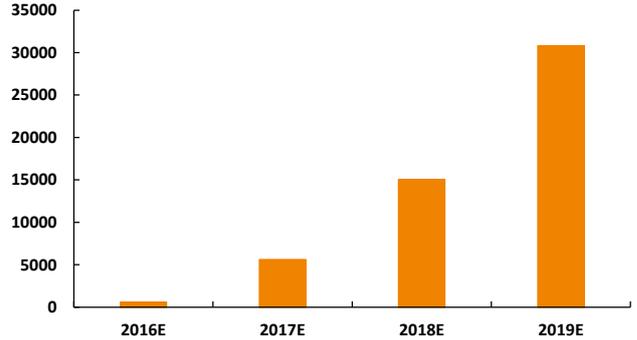
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 城投债净融资额 (亿)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 36: PPP 投资落地测算 (亿)

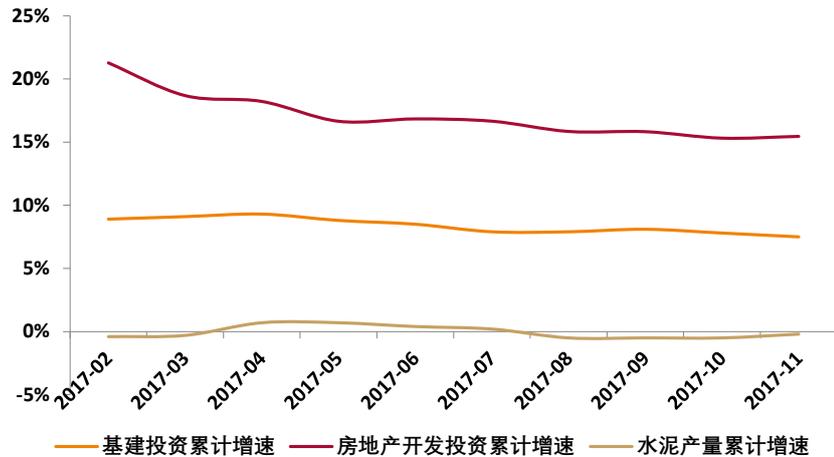


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 2.1.4. 预计水泥 2018 年需求稳持稳定

水泥需求与全社会固定资产投资密切相关, 其中又以房地产投资、基建投资以及农村建设三大板块带动最为明显。由于农村需求相对稳定, 水泥需求变化主要受房地产投资和基建投资增速变动的影响。2017 全年基建投资、房地产开发投资名义增速分别达到 19%、7%, 对水泥需求构成良好支撑。我们预计 2018 年整体基建投资增速在 11%-13%的区间, 房地产投资增速中枢在 3%-4%的区间左右, 预计水泥需求或有小幅下降, 但总体维持稳定。

图 37: 水泥产量、基建投资、房地产开发投资累计同比增速走势 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从定量角度来看, 长周期下水泥需求的增速趋势同固定资产投资的相关度较高, 我们通过预测固定资产投资完成额和单位固定资产投资拉动水泥的系数, 测算全国或区域水泥未来的总需求。

表 1: 全社会固定资产投资拉动水泥产量的增加

年份	水泥产量 (万吨)	同比	全社会固投资完成额 (亿)	拉动系数	假设
2001	66,103.99		37,213.50	1.78	-
2002	72,500.00	9.7%	43,499.90	1.67	
2003	86,208.11	18.9%	55,566.60	1.55	
2004	96,681.99	12.1%	70,477.40	1.37	
2005	106,884.79	10.6%	88,773.60	1.20	
2006	123,676.48	15.7%	109,998.20	1.12	

2007	136,117.25	10.1%	137,323.90	0.99	
2008	142,355.73	4.6%	172,828.40	0.82	
2009	164,397.78	15.5%	224,598.80	0.73	
2010	188,191.17	14.5%	251,683.77	0.75	
2011	209,925.86	11.5%	311,485.13	0.67	
2012	220,984.08	5.3%	374,694.74	0.59	
2013	241,923.89	9.5%	446,294.09	0.54	
2014	249,207.08	3.0%	512,020.65	0.49	
2015	235,918.83	-5.3%	561,999.83	0.42	
2016	241,030.98	2.2%	606,465.66	0.40	
2017	240,548.92	-0.2%	650,131.19	0.37	
2018E	236647.752	-1.6%	676136.435	0.35	固投同增 4%
2018E	238923.211	-0.7%	682637.747	0.35	固投同增 5%
2018E	241198.671	0.3%	689139.059	0.35	固投同增 6%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

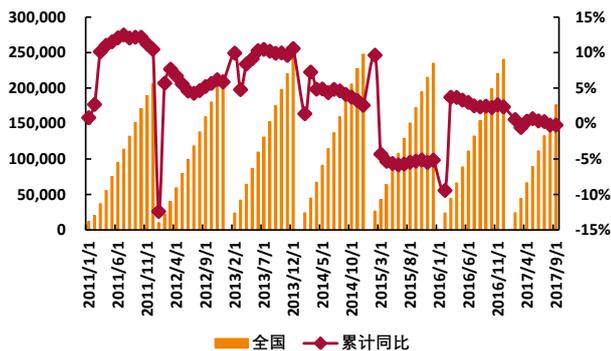
从历史数据来看, 固定资产投资对于水泥产量的拉动系数总体处于递减态势, 考虑到中国城镇化已经跨过初期阶段, 再加上通货膨胀因素以及投资中非水泥需求相关项目的比重不断增加等因素, 整体固定资产投资对于水泥需求的带动作用逐步递减属于合理情况。

我们假设 2018 年固定资产投资对于水泥需求的拉动系数为 0.35, 在固定资产投资完成额增速为 4%、5%、6% 三种情景下, 对于水泥产量的拉动分别为 -1.6%、-0.7%、0.3%, 整体来看 2018 年水泥产量或有小幅下降, 但是降幅有限。

### 2.1.5. 海螺水泥主产区需求较全国更优

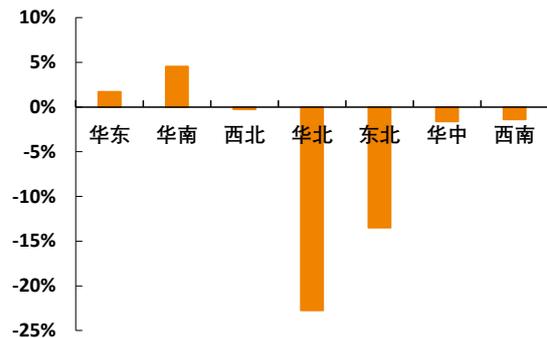
2017 年全年累计水泥产量为 23.16 亿吨, 同比微降 0.2%。分区域来看, 水泥需求上仍然保持南方好于北方的格局, 2017 年北方尤其是华北地区受环保限产影响, 下游开工受限, 导致水泥需求下滑严重, 数据上体现为华东和华南地区水泥产量同比提升, 华北和东北水泥产量下滑严重。

图 38: 2017 年 1-12 月全国水泥产量同比下滑 0.2% (万吨)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 39: 2017 年 1-12 月份全国七大区域水泥产量同比变动



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

从固定资产投资的角度来看, 华东和华南地区明显好于全国平均。2017 年全国固定资产投资同比增长 7.2%, 与 1-11 月持平, 12 月环比增长 0.53%。从华东和华南地区固定资产投资增速来看, 预计分别达到 11.1% 和 13.5%, 明显好于全国平均水平。

我们假设华东地区 2018 年固定资产投资对水泥产量拉动系数为 0.31, 固投同增 7%、9%、11% 对华东水泥产量的拉动分别为 -1.1%、0.7% 和 2.6%。

华南区域 2018 年水泥产量情况有望更为乐观, 我们假设华南地区 2018 年固定资产投资对水泥产量拉动系数为 0.47, 固投同增 8%、10%、12% 对华东水泥产量的拉动分别为 2.3%、

4.2%和 6.1%。

表 2：华东固定资产对水泥产量的带动

时间	华东水泥产量 (万吨)	同比	华东固定资产投资 (亿)	同比	系数	假设
2011	65420.93112		101271.3		0.64	
2012	69984.05818	7.0%	120508.8	19.0%	0.58	
2013	76648.78206	9.5%	143268.5	18.9%	0.54	
2014	79311.10013	3.5%	166377.6	16.1%	0.48	
2015	75176.94943	-5.2%	188072.5	13.0%	0.40	
2016	76280.16083	1.5%	206942.1	10.0%	0.37	
2017	77119.2426	1.1%	229912.6	11.1%	0.34	
<b>2018E</b>	<b>76262.02398</b>	<b>-1.1%</b>	<b>246006.5</b>	<b>7.0%</b>	<b>0.31</b>	<b>固投同增 7%</b>
<b>2018E</b>	<b>77687.48237</b>	<b>0.7%</b>	<b>250604.8</b>	<b>9.0%</b>	<b>0.31</b>	<b>固投同增 9%</b>
<b>2018E</b>	<b>79112.94076</b>	<b>2.6%</b>	<b>255203</b>	<b>11.0%</b>	<b>0.31</b>	<b>固投同增 11%</b>

资料来源：Wind, 天风证券研究所

表 3：华南固定资产对水泥产量的带动

时间	华南水泥产量 (万吨)	同比	华南固定资产投资 (亿)	同比	系数	假设
2011	22755.57		25779.2		0.88	
2012	22920.69	0.7%	29659.75	15.1%	0.77	
2013	26090.77	13.8%	35805.04	20.7%	0.73	
2014	27534.79	5.5%	42170.12	17.8%	0.65	
2015	27773.86	0.9%	48960.84	16.1%	0.57	
2016	29277.20	5.4%	54347.27	11.0%	0.54	
2017	30594.67	4.5%	61684.16	13.5%	0.50	
<b>2018E</b>	<b>31310.88</b>	<b>2.3%</b>	<b>66618.89</b>	<b>8.0%</b>	<b>0.47</b>	<b>固投同增 8%</b>
<b>2018E</b>	<b>31890.71</b>	<b>4.2%</b>	<b>67852.57</b>	<b>10.0%</b>	<b>0.47</b>	<b>固投同增 10%</b>
<b>2018E</b>	<b>32470.54</b>	<b>6.1%</b>	<b>69086.25</b>	<b>12.0%</b>	<b>0.47</b>	<b>固投同增 12%</b>

资料来源：Wind, 天风证券研究所

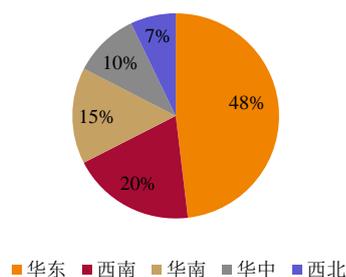
从海螺水泥的产能分布来看，公司的熟料产能主要集中在水泥需求好于全国平均水平的华东、华南等地区。其中，海螺水泥安徽地区熟料年产能 7719 万吨，省内市占率达 57.47%，在湖南、贵州、广西、广东、陕西的产能占比也分别达到 25.4%，20.43%，21.54%，14.38% 和 16.28%，竞争优势非常突出。从熟料产能占比来看，华东的熟料产能占海螺水泥总产能的 48%，华南占 15%，反观海螺水泥在受限产影响最严重、水泥需求萎缩明显的东北和华北地区并没有熟料产线分布，逻辑上，水泥价格抬升带来的盈利弹性海螺水泥将会比限产区域的水泥企业更受益，限产区域水泥企业的盈利弹性有可能被销量的下滑所拖累。

图 40：2017 年海螺水泥主要省份产能及占比



资料来源：中国水泥网, 天风证券研究所

图 41：海螺水泥各区域熟料产能占比



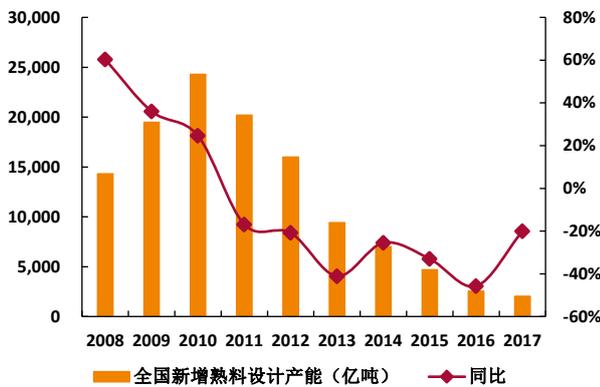
资料来源：中国水泥网, 天风证券研究所

## 2.2. 水泥供给趋紧态势仍将延续

2016年5月18日国务院发布《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号文),提出要再压减一批水泥熟料产能,水泥熟料产量前十企业生产集中度要达60%左右,水泥销售利润率接近工业平均水平。具体措施包括:严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等。此外,2017年5月6日水泥协会联合各大龙头企业成立水泥行业去产能领导小组,研究和起草行业去产能的行动计划及配套政策建议,有望加快行业去产能进程。

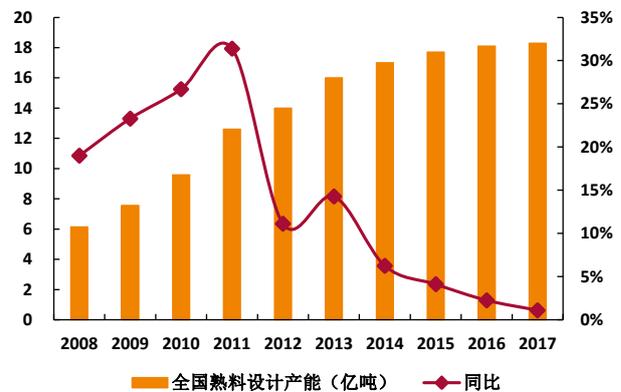
34号文已经明令禁止新增产能,新建生产线必须以落后产能指标进行等量或减量置换。从执行情况来看,全国新投产熟料生产线已经连续5年大幅下跌,并且投产产线主要是此前获得审批的建设项目以及产能置换项目。按照国家统计局统计,2017年全国新投产熟料合计设计产能约2046万吨,同比2016全年下降46%,预计2018年将延续下跌趋势,2018年全年新增熟料产能预计将会进一步缩减在1000万吨左右。

图 42: 全国熟料新增产能及同比增速走势图



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 43: 全国熟料设计产能及同比增速走势图



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

从行业协同角度来看,始于2014年的北方地区错峰生产能有效压制熟料库存,改善淡季供需,稳定淡季价格。由于缺乏政策配套制约手段与保障措施,目前错峰生产更多依靠企业协同自律展开,而随着错峰生产向制度化、规范化、常态化发展,一方面北方地区对中小企业约束将增多,参与错峰企业占比有望进一步提升,利好大企业;另一方面,错峰生产作为产业政策有望在全国范围内推广实施,对改善南方地区淡季供需结构起到积极作用。比如2017年华东地区江苏、浙江首次在四季度旺季执行错峰限产,导致区域价格大幅上涨,相关区域企业盈利显著提升。在华东地区示范作用下,2018年南方地区错峰生产范围有望进一步扩大,水泥价格弹性仍然可期。

表 4: 2017 年与 2016 年全国冬季错峰生产对照表

省份	2016 年持续时间 (天)	2017 年持续时间 (天)	2017 年新增错峰项目
辽宁	137	181	
吉林	137	181	水泥粉磨站、商砼加工、石材加工、采石采砂在重污染天气预警期间实施停产
黑龙江	137	151	
新疆	151	90-195	
北京	121	121	水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。
天津	121	121	水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。
河北	121	121	水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。
山西	121	151	水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。
内蒙古	121	181	水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。

山东	91	120	7个传输通道城市粉磨站停产60天。
河南	93	121	水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。
陕西	100	121	水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。
甘肃	107	135	
青海	108	121	
宁夏	81	100	
江苏	-	20	2017年11月1日至12月31日旺季停窑20天。
浙江	-	10	冬季错峰停窑10天，湖州长兴县规定10月21日至12月31日每月限产15天。
重庆	-	20-25	
广东	-	20	2018年酷暑伏天和台风雨季季节也将停产20天。
安徽	-	25	安徽阜阳要求6家企业从12月5日开始停产
江西	-	5	12月20日至24日，原则上全省所有水泥窑炉及水泥磨生产企业实施错峰停产5天。

资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

**从产品结构调整角度**，国办34号文提出要彻底淘汰32.5标号水泥，提高42.5等高标号水泥占比。淘汰32.5标号水泥一方面将迫使部分无法满足生产要求的粉磨站关停，另一方面增加小粉磨站熟料采购成本，提高其生存难度，因此将对大企业构成利好。此外，在建筑工程领域，42.5取代32.5用于混凝土和水泥砂浆，或有望小幅增加对熟料需求量；同时农村施工较为粗放，对砂浆强度标准要求并不严格，42.5取代32.5也有望增加农村市场对熟料需求。综合来看，若全面取消32.5标号水泥落地，可一定程度改善熟料及水泥产能过剩现状。目前四川、新疆均已明令停止生产32.5标号水泥，宁夏已停止办理32.5标号水泥生产许可证，同时要求32.5标号水泥产量不得高于同期水泥产量的30%；其余省份也有望出台相关政策限制32.5标号水泥生产。

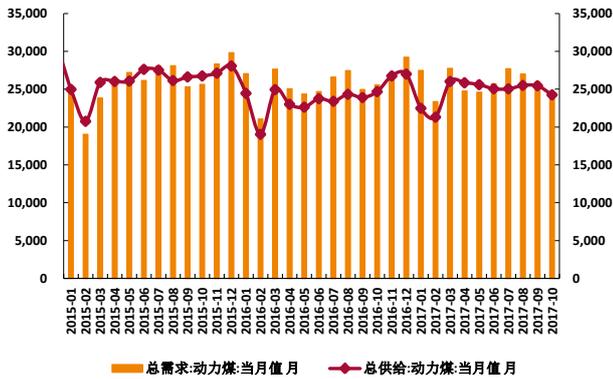
### 2.3. 成本端：预计2018年动力煤全年均价将维持稳定

在水泥生产的各项成本构成中，原材料、用电、人工及折旧等变动幅度均不大，主要的成本变动因素来自燃料煤炭价格波动。

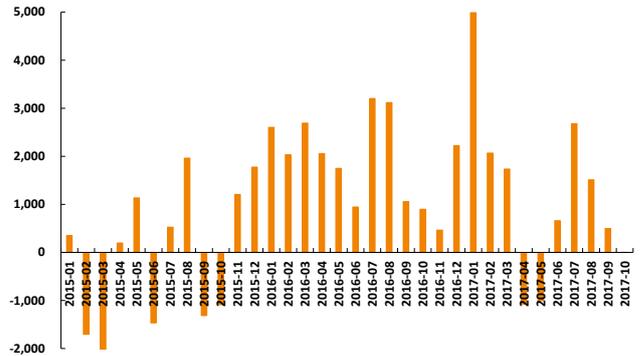
2016年初国办发7号文件后，国家有关部门研究出台了一系列煤炭去产能工作的措施，此前多年积累的行业高库存已经逐渐去化，行业供需基本面正逐渐趋向于平稳健康发展。另外，2016年发改委提出鼓励煤炭和发电企业签订中长期合同。以此为指引，2016年11月神华、中煤能源与五大电力集团签订动力煤中长期合同，商定535元/吨的基础价格，后续价格将参照市场变化浮动。2017年11月28日，发改委和能源局印发《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》及考核办法，该政策的执行将进一步平抑煤炭价格波动。从实际效果来看，2017年环渤海动力煤价格指数基本维持在580元/吨左右，处于高位震荡。

图 44：动力煤月度供需对比（万吨）

图 45：动力煤月度供需缺口（万吨）



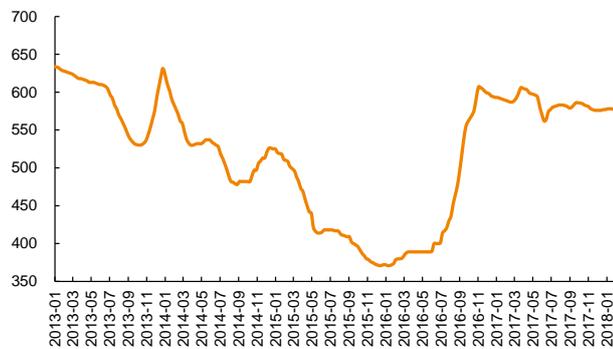
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

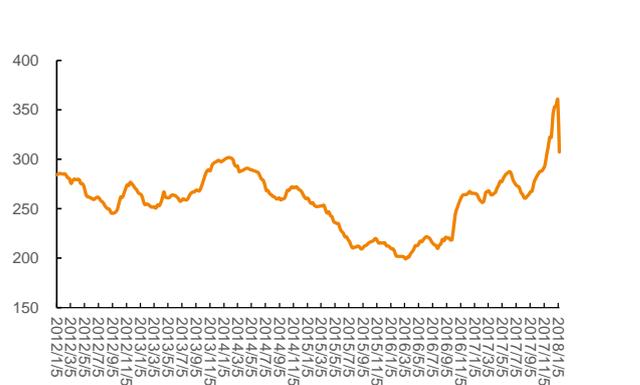
2018 年煤炭供需受制于供给释放缓慢, 虽然需求有所下滑, 但整体依然平衡偏紧, 2017 年秦皇岛 5500 大卡动力煤均价约 640 元/吨, 预计 2018 年动力煤年度均价较 2017 年小幅下滑, 但整体依然高位运行。

图 46: 环渤海动力煤价格指数 (元/吨)



资料来源: 海运煤炭网, 天风证券研究所

图 47: 全国水泥煤炭价差走势 (元/吨)



资料来源: 海运煤炭网, 天风证券研究所

### 3. 强劲的核心竞争力, 行业地位难以撼动

从水泥行业 2018 年的供需格局来看, 整体将呈现量稳价升的态势。从盈利的角度而言, 需求增速较好、非主要错峰限产的区域内的水泥企业受益将会更明显, 而海螺水泥主产区华东和华南地区均满足上述条件。不过除行业性的利好因素外, 海螺水泥兼具成本控制能力强大和公司治理能力卓越两大优势。

#### 3.1. “T” 型战略筑就护城河

在海螺水泥的发展初期, 公司根据区位条件, 分析资源分布以及市场需求特征, 确定华东沿江、沿海地区的“T 型发展战略”。

实施“T 型战略”为公司带来了多重竞争优势。“T”的横代表沿海, 竖代表沿江。“T 型战略”即一方面在长江沿岸石灰石资源丰富的地方兴建大、中型熟料基地, 另一方面在资源稀缺但水泥市场较大的沿海发达地区低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站, 就地生产水泥最终产品, 直接对接需求旺盛的东部市场。

“T 型战略”一方面确保相对充足的资源储备, 有利公司可持续发展; 另一方面, 利用长江黄金水道, 将水泥熟料沿水路运输至需求较大的沿海地区粉磨站, 不仅节约运输成本, 同时拓宽公司的水泥销售半径, 增加市场份额。此外, 公司占有大量适合发展水泥业务的石灰石资源和深水岸线资源, 进入壁垒高筑, 形成公司的专有优势。

根据卓创资讯的统计, 截至 2017 年 12 月, 公司在华东地区拥有 61 条熟料生产线, 主要分布在安徽和江西地区, 日设计总产能达到 31.12 万吨, 华东地区产能占比为 20.68%。

图 48：海螺水泥生产线分布



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 49：海螺水泥华东地区生产线分布



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

公司在重点布局华东地区的同时，也不断扩宽发展范围。在中南、西南区域，公司通过在靠近水泥消费量大的中心城市区域合理布置水泥工厂，不断增强区域控制能力；在西北地区，在资源丰富、市场潜力大的地区建设水泥工厂，提高市场竞争力。

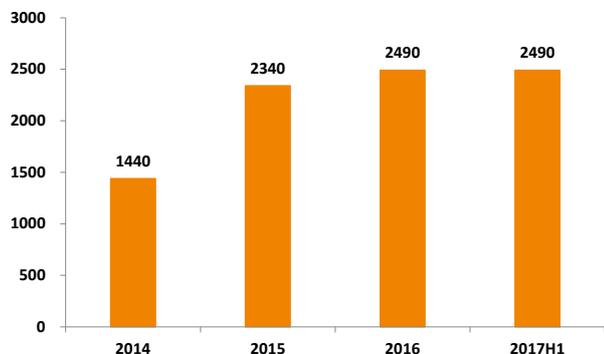
根据卓创资讯资料，截至 2017 年 12 月，公司在华中地区的湖南省拥有 14 条生产线，设计产能达到 6.65 万吨/天，占华中地区总产能的 8.66%；此外，公司在华南的广西、广东各有 11 条、8 条生产线，日设计产能各为 5.05 万吨和 4.75 万吨，合计占华南地区产能的 16.21%。在西南地区，公司总共布局 31 条生产线，产能达到 12.5 万吨/天。在西北地区，公司布局 11 条生产线，日产能为 4.6 万吨。公司产能分布全国主要区域，在中国水泥市场具有极强的竞争力。

### 3.2. 相关产业稳步推进

#### 3.2.1. 拓展具备资源属性的骨料业务

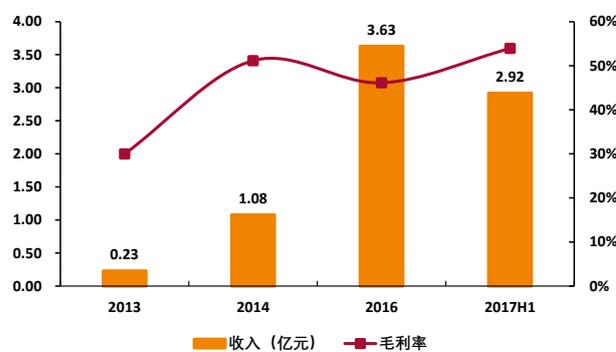
公司在发展水泥业务的同时，也在不断探索延伸产业链，保障可持续发展。2011 年，池州海螺骨料项目开始投产运行，2012 年池州海螺向三山港务公司销售骨料 51.52 万元。2013 年，公司建成铜陵海螺、石门海螺水泥有限责任公司 2 个骨料项目。2014 年，又建成英德海螺、扶绥海螺等 10 个骨料项目。2015 年，弋阳海螺、乾县海螺等 6 个骨料项目也相继建成。2017 上半年，公司骨料产能达到 2,490 万吨。由于国家及地方加强矿产资源整治，市场供求关系进一步改善，产品销售价格大幅提升，2017 上半年骨料及石子实现销售收入 2.92 亿元，毛利率为 53.92%，毛利率比去年同期增加 11.65 个百分点。

图 50：公司骨料产能情况（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 51：公司骨料销售收入及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 3.2.2. 进军混凝土业务

为大力发展水泥上下游产业链，开拓公司产业盈利新的增长点，2013年，公司首次提出适时进入商品混凝土市场。经过多年严谨的市场调研、可行性论证、合作洽谈，海螺集团首批商品混凝土项目——遵义、广元、巴中海螺商品混凝土项目，分别于2017年6月16日、27日、29日陆续成功签约。遵义、广元、巴中海螺年产60万方商品混凝土项目是安徽海螺水泥股份有限公司分别与贵州遵义市汇川区、四川广元市朝天区、四川巴中市南江县的下属国有投融资平台公司共同投资兴建，单个项目计划总投资4500万元。此次签约成功迈出集团进入商品混凝土产业的第一步。

海螺在混凝土业务方面频频发力。2017年10月10日，海螺水泥与兴安县人民政府、兴安县鑫泰城投公司在海螺总部签署了兴安海螺商品混凝土项目投资协议、合资协议。10月24日，海螺水泥江西区域管理委员会与中建商品混凝土江西有限公司在赣江海螺签订战略合作协议，双方正式建立水泥采购战略合作伙伴关系，此次合作将充分发挥双方资源、项目建设等优势，实现业务互补，进一步扩大合作业务范围，实现双方的互利共赢。

### 3.2.3. 海螺重器：集团装备业务行业领先

海螺水泥生产工艺采用世界先进的新型干法窑外分解技术，生产过程通过中央控制室的集散控制系统，实现从矿石开采到码头装运的全程自动化控制。

为不断提升公司竞争力，海螺在设备环保、节能改造方面也十分重视。集团在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，通过技术升级改造进一步巩固提升竞争优势，保障核心竞争力。

为持续推进节能和环保技改，加强对子公司环保管理，坚持走可持续发展道路，公司通过实施SNCR脱硝技术的升级改造和探索研发有效的脱硫技术，确保氮氧化物、二氧化硫等污染物达标排放；继续实施水泥磨辊压机、熟料生产线分解炉及原料磨循环风机技改，节能减排效果明显；大力实施水泥磨辊压机、熟料线分解炉等节能降耗改造，达到降本增效的目标，从而实现公司经营效益的大幅提升。

2017年4月25日，公司与海螺设计院签署《设计与技术服务合同》，同意由海螺设计院为公司若干附属公司提供熟料生产线、水泥粉磨站、骨料及余热发电项目的工程设计及技术改造等服务。

图 52：海螺水泥生产设备



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 53：海螺水泥生产设备



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2.4. 集团发展水泥协同处置业务

2007年以来，海螺集团通过对国内外垃圾处理技术的实地考察和研究，凭借在水泥高温煅烧、废弃处理技术领域的研究和经验累积，结合我国城市生活垃圾的特性，和日本川崎重工合作，开发具有自主知识产权的利用新型干法水泥窑处理城市生活垃圾系统，该技术为世界首创。

2010年3月，铜陵海螺公司建成世界首条水泥窑垃圾处理系统——日处理600吨的示范项目，其环保效益非常显著，各项环保指标均达到国家排放标准，该项目的环保技术获得联合国全球可再生能源领域最具投资价值奖“蓝天奖”的提名，被安徽省科技厅列为省科

技计划项目之一。每年可处理城市生活垃圾约 20 万吨，节约标煤可达 1.3 万吨，减排二氧化碳约 3 万吨。

该系统在二噁英的降解上取得重大突破。垃圾燃烧时产生的热能还可以替代水泥生产的部分燃料，残渣可以作水泥配料。最终使垃圾处理做到“减量化、资源化、无害化”。该项技术对垃圾分类要求不高，特别适用于我国垃圾普遍不分捡、热值过低的现状。

表 5：海螺利用水泥窑协同处置进程

时间	主要进程
2010 年 3 月	铜陵海螺公司建成了世界首条水泥窑垃圾处理系统——日处理 600 吨的示范项目
2011 年	贵定海螺的水泥窑协同处理垃圾 200 吨/日的项目正在建设之中
2012 年 11 月	贵定海螺的水泥窑协同处理垃圾 200 吨/日的项目成功投入运行
2013 年	遵义海螺、贵阳海螺处置城市生活垃圾项目正在建设中；平凉海螺、重庆海螺 2 个无害化处置生活垃圾项目也已开工建设
2014 年	遵义海螺、平凉海螺的垃圾处理项目已建成投入运行
2015 年	截至年末，共有铜陵海螺、平凉海螺、贵定海螺等 10 个垃圾处理项目建成投运，双峰海螺、保山海螺等 6 个项目在建
2016 年	截至年末已建成 15 个垃圾处理项目和 1 个污泥处理项目，另有甘肃临夏海螺等 3 个项目在建
2017 年 12 月 4 日	子公司海螺创业发布与“东江环保”的《战略合作协议》，就水泥窑协同处置固废事宜达成战略合作意向

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 全年，海螺集团利用水泥窑共处理生活垃圾 60 万吨；利用水泥生产线消耗脱硫石膏、粉煤灰、铁尾渣等各类工业废弃物 4474 万吨；截至 2016 年末，累计消耗各类工业废弃物 2.37 亿吨。海螺集团进军危废领域，不仅有利环保，且节约燃料成本，创造良好的社会效益。

### 3.3. 海外业务开疆拓土

#### 3.3.1. 国际化战略稳步推进

在发展国内市场的同时，海螺也在积极推进海外水泥项目建设，促进国际化战略的实施，保持稳健发展。

2012 年底，海螺在境外投资建设的首个项目，印尼南加海螺水泥项目的一期工程 3200t/d 熟料生产线开始动工。截至 2017 上半年，印尼南加海螺一期熟料生产线、南加海螺二期生产线、西巴布亚公司的水泥熟料生产线、孔雀港粉磨站、缅甸海螺水泥熟料生产线以及印尼孔雀港粉磨站二期工程等都已建成投产。

表 6：海螺海外项目进程

年份	项目	进度
2011	印度尼西亚水泥项目	开展前期工作
2012	印尼南加海螺水泥项目的一期工程 3200t/d 熟料生产线	动工
	越南、马来西亚等东南亚国家的项目	实地考察和调研
2013	印尼南加海螺水泥项目的一期工程 3200t/d 熟料生产线	完成了土建施工、并全面进入设备安装高峰期
	印尼孔雀港粉磨站项目	正式签约
2014	越南、缅甸等国家的多个项目	实地考察和调研并开展前期准备工作
	印尼南加海螺一期 3200t/d 熟料生产线	建成投产

	印尼孔雀港粉磨站	有序推进
	马诺斯水泥项目	有序推进
	西巴布亚等水泥项目	有序推进
	缅甸皎施水泥项目	BOT 合作协议正式签署，完成老线技改，5000t/d 熟料生产线正式开工建设
	老挝、柬埔寨等东南亚国家的多个水泥项目	实地考察和调研，并开展前期准备工作
2015	印尼南加海螺二期工程	全面启动
	印尼孔雀港粉磨站	全面启动
	西巴布亚项目	全面启动
	缅甸皎施等项目	全面启动
	印尼北苏拉威西、老挝万象、老挝琅勃拉邦、柬埔寨马德望等水泥项目	前期工作正在有序推进
2016	南加海螺二期	建成投产
	西巴布亚公司的水泥熟料生产线	建成投产
	孔雀港粉磨站	建成投产
	缅甸海螺水泥熟料生产线等项目	建成投产
	北苏海螺、柬埔寨马德望、老挝琅勃拉邦等水泥项目	相继开工
	伏尔加海螺、缅甸曼德勒等项目	前期工作正在有序推进
2017	印尼孔雀港粉磨站二期工程	建成投产
	印尼北苏海螺、柬埔寨马德望海螺	进入施工高峰期
	老挝琅勃拉邦海螺等项目工程	建设稳步推进
	俄罗斯伏尔加、老挝万象、缅甸曼德勒等项目	前期工作正在有序推进

资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 2016 年末，公司海外熟料产能 480 万吨、水泥产能 935 万吨；出口及海外的销售额达到 22.097 亿元，同比增加 16.52 个百分点。据中国水泥网统计，截至 2017 年 12 月 31 日，公司海外已建成点火的新型干法熟料生产线产能达到 452.6 万吨/年，位居第一；海外在建的熟料生产线年产能也以 465 万吨位于首位，可见海螺海外业务的竞争力以及深化发展国际市场的强烈决心。

图 54：水泥熟料产能海外投资排行榜



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 55：水泥熟料产能海外投资排行榜—在建



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

### 3.3.2. 公司已具备全球竞争优势

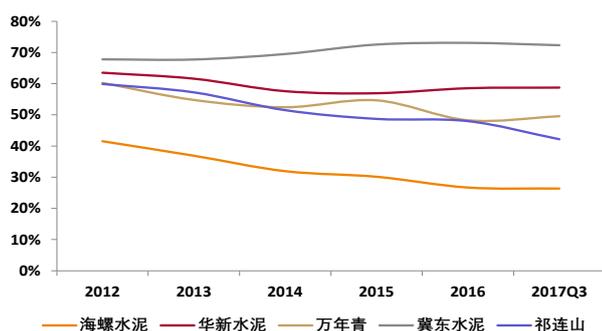
在 2016 年度世界水泥六强榜单中，中国海螺水泥集团位于法国瑞士的拉法基豪瑞之后，**名列全球第二位**，这是我国水泥企业首次荣登该榜，第三位是德国的海德堡。海螺水泥荣登世界水泥六强榜单第二，凸显海螺水泥已完全具备全球竞争优势。

## 4. 内外兼修质地优异，财务指标全面领先

### 4.1. 公司各项财务指标表现抢眼

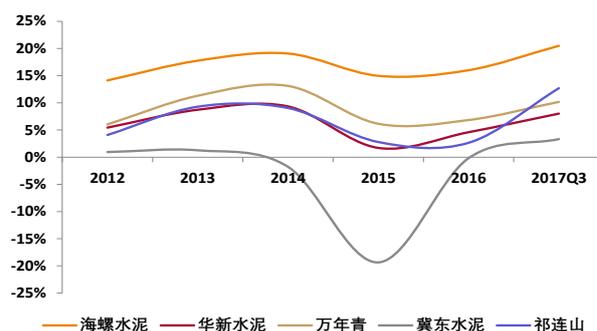
海螺水泥的各项财务指标表现十分优异，竞争优势明显，均源自公司的良好经营。在海螺水泥、华新水泥、万年青、冀东水泥、祁连山五家水泥企业中，近年来海螺水泥的资产负债率最低，2017 年三季度仅为 26.35%，资产质量十分健康，其他四家公司均在 40%以上。此外，海螺净利率、毛利率、投入资本回报率以及经营活动产生的现金流量净额在营收中的占比、应收账款周转率在五家企业中表现最佳。2015 年至今，海螺 ROE 水平高于行业平均，期间费用率和万年青较接近，在 10%-15%之间波动，且 2015 年以来逐渐降低，成本控制水平遥遥领先。

图 56：公司资产负债率走势（%）



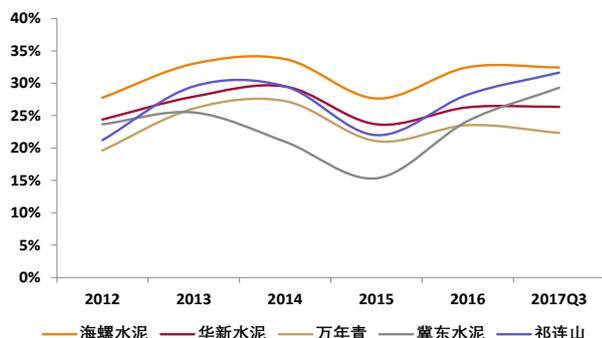
资料来源：wind，天风证券研究所

图 57：公司销售净利率走势（%）



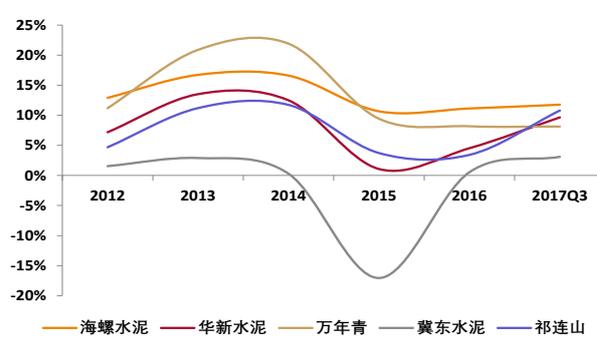
资料来源：wind，天风证券研究所

图 58：公司销售毛利率走势（%）



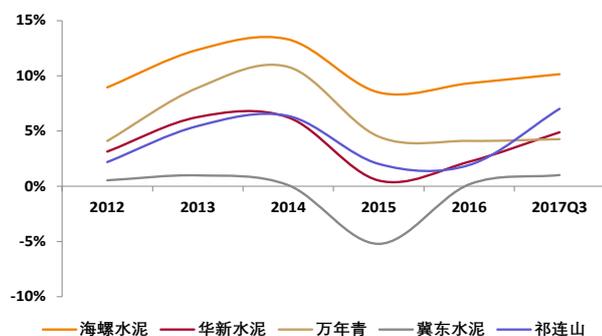
资料来源：wind，天风证券研究所

图 59：公司净资产收益率 ROE(摊薄)走势（%）



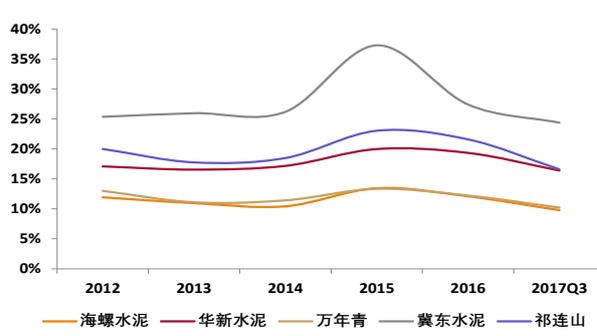
资料来源：wind，天风证券研究所

图 60：公司投入资本回报率 ROIC（%）



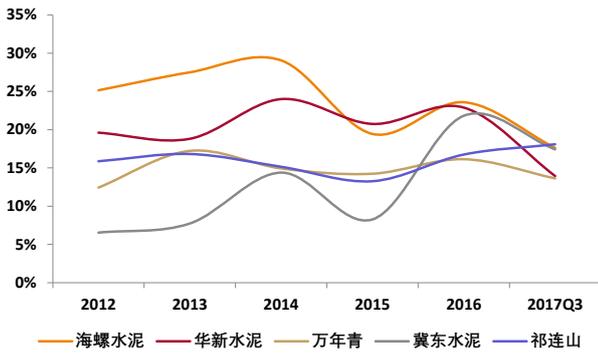
资料来源：wind，天风证券研究所

图 61：公司期间费用率走势（%）



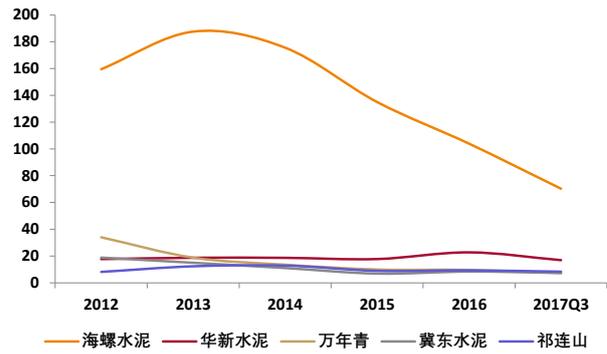
资料来源：wind，天风证券研究所

图 62: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 63: 公司应收账款周转率 (次)



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 5: 板块主要水泥公司指标对比 (截止 2017 年前三季度, 总市值截止 2018/3/13)

	资产负债率	权益乘数	财务费用率 (%)	总资产周转率	现金流量净额 (亿)	经营性现金流 (亿)	总市值 (亿)
海螺水泥	26.4	1.4	0.4	44%	49.2	88.1	1,745
祁连山	42.2	1.7	2.1	44%	3.8	8.4	91
上峰水泥	67.5	3.1	2.9	49%	2.5	6.1	104
万年青	49.5	2.0	2.2	55%	10.8	6.3	72
华新水泥	58.7	2.4	3.7	51%	29.2	20.0	183

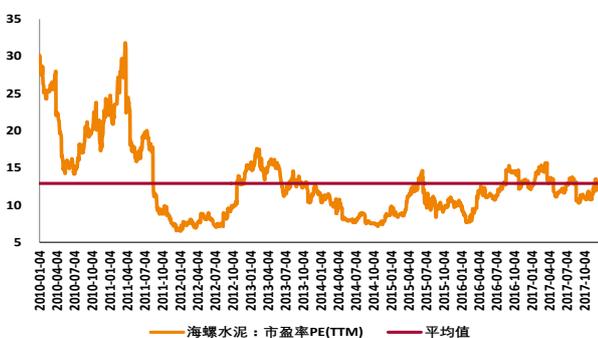
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

#### 4.2. 整体估值处于合理偏低位置

海螺水泥在 2010 年 1 月 4 日至 2017 年 12 月 29 日的 PE 均值为 12.91 倍。2016 年下半年至今, 海螺水泥的 PE 水平一直围绕均值上下波动, 比较稳定。目前, 在海螺水泥、华新水泥、万年青、冀东水泥、祁连山等 5 家上市水泥企业中, 海螺水泥的 PE 水平最低, 考虑到 2017 年、2018 年盈利持续向上, 公司行业地位持续强化, 以及海螺水泥本身作为低估值、盈利强、分红稳定的行业龙头公司, 我们认为公司的估值中枢还有进一步提升空间。

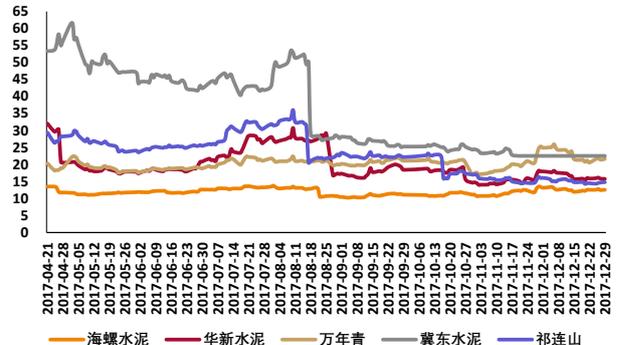
2016 年至今, 海螺水泥的 PB 水平在波动中上升。2010 年 1 月 4 日至 2017 年 12 月 29 日的 PB 均值接近 2 倍, 目前海螺水泥的 PB 在均值以下附近波动。海螺水泥、华新水泥、万年青、冀东水泥、祁连山等 5 家上市水泥企业的 PB 水平变动趋势相对一致, 而海螺水泥和同行业其他公司相比处于相对偏低位置, PB 较低估值给予公司股价较强的安全边际。

图 64: 海螺水泥历史 PE 变动情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 65: 水泥企业 PE 变动情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 66：海螺水泥历史 PB 变动情况

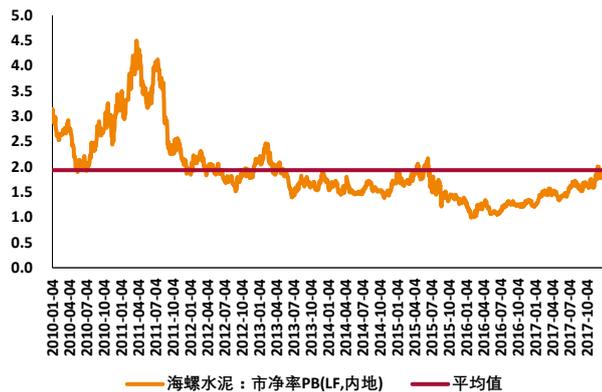
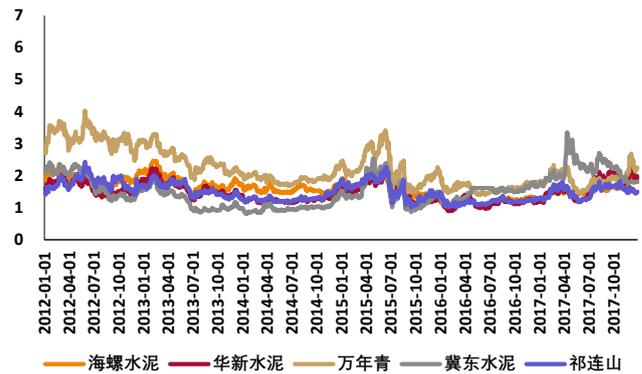


图 67：水泥企业 PB 变动情况



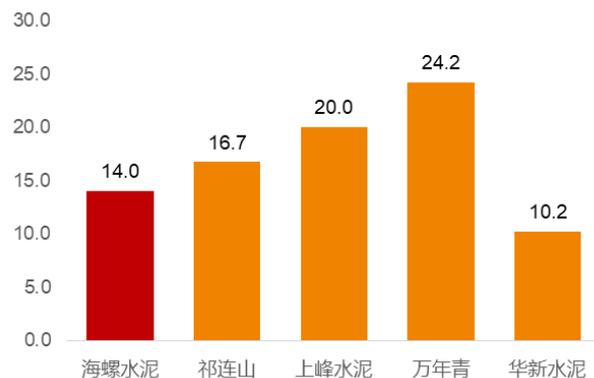
资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 投资建议

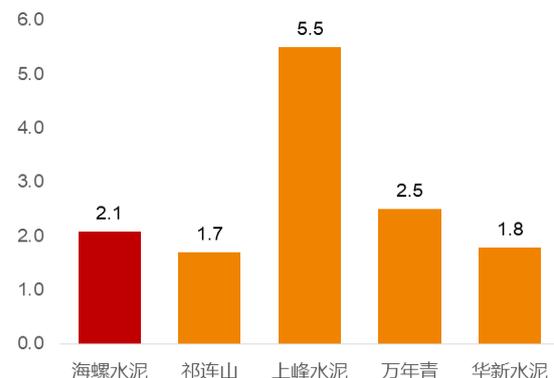
我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 761.15 亿、881.66 亿、961.18 亿元，归母净利润分别为 150.02 亿、203.07 亿、239.28 亿元，EPS 分别为 2.83 元、3.83 元和 4.52 元，按照 2018 年 3 月 13 日收盘价 32.73 元计算，对应 PE 为 11.56X、8.54X、7.25X。自 2011 年盈利顶点后，2012 年至今海螺平均估值为 11X，同样给予 2018 年 11X 估值，对应目标价 42.13 元，维持“买入”评级。

图 68：主要水泥上市公司市盈率比较



资料来源：wind，天风证券研究所（截止 2018/3/13）

图 69：主要水泥上市公司市净率比较



资料来源：wind，天风证券研究所（截止 2018/3/13）

**盈利预测调整原因：**前次预测发生在 2017 年 7 月初，而 2017 年四季度由于华东等地供给侧改革，以及环保督查收紧，安徽、浙江、江苏均执行水泥停窑限产措施，旺季供给收缩，以及部分矿山整治原材料涨价成本推高，最终导致水泥价格大涨。根据数字水泥数据，2017 年四季度末安徽、浙江、江苏 P.O42.5 型号水泥均价分别为 480、550、560 元/吨，较 6 月底分别大涨 55%、63%、65%，较去年同期分别大涨 75%、90%、87%。因此，涨价提升公司利润，且价格基数提高，我们将 2017-2019 年净利润从前次 125、135、153 亿上调为 150、203、239 亿元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	14,471.45	15,585.98	27,099.25	39,570.58	56,545.50
应收账款	1,185.16	1,393.51	1,989.39	1,929.09	2,342.84
预付账款	442.28	581.05	760.27	649.99	809.30
存货	4,238.04	4,548.53	6,445.91	5,113.60	6,847.78
其他	5,869.46	7,285.25	8,889.11	9,554.23	10,585.44
<b>流动资产合计</b>	<b>26,206.38</b>	<b>29,394.33</b>	<b>45,183.93</b>	<b>56,817.49</b>	<b>77,130.86</b>
长期股权投资	2,975.44	3,315.43	2,815.43	3,315.43	4,315.43
固定资产	61,695.52	62,278.02	60,652.42	58,932.94	57,841.51
在建工程	1,571.51	1,521.04	1,010.52	1,255.26	2,127.63
无形资产	7,160.49	7,497.70	7,719.35	8,213.15	8,872.15
其他	6,172.05	5,507.59	3,057.07	2,394.34	1,362.98
<b>非流动资产合计</b>	<b>79,575.01</b>	<b>80,119.79</b>	<b>75,254.79</b>	<b>74,111.12</b>	<b>74,519.70</b>
<b>资产总计</b>	<b>105,781.39</b>	<b>109,514.12</b>	<b>120,438.72</b>	<b>130,928.61</b>	<b>151,650.56</b>
短期借款	859.87	1,275.21	1,275.21	1,275.21	1,275.21
应付账款	8,540.27	8,492.24	13,221.78	9,608.25	14,015.49
其他	11,002.02	7,281.77	8,985.63	8,922.66	9,503.25
<b>流动负债合计</b>	<b>20,402.16</b>	<b>17,049.22</b>	<b>23,482.62</b>	<b>19,806.13</b>	<b>24,793.95</b>
长期借款	2,246.40	5,447.25	3,224.80	4,000.00	4,000.00
应付债券	8,493.28	5,995.86	6,000.00	6,200.00	6,400.00
其他	727.98	723.02	750.00	800.00	850.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,467.66</b>	<b>12,166.13</b>	<b>9,974.80</b>	<b>11,000.00</b>	<b>11,250.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>31,869.82</b>	<b>29,215.35</b>	<b>33,457.42</b>	<b>30,806.13</b>	<b>36,043.95</b>
少数股东权益	3,419.68	3,689.85	4,396.78	5,353.67	6,481.15
股本	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30
资本公积	10,684.32	10,684.32	8,249.14	8,249.14	8,249.14
留存收益	64,467.58	70,718.80	77,285.24	89,469.53	103,826.17
其他	(9,959.32)	(10,093.50)	(8,249.14)	(8,249.14)	(8,249.14)
<b>股东权益合计</b>	<b>73,911.57</b>	<b>80,298.77</b>	<b>86,981.32</b>	<b>100,122.50</b>	<b>115,606.62</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>105,781.39</b>	<b>109,514.12</b>	<b>120,438.74</b>	<b>130,928.62</b>	<b>151,650.57</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7,627.95	8,950.64	15,002.69	20,307.15	23,927.73
折旧摊销	4,459.32	4,752.71	3,439.93	3,543.67	3,691.43
财务费用	574.73	369.89	291.00	332.00	544.00
投资损失	(1,845.90)	(348.31)	(1,933.92)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(1,229.33)	714.28	1,216.35	(2,878.71)	1,569.37
其它	321.40	(1,242.47)	679.34	956.88	1,127.48
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,908.17</b>	<b>13,196.75</b>	<b>18,695.40</b>	<b>22,160.99</b>	<b>30,760.01</b>
资本支出	6,933.27	5,987.38	973.02	2,250.00	3,950.00
长期投资	331.29	339.99	(500.00)	500.00	1,000.00
其他	(19,983.83)	(10,879.62)	2,943.67	(4,980.00)	(8,850.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(12,719.27)</b>	<b>(4,552.25)</b>	<b>3,416.69</b>	<b>(2,230.00)</b>	<b>(3,900.00)</b>
债权融资	19,184.93	15,980.74	14,500.01	15,475.21	15,675.21
股权融资	(212.29)	(371.04)	(3,017.00)	(12.00)	(194.00)
其他	(24,367.96)	(22,760.65)	(22,081.83)	(14,198.07)	(25,366.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,395.32)</b>	<b>(7,150.95)</b>	<b>(10,598.82)</b>	<b>1,265.14</b>	<b>(9,885.09)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(8,206.42)</b>	<b>1,493.55</b>	<b>11,513.27</b>	<b>21,196.13</b>	<b>16,974.92</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>50,976.04</b>	<b>55,931.90</b>	<b>76,115.35</b>	<b>88,165.74</b>	<b>96,118.29</b>
营业成本	36,887.86	37,769.96	49,474.98	52,017.79	53,826.24
营业税金及附加	425.26	672.45	913.38	1,057.99	1,153.42
营业费用	3,105.09	3,276.41	3,805.77	3,879.29	4,229.20
管理费用	3,177.60	3,143.60	3,501.31	3,791.13	4,421.44
财务费用	569.50	336.86	291.00	332.00	544.00
资产减值损失	(0.14)	377.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(25.26)	6.39	(27.59)	0.00	0.00
投资净收益	1,880.90	399.09	1,933.92	100.00	100.00
其他	(3,711.28)	(810.96)	(3,812.66)	(200.00)	(200.00)
<b>营业利润</b>	<b>8,666.51</b>	<b>10,760.26</b>	<b>20,035.24</b>	<b>27,187.54</b>	<b>32,043.98</b>
营业外收入	1,444.49	981.20	500.00	600.00	700.00
营业外支出	71.60	88.25	80.00	100.00	120.00
<b>利润总额</b>	<b>10,039.40</b>	<b>11,653.21</b>	<b>20,455.24</b>	<b>27,687.54</b>	<b>32,623.98</b>
所得税	2,411.45	2,702.56	4,745.62	6,423.51	7,568.76
<b>净利润</b>	<b>7,627.95</b>	<b>8,950.64</b>	<b>15,709.63</b>	<b>21,264.03</b>	<b>25,055.22</b>
少数股东损益	111.57	420.73	706.93	956.88	1,127.48
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,516.39</b>	<b>8,529.92</b>	<b>15,002.69</b>	<b>20,307.15</b>	<b>23,927.73</b>
每股收益(元)	1.42	1.61	2.83	3.83	4.52

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-16.10%	9.72%	36.09%	15.83%	9.02%
营业利润	-37.31%	24.16%	86.20%	35.70%	17.86%
归属于母公司净利润	-31.63%	13.48%	75.88%	35.36%	17.83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.64%	32.47%	35.00%	41.00%	44.00%
净利率	14.74%	15.25%	19.71%	23.03%	24.89%
ROE	10.66%	11.13%	18.17%	21.43%	21.93%
ROIC	9.94%	11.52%	20.34%	29.01%	33.64%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	30.13%	26.68%	27.78%	23.53%	23.77%
净负债率	-1.93%	-2.22%	-2.70%	-8.13%	-20.97%
流动比率	1.28	1.72	1.92	2.87	3.11
速动比率	1.08	1.46	1.65	2.61	2.83
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	50.07	43.38	45.00	45.00	45.00
存货周转率	11.84	12.73	13.85	15.25	16.07
总资产周转率	0.49	0.52	0.66	0.70	0.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.42	1.61	2.83	3.83	4.52
每股经营现金流	1.87	2.49	3.53	4.18	5.80
每股净资产	13.30	14.46	15.58	17.88	20.59
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.08	20.33	11.56	8.54	7.25
市净率	2.46	2.26	2.10	1.83	1.59
EV/EBITDA	6.87	5.68	6.89	4.93	3.79
EV/EBIT	10.19	8.11	8.05	5.56	4.21

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com