

**海螺水泥(600585)/水泥制造**
**资源禀赋和成本优势下的价值重估**
**——“熟料资源化”系列报告**
**评级: 买入(维持)**

市场价格:

**分析师: 张琰**

执业证书编号: S0740518010001

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

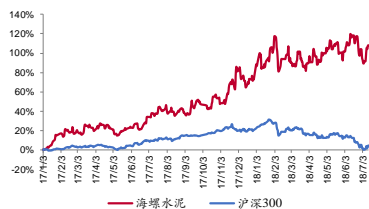
**联系人: 孙颖**

电话:

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(亿股)	52.99
流通股本(亿股)	40.00
市价(元)	34.16
市值(亿元)	1810
流通市值(亿元)	1366

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	559.32	753.11	975.28	1024.04	1075.24
增长率 yoy%	9.72%	34.65%	29.50%	5.00%	5.00%
净利润(亿元)	85.30	158.55	270.35	285.68	302.77
增长率 yoy%	13.48%	85.87%	70.51%	6.06%	5.98%
每股收益(元)	1.61	2.99	5.08	5.39	5.71
每股现金流量	2.49	3.28	5.51	6.49	6.26
净资产收益率	11.13%	17.73%	26.26%	25.06%	24.01%
P/E	21.22	11.42	6.72	6.34	5.98
P/B	2.36	2.02	1.76	1.59	1.44

**投资要点**

- “世界水泥看中国，中国水泥看海螺”。海螺水泥奉行的“T型”战略是公司可持续发展的基石，也是公司低成本的战略目标的体现。站在当前时点，基于海螺水泥目前的规模和战略设定，我们认为海螺水泥的资产是全国水泥资产中的“核心资产”，盈利能力强，可持续性强，未来水泥行业进入下滑期也能够一直保持行业中的领导地位。我们在本文中通过分析海螺的成本优势和资源优势，剖析公司具备的安全边际。
- “T型”战略的布局是在拥有丰富石灰石资源建立大规模生产的熟料基地，利用长江的低成本水运物流，到达长江沿岸和东部沿海拥有大容量水泥消费的城市群，并在当地建立粉磨站基地。卓越的“T型”战略布局解决了行业痛点，包括资源点和消费点的空间不匹配，以及优化了行业的产品流通模式，降低了整体成本。“T型”战略造就了全国水泥的“核心资产”，海螺具备的“天时地利”优势无法撼动，未来将继续巩固优势。
- 海螺水泥的矿山重置成本相比当初收购价格大幅提高。通过矿山的综合开采利润折现和可比估值法两种方法计算得到海螺约 150 亿吨的矿山储备重置成本价值约 500 亿~600 亿，相比 2017 年年报中公布的矿山开采权 30.5 亿的账面价值大幅升值。
- 公司的核心竞争力来自成本端的绝对优势，以及在行业中成本端优势的持续性。由于水泥行业产成品高度的同质化，行业的竞争力取决于企业的综合生产成本，即行业中的企业重点需要关注成本领先战略。从华东区域水泥企业的成本曲线看，海螺水泥位于成本曲线的最前端，优势非常明显，按照 2017 年的与行业边际生产成本的差距约为 80 元。海螺水泥的综合成本优势来自每一个环节极致的“工匠精神”。1. 低廉的矿山成本。2. 公司的规模优势。3. 公司拥有自己的产线技术装备，并在建设每一条生产线不断累积经验教训，在吨投资成本和达产效果上做到了行业一流。4. 公司的能耗指标在行业中处于领先地位，包括在煤耗、电耗以及各个生产环节上的成本控制。5. 出色的企业经营模式铸就了低费用模式。
- 按照海螺水泥目前 1800 亿的市值计算，通过我们对海螺资产价值进行保守调整后的市净率仅为 1.3 倍，而按照 2018 年海螺水泥 270 亿净利，所有者权益 1000 亿元审慎估算的 ROE 接近 27%，结合前文叙述的海螺水泥盈利的可持续性，我们认为当前时点的海螺水泥具备极高的投资价值。
- 海螺水泥的未来发展空间看点连连。公司积极开拓骨料市场，加强全产业链控制，按照规划到 2020 年公司力争实现至少 1 亿吨/年的骨料产能，预计将实现约 20 亿元以上净利润。而在“T型”战略下，海螺水泥发展骨料业务具备

极好基础和较大潜力。而公司海外拓展步伐加快，全球布局降低企业经营风险。海螺水泥计划到“十三五”末海外新建产能 5000 万吨。从国内走向国际，海螺水泥借“一带一路”的东风逐步走向国际化，通过全球布局降低整体经营风险。近年来在手资本的不断积累和资产负债表的持续修复，为公司在未来行业下行期的持续整合打下极强基础。

#### 投资建议：

- **熟料“资源化”加速，龙头价值将迎重估。**我们认为，水泥行业的资源属性逐渐增强，矿山严控已经成为水泥产能约束的重要边际变量。矿石产业升级迫在眉睫，而大小企业的资源禀赋差距明显。熟料“资源化”将逐渐倒逼行业出清。而错峰限产在行业玩家逐渐减少的过程中，仍然是行业供需关系的安全垫。去产能行动方案将有序推进，名义产能曲线将迎来拐点。建立在当前需求整体高位维持窄幅波动，而行业格局持续向好的过程中，行业整体盈利将延续回升趋势。ROE 中枢逐渐上移，且波动逐渐收窄。同时企业资本开支不断减少，分红率逐渐提高，价值属性的凸显将会带来估值中枢的提升。
- **而近期，我们看到随着产能控制、原材料控制和环保的不断趋严，全国水泥行业仍“淡季不淡”。**接近七月下旬，全国各地库存仍然维持中低水平，而行业后续仍将迎来更为密集的错峰生产规划。我们预计今年下半年行业整体的供需关系仍然将维持非常紧张的态势。而近期我们已经看到华东熟料、水泥价格开始提前启动涨价，我们认为行业的盈利能力存在持续超预期的可能性。
- **海螺水泥作为行业中的龙头企业，在行业整体集中度提升加速过程中最为受益，行业格局持续向好将有效支持全年价格中枢维持高位。未来公司的市占率、分红率有望持续提升，不断增强公司的价值属性。**我们预计公司 2018-2019 年归母净利润分别为 270 亿、286 亿，对应当前 PE 分别为 6.5、6.1 倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示：

1. **宏观经济风险：**水泥行业整体需求与宏观经济相关性极高，虽然近年随着水泥供给端约束的不断增强，行业盈利受宏观经济的波动影响出现减小；但是宏观经济如果出现大幅波动导致需求明显变化，行业整体格局可能会受到较大冲击，从而明显影响行业盈利能力。
2. **供给侧改革推进不达预期：**水泥供给侧改革以及产能端、原材料端控制对政策依赖程度相对较高，根据各地实际情况执行程度情况存在一定不确定性。

## 内容目录

从资源价值重估看海螺的资产价值.....	- 4 -
不可复制的“T型”战略布局是公司立足的基石.....	- 4 -
海螺水泥的资源属性亟待重估.....	- 5 -
海螺的极强的可持续发展能力将与矿山价值相辅相成.....	- 7 -
可持续的成本领先优势建立起强大的资产护城河.....	- 8 -
公司核心资产的重置成本测算.....	- 11 -
广阔天地，未来仍大有可为.....	- 12 -
积极开拓骨料市场，加强全产业链控制.....	- 12 -
海外拓展步伐加快，全球布局降低企业经营风险.....	- 13 -
资本充足，兼并重组将是重头戏.....	- 13 -
投资建议.....	- 15 -

## 图表目录

图表 1: 海螺水泥“T型”战略示意图.....	- 4 -
图表 2: 海螺水泥的盈利能力和盈利的可持续性都是全行业领先的.....	- 5 -
图表 3: 海螺水泥矿山价值测算.....	- 6 -
图表 4: 安徽省石灰岩采矿权收购价格.....	- 6 -
图表 5: 2017 年华东区域水泥企业生产成本曲线拟合.....	- 8 -
图表 6: 2017 年海螺水泥单线规模比例位居行业前列.....	- 9 -
图表 7: 可比熟料综合煤耗举例.....	- 9 -
图表 8: 海螺水泥技术一直处于领先地位.....	- 10 -
图表 9: 2017 年海螺水泥与华新水泥吨费用对比.....	- 11 -
图表 10: 海螺水泥海外步伐加快.....	- 13 -
图表 11: 海螺水泥财务摘要.....	- 16 -

## 从资源价值重估看海螺的资产价值

- “世界水泥看中国，中国水泥看海螺”。从建立伊始，海螺水泥奉行的“T型”战略成为公司可持续发展的基石，也是公司认清成本优势是制造业的核心竞争力，并一直坚定的发展战略目标。站在当前时点，基于海螺水泥目前的规模及行业地位，我们认为海螺水泥的资产是全国水泥资产中的“核心资产”，盈利能力强，可持续性强，未来水泥行业进入萎缩期也能够一直保持行业中的领导地位。
- 我们在本文中，尝试从资源价值和成本优势角度重新看待海螺水泥。作为目前盈利能力最强的水泥企业，其重置成本可以视为其估值的安全垫。

### 不可复制的“T型”战略布局是公司立足的基石

- “T型”战略的布局是在拥有丰富石灰石资源的区域建立大规模生产的熟料基地，利用长江的低成本水运物流，到达长江沿岸和东部沿海拥有大容量水泥消费的城市群，并在当地建立粉磨站基地。
- 卓越的“T型”战略布局解决了行业痛点，包括资源点和消费点的空间不匹配，以及优化了行业的产品流通模式，降低了整体成本。任何优秀的企业一定通过优化了行业传统运行模式，解决了行业的痛点而走到行业领袖的地位。海螺水泥通过“T”型战略解决了北自渤海，南至广西的海岸沿线石灰石短缺与当地水泥消耗量大之间的矛盾；通过“T”型战略布局也改变了之前行业通过“中小规模工厂+公路运输+工地”的生产物流模式，优化为“规模化生产的熟料基地+长江水运+下游近市场的粉磨站”的生产物流模式，更加经济、环保。公司在沿江、沿海建造了多个万吨级装卸水泥和熟料的专用码头，利用长江黄金水道把生产基地和市场连接起来。公司物流体系实现了工业化和信息化的深度融合，集团下设物流有限公司，在集团总部建设了安徽物流调度中心，以GPS和GIS为核心的物流调度信息系统实现了一体化、可视化的管理。

图表 1: 海螺水泥“T型”战略示意图



来源：中泰证券研究所

- “T型”战略造就了全国水泥的“核心资产”，海螺依“天时”获“地利”，积累的深厚优势无法撼动，未来将持续深化。**从资源端看，海螺水泥坐拥安徽省高质量的石灰石矿山，在沿江地带建立熟料生产线，其他水泥公司无法进驻；从物流端看，海螺水泥率先占据了良好的沿江岸线和码头，岸线和码头的质量决定了进出港口船只的数量和吃水深度，其他水泥公司无法复制**“T型”战略布局下的海螺水泥所具备的行业地位和盈利持续性**可以从各家水泥上市企业历年的 ROE 上得到验证，海螺水泥的 ROE 是领先全行业的，且盈利稳定性是最强的；而未来在水泥行业集中度进一步提升，供给侧改革持续推进的大背景下，海螺水泥的成本优势将使得其盈利的波动中枢持续收窄。

**图表 2：海螺水泥的盈利能力和盈利的可持续性都是全行业领先的**

公司代码	公司名称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
600585.SH	海螺水泥	14.5%	13.2%	19.4%	29.0%	13.5%	17.9%	18.0%	11.0%	11.6%	19.1%
600801.SH	华新水泥	16.0%	11.6%	12.0%	16.8%	7.2%	14.3%	13.2%	1.1%	4.6%	19.0%
000789.SZ	万年青	5.0%	6.4%	13.4%	36.8%	11.8%	23.1%	23.9%	9.7%	8.4%	15.7%
600720.SH	祁连山	17.9%	25.7%	21.0%	12.3%	5.3%	11.8%	12.6%	3.7%	3.4%	11.3%
002233.SZ	塔牌集团	16.1%	11.6%	14.5%	21.2%	5.9%	11.1%	15.2%	8.9%	10.0%	11.2%
3323.HK	中国建材	18.6%	21.7%	21.0%	35.2%	19.6%	17.5%	15.6%	2.5%	2.5%	7.4%
000401.SZ	冀东水泥	10.4%	15.6%	18.9%	15.6%	1.6%	2.9%	0.3%	-15.7%	0.5%	1.1%
600449.SH	宁夏建材	23.1%	23.8%	24.1%	11.1%	1.6%	7.6%	6.5%	0.5%	1.4%	7.7%
	行业平均	15.3%	16.6%	17.9%	21.3%	7.6%	12.6%	12.5%	1.5%	4.4%	10.5%

来源：wind, 中泰证券研究所

### 海螺水泥的资源属性亟待重估

- 石灰石矿山资源是水泥企业的生命线。**石灰石资源在我国的储量相对丰富，但是能够用作水泥生产的石灰石资源相对还是稀缺的，且分布与需求有所不均。近年，随着政府发展思路的转变，环境保护和可持续发展被不断强调，过去产能管控较松、价值量低下的石灰石矿山的稀缺性逐渐显现，价值出现了大幅提升。在“绿水青山”的大背景下，随着环保成本、生态成本的不断提升，水泥企业手中矿山资源的价值有望得到重估，我们也在年初《熟料资源化》一文中详细阐述了其中的逻辑。
- 海螺水泥的矿山价值按照目前的价值计算约在 500~600 亿。**由于在过去新建产线和收购并购的过程中都非常注重矿山资源，公司的矿山资源储备非常充足，按照公司目前的矿山储备约 150 亿吨。我们通过以下两种方法进行计算，第一种通过按照石灰石的市场价值将矿山的净利润折现，第二种按照目前市面上的水泥用石灰岩收购价进行测算。
  - ✓ 方法一：将石灰石综合开采价值减去总成本，并将每年的利润折现到现在进行测算。因为石灰石矿山的主要产物是石灰石原料和骨料，根据当前的市场价值，我们以每吨石灰石矿山的综合开采价值 30-40 元为中枢进行弹性测算，得到目前海螺的矿山价值约 600 亿元；即便综合开采价值回落到 20 元左右（2011 年左右的水平），整体价值也在 200 亿元以上。我们认为，随着环保的不断趋严和环保成本的抬升，我国石灰石矿山的整体价值中枢很难再出现大幅回落，海螺的在手矿山价值持续提升是值得期待的。



图表 3: 海螺水泥矿山综合开采价值测算

矿山综合开采价值(不含税)(元/吨)	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65	70
<b>1. 外购材料</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>	<b>2.91</b>
1.1 炸药	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
1.2 雷管	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
1.3 机物料消耗	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
1.4 润滑油消耗	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
1.5 工况备件	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76
1.6 修理用备件	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
<b>2. 外购燃料及动力</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>	<b>1.77</b>
2.1 柴油	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39
2.2 外购动力	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
<b>3. 工资及福利费</b>	<b>1.42</b>	<b>2.42</b>	<b>3.42</b>	<b>4.42</b>	<b>5.42</b>	<b>6.42</b>	<b>7.42</b>	<b>8.42</b>	<b>9.42</b>	<b>10.42</b>	<b>11.42</b>
3.1 职工薪酬	1.42	2.42	3.42	4.42	5.42	6.42	7.42	8.42	9.42	10.42	11.42
<b>4. 折旧费</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>
4.1 房屋建筑物(按20年折旧,残值率5%)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
4.2 生产设备(按10年折旧,残值率5%)	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28
<b>5. 安全费</b>	<b>1.00</b>	<b>2.00</b>	<b>3.00</b>	<b>4.00</b>	<b>5.00</b>	<b>6.00</b>	<b>7.00</b>	<b>8.00</b>	<b>9.00</b>	<b>10.00</b>	<b>11.00</b>
5.1 安全费	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00	11.00
<b>6. 其他制造费用</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>	<b>3.39</b>
6.1 委外修理费	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
6.2 其他	3.29	3.29	3.29	3.29	3.29	3.29	3.29	3.29	3.29	3.29	3.29
6.3 保险费	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
<b>总生产成本</b>	<b>12.07</b>	<b>14.07</b>	<b>16.07</b>	<b>18.07</b>	<b>20.07</b>	<b>22.07</b>	<b>24.07</b>	<b>26.07</b>	<b>28.07</b>	<b>30.07</b>	<b>32.07</b>
7. 销售费用(按评估用石灰石销售收入2%估算)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>8. 管理费用</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>	<b>1.05</b>
9. 财务费用(流动资金的70%按照6.31%贷款利率计算)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
<b>总成本费用</b>	<b>13.58</b>	<b>15.58</b>	<b>17.58</b>	<b>19.58</b>	<b>21.58</b>	<b>23.58</b>	<b>25.58</b>	<b>27.58</b>	<b>29.58</b>	<b>31.58</b>	<b>33.58</b>
<b>10. 销售税金及附加</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>	<b>3.29</b>
10.1 增值税											
10.2 城市维护建设税、教育附加税	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29
10.3 资源税	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>11. 所得税</b>	<b>1.61</b>	<b>2.36</b>	<b>3.11</b>	<b>3.86</b>	<b>4.61</b>	<b>5.36</b>	<b>6.11</b>	<b>6.86</b>	<b>7.61</b>	<b>8.36</b>	<b>9.11</b>
<b>吨单位净利润(元)</b>	<b>4.82</b>	<b>7.07</b>	<b>9.32</b>	<b>11.57</b>	<b>13.82</b>	<b>16.07</b>	<b>18.32</b>	<b>20.57</b>	<b>22.82</b>	<b>25.07</b>	<b>27.32</b>
按照年产4亿吨折现净利润(折现率按8%计算), 37.5年计算, 矿山价值(亿元)	227	334	440	546	652	758	865	971	1,077	1,183	1,290
按照年产5亿吨折现净利润(折现率按8%计算), 30年计算, 矿山价值(亿元)	271	398	524	651	778	904	1,031	1,158	1,284	1,411	1,538

来源: 安徽省白马山石灰石矿采矿权(原矿区范围及扩界部分)评估报告书, 中泰证券研究所测算

- ✓ **方法二: 按照石灰石矿山收购的价值计算, 海螺水泥的矿山重置成本约为 500 亿。**按照目前石灰石矿山收购的可比成本进行估算, 我们通过统计几个水泥生产大省的石灰岩收购数据, 估算海螺目前石灰石矿山的公允价值。由于海螺水泥在过去收购或者新建产线的过程中都非常注重矿山的资源, 绝大多数矿山都具备 30 年以上的开采年限, 因此, 我们使用同属于安徽省的和县花山整合矿区水泥用石灰岩矿采矿权进行对标(采矿年限最接近), 即按照吨转让价格 3.33 元计算, 可以得到海螺水泥的矿山价值约为 500 亿元左右。

图表 4: 安徽省石灰岩采矿权近年收购价格

省份	项目	受让人	矿山与水泥厂直线距离(公里)	成交时间	资源储量	资源储量(万吨)	转让价格(万元)	转让单价(元/吨)
	繁昌县杨山水泥用石灰岩矿转让	芜湖南方水泥有限公司	7.4	2017-09-13	水泥用石灰岩矿剩余保有量(122b+333类)4135.07万吨, 其中: 122b类139.25万吨; 333类3995.82万吨	4135.07	6000	1.45
	繁昌县凌竹岭石灰岩矿采矿权转让	芜湖南方水泥有限公司	10.3	2017-07-03	(122b+333类): 矿存量1764.36万吨。其中: 122b类: 矿存量116.83万吨, 333类: 矿存量1647.53万吨	1764.36	3000	1.70
	和县花山整合矿区水泥用石灰岩矿采矿权挂牌出让	安徽盘景水泥有限公司	6.1	2017-06-06	(122b+332+333类) 矿存量11418.93万吨	11418.93	38000	3.33
	郎溪县凌源独山水泥用石灰岩矿采矿权挂牌出让	安徽郎溪南方水泥有限公司	3	2016-12-29	资源储量为水泥用石灰岩(122b+333) 835.78万吨	835.78	1480	1.77
安徽省	滁州市腰铺镇二郎黄槽坊水泥用石灰岩矿采矿权挂牌出让	滁州中联水泥有限公司	3.6	2015-12-18	滁州市腰铺镇二郎黄槽坊水泥用石灰岩矿的(332+333类) 矿存量为2818万吨	2818	29900	10.61
	庐江县石山区水泥用石灰岩矿采矿权挂牌出让	安徽大江股份有限公司	1.2	2014-11-04	庐江县石山区水泥用石灰岩矿(331+332+333类) 矿存量合计: 3141.19万吨(I级品)	3141.19	8300	2.64
	池州市神山水泥用石灰岩矿采矿权挂牌出让	中电建安徽长九新材料股份有限公司	34.2	2016-02-03	神山水泥用石灰岩矿的(332+333类) 矿存量为181639.8万吨	181639.8	389459.18	2.14
	凤阳县大石板建筑料用石灰岩矿采矿权挂牌出让			2016-10-14	石灰岩矿备案资源储量为(122b类) 2070.57万立方米(5507.70万吨), 设计利用资源量1968.7万立方米	5507.7	72500	13.16
	萧县义安山西段建筑料用石灰岩矿采矿权挂牌出让			2015-09-30	建筑料用石灰岩矿资源储量:(122b) 保有资源量906万立方米(2447.62万吨)	2447.62	12400	5.07

来源: 安徽省国土资源厅, 中泰证券研究所

- **海螺水泥的矿山重置成本相比账面价值已经大幅提高。**通过矿山的净利润折现和可比估值法两种方法计算得到海螺约 150 亿吨的矿山储备重置成本价值约 500 亿~600 亿,相比 2017 年年报中公布的矿山开采权 30.5 亿的账面价已经大幅升值。

#### 海螺的极强的可持续发展能力将与矿山价值相辅相成

- 我们前文说到,海螺的矿山价值具备较大的重估空间,但是前提是建立在,未来水泥需求整体下滑的通道中,海螺的产线、矿山仍然能够维持较高的运转率及利用率,从而能够使得矿山开采权的中长期价值能够得以体现。
- 我们认为,水泥行业目前的集中度仍相对较低,虽然 CR10 已达到 58%,但是 CR50 仅为 75%。**海螺水泥作为行业内成本优势最为明显的龙头国企,在我国的产业结构转型大潮中,进一步攫取市场份额的空间仍然较大,能够有效对冲需求的逐渐下滑,甚至能够逆势完成扩张。而在当前环境和背景下,海螺水泥凭借着自身的资源禀赋构筑起的强大的成本优势和竞争力,具备着极强的可持续发展能力;这与公司体内的矿产资源未来可能面临的价值重估能够形成较好的闭环。**我们将在下文中详细阐述海螺水泥具备明显成本优势的来源。

**图表 5: 2017 年末我国熟料产能十强企业**

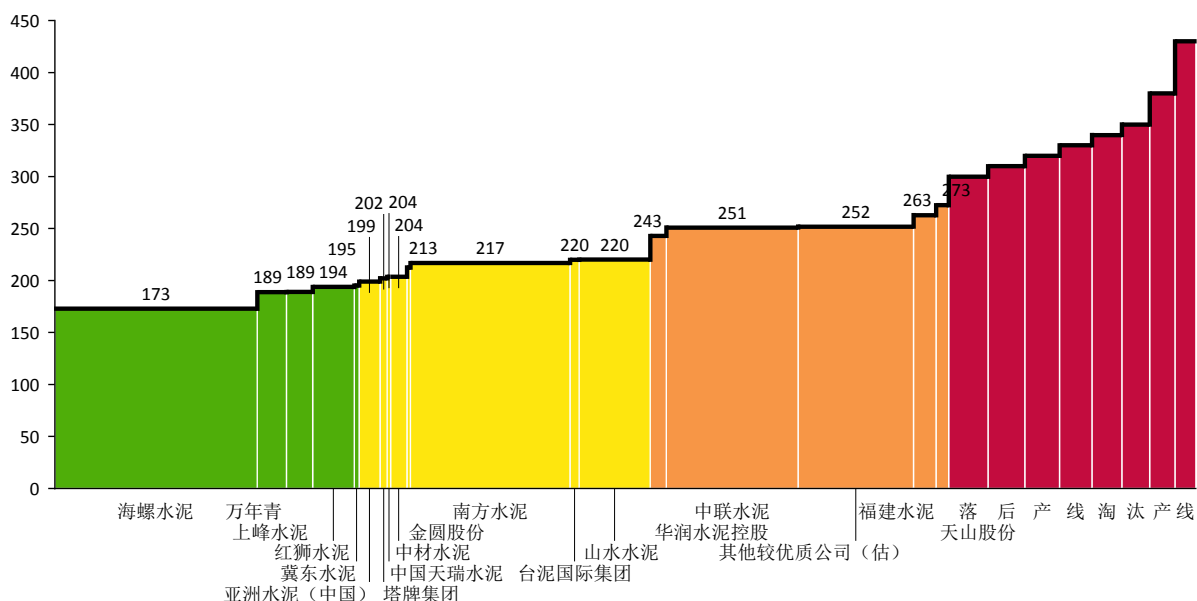
排名	集团企业名称(联合体)	熟料产能 (万吨/年)
1	中国建材集团有限公司	39,376
2	安徽海螺水泥股份有限公司	20,736
3	唐山冀东水泥股份有限公司(含金隅)	10,432
4	华润水泥控股有限公司	6,526
5	华新水泥股份有限公司(含双马)	6,417
6	山东山水水泥集团有限公司	5,419
7	红狮控股集团有限公司	4,644
8	台湾水泥股份有限公司	4,067
9	天瑞水泥集团有限公司	3,395
10	亚洲水泥(中国)控股公司	2,062

来源:数字水泥网,中泰证券研究所

## 可持续的成本领先优势建立起强大的资产护城河

- 公司的核心竞争力来自成本端的绝对优势，以及在行业中成本端优势的持续性。由于水泥行业产成品高度的同质化，行业的竞争力取决于企业的综合生产成本，即行业中的企业重点需要关注成本领先战略。行业中谁的生产成本最低，谁就最具有话语权，在未来行业进入衰退期的过程中，企业的淘汰将逐步从高成本的生产企业向低成本的生产企业过渡，海螺水泥作为行业中生产成本最低的企业，安全边际最高，且其大量的在手现金能够在行业衰退期进行行业整合，成为行业中的绝对龙头。
- 从华东区域水泥企业的成本曲线看，海螺水泥位于成本曲线的最前端，优势非常明显，按照 2017 年的与行业边际生产成本的差距约为 80 元。从我们按照 2017 年年报拟合的 2017 年华东区域水泥完全生产成本曲线看，海螺水泥在区域内拥有最大的单体产能和最低的生产成本。与万年青的生产成本差距约为 16 元/吨，与南方水泥的综合生产成本差距约为 44 元/吨，与山水水泥的综合成本差距约为 47 元。

图表 6: 2017 年华东区域水泥企业生产成本曲线拟合 (吨生产成本+吨费用, 含折旧)



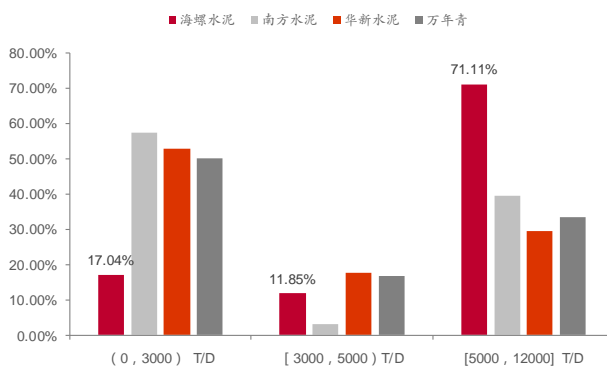
来源: wind, 中泰证券研究所

- 海螺水泥的综合成本优势来自每一个环节极致的“工匠精神”。我们沿着水泥生产的每一步骤进行说明，海螺在每个步骤上的优势不断累积，造就了如今海螺的巨大成本优势：
  - ✓ 低廉的矿山成本。海螺的石灰石自给率接近 100%，矿山年限平均高于 30 年，拥有 150 亿吨产能，收购时间早，价格极其低廉，因此将矿山的成本折到成本中非常低。相比外购石灰石的生产企业，海螺的吨水泥消耗的石灰石成本可以低 20~30 元。
  - ✓ 公司的规模优势。公司的规模优势体现在以下几个方面：1. 集聚效应优势。通过建立熟料生产基地摊低例如码头、矿山建设和厂房设备等固定资产投入。2. 集中采购优势。海螺水泥每年对于煤炭的消耗都是通过集团从层面的集中采购，成本可以比同行业其他公司



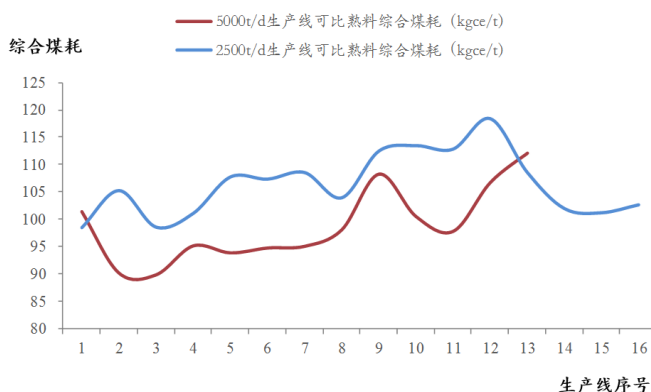
每吨低 10 元左右，摊到吨水泥成本上约 1 元/吨。 **3. 产线的规模优势。**一般来说，水泥产线每提高 1000t/d，能耗水平可以下降 3%，而海螺水泥的平均单线规模位居行业前茅。

**图表 7: 2017 年海螺水泥单线规模比例位居行业前列**



来源：中国水泥网，中泰证券研究所

**图表 8: 可比熟料综合煤耗举例**



来源：《中国水泥》杂志 2012 年第三期，中泰证券研究所

- ✓ 公司拥有自己的产线技术装备，并在建设每一条生产线不断累积经验教训，在吨投资成本和达产效果上做到了行业一流。21 世纪初，海螺水泥通过引进国外的生产线，并进行国产化改造，将水泥生产线的成本大幅降低，例如 2002 年，铜陵海螺、池州海螺通过率先建成日产 5000 吨国产化示范线，使新型干法水泥吨投资从 1000 元左右下降到 300 元左右。之后的二十年间通过自身的技术突破和产线建设的经验累积，使得公司的产线成本低、效益高，2004 年 4 条万吨线的建成和 2011 年 3 条 12000 吨优质熟料生产线建成进一步巩固了行业地位。后续公司不断通过技改降低各个流程的成本，包括余热发电、分解炉技改、磨机升级等。

**图表 9: 海螺水泥技术一直处于领先地位**

时间	标志	技术优势
1996年	宁国水泥厂2000t/d新型干法生产线首次实现自主设备成套	生产线建设总投资3.4亿元，工期仅18个月，远远低于投资8亿元，工期32个月的行业平均水平，创下了当时国内外同等规模水泥厂建设中投资最低、工期最短、建设质量最好的新纪录
2002年	铜陵海螺建成国内首条5000t/d国产化示范线	建设周期仅13个月，全部投资3亿多元，打破了国外公司垄断全球大型水泥生产线装备供应的局面，设备国产化率90%以上
2004年	铜陵海螺建成国内首条10000t/d熟料生产线，在铜陵、枞阳等地建成了4条日产10000吨新型干法熟料生产线	万吨线的建成使中国有了年产1000万吨级的熟料生产基地，有了年劳动生产率每人8000~10000吨熟料的工厂，使中国成为继泰国之后世界上第二个拥有万吨生产线的国家，中国水泥生产技术由此登上了世界水泥行业的最高点
2006年	自主研发第一套5000t/d新型干法线的9.1MW水泥窑纯低温余热发电机组在宁国水泥厂投运	余热发电技术热力系统采用的闪蒸技术、低压力参数设计，与其它类型热力系统相比，多回收低品味热能20—30%。而且针对水泥工艺特点实施个性化设计，使发电系统能够适应回转窑系统工况大幅度波动的同时，还能很好地解决与回转窑系统的长期稳定同步运行问题
2007年	世界上最大的水泥纯低温余热发电机组——30500kW混汽凝汽式汽轮机发电机组在铜陵海螺一次性成功并网发电	
2010年	世界首条水泥窑垃圾处理系统在铜陵海螺建成	年处理生活垃圾可达20万吨，节约标煤约1.3万吨，减排二氧化碳约3万吨，该项目的投运可全面消化处理整个铜陵市（及周边县区）的生活垃圾，有效解决了填埋、露天焚烧等传统处理垃圾方式带来的大量占用土地和二次污染等问题
2011年	芜湖海螺建成12000t/d熟料生产线	12000t/d熟料生产线窑尾预分解系统采用了世界顶尖的POLYSIUS、FLS烧成技术；熟料冷却系统采用了IKN公司的最新一代冷却技术；原料粉磨系统是海螺集团与川崎公司合作开发的大型CK490立磨；自动化控制系统是集团自行开发的先进的人机对话系统，代表了当今世界水泥行业最先进装备和工艺技术
2012年	芜湖海螺低氮燃烧技改实现NOX排放下降30%	成功对芜湖海螺（NST型）、重庆海螺（CDC型）及建德海螺（TDF型）三种不同类型的分解炉实施了低氮燃烧技术改造，脱硝效率达30%左右
2014年	完成了14条生产线的低氮分级燃烧技术改造和34条生产线的SNCR烟气脱硝技术改造	综合脱硝效率达60%，排放浓度均符合新的排放标准
2015年	完成129台水泥磨机的V选回粉改造和11台水泥磨机的辊压机技改，并对部分生产线实施了分解炉改造和三风机技改	技改完成后，设备台产显著提升，单位产品能耗明显下降，全年共节约运行成本近1亿元
2016年	共完成10台水泥磨的辊压机技改、6条熟料生产线的分解炉改造及10条生产线生料制备系统三风机改造	技改完成后，单位产品能耗明显下降，全年共节约运行成本4600万元
	先后完成铜陵、兴安、荻港、英德海螺等6家子公司8条熟料生产线生料制备系统三风机技改	改造后粉尘排放浓度明显优于国家规定排放标准，可达到国家重点区域管控要求
2017年	完成8家子公司22台水泥磨的辊压机技改；对7家子公司8条熟料生产线实施了分解炉扩容技改；对4条熟料生产线篦冷机进行了改造；对2家子公司熟料生产线进行了大风机变频技改	技改后提产效果显著，煤电耗指标明显优化，全年共节约运行成本9500万元
	白马山水泥厂投资5000余万元人民币建设了5万吨级二氧化碳捕捉收集纯化示范项目，计划将于2018年上半年投运	通过捕捉收集水泥生产过程排放的二氧化碳，在减少温室气体排放的同时，也可为企业带来一定的经济效益，真正实现碳的「变废为宝」

来源：《海螺水泥 2017 年社会责任报告》，公司官网，人民网，中泰证券研究所

- ✓ 公司的能耗指标在行业中处于领先地位，包括在煤耗、电耗以及各个生产环节上的成本控制。从煤耗上看，公司通过集团集体采购，并利用长协价格在目前煤价较高的环境下保证较低价供应，吨成本相比同行业可以节约 10%，即吨煤耗可以节约 5 元；从电耗上看，公司的熟料生产线大部分配套余热发电系统，而且大部分子公司享受大企业直供电，电价会有一定折扣，且不断加强技术创新和设备升级改造，单位电耗呈下降趋势。从公司的社会责任报告中可以看到，2017 年公司用电 145 亿度，而全年累计余热发电达到 81.56 亿度，吨水泥电耗 79.58 度。以 2016 年湖南省阶梯电价的规则为例，第一档企业需落在吨水泥电耗小于 88 度，而海螺相比标准吨电耗要低约 8 度。
- ✓ 出色的企业经营模式铸就了低费用模式。通过海螺水泥和同样优秀的华新水泥之间的三费对比，能够看到海螺在费用控制上相比行业的绝对优势。从销售费用看，海螺水泥由于具有规模优势，在工资及折旧上占据优势，码头资源和“T 型”战略下运输和包装费低；从管理费用看，同样是更具规模优势的海螺更占优势；从财务费用看，海螺水泥的公司资质更优，贷款利率低，融资费率和整体需要融资量均较低，而且公司现金流控制力更强，财务费用极低。

**图表 10: 2017 年海螺水泥与华新水泥吨费用对比**

2017年吨费用对比	海螺水泥	华新水泥
工资及福利	1.7	4.1
折旧费	0.8	1.3
出口费中间费和运输费	2.8	5.1
包装及装卸费	5.2	7.5
其他	1.6	3.0
<b>销售费用合计</b>	<b>12.1</b>	<b>21.0</b>
工资及福利费	5.9	10.0
折旧及摊销	1.5	1.7
环保费	1.4	1.0
其他	3.0	5.2
<b>管理费用合计</b>	<b>11.7</b>	<b>17.8</b>
贷款及应付款项目的利息支出	2.4	9.9
减: 资本化的利息支出	0.1	0.4
存款及应收款项的利息收入	2.2	0.5
净汇兑亏损	0.6	1.4
其他财务费用	0.0	0.4
<b>财务费用合计</b>	<b>0.7</b>	<b>10.8</b>

来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

### 公司核心资产的重置成本测算

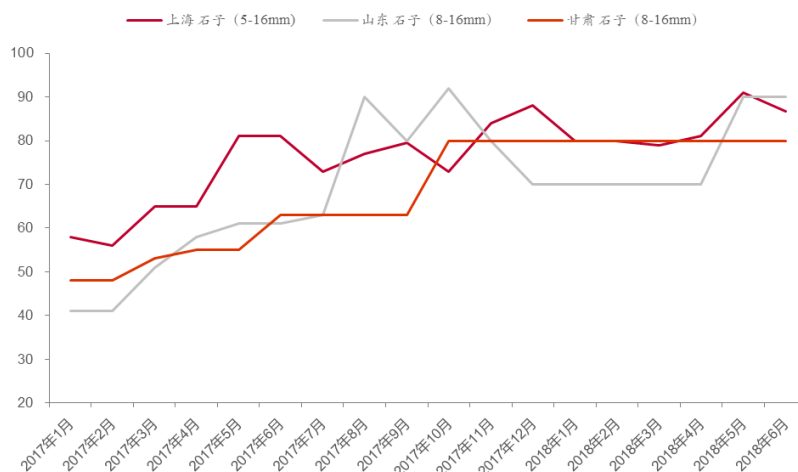
- 从资产最初的定义出发, 即企业过去经营交易或各项事项形成的, 由企业拥有或控制的, 预期会给企业带来经济利益的资源。在上一节, 我们论证了海螺水泥成本端的优势以及可持续性, 这是公司未来盈利的基础。下面我们通过分拆公司的资产负债表来测算海螺水泥的重置成本。
- 按照 2017 年年报公布的数据来看,
  - ✓ 资产端: 公司拥有流动资产 488 亿元, 非流动资产 756 亿元。考虑到公司矿山的价值重估, 我们认为无形资产中的矿山开采权的公允价值为 500~600 亿元, 与账面价值 30 亿元相比增值至少 470 亿元。而公司拥有的大量工业用地表现在土地使用权上, 根据国家统计局公布的过去十年工业用地的价格走势, 并没有发现明显的增值, 保守起见, 我们暂不重估这部分的增值。海螺账面上的商誉仅不到 5 亿元, 未来即使计提商誉减值也不会对表观利润产生太大影响。而海螺的在手产线目前的价值也因严禁新增和供给侧改革, 在行业中具备极强的竞争力, 其固定资产的价值应该也远比账面价值为高。我们保守估计公司的资产价值至少在 1700 亿元以上。
  - ✓ 负债端: 公司负债合计 302 亿元。
  - ✓ 所有者权益: 按照调整计算的公司重置成本至少为 1400 亿元
- 按照海螺水泥目前约 1800 亿市值、对应 2018 年约 270 亿净利, 所有者权益 1000 亿元进行估算, 预期 ROE 接近 27%。结合前文叙述的海螺水泥盈利的确定性不断增强, 产线、矿山价值不断凸显的过程中, 我们认为当前时点的海螺水泥具备极高的投资价值。

## 广阔天地，仍大有可为

### 积极开拓骨料市场，加强全产业链控制

- 近年对于龙头水泥企业而言，发展骨料是天然的好时机。政府对于资源端的严格，使得大量无证非法开采的小矿山逐步退出历史舞台，促进了中国砂石骨料行业逐步由中低端的乱开乱采向规范化、大型化的高端发展，矿山的资源属性逐渐凸显，骨料的毛利中枢有望持续上行（[详情请参考我们前期《熟料资源化》一文](#)）。而大型水泥企业普遍自有矿山资源，只需要重视矿山资源的综合开采，进行较小的资本开支，就可以填补市场供应的空缺，获取较为明显的一块资源属性的利润。
- 公司近年积极开拓骨料市场，积极拓展延伸水泥产业链，按照规划到2020年公司将力争实现1亿吨/年的骨料产能。“T型”战略下，海螺水泥发展骨料业务具备天然基础和较大潜力。海螺水泥所布局区域内，石灰石矿山储量相对丰富且前期配套较为完善，公司石灰石自给率接近100%，因而我们认为海螺水泥的整体骨料业务发展具备极好基础；另一方面，骨料相比水泥单位价值低，理论运输半径更短，而海螺水泥在运输环节的成本上占据绝对优势，海螺的“T型”战略布局使得海螺的矿山能够直接对接码头，通过水路运输的方式销往下游需求点，成本相比同行更低。对于海螺而言，现在是发展骨料业务的天然良机。
- 而在砂石骨料、水泥等原材料不断上涨的过程中，混凝土行业的出清和整合也是大势所趋，海螺近年开始探索混凝土业务布局。我们认为混凝土业务的核心价值是渠道而非产品本身，水泥企业做混凝土有着天然优势。通过产业链条的延伸，海螺有望进一步把握下游渠道、提升市场份额，加速行业格局的进一步向好。

**图表 11：近两年我国各地砂石骨料价格涨幅明显**

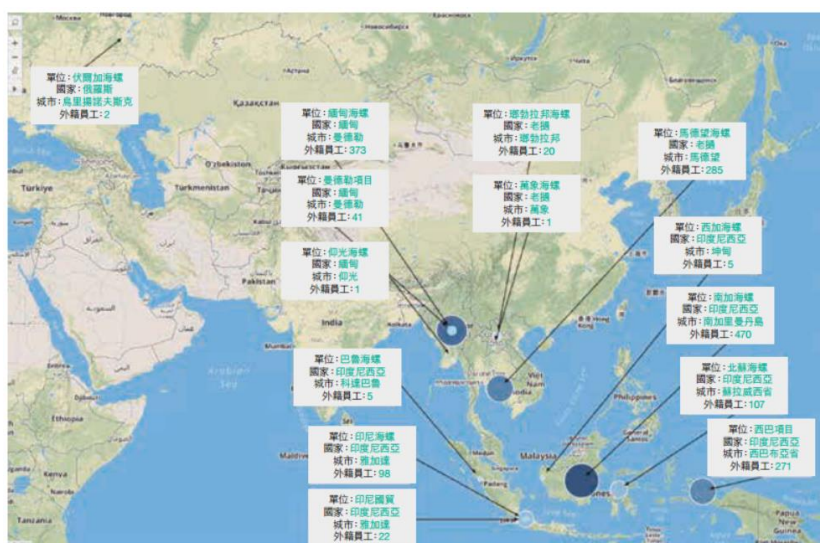


来源：中泰证券研究所

海外拓展步伐加快，全球布局降低企业经营风险

- 海螺水泥计划到“十三五”末海外新建产能 5000 万吨。从国内走向国际，海螺水泥借“一带一路”的东风逐步走向国际化，通过全球布局降低整体经营风险。目前，海螺已经在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝、俄罗斯等五个国家注册了公司。公司 2017 年年报中显示，印尼孔雀港粉磨站二期工程顺利建成投产，印尼北苏海螺、柬埔寨马德望海螺主体工程已完工，预计 2018 年投产，老挝琅勃拉邦海螺等项目工程建设进入施工高峰期，伏尔加海螺、老挝万象、缅甸曼德勒等项目前期工作正在有序推进。海螺的全球化战略道路坚定而有序，未来海螺将立足国内，展望全球，进一步扩张“水泥帝国”的版图。

图表 12: 海螺水泥海外步伐加快



来源:《海螺水泥 2017 年社会责任报告》, 中泰证券研究所

在手资本充足，兼并重组将是重头戏

- 我们在 2017 年的《详解水泥供给侧改革逻辑闭环》中提出，自 2015 年国家禁止新增产能以来，水泥行业通过错峰生产、行业自律等手段达到了整体供需的基本平衡，而行业盈利随之走高；而“熟料资源化”的大趋势在不断推动行业成本曲线的加速分化，近年来行业盈利增长的流向是不均衡的，龙头水泥企业普遍积累了较多在手资本。未来水泥龙头企业的扩张模式将从传统的通过新建产线、抢夺市场，转向通过兼并重组的方式对行业进行整合。

图表 13: 海螺水泥积累了充裕的资本用于并购重组

	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
资产负债率	36.88%	31.92%	30.13%	26.68%	24.71%	22.09%
在手现金 (亿元)	112.97	141.72	144.71	155.86	247.62	262.17
资本性支出 (亿元)	75.05	92.80	87.00	71.11	64.85	

来源: wind, 中泰证券研究所



- 而海螺水泥作为行业的龙头企业，在近年行业盈利回升的通道中，资产负债表明显优化（资产负债率从2013年的36.88%降低至今年一季度的22.09%），积累了大量在手资本（在手现金到中报可能接近300亿）。未来随着行业间分化的持续加剧，我们将有望看到海螺水泥等龙头企业对行业进行大踏步的整合。

## 投资建议

- **熟料“资源化”加速，龙头价值将迎重估。**我们认为，水泥行业的资源属性逐渐增强，矿山严控已经成为水泥产能约束的重要边际变量。矿石产业升级迫在眉睫，而大小企业的资源禀赋差距明显。熟料“资源化”将逐渐倒逼行业出清。而错峰限产在行业玩家逐渐减少的过程中，仍然是行业供需关系的安全垫。去产能行动方案将有序推进，名义产能曲线将迎来拐点。建立在当前需求整体高位维持窄幅波动，而行业格局持续向好的过程中，行业整体盈利将延续回升趋势。ROE 中枢逐渐上移，且波动逐渐收窄。同时企业资本开支不断减少，分红率逐渐提高，价值属性逐渐凸显将会带来估值中枢的提升。
- **而近期，我们看到随着产能控制、原材料控制和环保的不断趋严，全国水泥行业迎来“淡季不淡”。**接近七月下旬，全国各地库存仍然维持中低水平，而行业后续仍将迎来更为密集的错峰生产规划。我们预计今年下半年行业整体的供需关系仍然将维持非常紧张的态势。而近期我们已经看到华东熟料、水泥价格开始提前启动，我们认为行业近年的盈利能力，有持续超预期的可能性。
- **海螺水泥作为行业中的龙头企业，在行业整体集中度提升加速过程中最为受益，行业格局持续向好将有效支持全年价格中枢维持高位。**未来公司的市占率、分红率有望持续提升，增强公司的价值属性。我们预计公司 2018-2019 年归母净利润分别为 **270 亿、286 亿**，对应当前 PE 分别为 **6.5、6.1** 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**
  1. **宏观经济风险：**水泥行业整体需求与宏观经济相关性极高，虽然近年随着水泥供给端约束的不断增强，行业盈利受宏观经济的波动影响出现减小；但是宏观经济如果出现大幅波动导致需求明显变化，行业整体格局可能会受到较大冲击，从而明显影响行业盈利能力。
  2. **供给侧改革推进不达预期：**水泥供给侧改革以及产能端、原材料端控制对政策依赖程度相对较高，根据各地实际情况执行程度情况存在一定不确定性。

图表 14: 海螺水泥财务摘要

损益表 (人民币亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	559.32	753.11	975.28	1,024.04	1,075.24
增长率	9.7%	34.6%	29.5%	5.0%	5.0%
营业成本	-377.70	-488.88	-542.25	-569.37	-597.83
% 销售收入	67.5%	64.9%	55.6%	55.6%	55.6%
毛利	181.62	264.23	433.02	454.67	477.41
% 销售收入	32.5%	35.1%	44.4%	44.4%	44.4%
营业税金及附加	-6.72	-9.47	-12.26	-12.88	-13.52
% 销售收入	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-32.76	-35.72	-39.01	-40.96	-43.01
% 销售收入	5.9%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-31.44	-34.60	-39.50	-41.47	-43.55
% 销售收入	5.6%	4.6%	4.1%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	110.69	184.44	342.25	359.36	377.33
% 销售收入	19.8%	24.5%	35.1%	35.1%	35.1%
财务费用	-3.37	-2.16	7.88	12.67	17.57
% 销售收入	0.6%	0.3%	-0.8%	-1.2%	-1.6%
资产减值损失	3.78	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.06	0.02	0.02	-0.01	0.00
投资收益	3.99	20.27	3.00	3.00	3.00
% 税前利润	3.2%	9.8%	0.8%	0.8%	0.7%
营业利润	115.16	202.58	353.15	375.02	397.90
营业利润率	20.6%	26.9%	36.2%	36.6%	37.0%
营业外收支	8.93	4.03	7.50	7.50	7.50
税前利润	124.09	206.61	360.65	382.52	405.40
利润率	22.2%	27.4%	37.0%	37.4%	37.7%
所得税	-27.03	-48.00	-81.55	-86.49	-91.66
所得税率	21.8%	23.2%	22.6%	22.6%	22.6%
净利润	89.51	164.29	279.10	296.03	313.74
少数股东损益	4.21	5.74	9.75	10.34	10.96
归属于母公司的净利润	85.30	158.55	270.35	285.68	302.77
净利率	15.3%	21.1%	27.7%	27.9%	28.2%

现金流量表 (人民币亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	89.51	164.29	279.10	296.03	313.74
加: 折旧和摊销	47.53	48.33	50.57	51.76	52.94
资产减值准备	3.78	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	-0.06	-0.02	0.02	-0.01	0.00
财务费用	3.70	2.03	-7.88	-12.67	-17.57
投资收益	-3.48	-20.19	-3.00	-3.00	-3.00
少数股东损益	4.21	5.74	9.75	10.34	10.96
营运资金的变动	7.14	5.63	-26.74	11.65	-14.39
经营活动现金净流	131.97	173.63	292.08	343.75	331.72
固定资本投资	-5.23	14.89	-22.43	-22.43	-22.43
投资活动现金净流	-45.52	-52.03	-21.45	-21.42	-21.46
股利分配	-26.50	-26.50	-134.68	-171.41	-181.66
其他	-45.01	-48.50	3.02	12.67	17.57
筹资活动现金净流	-71.51	-75.00	-131.66	-158.74	-164.10
现金净流量	14.94	46.61	138.97	163.58	146.16

资产负债表 (人民币亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	155.86	247.60	386.57	550.15	696.31
应收款项	79.05	151.19	173.90	173.13	197.23
存货	45.49	47.05	43.32	48.41	44.59
其他流动资产	13.55	13.69	13.32	14.63	14.31
流动资产	293.94	459.53	617.11	786.33	952.44
% 总资产	26.8%	37.6%	45.6%	52.6%	58.3%
长期投资	62.79	32.89	32.90	32.89	32.92
固定资产	622.78	596.68	562.67	527.55	491.30
% 总资产	56.9%	48.9%	41.6%	35.3%	30.1%
无形资产	74.98	79.76	79.19	78.56	77.87
非流动资产	801.20	761.90	735.77	708.44	679.97
% 总资产	73.2%	62.4%	54.4%	47.4%	41.7%
资产总计	1,095.14	1,221.43	1,352.88	1,494.77	1,632.40
短期借款	12.75	9.35	9.00	9.00	9.00
应付款项	100.42	105.72	97.59	114.87	120.44
其他流动负债	57.32	96.07	96.10	96.08	96.08
流动负债	170.49	211.14	202.69	219.95	225.52
长期贷款	54.47	48.60	47.00	47.00	47.00
其他长期负债	67.19	42.04	42.04	42.04	42.04
负债	292.15	301.78	291.72	308.99	314.56
普通股股东权益	766.09	894.06	1,025.83	1,140.10	1,261.21
少数股东权益	36.90	25.58	35.33	45.67	56.64
负债股东权益合计	1,095.14	1,221.43	1,352.88	1,494.77	1,632.40

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	1.61	2.99	5.08	5.39	5.71
每股净资产 (元)	14.46	16.87	19.36	21.51	23.80
每股经营现金流 (元)	2.49	3.28	5.51	6.49	6.26
每股股利 (元)	0.50	0.50	2.54	3.23	3.43
回报率					
净资产收益率	11.13%	17.73%	26.26%	25.06%	24.01%
总资产收益率	8.17%	13.45%	20.63%	19.80%	19.22%
投入资本收益率	11.52%	21.22%	33.56%	35.20%	38.84%
增长率					
营业总收入增长率	9.72%	34.65%	29.50%	5.00%	5.00%
EBIT 增长率	20.15%	84.49%	68.64%	4.95%	4.96%
净利润增长率	13.48%	85.87%	69.89%	6.06%	5.98%
总资产增长率	3.53%	11.53%	10.76%	10.49%	9.21%
资产管理能力					
应收账款周转天数	8.3	12.9	17.0	18.0	19.0
存货周转天数	28.3	22.1	16.7	16.1	15.6
应付账款周转天数	39.5	34.5	33.0	32.0	35.0
固定资产周转天数	399.0	291.5	214.0	191.6	170.6
偿债能力					
净负债/股东权益	-10.93%	-26.83%	-38.86%	-47.10%	-55.62%
EBIT 利息保障倍数	32.9	95.0	-43.8	-28.6	-21.6
资产负债率	26.68%	24.71%	21.56%	20.67%	19.27%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。